

Utvärdering av
Sjätte AP-fondens
verksamhet
1996 - 2009



Sjätte AP-fonden

Förord:

UNIKT UPPDRAG – UNIK UTVÄRDERING

Sjätte AP-fonden ingår i AP-fondsystemet, men med ett särskiljande placeringsmandat och därmed en helt annan affärsmodell än de fyra övriga AP-fonderna. Sjätte AP-fonden har i sin myndighetsroll helt andra förutsättningar inom private equity-verksamheten än privata riskkapitalbolag och därför arbetar Sjätte AP-fonden även jämfört med dessa med en annorlunda affärsmodell.

Inte som andra AP-fonder

Sjätte AP-fonden skiljer sig från de fyra stora AP-fonderna ifråga om affärsdefinition, det vill säga vilka placeringar fonden får/ska göra.

- Geografi: Första-Fjärde AP-fonderna har ett globalt placeringsmandat. Sjätte AP-fonden har ett huvudsakligen svenskt mandat.
- Placeringar: Första-Fjärde AP-fonderna ska placera i noterade värdepapper och ränteinstrument och endast marginellt i så kallade alternativa placeringar, exempelvis private equity. Sjätte AP-fonden ska huvudsakligen investera riskkapital i små och medelstora svenska företag.

De olika mandaten påverkar möjligheterna till riskspridning samt likviditeten i och värderingen av fondernas placeringar. De tillgångar som Första-Fjärde AP-fonderna till övervägande delen placerar i är likvida och noterade, det vill säga värderade, på olika tillgångsmarknader. Sjätte AP-fondens investeringar i riskkapitalfonder och onoterade företag är i allt väsentligt illikvida, och eftersom de inte är noterade är de inte heller öppet värderade.

Bakom skillnaden i placeringsmandaten ligger syftet med verksamheten. Första-Fjärde AP-fonderna har enbart avkastning (med tillfredsställande riskspridning) till pensionssystemet som syfte. Med syftet att också främja utvecklingen av det svenska näringslivet har riksdagen beslutat att Sjätte AP-fondens placeringar till övervägande delen ska riktas till små och medelstora svenska tillväxtföretag.

Vad gäller de övergripande finansiella målen inom de angivna placeringsinriktningarna finns ingen skillnad mellan AP-fonderna. Även Sjätte AP-fonden ska (a) skapa långsiktig hög avkastning och (b) hålla en tillfredsställande riskspridning. Sjätte AP-fonden har inte getts utrymme att i enskilda investeringar göra näringspolitiska överväganden eller lämna företagsstöd.

Med hänsyn till de olika placeringsmandaten ifråga om geografi och typer av investeringar ger direkta jämförelser mellan avkastningen i Första-Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden inte meningsfulla utfall ifråga om fondernas prestationer.

Placeringar som görs av Första-Fjärde AP-fonderna kan utvärderas med stor precision mot relevanta index för motsvarande placeringar vid en bedömning av fondernas prestation. Däremot saknas exakta jämförbara index för Sjätte AP-fondens speciella placeringsmandat. Approximativa jämförelser kan dock ge en viss vägledning.

Inte som privata riskkapitalfonder

Trots att Sjätte AP-fonden är verksam huvudsakligen inom den del av riskkapitalmarknaden som ofta kallas private equity skiljer sig fonden såsom myndighet väsentligen från så kallade riskkapitalbolag eller riskkapitalfonder.

- Stängd fond: Privata riskkapitalfonder får investeringsutfästelser och avropar med kort varsel kapital för investeringar samt återbetalar fortlöpande kapital som frigörs. Sjätte AP-fonden har ett bestämt kapital att förvalta och dessutom ett behov av en likviditetsbuffert för att kunna fullfölja gjorda investeringsutfästelser till små och medelstora företag.

Effekten är betydande vad gäller avkastning på förvaltad kapital. Sjätte AP-fonden har en betydligt större kapitalbas att förränta för sina investeringar än vad en privat riskkapitalfond hade behövt för motsvarande investeringar.

De olika förutsättningarna för verksamheten bör beaktas vid jämförelser mellan avkastningen i privata riskkapitalfonder och i Sjätte AP-fonden. Sannolikt bör kraven på avkastning på kapitalet kunna ställas högre på privata riskkapitalfonder än på Sjätte AP-fonden.

Utvärdering

Styrelsen i Sjätte AP-fonden ska samtidigt med att årsredovisning och revisionsberättelse överlämnas till regeringen avlämna en egen utvärdering/resultatuppföljning av Sjätte AP-fondens förvaltning av fondmedlen. Sjätte AP-fondens styrelse redovisar här en utvärdering av fondens prestation mot bakgrund av Sjätte AP-fondens specifika uppdrag och de mål som inom detta angetts för fondens verksamhet.

Utvärderingen utgår från målen att leverera långsiktig hög avkastning med en tillfredsställande riskspridning samt den huvudsakliga placeringsinriktningen att investera i små och medelstora, svenska tillväxtföretag och syftet att Sjätte AP-fonden *därigenom* ska bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet.

Som utgångspunkt för utvärderingen har följande av styrelsen fastställt dokument använts:

Årsredovisning för 2009

Göteborg den 23 februari 2010

Styrelsen för Sjätte AP-fonden

Sammanfattning

Affärsmodell i ständig utveckling

Sjätte AP-fonden utvecklar kontinuerligt sin affärsmodell för att uppfylla de finansiella målen inom placeringsmandatet och dess syfte att därigenom bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet.

I den snabba förändringstakt som präglar branschen har Sjätte AP-fonden, med ett betydande strukturkapital, fortsatt beredskap att söka nya öppningar på marknaden för att med tillfredsställande riskspridning och god avkastning möta behoven hos växande små och medelstora företag.

Utvärdering av fullgörandet av Sjätte AP-fondens uppdrag

Baserat på Sjätte AP-fondens speciella uppdrag att generera långsiktig hög avkastning med en tillfredsställande riskspridning genom att erbjuda främst svenska små och medelstora tillväxtföretag riskkapital och *därigenom* bidra till utvecklingen av svenskt näringsliv, är utvärderingen uppdelad avseende:

- a) Avkastning över tid
- b) Tillfredsställande riskspridning
- c) Placeringar av riskkapital i små och medelstora tillväxtföretag
- d) *Därigenom* bidra till svenskt näringsliv

Med Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet avses nedan all Sjätte AP-fondens verksamhet förutom den som över tiden avsett hantering av likviditet (nedan benämnd Internbanken). I utvärderingen presenteras vidare information för olika delar (segment) av Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet. Med segmentet expansionsbolag avses därvid företag som vid investeringstidpunkten har en årlig omsättning understigande 200 Mkr och som har negativt kassaflöde alternativt erfordrar tillförsel av ägarkapital för fortsatt tillväxt.

a) Avkastning över tid

Sjätte AP-fondens kapital har sedan fondens start ökat med 7,8 miljarder kronor, från 10,4 miljarder till 18,2 miljarder kronor vid utgången av 2009. Merparten av vinsterna har genererats inom fondens investeringsverksamhet.

För att utvärdera avkastningen för den typ av placeringsinriktning som Sjätte AP-fonden tilldelats krävs långa mätperioder. För mogna företag krävs en mätperiod om minst fem år. För unga tillväxtföretag i expansionssegmentet krävs ännu längre mätperiod, tio år eller mer.

För samtliga investeringar kan konstateras att slutligt och faktiskt värdeskapande kan avläsas och mätas först då en tillgång realiserats. Den mest rättvisande mätpunkten är därmed när en investering eller en portfölj har realiserats.

Mogna bolag och noterade småbolag

Segmentet **mogna bolag** har för perioden 2005-2009 givit ett mycket bra resultat, trots den konjunkturavmattning som inleddes under 2008. Genomsnittlig årlig avkastning för mogna bolag uppgår till 15,4 procent. Segmentet har därmed väsentligen överträffat fondens avkastningsmål.

Segmentet **noterade småbolag**, som etablerades inom investeringsverksamheten vid utgången av 2005, har till och med 2009 givit en genomsnittlig årlig avkastning om 10,5 procent och överträffar därmed avkastningsmålet.

Segmenten mogna bolag och noterade småbolag perioden 2005-2009

Segment	Genomsnittligt		Resultat	
	kapital (Msek)	Msek	%	Avkastningsmål
Mogna bolag	8 166	5 051	15.4%	7.9%
Noterade småbolag	2 865	1 436	10.5%	7.4%

Sammantaget kan således konstateras att Sjätte AP-fonden levererat tillfredsställande avkastning inom segmenten mogna bolag och noterade småbolag. Vid utgången av 2009 är ca 70 procent av Sjätte AP-fondens kapital placerat i dessa segment.

Expansionsbolag

Sjätte AP-fonden har i samband med tidigare gjorda utvärderingar konstaterat att investeringar i expansionssegmentet inte levererat avkastning i nivå med uppsatta avkastningsmål. För tioårsperioden 2000-2009 har segmentet **expansionsbolag** gett en negativ avkastning om 8,3 procent.

Segmentet expansionsbolag perioden 2000-2009

Segment	Genomsnittligt		Resultat	
	kapital (Msek)	Msek	%	Avkastningsmål
Expansionsbolag	3 069	-2 869	-8.3%	10.6%

Styrelsen för Sjätte AP-fonden initierade under 2009 en fördjupad analys av expansionssegmentet. Mot bakgrund av de slutsatser som analysen mynnar ut i och som redogörs för i till denna utvärdering bifogad bilaga, har styrelsen beslutat att inom expansionssegmentet fokusera på värdesynliggörande inom befintlig portfölj av företag och fonder för att successivt under en femårsperiod möjliggöra utvärdering av det fortsatta engagemanget i segmentet.

I denna utvärdering är det dock på plats att göra några noteringar rörande tolkning av ovan redovisade siffror.

Den redovisade mätperioden om 10 år speglar huvudsakligen resultatet av den portfölj som byggdes upp runt millenniumskiftet. Marknaden för expansionsinvesteringar är idag jämfört med 1997, då Sjätte AP-fonden gjorde de första investeringarna i segmentet, betydligt mer välutvecklad och aktörerna – såväl investerare, managementteam som entreprenörer - är mer erfarna. Sjätte AP-fonden har samtidigt successivt ställt om portföljen och portföljsammansättningen är idag en annan än för den portfölj som byggdes upp kring millenniumskiftet.

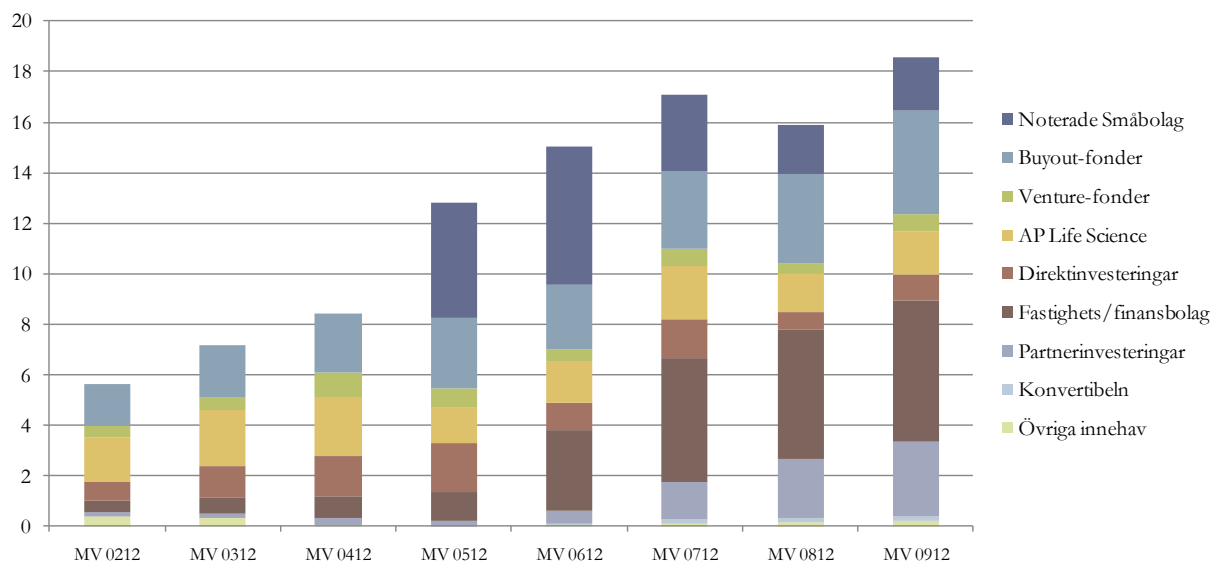
Med mättekniken rullande tioårsperioder kommer det ta många år innan utvärderingen/mätperioden huvudsakligen speglar resultatet av den portfölj som är uppbyggd på senare tid.

Erfarenheten visar samtidigt att det tar lång tid att utveckla investeringar i expansionssegmentet och investerare behöver planera för innehavsperioder för vissa företag på 10 år eller mer. Det kommer därför ta ett antal år innan den portfölj som är uppbyggd på senare tid kan analyseras och bedömas utifrån realiserad avkastning. Mot den bakgrunden avser styrelsen att komplettera utvärderingen av expansionssegmentet med andra mätetal som kan åskådliggöra det successiva värdeskapandet i företagen.

b) Tillfredsställande riskspridning

Kapitalet inom investeringsverksamheten har ökat från 5,6 miljarder kronor vid ingången av 2003 till drygt 18 miljarder kronor vid utgången av 2009.

Marknadsvärde per investeringsmodell/ tillgångsklass, miljarder kronor:



Placeringsriktlinjerna - det geografiska mandatet, inriktningen på riskkapital och placeringar i små och medelstora tillväxtföretag - begränsar Sjätte AP-fondens möjligheter att sprida risker. Inom denna ram har Sjätte AP-fonden med fastlagda strategier åstadkommit en sådan bredd av olika företagsstorlekar, investeringsmodeller och branscher att en tillfredsställande riskspridning föreligger.

c) Placeringar av riskkapital i små och medelstora tillväxtföretag

Sjätte AP-fondens placeringar fördelades vid utgången av år 2009 enligt följande:

<i>Bolag med marknadsvärde eller omsättning vid investeringstillfälle</i>		<i>Andel i procent av Sjättes placeringar</i>
Expansionsbolag	<200 Msek	29
Mindre bolag	<150 Meuro, enligt OMX	18
Medelstora bolag	<1000 Meuro, enligt OMX	48
Stora bolag	>1000 Meuro, enligt OMX	5

Hela fondkapitalet om drygt 18 miljarder kronor var vid utgången av 2009 placerat i investeringsverksamheten med ovanstående fördelning. Med i praktiken alla medel placerade som riskkapital i små och medelstora företag uppfyller Sjätte AP-fonden placeringsinriktningen.

d) Bidrag till svenskt näringsliv

Syftet bakom de ovan angivna målen – att uppnå långsiktig hög avkastning med tillfredsställande riskspridning genom placeringar av riskkapital i små och medelstora främst svenska tillväxtföretag – är att bidra till utvecklingen av svenskt näringsliv.

I en kvalitativ bedömning kan det konstateras att krävande och tålmodigt ansvar för det riskkapital som investeras är det bästa sättet att bidra till utvecklingen av svenska tillväxtföretag. Därför bör en utvärdering ta fasta på följande förhållanden:

- Inom fondinvesteringar har Sjätte AP-fonden, som kompetent investerare och kravställare med eget strukturkapital, bidragit till en kvalitetshöjning inom sektorn privata riskkapitalfonder som investerar i svenska små och medelstora företag.
- Inom företagsinvesteringar har Sjätte AP-fonden med innovativa investeringsmodeller möjliggjort investeringar i svenska tillväxtföretag och därigenom tillfört kunskaper, erfarenhet, nätverk och kapital.

Uppgifter rörande hela fondkapitalet

Vid utgången av 2009 hade Sjätte AP-fonden investerat i ca 350 onoterade företag, varav ett 60-tal var direktinvesteringar.

Vid årsskiftet 2004/2005 ägde Sjätte AP-fonden andelar i totalt 243 bolag. Av dessa låg 235 i private equity-fonder. Thomas Polesie och Christina Spens vid Handelshögskolan i Göteborg har i sin studie av Sjätte AP-fonden, ”Att investera på lång sikt”, för år 2004 tagit fram uppgifter för 150 av de 243 bolagen. Studien visade att den sammanlagda omsättningen för de analyserade bolagen uppgick till 70 miljarder kronor, balansomslutningen till 66 miljarder kronor och att antalet anställda i Sverige uppgick till 42 000.

Exempel från företagsinvesteringar december 2009

Omsättning och antalet anställda i direktägda bolag

	Antal bolag	Omsättning Msek	Antal anställda
AP Direktinvesteringar	7	11 598	5 738
AP Life Science	1	81	105
AP Partnerinvesteringar	25	2 304	1 290
AP Konvertibeln	4	1 006	885
AP Regionala Investeringar	2	125	111
AP Nätverksinvesteringar	<u>18</u>	<u>77</u>	<u>166</u>
Summa	57	15 191	8 295

Geografisk spridning för företagen, exempel

Malmö, Båstad, Göteborg, Jönköping, Norrköping, Stockholm, Uppsala, Sundsvall, Orsa, Lund och Haparanda.

Styrelsens bedömning

Baserat på utfallet avseende avkastning, riskspridning, placering i små och medelstora svenska tillväxtföretag och Sjätte AP-fondens investeringsmodeller, som är till gagn för utvecklingen av svenskt näringsliv, bedömer styrelsen att uppdraget fullgjorts och att lagstiftarens intentioner med Sjätte AP-fonden har uppfyllts.

Styrelsens uppfattning är att en fortsatt utveckling av Sjätte AP-fondens portfölj ytterligare stärker svenskt näringsliv till gagn för pensionssystemet.

I bifogad bilaga ges en redogörelse för Sjätte AP-fondens uppdrag, verksamhet och resultat. I bilagan redovisas även fördelning mellan olika branscher och företagsstorlekar liksom kvalitativa och företagsvisa exempel på positiva effekter av Sjätte AP-fondens investeringar. Vidare sammanfattas slutsatserna från den analys av expansionssegmentet som påbörjats under 2009.

Bilaga

Innehållsförteckning

1.	Sjätte AP-fondens uppdrag och verksamhet	1
1.1	Syftet med Sjätte AP-fonden	1
1.2	Uppdrag och riktlinjer	1
1.3	Relevanta modeller och verktyg avseende utvärderingen	2
1.3.1	Riskpremiemodell.....	2
1.3.2	Realavkastning.....	3
1.3.3	Likviditetsprognosmodell.....	3
1.3.4	Internbank.....	3
1.4	Investeringsstrategier	4
1.4.1	Investeringsstrategi 1996–2002.....	4
1.4.2	Investeringsstrategi från 2003 och framåt	4
2.	Utfall.....	6
2.1	Avkastning och resultat 2003-2009	6
2.1.1	Hela fonden.....	6
2.1.2	Investeringsverksamheten	6
2.2	Avkastning och resultat 1997-2009	8
2.2.1	Hela fonden.....	8
2.2.2	Investeringsverksamheten	8
3.	Expansionssegmentet	10
4.	Utvärdering av fullgörandet av uppdraget 2003-2009	14
4.1	Ramverk för tolkning av uppdrag.....	14
4.2	Uppdraget att skapa en långsiktig hög avkastning	16
4.3	Uppdraget att hålla en tillfredsställande riskspridning	17
4.4	Uppdraget att placera riskkapital i små och medelstora tillväxtföretag	18
4.5	Syftet att därigenom bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet	18

1. Sjätte AP-fondens uppdrag och verksamhet

1.1 Syftet med Sjätte AP-fonden

Enligt regeringens proposition 1995/96:171 har syftet med bildandet av Sjätte AP-fonden flera dimensioner:

- Med hänvisning till tillväxtpropositionen konstateras att det är viktigt att skapa goda förutsättningar för näringslivet i syfte att främja tillväxt och sysselsättning. En sådan tillväxt förutsätter bland annat att riskvilligt kapital ställs till det svenska näringslivets förfogande.
- Ett sätt att stärka kapitalförsörjningen till det svenska näringslivet är att ge Sjätte AP-fonden möjlighet att investera medel med fokus på svenska företag. Den svenska ekonomins utveckling och tillväxt gynnas genom att näringslivet får tillgång till ytterligare riskvilligt kapital, både för börsnoterade bolag och för onoterade företag.
- För små och medelstora företag kan bristande tillgång till riskkapital utgöra en begränsning för expansion. Medlen bör därför kunna investeras i mindre, nystartade och onoterade företag.
- Investeringar i onoterade företag kräver speciell kompetens och en särskild styrning. Sjätte AP-fonden behöver inte nödvändigtvis själv bygga upp egen sådan kompetens. Investeringar av denna typ kan ske via specialiserade så kallade riskkapitalbolag.
- Skapa utrymme för en självständig och långsiktig ägare på aktiemarknaden.
- Övergripande mål för förvaltningen inom Sjätte AP-fonden är att i ett långsiktigt perspektiv maximera avkastningen på tillgångarna.
- Att avkastningskravet är långsiktigt innebär att Sjätte AP-fonden inte är begränsad till investeringar i tillgångar med låg risk.

I promemoria från Finansdepartementet den 11 januari 2004 anges att Sjätte AP-fonden har samma överordnade mål som Första-Fjärde AP-fonderna - medlen ska förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för pensionssystemet på lång sikt, men med en tydlig anvisning om att Sjätte AP-fondens kapital huvudsakligen ska placeras i företag i det svenska näringslivet.

1.2 Uppdrag och riktlinjer

Finansiella mål

Sjätte AP-fonden förvaltar tilldelade allmänna pensionsmedel och avkastningen på dessa genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Uppdraget ska utföras så att det övergripande målet för AP-fondsystemet uppnås, det vill säga:

- en långsiktig hög avkastning samt
- tillfredsställande riskspridning.

Placeringsinriktning

Sjätte AP-fondens huvudinriktning ska vara placeringar i svenska företag direkt eller indirekt genom fonder och investmentbolag.

Sjätte AP-fondens medel får placeras

- i aktier i svenska och utländska aktiebolag
- i konvertibler eller teckningsoptioner som har utfärdats av svenska och utländska aktiebolag
- som riskkapital i svenska och utländska ekonomiska föreningar
- i andelar i svenska och utländska kommanditbolag.

Av tillgångarna, värderade till marknadsvärdet, får högst 10 procent vara utsatt för valutakursrisk.

Styrelsen har sammanfattat förarbete, proposition och lagtext i följande uppdrag:

”Sjätte AP-fondens uppdrag är att skapa en långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placering av riskkapital huvudsakligen i små och medelstora, svenska tillväxtföretag och därigenom bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet.”

Sjätte AP-fonden intar därmed en unik position bland AP-fonderna genom att fonden som sin huvudsakliga uppgift har att placera tilldelade allmänna pensionsmedel på den svenska riskkapitalmarknaden, i såväl noterade som onoterade bolag.

Kapitalbas

Tillfört kapital vid Sjätte AP-fondens start uppgick till 10,4 miljarder kronor och har därefter inte påverkats av inbetalningar från eller utbetalningar till pensionssystemet. Fondkapitalet har endast påverkats av avkastningen på Sjätte AP-fondens investeringar samt verksamhetens kostnader. Vid utgången av 2009 hade fondkapitalet vuxit med ca 8 miljarder till drygt 18 miljarder kronor.

1.3 Relevanta modeller och verktyg avseende utvärderingen

Sjätte AP-fonden har utvecklat och använder ett antal modeller för att styra, verkställa och följa upp verksamheten. Modellerna definieras och förklaras nedan.

1.3.1 Riskpremiemodell

Riskpremiemodellen är ett verktyg för att fastställa avkastningsmål för Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet. Respektive tillgångsslag ges en riskpremie, som ämnar avspegla relationen mellan risk och förväntad avkastning, vilket adderas till den för tiden gällande reporäntan. Avkastningsmål beräknas för respektive tillgångsslag och en sammanvägning ger målet för investeringsverksamheten som helhet samt för respektive segment, affärsområde eller delpportfölj.

Avkastningsmålen kan ses som uppdragsgivarens alternativintäkt, och är därmed den nivå på avkastning som Sjätte AP-fonden på lång sikt måste överträffa för att tillföra värde till sin uppdragsgivare.

Riskpremiemodellens avkastningsmål ligger i linje med fondens uppdrag, att ge avkastning över tid. Modellen, med ett absolut mål, innebär att uppföljning av investeringsverksamheten mot fastställda avkastningsmål endast bör göras över långa tidsperioder.

1.3.2 Realavkastning

Den reala avkastningen definieras som den nominella avkastningen rensad från inflation, mätt som konsumentprisindex. Till grund för den reala avkastningen ligger såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar i Sjätte AP-fondens portfölj samt samtliga kostnader för verksamheten.

Sjätte AP-fonden använder måttet realavkastning då utvärdering görs av avkastningen på hela fondkapitalet.

1.3.3 Likviditetsprognosmodell

Investeringsverksamheten inom Sjätte AP-fonden medför åtaganden i form av kapitalutfästelser till ägda bolag och fonder, vilket kräver en löpande betalningsberedskap.

Att hålla en löpande betalningsberedskap inom ramen för den egna balansräkningen, samtidigt som en god avkastning ska uppnås, kräver att långsiktiga likviditetsprognoser tas fram. Eftersom hela fondkapitalet ligger till grund för beräkning av avkastning är målet att så mycket som möjligt av kapitalet ska vara sysselsatt inom investeringsverksamheten. Genom att Sjätte AP-fonden inte får något kapitaltillskott utgör likviditetsprognoserna ett styrande inslag i förvaltningen av fondkapitalet. De får också en allt större betydelse i takt med att investeringsverksamheten växer som andel av Sjätte AP-fondens totala portfölj.

Tillförlitligheten i likviditetsprognoserna är av stor betydelse för Sjätte AP-fondens möjligheter att uppfylla sin huvudsakliga uppgift. Under perioder när likviditetsprognoserna är ansträngda (stora utflöden och/eller små inflöden) ställs stora krav på likviditetsberedskap vilket i sin tur ger mindre utrymme att ta på sig nya åtaganden.

1.3.4 Internbank

Internbanken förvaltar den del av Sjätte AP-fondens kapital, den så kallade likviditeten, som inte är investerad i investeringsverksamheten. Uppdraget är att säkerställa betalningsberedskapen för finansiella åtaganden och förväntade framtida utflöden inom investeringsverksamheten och samtidigt överträffa det avkastningsmål som satts på Interbankens olika tillgångsslag. För att hantera kortsiktiga likviditetsbehov i perioder med stora utflöden och/eller små inflöden har Sjätte AP-fonden därför valt att ha en lånekredit tillgänglig. Internbanken ansvarar också för bedömning och hantering av Sjätte AP-fondens totala exponering avseende aktiemarknadsrisk, räntor och valutor.

1.4 Investeringsstrategier

1.4.1 *Investeringsstrategi 1996–2002*

Sjätte AP-fonden erhöll i december 1996 medel motsvarande 10,4 miljarder kronor. Den första investeringen i onoterade aktier gjordes våren 1997 och successivt byggdes sedan portföljen bestående av investeringar i onoterade svenska portföljbolag, direkt eller indirekt via fonder, upp. De medel som inte investerades i investeringsverksamheten, vilket under denna tid utgjorde merparten av kapitalet, placerades initialt främst i räntebärande instrument. I regeringens skrivelse för 1997 framfördes kritik avseende denna allokering vilket resulterade i att Sjätte AP-fonden under 1998 omplacerade huvuddelen av de medel som inte placerats i onoterade aktier till noterade aktier. Den noterade portföljen hanterades inom ramen för den dåvarande Kapitalförvaltningen.

Den starka aktiemarknaden fram till mars 2000 innebar att Sjätte AP-fondens totala tillgångar växte till över 20 miljarder kronor. I hög utsträckning var det ett resultat av den globala IT-bubbla som byggts upp, där kurserna steg kraftigt och begrepp som ”Den nya ekonomin” etablerades. Andra trender vid den här tidpunkten var exempelvis att ett stort antal venture capital-fonder startades i Sverige. Antalet nya företag och entreprenörer växte mycket snabbt och tillgången på riskkapital var god.

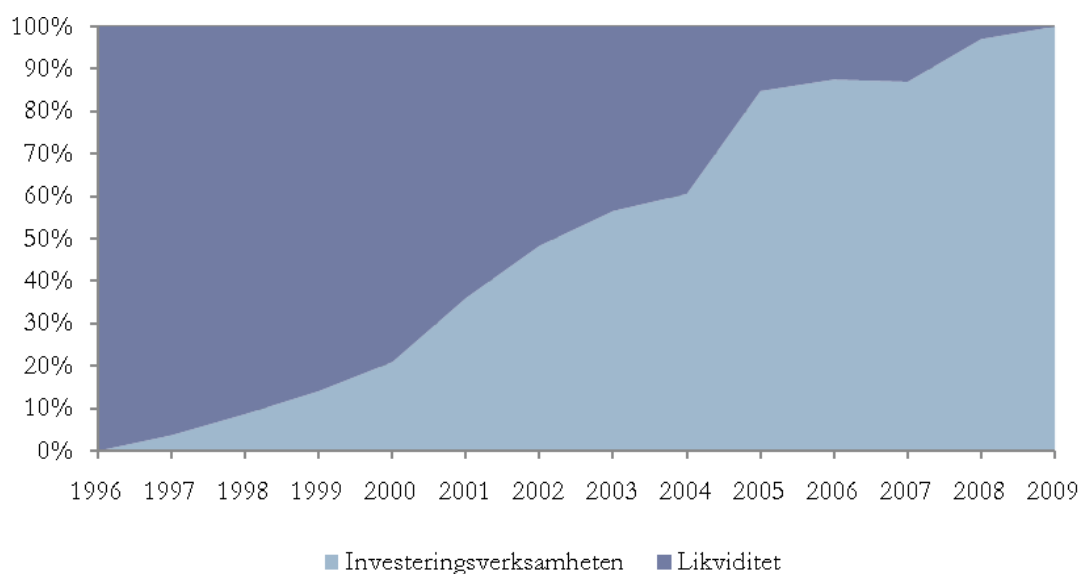
Strax därefter började aktiemarknaderna falla allt kraftigare i takt med att luften gick ur IT-bubblan och vände inte uppåt förrän knappt tre år senare. Många unga IT- och telekombolag liksom unga bolag inom life science stod inför nya, tuffa utmaningar. De i många fall oerfarna aktörerna såsom managementteam, entreprenörer och investerare, hamnade i en situation med innehav som var svåra att realisera och det var svårt att hitta nytt kapital för att supportera bolagen. Utvecklingen, framför allt det kraftiga fallet på aktiemarknaden, ledde till stora negativa resultat för Sjätte AP-fonden, särskilt under 2002.

1.4.2 *Investeringsstrategi från 2003 och framåt*

Under 2002 nåddes den punkt då andelen inom riskkapitalverksamheten, inklusive framtida åtaganden, blivit tillräckligt stor för att den skulle betraktas som Sjätte AP-fondens kärnverksamhet. Styrelsen i Sjätte AP-fonden beslutade därför att hela Sjätte AP-fonden skulle ha en och samma målsättning – att generera en avkastning som är relaterad till den risk som tas i investeringen. Styrelsen beslutade att fastställa ett absolut avkastningsmål som skulle gälla för hela Sjätte AP-fonden från och med 2003. Vid utvärdering av Sjätte AP-fonden är det således framför allt relevant att mäta utfallet av resultat och avkastning från 2003 och framåt.

Eftersom förutsättningarna för dåvarande Kapitalförvaltningen förändrades i grunden avvecklades den i slutet av 2002 och ersattes av Internbanken. Internbanken fick förvalta den del av Sjätte AP-fondens kapital, den så kallade likviditeten, som inte var investerad i investeringsverksamheten. Uppdraget var att säkerställa betalningsberedskapen för finansiella åtaganden och förväntade framtida utflöden inom investeringsverksamheten och samtidigt överträffa det avkastningsmål som satts på Internbankens olika tillgångsslag.

Andel kapital allokerat till investeringsverksamheten 1996-2009



Vid utgången av 2009 var hela fondkapitalet investerat inom investeringsverksamheten.

Inom investeringsverksamheten utgår Sjätte AP-fondens arbete från två övergripande affärsmodeller

- Indirekta investeringar – *fondinvesteringar* - genom fonder och investmentbolag med externa managementteam.
- Direkta investeringar – *företagsinvesteringar* - genom egna managementteam eller saminvesteringar med partners.

Organisatoriskt är verksamheten uppdelad i sju affärsområden. För en detaljerad beskrivning av affärsmodellen och affärsområdena hänvisas till Sjätte AP-fondens hemsida www.apfond6.se samt årsredovisning för 2009.

2. Utfall

2.1 Avkastning och resultat 2003-2009

2.1.1 *Hela fonden*

Fondkapitalet har sedan inledningen av 2003 vuxit med 6,6 miljarder kronor från 11,6 miljarder kronor till 18,2 miljarder kronor vid utgången av 2009. Detta motsvarar en genomsnittlig årlig avkastning på 6,6%. Rensat för inflation, mätt som KPI, innebär det en genomsnittlig realavkastning för hela fondkapitalet på 5,3% per år.

2003-2009	Resultat		Mål	KPI
	Msek	%		
Investeringsverksamheten	7 073	9,4%	8,6%	
Internbank, riskhantering och centrala kostnader	-473			
Sjätte AP-fonden	6 600	6,6%		1,3%

2.1.2 *Investeringsverksamheten*

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet har under perioden 2003-2009 genererat ett resultat på 7,1 miljarder kronor. Det motsvarar en årlig genomsnittlig avkastning på 9,4%, vilket överstiger avkastningsmålet som för perioden uppgått till 8,6%.

I denna avkastningssiffra ingår såväl realiserade som orealiserade delar av investeringsverksamheten. Slutligt och faktiskt värdeskapande kan dock avläsas och mätas först då en tillgång realiseras. Ser vi enbart till den realiserade portföljen har den givit en avkastning på 21,4%, vilket väsentligen överträffar det långsiktiga avkastningsmålet.

Investeringsverksamheten 2003-2009, utfall fördelat på marknadssegment samt fördelat på total portfölj respektive realiserad portfölj

Segment	Resultat		Avkastningsmål
	Msek	%	
Noterade småbolag	1 436	10,5%	7,4%
varav realiserat	685	12,9%	7,4%
Mogna bolag	7 014	18,3%	8,1%
varav realiserat	4 853	35,3%	8,9%
Expansionsbolag	-1 377	-5,8%	10,2%
varav realiserat	-669	-13,0%	10,4%
Investeringsverksamheten	7 073	9,4%	8,6%
varav realiserat	4 869	21,4%	8,7%

Segmentet **noterade småbolag**, som etablerades i Sjätte AP-fondens portfölj vid utgången av 2005, har gett en årlig genomsnittlig avkastning om 10,5% och överträffar därmed avkastningsmålet.

Segmentet **mogna bolag** har för perioden 2003-2009 givit ett mycket bra resultat, trots den konjunkturavmattning som inleddes under 2008. Genomsnittlig årlig avkastning för mogna bolag uppgår till 18,3%. Segmentet har därmed väsentligen överträffat fondens avkastningsmål. Ser vi enbart till den realiserade delen av segmentet har de mogna bolagen givit en avkastning om 35,3%.

Segmentet **expansionsbolag** har för perioden haft en negativ avkastning om 5,8%, vilket ligger långt under uppsatta avkastningsmål.

Styrelsen för Sjätte AP-fonden initierade under 2009 en fördjupad analys av expansionssegmentet. Slutsatserna från denna analys redogörs för i avsnitt 3.

2.2 Avkastning och resultat 1997-2009

2.2.1 Hela fonden

Fondkapitalet har sedan 1996 ökat med 75%, från 10,4 till 18,2 miljarder kronor vid utgången av 2009. Detta motsvarar en genomsnittlig årlig avkastning på 4,4% för fondkapitalet som helhet. Rensat för inflation, mätt som KPI, innebär det en genomsnittlig realavkastning på 3,1% per år.

1997-2009	Resultat		Mål	KPI
	Msek	%		
Investeringsverksamheten	6 820	7,0%	9,4%	
Internbank, riskhantering och centrala kostnader	1 033			
Sjätte AP-fonden	7 853	4,4%		1,3%

2.2.2 Investeringsverksamheten

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet har under perioden 1997-2009 genererat ett resultat på 6,8 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig årlig avkastning på 7,0%.

Ser vi enbart till den realiserade portföljen inom investeringsverksamheten har den givit ett resultat på 5,0 miljarder kronor. Det motsvarar en genomsnittlig årlig avkastning på 12,1%, vilket överstiger fondens avkastningsmål.

Investeringsverksamheten 1997-2009, utfall fördelat på marknadssegment samt fördelat på total portfölj respektive realiserad portfölj

Segment	Resultat		Avkastningsmål
	Msek	%	
Noterade småbolag	1 436	10.5%	7.4%
varav realiserat	685	12.9%	7.4%
Mogna bolag	7 954	17.3%	8.8%
varav realiserat	5 713	24.5%	9.2%
Expansionsbolag	-2 569	-7.6%	10.6%
varav realiserat	-1 447	-14.0%	10.7%
Investeringsverksamheten	6 820	7.0%	9.4%
varav realiserat	4 951	12.1%	9.4%

Det positiva resultatet för investeringsverksamheten under perioden 1997-2009 är främst kopplat till den mycket goda avkastningen inom segmentet **mogna bolag**. Segmentet har på totalen avkastat 17,3% och genererat ett resultat på 8,0 miljarder kronor. Avkastningen överstiger därmed väsentligen fondens långsiktiga avkastningsmål. Ser vi till den realiserade delen av segmentet har den givit en avkastning på 24,5%.

Segmentet **noterade småbolag** etablerades i Sjätte AP-fondens portfölj vid utgången av 2005. Avkastningsanalysen för detta segment för perioden 1997-2009 ger därför samma slutsatser som redovisats för perioden 2003-2009. Segmentet har gett en genomsnittlig årlig avkastning om 10,5%, vilket överträffar avkastningsmålet.

Trots de mycket goda resultaten i segmenten mogna bolag och noterade småbolag har avkastningen för hela investeringsverksamheten under perioden 1997-2009 ej nått upp till fondens avkastningsmål. Den negativa avvikelserna förklaras av resultatet från segmentet **expansionsbolag**, där avkastningen ligger långt under uppsatta avkastningsmål.

3. Expansionssegmentet

Sjätte AP-fonden har i samband med tidigare gjorda analyser konstaterat att investeringar i expansionsfasen inte levererat avkastning i nivå med uppsatta avkastningsmål utan givit en negativ avkastning. Slutsatsen är densamma för perioden 1997-2009 som för perioden 2003-2009. Samtidigt har konstaterats att investeringar i det mogna segmentet för motsvarande perioder genererat mycket god avkastning som väsentligen överträffat uppsatta avkastningsmål. Med anledning härav beslutade styrelsen för Sjätte AP-fonden att under 2009 påbörja en fördjupad analys av expansionssegmentet.

Vilken typ av företag ingår i expansionssegmentet?

Det finns inga entydiga definitioner för vilka företag som är att klassificera som expansionsföretag. Olika aktörer tenderar att använda begreppet på skilda sätt. I Sjätte AP-fondens segmentering har valts att i expansionssegmentet inkludera företag som vid investeringstidpunkten har en årlig omsättning understigande 200 Mkr och som har negativt kassaflöde alternativt erfordrar tillförsel av ägarkapital för att finansiera fortsatt tillväxt i företaget. Denna klassificering utgör grunden för avkastningsanalysen på segmentsnivå som redovisas i denna bilaga och skiljer sig i vissa avseenden från tidigare redovisade siffror.

I expansionssegmentet ingår därmed företag med vitt skilda karaktärer, allt ifrån de tidigaste företagen som utvecklar nya tekniker eller forskar kring nya läkemedelssubstanser till företag som funnits i många år med stabil omsättning men som för fortsatt tillväxt kräver tillförsel av ägarkapital.

Historik

Sjätte AP-fonden har investerat i tillväxtföretag inom expansionssegmentet sedan 1997. Initialt var det en omogen marknad som väckte stort intresse från investerare i samband med IT-boomen under slutet av 90-talet. Stora mängder kapital investerades i ofta mycket unga företag med förhoppning och tron att betydande vinster snabbt skulle kunna realiseras i samband med börsintroduktioner eller försäljningar till globala IT/telekom företag. Även inom life science-sektorn genomfördes stora investeringar ofta med fokus på företag som forskade kring nya substanser för läkemedelsindustrin.

Ett fåtal mycket lyckosamma försäljningar runt millenniumskiftet framför allt inom IT-sektorn förstärkte trenden och ett stort antal nya fonder och investmentbolag etablerades. Många aktörer, såväl investerare, managementteam som entreprenörer och företagsledningar, hade begränsad erfarenhet från denna typ av investeringar. Förebilden var i hög utsträckning den amerikanska venture capital-marknaden som vid den tidpunkten uppvisade mycket god avkastning.

Många nyinvesteringar gjordes under en kort tidsperiod och ofta var planen att utveckla en revolutionerande teknik eller affärsmodell som skulle attrahera köpare av hela företaget inom ett fåtal år. Eftersom planen var att sälja företagen efter några år saknades tillräckligt med kapital för att fortsätta utveckla företagen när exit inte skedde så snabbt som den initiala planen utgått från. Många underskattade tiden för att få marknadsacceptans för nya tekniker och tiden som krävs för att bygga ett företag från idé till ett företag med omsättning.

I början av 2000-talet sprack bubblan med kraftiga börsfall som följd och totalt summerar erfarenheterna för expansionssegmentet från denna tid till:

- ett fåtal lyckosamma försäljningar som genererade fantastisk avkastning, avsåg ofta teknikföretag som ännu inte kommit så långt i sin utveckling att dess produkter omsattes på en marknad utan företagen såldes på förväntan om snabb framtida tillväxt
- flertalet företag krävde kontinuerliga kapitaltillskott för att överleva vilket ägarna inte planerat för vilket resulterade i avveckling/nedläggning av många företag
- ett antal företag fick fortsatt finansiering och lyckades efter många år bygga marknad och omsättning och kunde sedermera säljas efter innehavsperioder på 10 år eller mer

När den gamla portföljen av expansionsföretag, huvudsakligen uppbyggd under perioden 1997-2002, nu har analyserats är det tydligt att hög teknikrisk och begränsad erfarenhet har gjort det mycket svårt för dessa investeringar att generera en rimlig avkastning efter det att IT-bubblan sprack. Trots mycket bra avkastning på ett fåtal investeringar kan de inte bära upp avkastningen på den totala portföljen. Historiken visar också på att uthållighet som investerare är viktigt för att maximera avkastningen på investeringar i expansionssegmentet samtidigt som det är viktigt att snabbt utveckla investeringar i företag med begränsade möjligheter till framgång.

Sammantaget kan vi konstatera att Sjätte AP-fondens realiserade portfölj av expansionsföretag givit en negativ avkastning om ca 14%. Även tillgänglig statistik från europeiska branschorganisationer visar att expansionssegmentet, i det sammanhanget benämnt venture capital, över längre mätperioder givit en låg eller i vissa fall negativ avkastning. Liksom i Sjätte AP-fondens portfölj finns det dock stor spridning på resultat i segmentet – allt ifrån totala förluster till mycket framgångsrika investeringar.

Nuvarande portfölj och värderingsprinciper

Det tog många år innan nyinvesteringstakten inom segmentet ökade igen och därmed är den portfölj som Sjätte AP-fonden har inom expansionsfasen idag relativt ung. Inom företagsinvesteringar är de flesta realiserade investeringarna genomförda de senaste 2-3 åren. Inom expansionssegmentet inom AP Fondinvesteringar är genomsnittlig ålder på investeringarna ca 4 år och inom AP Life Science är den genomsnittliga åldern över 6 år.

Erfarenheten visar samtidigt att det tar lång tid att utveckla investeringar i expansionssegmentet och investerare behöver planera för innehavsperioder för vissa företag på ända upp till 10 år eller mer. Det kommer därför ta ett antal år innan den portfölj som är uppbyggd på senare tid kan analyseras och bedömas utifrån realiserad avkastning.

Marknaden för expansionsinvesteringar är idag betydligt mer välutvecklad och aktörerna – såväl investerare, managementteam som entreprenörer - är mer erfarna och har lärt sig av de erfarenheter som byggts upp under det senaste decenniet. Sjätte AP-fonden har under perioden successivt ställt om portföljen för att balansera de risker som är förknippade med investeringar i expansionsfasen. Under perioden 1997-2002 gjordes många investeringar i företag med fokus på tidig teknikutveckling. Under senare år har fler investeringar gjorts i företag som har börjat bygga marknad och omsättning. Inom life science har det skett en förflyttning från investeringar inom riskfylld läkemedelsutveckling till investeringar med inriktning mot medicinteknik. Sammantaget kan sägas att portföljsammansättningen idag är en annan än för den portfölj som byggdes upp 1997-2002.

En svårighet för investerare i expansionssegmentet är de värderingsprinciper som tillämpas för att värdera onoterade företag. Följer ett företag den ursprungliga plan som gjordes vid investeringstidpunkten, är huvudprincipen att företaget skall värderas till anskaffningskostnad. Avviker utvecklingen från denna plan kan värdet förändras. Under sin utvecklingsresa är det vanligt att företag i expansionsfasen stöter på någon form av hinder som gör att företaget i vart fall för en tid utvecklas sämre än plan. Vedertagna värderingsprinciper säger då att en nedvärdering skall göras, även om värdet vid en kommande avyttring uppskattas kunna bli högre. Tillförs ett företag ytterligare kapital kan en annan värdering göras men det förutsätter att en extern investerare ansluter.

Värderingsprinciperna medför således att innehav inom expansionsfasen i hög utsträckning värderas till anskaffningskostnad alternativt till ett lägre värde under innehavstiden. Effekterna av det värdeskapande som sker under innehavsperioden syns därmed inte successivt i investerarens resultaträkning utan först då företaget säljs eller i nära anslutning därtill. För en investerare med en ung portfölj av expansionsföretag innebär det ett negativt resultat i resultaträkningen under ett antal år tills det att företagen är redo för att säljas. Samtidigt anger de avkastningsmål som följer av riskpremiemodellen och som Sjätte AP-fonden årligen utvärderas mot, att kapital som investeras i expansionsföretag skall ge en genomsnittlig årlig avkastning som överstiger reporäntan med 7,5-12,5 procentenheter. För Sjätte AP-fonden, som har ca 30% av kapitalet investerat inom expansionssegmentet, får detta till följd att fonden för vissa mätperioder totalt sett inte når upp till målen, trots stark avkastning inom segmenten mogna företag och noterade småbolag.

Den slutsats som då ligger närmast till hands i ett kortsiktigt perspektiv vore att enbart investera inom de segment, mogna företag och noterade småbolag, som historiskt har levererat avkastning som väl överträffar uppsatta avkastningsmål. Värdeökningen i den typen av företag visar sig i högre utsträckning successivt i resultaträkningen hos investeraren som därmed kan uppnå sina årliga avkastningsmål.

Sjätte AP-fondens uppdrag

Sjätte AP-fonden har inom AP-fondsystemet ett unikt placeringsmandat. Som övergripande finansiella mål har Sjätte AP-fonden, i likhet med övriga AP-fonder, att skapa långsiktig hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning. Med syftet att också främja utvecklingen av det svenska näringslivet har Riksdagen beslutat att Sjätte AP-fondens placeringar till övervägande delen ska riktas till små och medelstora svenska tillväxtföretag.

Vid utformning av Sjätte AP-fondens framtida investeringsinriktning måste således ett antal övervägande kring uppdragets olika delar göras.

Därvid måste tas fasta på att det är väsentligt att visa att det går att skapa avkastning i expansionssegmentet. Detta är en förutsättning för att uppdraget att förmera pensionskapitalet skall kunna uppfyllas. Frågan är möjligen vilken nivå på avkastning som är rimlig och om riskpremiemodellen behöver ses över.

Samtidigt måste övervägas vilken mätperiod som är relevant – det är endast när en portfölj är realiserad som det faktiska och slutliga resultatet går att avläsa och bedöma. För expansionsföretag kan detta ta lång tid – 10 år eller mer kan gå från det att investeringen görs tills det att företaget är redo för att säljas. Sjätte AP-fondens portfölj av expansionsföretag är idag ung och det kommer därför ta många år innan den har realiserats. Baserat på den karaktär som portföljen har och den erfarenhet som managementteam, entreprenörer och företagsledningar

idag besitter, finns anledning att tro att Sjätte AP-fonden med ett långsiktigt, ansvarstagande och kravställande kapital har förutsättningar för att skapa god avkastning i segmentet.

Enligt branschen finns det behov av riskkapital inom expansionssegmentet i Sverige. Branschorganisationer och andra aktörer återkommer ofta till och betonar olika positiva effekter av god tillgång på riskkapital t ex i form av växande företag och nya jobbtillfällen. Det finns dock inga enkla mätmetoder som exakt kan mäta det värde som skapas genom riskkapitalinvesteringar. För Sjätte AP-fondens del måste övervägas i vilken utsträckning dessa andra positiva effekter på utvecklingen av svenskt näringsliv skall tillmätas betydelse vid utformning av Sjätte AP-fondens strategi och investeringsinriktning inom expansionssegmentet.

Mot bakgrund av ovanstående analys och slutsatser har styrelsen för Sjätte AP-fonden beslutat att inom expansionssegmentet fokusera på värdesynliggörande inom befintlig portfölj av företag och fonder för att successivt under en femårsperiod möjliggöra utvärdering av det fortsatta engagemanget i segmentet.

4. Utvärdering av fullgörandet av uppdraget 2003-2009

4.1 Ramverk för tolkning av uppdrag

Uppdraget formas av komponenterna:

- a) Långsiktig hög avkastning
- b) Tillfredsställande riskspridning
- c) Riskkapital i små och medelstora tillväxtföretag
- d) *Därigenom* bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet.

a) Tolkning av *långsiktig hög avkastning*

- Över vilken tid ska avkastningen mätas? (tidshorisont)
- Vilken typ av investeringar ska göras? (beta)
- Hur ska överavkastning kunna skapas? (alfa)

Över vilken tid ska avkastningen mätas? (tidshorisont)

Sjätte AP-fondens uppdrag är långsiktigt till sin karaktär. Investeringar i små och medelstora företag kräver ett tålmodigt kapital. Samtidigt kräver en konkurrenskraftig förvaltning en viss omsättningshastighet i portföljen. Även om en investeringshorisont på minst fem år är lämplig vid varje investeringstillfälle är det alltid viktigt att skilja på långsiktigt agerande och innehavsperiod. Långsiktigt agerande behöver inte innebära lång innehavsperiod, och lång innehavsperiod är inte nödvändigtvis liktydigt med långsiktigt agerande.

Den löpande finansiella värderingen som görs av innehav i onoterade företag fångar i många fall inte det successiva värdeskapande som sker i en investering under innehavsperioden. Detta gäller särskilt företag inom expansionsfasen som enligt vedertagna värderingsprinciper vanligen värderas till anskaffningskostnad i balansräkningen. Effekterna av det värdeskapande som successivt sker under ägandeperioden syns därmed inte i investerarens resultaträkning förrän då företaget säljs eller i nära anslutning därtill. Slutlig och faktisk avkastning kan därför avläsas och mätas med precision först då en investering har realiserats.

Vilken typ av investeringar ska göras? (beta)

<u>Sektorer:</u>	Fastigheter/Finans	<u>Segment:</u>	Noterade småbolag
	Produkter och tjänster		Moget
	Life science		Expansion
	Teknologi		

Hur ska överavkastning kunna skapas? (alfa)

Det finns flera olika sätt att överträffa avkastningsmålet, exempelvis:

- Investera i rätt bolag och fond (stock picking)
- Genom aktiv värdeutveckling i innehaven
- Genom en effektiv försäljningsprocess

b) Tolkning av *tillfredsställande riskspridning*

Tillfredsställande riskspridning uppnås genom att investeringar fördelas mellan olika sektorer, branscher och segment samt genom effektiv hantering av risk.

Risk att hantera utgörs huvudsakligen av

- marknadsrisk – investera inom *Sverige*
- likviditetsrisk – investera i företag i olika utvecklingsfaser
- motpartsrisk – utvärdera motparter, ha en bredd av motparter, managementteam och partners

c) Tolkning av *riskkapital i små och medelstora tillväxtföretag*

Utvärderas som andel av totalt kapital i investeringsverksamheten och fördelningen av detta kapital på bolag av olika storlekar enligt följande:

Bolag med marknadsvärde eller omsättning vid investeringstillfället

Expansionsbolag	<200 Msek
Mindre bolag	<150 Meuro, enligt OMX
Medelstora bolag	<1000 Meuro, enligt OMX
Stora bolag	>1000 Meuro, enligt OMX

d) Tolkning av *därigenom bidra till utveckling av det svenska näringslivet*

Denna bedömning avser om syftet med Riksdagens beslut om Sjätte AP-fondens särskilda inriktning resulterat i positiva effekter för utvecklingen av det svenska näringslivet.

Sjätte AP-fonden ska tillföra den svenska marknaden ett tålmodigt, kravställande och ansvarsfullt riskkapital. Det föreligger dock inget uppdrag från riksdag eller regering att i Sjätte AP-fondens investeringar avvika från avkastnings- och riskspridningsmålen i syfte att uppnå vissa utvecklingsmål av mer näringspolitisk karaktär.

Den sammantagna effekten av Sjätte AP-fondens investeringsmandat och utfallet av hur detta förvaltats kan bedömas i tre avseenden:

- Som jämförelse med andra placeringsmandat (till exempel Första-Fjärde AP-fonderna)
- Som jämförelse med andra investeringsstrategier inom det givna mandatet
- Som kvalitativa redogörelser för synliga effekter av Sjätte AP-fondens verksamhet.

4.2 Uppdraget att skapa en långsiktig hög avkastning

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet har under perioden 2003-2009 genererat ett resultat på 7,1 miljarder kronor. Det motsvarar en genomsnittlig årlig avkastning på 9,4%, vilket överstiger avkastningsmålet som för perioden uppgått till 8,6%.

I denna avkastningssiffra ingår såväl realiserade som orealiserade delar av investeringsverksamheten. Slutligt och faktiskt värdeskapande kan dock avläsas och mätas först då en tillgång realiserar. Ser vi enbart till den realiserade portföljen har den givit en avkastning på 21,4%, vilket väsentligen överträffar det långsiktiga avkastningsmålet.

Investeringsverksamheten 2003-2009, utfall fördelat på marknadssegment samt fördelat på total portfölj respektive avyttrade portfölj

Segment	Resultat		Avkastningsmål
	Msek	%	
Noterade småbolag	1 436	10,5%	7,4%
varav realiserat	685	12,9%	7,4%
Mogna bolag	7 014	18,3%	8,1%
varav realiserat	4 853	35,3%	8,9%
Expansionsbolag	-1 377	-5,8%	10,2%
varav realiserat	-669	-13,0%	10,4%
Investeringsverksamheten	7 073	9,4%	8,6%
varav realiserat	4 869	21,4%	8,7%

Segmentet **noterade småbolag**, som etablerades i Sjätte AP-fondens portfölj vid utgången av 2005, har gett en årlig genomsnittlig avkastning om 10,5% och överträffar därmed avkastningsmålet.

Segmentet **mogna bolag** har för perioden 2003-2009 givit ett mycket bra resultat, trots den konjunkturavmattning som inleddes under 2008. Genomsnittlig årlig avkastning för mogna bolag uppgår till 18,3%. Segmentet har därmed väsentligen överträffat fondens avkastningsmål. Ser vi enbart till den realiserade delen av segmentet har mogna bolag givit en avkastning om 35,3%.

Segmentet **expansionsbolag** har för perioden haft en negativ avkastning om 5,8%, vilket ligger långt under uppsatta avkastningsmål.

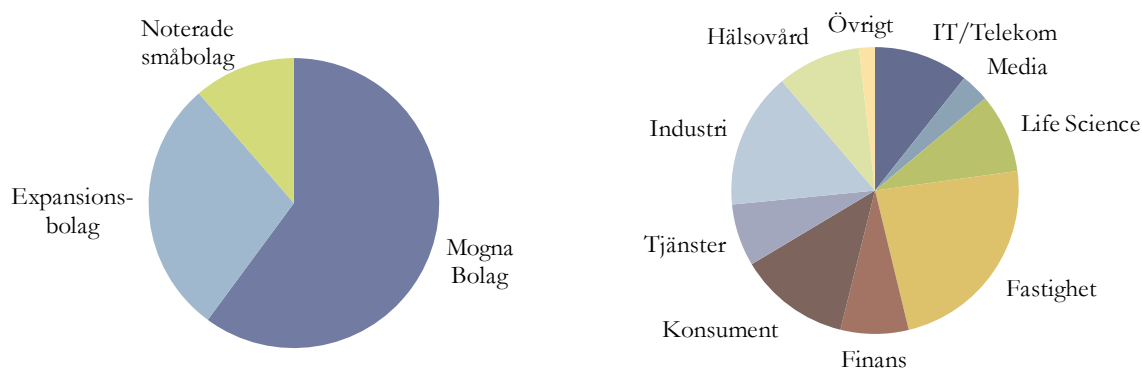
Styrelsen för Sjätte AP-fonden initierade under 2009 en fördjupad analys av expansionssegmentet. Mot bakgrund av de slutsatser som denna analys mynnar ut i och som redogjorts för i avsnitt 3, har styrelsen beslutat att inom expansionssegmentet fokusera på värdesynliggörande inom befintlig portfölj av företag och fonder för att successivt under en femårsperiod möjliggöra utvärdering av det fortsatta engagemanget i segmentet.

4.3 Uppdraget att hålla en tillfredsställande riskspridning

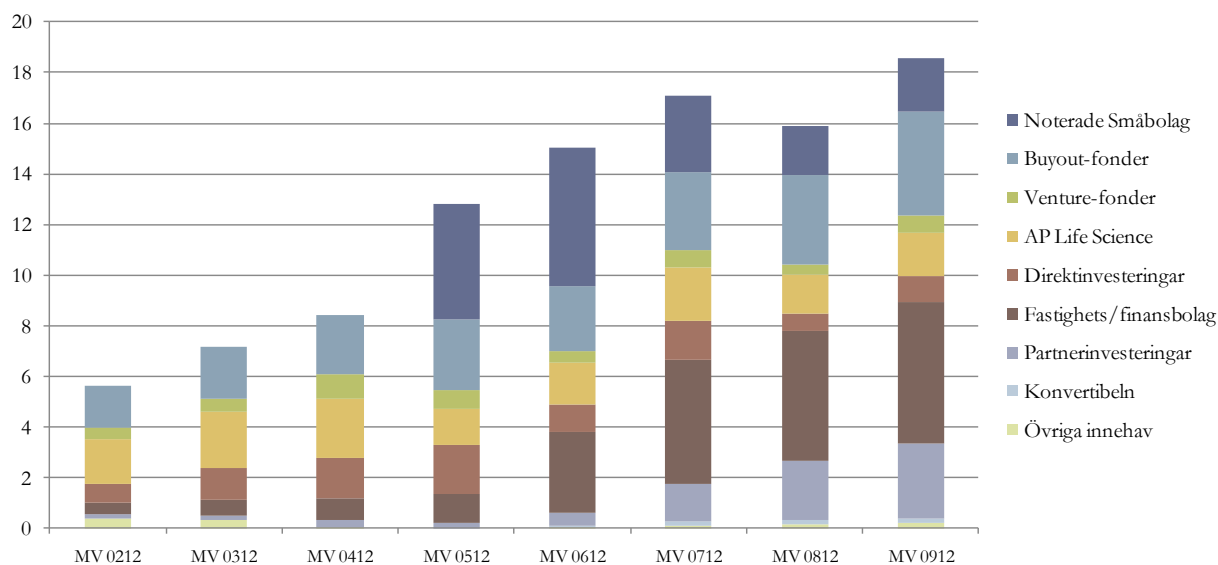
Kapitalet inom investeringsverksamheten har ökat från 5,6 miljarder kronor vid ingången av 2003 till drygt 18 miljarder kronor vid utgången av 2009.

Placeringsriktlinjerna - det geografiska mandatet, inriktningen på riskkapital och placeringar i små och medelstora tillväxtföretag - begränsar Sjätte AP-fondens möjligheter att sprida risker. Inom denna ram har Sjätte AP-fonden med fastlagda strategier åstadkommit en sådan bredd av olika investeringsmodeller, segment och branscher att en tillfredsställande riskspridning föreligger.

Investeringsverksamheten fördelat per segment och bransch vid utgången av 2009:



Marknadsvärde per investeringsmodell/ tillgångsklass, miljarder kronor:



Som framgått av redogörelsen kan Sjätte AP-fondens riskhantering sammanfattas på följande sätt:

Marknadsrisken att huvudsakligen placera i Sverige har hanterats genom investeringar i ett stort urval av fonder och företag med olika inriktningar ifråga om bransch, utvecklingsfas och region.

Likviditetsrisken har hanterats genom att investeringarna spridits till fonder med fokus på olika utvecklingsfaser och företag i olika utvecklingsfaser samt genom instrumentet likviditetsprognoser.

Motpartsrisken hanteras med flera instrument och riktlinjer såsom en förfinad propåhantering, närhet till och kunskap om samarbetspartner genom Sjätte AP-fondens nätverk och samarbete med utvalda partners för saminvesteringar samt ett utvecklat strukturkapital för att utvärdera och följa upp fonder som Sjätte AP-fonden investerar i.

4.4 Uppdraget att placera riskkapital i små och medelstora tillväxtföretag

Sjätte AP-fondens placeringar fördelades vid utgången av år 2009 enligt följande:

<i>Bolag med marknadsvärde eller omsättning vid investeringstillfälle</i>		<i>Andel i procent av Sjättes placeringar</i>
Expansionsbolag	<200 Msek	29
Mindre bolag	<150 Meuro, enligt OMX	18
Medelstora bolag	<1000 Meuro, enligt OMX	48
Stora bolag	>1000 Meuro, enligt OMX	5

Hela fondkapitalet om drygt 18 miljarder kronor var vid utgången av 2009 placerat i investeringsverksamheten med ovanstående fördelning. Med i praktiken alla medel placerade som riskkapital i små och medelstora företag uppfyller Sjätte AP-fonden placeringsinriktningen.

4.5 Syftet att därigenom bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet

Den sammantagna effekten av Sjätte AP-fondens investeringsmandat och utfallet av hur detta förvaltats kan bedömas i tre avseenden:

- Som jämförelse med andra placeringsmandat (till exempel Första-Fjärde AP-fonderna)
- Som jämförelse med andra investeringsstrategier inom det givna mandatet
- Som kvalitativa redogörelser för synliga effekter av Sjätte AP-fondens verksamhet.

a) Jämförelse med andra placeringsmandat

Sammantaget innebär Sjätte AP-fondens inriktning att mer pensionskapital och företagsutvecklingskompetens ställs till svenska små och medelstora tillväxtbolags förfogande än om fonden haft samma placeringsinriktning som Första-Fjärde AP-fonderna.

Också Sjätte AP-fondens strategier och strukturkapital får effekter:

- Inom fondinvesteringar har Sjätte AP-fonden som strukturellt kompetent investerare och kravställare med eget strukturkapital bidragit till en kvalitetshöjning inom sektorn privata riskkapitalfonder som investerar i svenska små och medelstora företag.
- Inom företagsinvesteringar har Sjätte AP-fonden med innovativa investeringsmodeller möjliggjort investeringar i svenska tillväxtföretag och därigenom tillfört kunskande, erfarenhet, nätverk och kapital.

b) Jämförelse med andra investeringsstrategier inom det givna mandatet

Om Sjätte AP-fonden valt en renodlad fond-i-fond-strategi skulle med stor sannolikhet mer kapital och kompetens ha ställts till buyout-segmentets och mindre till andra sektorer förfogande. Likaså skulle en renodlad strategi mot placeringar i noterade aktier ha inneburit mindre kapital till expensionsbolag och mindre företag.

Dessutom skulle med sådana investeringsinriktningar mindre privat kapital och kompetens sannolikt ha mobiliserats till expensionsbolag och mindre företag.

c) Kvalitativa redogörelser för synliga effekter av Sjätte AP-fondens verksamhet

I utvärderingen redovisas fördelning mellan olika segment och företagsstorlekar. För andra kvalitativa och företagsvisa exempel på positiva effekter av Sjätte AP-fondens investeringar hänvisas till Sjätte AP-fondens hemsida liksom tidigare års utvärderingar och årsredovisningar. Inom ramen för denna utvärdering bör dock följande lyftas fram:

Uppgifter rörande hela fondkapitalet

Vid utgången av 2009 hade Sjätte AP-fonden investerat i ca 350 onoterade företag, varav ett 60-tal var direktinvesteringar.

Vid årsskiftet 2004/2005 ägde Sjätte AP-fonden andelar i totalt 243 bolag. Av dessa låg 235 i private equity-fonder. Thomas Polesie och Christina Spens vid Handelshögskolan i Göteborg har i sin studie av Sjätte AP-fonden, ”Att investera på lång sikt”, för år 2004 tagit fram uppgifter för 150 av de 243 bolagen. Studien visade att den sammanlagda omsättningen för de analyserade bolagen uppgick till 70 miljarder kronor, balansomslutningen till 66 miljarder kronor och att antalet anställda i Sverige uppgick till 42 000.

Exempel från företagsinvesteringar december 2009

Omsättning och antalet anställda i direktägda bolag

	Antal bolag	Omsättning Msek	Antal anställda
AP Direktinvesteringar	7	11 598	5 738
AP Life Science	1	81	105
AP Partnerinvesteringar	25	2 304	1 290
AP Konvertibel	4	1 006	885
AP Regionala Investeringar	2	125	111
AP Nätverksinvesteringar	<u>18</u>	<u>77</u>	<u>166</u>
Summa	57	15 191	8 295

Geografisk spridning för företagen, exempel

Malmö, Båstad, Göteborg, Jönköping, Norrköping, Stockholm, Uppsala, Sundsvall, Orsa, Lund och Haparanda.

Kommentar

En djupare analys av frågan om Sjätte AP-fonden bidrar till utvecklingen av det svenska näringslivet förutsätter jämförelser med hypotetiska alternativa placeringar av Sjätte AP-fonden och bedömningar av hur andra investerare skulle agerat under sådana förhållanden. En sådan analys låter sig inte göras inom ramen för denna utvärdering.

Det bör sannolikt räcka med att konstatera att utan inskränkningar av placeringsmandatet avseende geografi och företagsstorlek hade en mindre del av Sjätte AP-fondens investeringar kommit svenska små och medelstora tillväxtföretag till del.

I en mer kvalitativ bedömning kan det konstateras att krävande och tålmodigt ansvar för det riskkapital som investeras är det bästa sättet att bidra till utvecklingen av svenska tillväxtföretag. Därför bör en utvärdering ta fasta på följande förhållanden:

- Inom fondinvesteringar har Sjätte AP-fonden som strukturellt kompetent investerare och kravställare med eget strukturkapital bidragit till en kvalitetshöjning inom sektorn privata riskkapitalfonder som investerar i svenska små och medelstora företag.
- Inom företagsinvesteringar har Sjätte AP-fonden med innovativa investeringsmodeller möjliggjort investeringar i svenska tillväxtföretag och därigenom tillfört kunnande, erfarenhet, nätverk och kapital.