

# **Styrelsens utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet 2017**

**AP6**

# Bakgrund och sammanfattning

Enligt lagen om Sjätte AP-fonden (2000:193), ska dess styrelse, samtidigt som årsredovisning och revisionsberättelse överlämnas till regeringen, också avlägga en egen utvärdering av Sjätte AP-fondens (AP6:s) förvaltning av fondmedlen under det gångna året. Styrelsen redovisar här en utvärdering av AP6:s prestation mot bakgrund av det specifika uppdraget och de mål som angetts för verksamheten.

Utvärderingen utgår från det övergripande målet att AP6, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, ska förvalta anförtrodda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses.

Sedan 2011, då ett omtag gjordes av AP6:s investeringsstrategi och mål, har fondkapitalet ökat från 18,5 till 31,6 miljarder. En ökning med drygt 13 miljarder eller 71 %, motsvarande en årlig nettoavkastning om knappa 10 procent. Det goda resultatet bekräftar vald strategi, där investeringarna fokuseras mot mogna bolag inom Private Equity (PE) och görs genom en kombination av direktinvesteringar och fondinvesteringar. Denna kombination, som utgör grunden för AP6:s uniktet på marknaden, medför ett attraktivt affärsflöde, en hög flexibilitet samt en kostnadseffektiv förvaltning. Det är styrelsens uppfattning att detta är den långsiktiga strategi som AP6 skall fortsätta att följa.

AP6:s utveckling under verksamhetsåret 2017 har varit mycket positiv, och styrelsens utvärdering kan sammanfattas i följande övergripande punkter:

- Konsekvent genomförande av beslutad strategi
- Fortsatt hög likviditet efter tidigare omställning av portföljen, som sysselsätts i nya investeringar enligt plan
- Mycket starkt resultat för året och hög avkastning inom samtliga investeringssegment
- Ytterligare förstärkning av den interna kontrollen, bl.a. genom förnyad riskanalys
- Hållbarhetsarbete som ligger i framkant, och som kontinuerligt utvecklas och förstärks
- Stabil organisation med specialistkompetens och strukturkapital

Mot bakgrund av bedömningarna i denna utvärdering, är det styrelsens övergripande slutsats att AP6 lyckats väl med att utföra sitt uppdrag under 2017, samt att leva upp till omgivningens högt ställda förväntningar. AP6 har goda förutsättningar för att fortsätta leverera en långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning, till det svenska pensionssystemet.

# Utvärderingens slutsatser

## KONSEKVENT IMPLEMENTERING AV FRAMGÅNGSRIK STRATEGI SEDAN 2011

Det är nu drygt sex år sedan Sjätte AP-fonden (AP6) beslutade om en ny strategi för investeringsverksamheten, med ett tydligt fokus mot Private Equity, genom en kombination av fondutfästelser och direktinvesteringar. Med denna strategi som utgångspunkt, har ett omfattande arbete utförts under åren i syfte att ställa om den tidigare portföljen av innehav och bygga en ny utifrån vald strategi. Styrelsen utvärderar årligen den valda strategin, och justerar gradvis detaljer i den operativa implementeringen i takt med att AP6:s portfölj, samt marknaden i övrigt, utvecklas. Syftet har varit att omställningen görs konsekvent och omsorgsfullt, med fokus på en långsiktigt hög avkastning, till balanserad risk.

AP6 har under de senaste åren framgångsrikt etablerat en stark position på marknaden för onoterade investeringar (Private Equity). Genom ett systematiskt, utåtriktat arbete har en stor mängd nya investeringssamarbeten inletts och innehavsportföljen breddats. AP6 får genom sin kombination av direktinvesteringar och fondutfästelser tillgång till attraktiva investeringsmöjligheter och långsiktiga samarbeten, med de mest framgångsrika aktörerna i branschen. I takt med denna breddning har innehavsportföljen blivit allt mer internationell och väldiversifierad.

Resultatet av denna långsiktiga omställning börjar bli mätbart. Sett över de senaste sex åren ligger AP6:s årliga nettoavkastning nära 10 procent, nästan en fördubbling jämfört med avkastningen om AP6:s hela investeringshistorik inkluderas, sedan 1996.

Sammantaget anser styrelsen att den strategi som AP6 följer är ändamålsenlig, samt att den har implementerats på ett konsekvent och effektivt sätt. Detta bidrar till en förväntan om fortsatt god avkastning på pensionskapitalet, till en väl avvägd risk.

## HÖG LIKVIDITET SOM SYSSELSÄTTS I ONOTERAT ÖVER TID, ENLIGT EN LÅNGSIKTIG PLAN

Som ett resultat av tidigare avyttringar (bland annat försäljningen av Norrporten 2016) har AP6 erhållit mycket stora inflöden av kapital under de senaste åren. Vid början av 2017 uppgick den totala likviditeten till 11,7 miljarder, vilket motsvarade 41 procent av fondens totala kapital. I kontrast till att sysselsätta allt detta kapital under kort tid, har AP6 en långsiktig plan som bygger på en hög, men jämn investeringstakt över flera år. Detta i syfte att sprida risk, och skapa en portfölj av innehav som är väldiversifierad och i balans. Under 2017 har AP6 framgångsrikt följt denna plan. Vid årets slut har likviditeten minskat till 9,6 miljarder, eller 30 procent av fondens totala kapital. Ett aktivt investeringsarbete har således medfört nettoinvesteringar om cirka två miljarder.

Det är styrelsens övertygelse att denna långsiktiga investeringsplan bäst möter upp till de lagstadgade kraven om långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning. Utifrån nuvarande marknadsförutsättningar och vad som utifrån ett portföljperspektiv bedöms som en lämplig kontinuerlig investeringstakt, kommer den befintliga överlikviditeten att sysselsättas under de kommande 2-4 åren.

## GOD RESULTATUTVECKLING OCH HÖG INVESTERINGSTAKT UNDER ÅRET

Årets nettoresultat för AP6:s samlade verksamhet uppgår till 3 470 Mkr (1 722 Mkr för 2016). Detta motsvarar en nettoavkastning om 12,3% (6,5). Avkastningen på det kapital som varit sysselsatt i onoterade investeringar uppgår till hela 20,3 % (9,5).

Den mycket goda avkastningen på det sysselsatta kapitalet är ett resultat av stark utveckling inom samtliga investeringssegment. Resultatet inom Fondinvesteringar uppgår till 1 678 Mkr (603), vilket motsvarar en avkastning om 19,6 % (8,0), efter avdrag för externa förvaltningskostnader. Utvecklingen inom fondportföljen har genomgående varit mycket stark, med en avkastning från buyout-fonder på 17,5 % och venture-fonder på 28,1 %. Under 2017 var investeringstakten fortsatt hög inom Fondinvesteringar, vilket resulterade i nya utfästelser om totalt 4,7 miljarder (5,6), fördelat på åtta nya fonder, samtliga inom buyout. Denna utfästelsestakt ligger väl i linje med AP6:s långsiktiga plan. Styrelsen ser fortsatt positivt på AP6:s förmåga att få tillgång till de bästa aktörerna i branschen, och noterar att den gradvis breddade fondportföljen stärker möjligheterna att göra direktinvesteringar (s.k. co-investeringar) med fler samarbetspartners, vilket bidrar till en lägre genomsnittlig förvaltningskostnad, och en högre framtida avkastning.

Resultatet inom Direktinvesteringar uppgår till 1 771 Mkr (1 013), vilket motsvarar en avkastning om 21,1 % (10,8). Resultatet har genererats genom en god värdeutveckling hos ett stort antal innehav i den breda portfölj som byggts upp inom ramen för den nya strategin. Särskilt starkt har de s.k. co-investeringarna, som genomförs tillsammans med befintliga fondpartners, utvecklats. Mätt över de senaste fyra åren har denna kategori av direktinvesteringar en årlig avkastning på hela 27,1 %. En första avyttring av en sådan co-investering genomfördes under året, med mycket god realiserad avkastning. Även inom Direktinvesteringar har investeringstakten varit hög under 2017. Totalt investerades 2,7 miljarder (1,7), fördelat på nio olika innehav. Denna investeringstakt ligger också i linje med AP6:s långsiktiga plan för sysselsättning av överlikviditeten.

AP6:s interna förvaltningskostnader uppgick för året till 86 Mkr (92). Detta är något lägre än de senaste fem årens genomsnittliga interna förvaltningskostnad som varit 96 Mkr, och väsentligt lägre än de föregående fem årens genomsnitt som var 128 Mkr. Externa förvaltningskostnader för onoterade investeringar, primärt bestående av årliga avgifter till Private Equity fonder, kostnadsförs löpande och redovisas därmed inom det realiserade resultatet. Dessa onoterade externa förvaltningskostnader uppgick för året till 310 Mkr, en ökning med 16 procent jämfört med föregående år, en konsekvens av den fortsatt höga utfästelsestakten och breddningen av fondportföljen till att inkludera allt fler välnummerade fonder som över tid förväntas leverera en hög och stabil nettoavkastning. Fondernas totala förvaltningskostnader motsvarar 1,3 procent (1,3) av det totala kapitalet som förvaltas av dessa fonder.

Investeringar i onoterade tillgångar karaktäriseras av långsiktighet vilket medför att resultat och avkastning bör utvärderas över betydligt längre tidsserier än ett enskilt år. Inom segmentet mogna företag (buyout), som är fondens huvudsakliga strategiska fokus sedan 2011, är avkastningen sedan bildandet av AP6 (21 år) och för de senaste 10 åren, 15,0 % respektive 9,2 %.

Denna avkastningsnivå står sig väl i förhållande till AP6:s noterade jämförelseindex (Nordic 200), samt den Europeiska Private Equity branschens utveckling (Burgiss Europe All). Slutsatsen av långsiktiga avkastningsjämförelser är således att investeringssegmentet buyout har varit framgångsrikt, men också att AP6:s totala nettoavkastning haft en stark utveckling under senaste femårsperioden, som ett resultat av den fokuserade strategin. (En fördjupad avkastningsanalys för olika tidsperioder och investeringssegment återfinns i bilaga 1).

Sammanfattningsvis anser styrelsen att 2017 var ett resultatmässigt mycket bra år, som förstärker den positiva trenden mot en långsiktigt hög avkastning, med god riskspridning.

### **GOD INTERN KONTROLL BASERAT PÅ FÖRNYAD ANALYS AV RISKER OCH REGELEFTERLEVNAD**

Styrelsen har, genom arbete i Revisionsutskottet, lagt ytterligare fokus på att säkerställa en effektiv intern kontroll och regelffterlevnad. En framgångsrik investeringsverksamhet har sin utgångspunkt i tydliga riktlinjer, processer och kvalitetskontroller i sin interna förvaltning.

Under året har AP6 genomfört en detaljerad kartläggning av verksamhetens risker, operativa så väl som strategiska. Respektive riskområde har analyserats utifrån underliggande riskfaktorer, sannolikheter samt vilka motverkande processer och kontroller som finns implementerade i det operativa arbetsflödet. Kartläggningen har resulterat i nya utvecklingsprojekt och uppdaterade åtgärdsplaner, och kommer att genomföras årligen. Styrelsens sammantagna bedömning är att AP6 har god intern kontroll och att riskerna är i linje med vad som kan anses vara en acceptabel exponering för denna typ av verksamhet.

Regelverket kring AP-fonderna består av egen lagstiftning, som jämfört med privata marknadsaktörer är relativt begränsad. Under rubriken internkontroll har styrelsen därför låtit genomföra en genomlysning av vilka lagar och regler som fonden skulle omfattas av, om verksamheten bedrivits av en privat finansiell aktör. Initiativet syftar till att ytterligare verifiera och utveckla den goda interna kontrollen och ytterligare jämförelser kommer att göras löpande.

### **STRUKTURERAD INTRESSENTDIALOG FÖR FORTSATT UTVECKLING AV HÅLLBARHETSARBETET**

Styrelsen anser att hållbarhetsarbete har en avgörande roll i AP6:s strategiska och operativa arbetet, och har som ambition att AP6 i detta avseende ska vara ledande inom den Europeiska Private Equity-industrin. AP6 har sedan många år integrerat ansvaret för hållbarhetsfrågor i investeringsverksamheten. Det är där analyser, utvärderingar och uppföljning sker, parallellt med övriga affärsfrågor. Styrelsens åsikt är att ett högkvalitativt hållbarhetsarbete är en förutsättning för en långsiktig god avkastning.

En bekräftelse på att AP6:s hållbarhetsarbete håller hög internationell nivå, och ligger i framkant, är den årliga utvärdering som PRI (Principles for Responsible Investments) gör. Som undertecknare av PRI rapporterar AP6 årligen sitt arbete med Ansvarsfulla Investeringar, utifrån vilket en utvärdering och betygssättning görs. AP6:s arbete med Ansvarsfulla Investeringar bedömdes i den senaste utvärderingsrapporten från PRI motsvara högsta betyg (A+) vad gäller både indirekta investeringar i riskkapitalfonder, samt även direkta investeringar med aktivt ägarskap i noterade bolag. Under 2017 har det genomförts en strukturerad dialog med en bredare grupp av intressenter. Denna har bland annat bestått

av förmånstagare (företrädare för nuvarande och framtida pensionärer), AP6:s investeringar (fonder och bolag), ägaren, olika branschorganisationer och AP6:s medarbetare. Utfallet av intressentdialogen visar att AP6 åtnjuter högt förtroende hos aktörer som känner till AP6:s verksamhet. AP6 upplevs som professionella, effektiva och tydliga. God avkastning, transparens och öppenhet ingår också i den positiva återkopplingen. Ur ett hållbarhetsperspektiv bedöms AP6 av sina intressenter som tydliga och seriösa, samt att organisationen arbetar aktivt med dessa frågor som en integrerad del av investeringsverksamheten, både vid utvärdering av nya investeringar och i ägarrollen. De utvecklingsområden som framkommer i dialogen är bland annat att öka synligheten och den allmänna kunskapen om AP6:s verksamhet, t ex genom mer information om AP6:s roll i pensionssystemet, portföljbolagens verksamhet och mål, samt faktisk påverkan avseende hållbarhet.

Styrelsen anser att AP6:s hållbarhetsarbete håller en hög nivå. Samtidigt finns ett medvetande om att detta arbete ständigt behöver utvecklas och förstärkas. Styrelsens Hållbarhetsutskott kommer därför fortsatt att sätta ambitiösa hållbarhetsmål för verksamheten och driva ett aktivt utvecklingsarbete.

### **STABIL ORGANISATION MED STRUKTURKAPITAL FÖR FRAMTIDEN**

Tillgång till specialistkompetens samt en väl fungerande organisation är avgörande för AP6:s förmåga att långsiktigt lyckas med sitt uppdrag. Styrelsens uppfattning är att AP6 framgångsrikt etablerat processer och strukturer som utgör basen för ett institutionaliserat arbetssätt, som ständigt vidareutvecklas. AP6 har ett gott rykte på marknaden, och därmed förmåga att attrahera och utveckla den kompetens som krävs för att bedriva sin högt specialiserade investeringsverksamhet. I samband med rekryteringsprocesser är intresset stort och ytterligare spetskompetens kan därför tillföras organisationen i den takt som krävs. Organisationens utveckling gynnas också av de många samarbeten som etablerats med ledande internationella aktörer, genom vilka ett ömsesidigt erfarenhetsutbyte och lärande kan ske.

Vad gäller fondens ersättningsnivåer så görs löpande en utvärdering av anställdas löner och förmåner. För detta ändamål har styrelsen anlitat ett externt och oberoende konsultföretag för att granska huruvida ersättningarna som utgår är rimliga, väl avvägda, icke löneledande samt präglade av måttfullhet. Samtidigt ska AP6 erbjuda konkurrenskraftiga ersättningar för att säkerställa att man kan attrahera och behålla erforderlig kompetens för verksamheten. Jämförelseobjekten utgörs av andra svenska myndigheter och företag med likartad verksamhet, vilka främst inkluderar företag som förvaltar likvida tillgångar på lång sikt såsom investeringsfonder och livförsäkringsbolag. Resultatet visar att AP6:s genomsnittliga totalersättning ligger 23 % under den privata marknaden och 2 % under jämförbara befattningar inom statliga företag och myndigheter (mätt som median är motsvarande skillnader 17 % under respektive 15 % över). Mot bakgrund av genomförda analyser och jämförelser, är det styrelsens slutsats att ersättningarna till de anställda på AP6 kan anses som rimliga och i enlighet med de riktlinjer som fastställts.

# Bilaga 1. Fondens avkastning över olika tidsperioder

Totalt		*IRR direkt- & fondinvesteringar			PME-kvot** direkt- & fondinvesteringar			Fonden totalt	Avkastningsmål	PE-benchmark***
Period	År	Totalt	Mogna	Venture	Totalt	Mogna	Venture	Totalt	Nordic 200	Burgiss Europa
Sedan start (21 år)	1997–2017	7,3%	15,0%	-4,8%	0,95	1,20	0,60	5,4%	12,6%	N/A
10 år	2008–2017	5,6%	9,2%	-4,4%	0,96	1,10	0,76	4,9%	9,7%	6,4%
5 år	2013–2017	11,6%	11,6%	11,6%	0,92	0,92	0,89	9,3%	18,1%	10,5%
1 år	2017	20,3%	18,9%	28,0%	1,05	1,04	1,11	12,3%	16,2%	6,6%

## Fondinvesteringar

Period	År	IRR*			PME-kvot**		
		Totalt	Mogna	Venture	Totalt	Mogna	Venture
Sedan start (21 år)	1997–2017	8,3%	14,6%	-0,1%	0,95	1,18	0,62
10 år	2008–2017	8,0%	10,4%	2,3%	1,04	1,10	0,92
5 år	2013–2017	13,5%	13,3%	13,9%	0,95	0,95	0,95
1 år	2017	19,6%	17,5%	28,1%	1,04	1,02	1,11

## Direktinvesteringar

Period	År	IRR*			PME-kvot**		
		Totalt	Mogna	Venture	Totalt	Mogna	Venture
Sedan start (21 år)	1997–2017	6,4%	15,3%	-10,0%	0,96	1,22	0,59
10 år	2008–2017	4,2%	8,5%	-10,1%	0,91	1,11	0,67
5 år	2013–2017	10,4%	10,6%	8,4%	0,89	0,90	0,82
1 år	2017	21,1%	20,1%	27,8%	1,05	1,05	1,11

\*Årlig avkastning (IRR): Måttet anger årlig genomsnittlig avkastning för ett investeringssegment. En IRR blir inte definitiv förrän innehav realiserats varför måttet blir mer relevant över längre tidsperioder.

\*\*PME-kvot (Public Market Equivalent): Visar relationen mellan faktisk erhållen avkastning och den avkastning som hade uppnåtts om AP6:s samtliga kas-saföden investerats i och ur jämförelseindex (SIX Nordic 200 Cap GI) samma dag som de investerades till eller erhöles från faktiskt gjorda investeringar. En PME-kvot överstigande 1,0 påvisar en överavkastning jämfört med om placeringen gjorts direkt i detta index.

\*\*\*PE-benchmark: Visar avkastningen för en medianfond i Europa inom samtliga PE-strategier. För att vara rättvisande vid utvärdering av AP6 nettoavkastning så har detta benchmark justerats för ett uppskattat likviditetsbehov om 10 %. Siffran för respektive period består således till 90 % av utvecklingen av noterade tillgångar samt till 10 % av OMRX T-bill.

## AV STYRELSEN FASTSTÄLLDA MÅL OCH BENCHMARK FÖR VERKSAMHETEN

Styrelsens fastställda mål för verksamheten utgörs av "SIX Nordic 200 Cap GI" vilket är ett nordiskt index som inkluderar de 200 största noterade bolagen. Utöver detta adderas en riskpremie om 2,5 % på grund av det illikvida tillgångsslaget, noterade bolag. Målet används av styrelsen för att utvärdera verksamhetens avkastning över längre tidsperioder. En sådan jämförelse ger en indikation på vilken alternativ avkastning som hade kunnat genereras åt pensionssystemet om AP6:s kapital hade investerats i detta index, istället för att förvaltas av AP6 med det uppdrag som anges i lagstiftningen. Då AP6:s uppdrag är att investera på riskkapitalmarknaden kompletteras detta mål med ett noterat benchmark (Burgiss Europe All).

Att jämföra AP6:s avkastning mot detta benchmark besvarar den centrala frågan om hur fonden presterat jämfört med andra aktörer, som i likhet med AP6 är verksamma på den internationella Private Equity marknaden. Även denna referenspunkt bör användas för jämförelser på lång sikt och över flera konjunkturcykler.

## ÖVERGRIPANDE AVKASTNINGSANALYS

### **Nettoavkastning för hela fonden och investeringsverksamheten:**

Årets totala avkastning för AP6 om 12,3 % får anses vara mycket stark med hänsyn till befintlig överlikviditet. Totala investeringsverksamheten (dvs. det sysselsatta kapitalet) avkastade hela 20,3%. Båda affärsområdena levererade starka resultat där utfallet för direktinvesteringar blev 21,1% och för fondinvesteringarna 19,6 %. Det sysselsatta kapitalets avkastning överträffar därmed med marginal målet som uppgick till 16,2 %. Onoterat benchmark för året visar ett utfall för året om 6,6 %.

### **Buyout/ mogna investeringar:**

Investeringar inom buyout-segmentet, som AP6:s verksamhet nu fokuseras mot, har överträffat avkastningsmålet sedan start men är något under målet över tio år. Under de senaste fem åren understiger segmentet målet vilket är en följd av de senaste årens konstanta börsuppgång. Däremot överstiger segmentets avkastning onoterade benchmark över både fem och tio år. Årets avkastning inom buyout om 18,9 % överstiger avkastningsmålet om 16,2 %. Inom detta segment överstiger både fond- och direktinvesteringar målet med avkastning om 17,5 % respektive 20,1 %. Noterbart är att samtliga PME-kvoter sedan start respektive 10 år överstiger 1,0 vilket visar att segmentets avkastning överstiger det värde som skulle erhållits om verksamhetens faktiska kassaflöden investerats i och ur börsindexet, före interna kostnader.

### **Venture:**

Avkastningen inom venture har under senare år kraftigt förbättrats och årets avkastning uppgår till hela 28 %. Avkastningen överstiger målet väsentligt och både fond- och direktinvesteringar bidrar till det goda resultatet. Fondinvesteringar som fortsatt gör placeringar inom venture har sedan ett par år tillbaka haft en förhållandevis hög avkastning. Resultatet gör att det kapital som sysselsatts inom segmentet har haft en total avkastning om 11,6 % de senaste fem åren vilket är i linje med buyout. Utvecklingen når inte det noterade målet men en relevant jämförelse är att avkastningen för 2017 samt för de senaste fem åren överträffar det onoterade benchmark som införts. Tidigare strategiinriktning inom venture gör dock att de långa tidsserierna inom segmentet är svaga, särskilt vad avser egna direktinvesteringar. Direktinvesteringar har dock en markant bättre avkastning de senaste fem åren om 8,4 % vilket förbättrar den tidigare svaga avkastningen.

## UTVECKLING 2017

Den totala avkastningen under 2017 uppgick till 12,3 %. Avkastningen under året var lägre än avkastningsmålet som för 2017 uppgick till 16,2 %, då jämförelseindex (SIX Nordic 200 Cap GI) steg med 12,7 % och AP6 utöver detta söker ytterligare 2,5 % avkastning. Avkastningen för både direkt- och fondinvesteringar översteg målet med en avkastning om 21,1 % respektive 19,6 %. Under året har båda segmenten, buyout och venture, levererat en mycket bra avkastning om totalt 18,9 % respektive 28,0%. Omställningen av investeringsportföljen har skapat en temporär överlikviditet som har påverkat den totala nettoavkastningen negativt till följd av det låga ränteläget. Avkastningen på sysselsatt kapital (exklusive likviditet) uppgick dock till hela 20,3 % och överstiger därmed årets mål. Det onoterade benchmark som inrättats utvecklades relativt svagt under året vilket gör att AP6 avkastning överstiger detta inom samtliga segment. Även om det är positivt att AP6 utvecklats starkt jämfört med en europeisk median-fond inom PE så bör det även i detta sammanhang nämnas att slutsatser kring utveckling av olika avkastningsmått bör göras över längre perioder.

En PME-kvot på 1,05 för investeringsverksamheten innebär att dess värde med 5 % överstiger det värde som skulle erhållits om verksamhetens faktiska kassaflöden investerats i och ur börsindexet, före interna kostnader.

### **MÄTPERIOD 2013-2017 – 5 ÅR**

AP6 som helhet genererade under den senaste femårsperioden en genomsnittlig årlig avkastning om 9,3 %. Detta understiger avkastningsmålet som för perioden uppgick till 18,1 % per år. En PME-kvot för investeringsverksamheten på 0,92 innebär att dess värde med 8 % understiger det värde som skulle erhållits om verksamhetens kassaflöden investerats i och ur börsindexet, före kostnader. Förklaringen är periodens starka och obrutna uppgång i målindex. Det onoterade benchmark som får anses vara mer relevant har också utvecklats starkt och visar en uppgång för perioden på 10,5 %.

Investeringar i buyout-segmentet genererade under samma period en avkastning på 11,6 % årligen, vilket är en god avkastning men lägre än avkastningsmålet om 18,9 %. Fondinvesteringar har i detta segment utvecklats starkare än direktinvesteringar (13,3 % respektive 10,6 %). Även Venture-investeringar som gjorts via fonder har för perioden utvecklats väl med en avkastning som uppgår till 13,9 %. Tydlig återhämtning av venture inom direktinvesteringar innebär en avkastning om 8,4 %.

**MÄTPERIOD 2008-2017 – 10 ÅR**

AP6 som helhet har under denna tioårsperiod genererat en genomsnittlig årlig avkastning på 4,9 %, vilket understiger avkastningsmålet för perioden, som uppgick till 9,7 %. Främsta anledningen till att målet inte uppnås är de investeringar inom venture capital som gjordes inom ramen för AP6:s tidigare strategier.

Investeringar i buyout-bolag har däremot genererat en avkastning på 9,2 % per år vilket därmed är något under avkastningsmålet.

Fondinvesteringar har i detta segment utvecklats starkare än direktinvesteringar (10,4 % respektive 8,5 %). Det onoterade benchmark som inrättats uppgår till 6,4 % för perioden vilket gör att avkastningen inom buyout med marginal överstiger detta. PME-kvoten för segmentet och perioden är 1,10.

**MÄTPERIOD SEDAN FONDENS START  
1997-2017 – 21 ÅR**

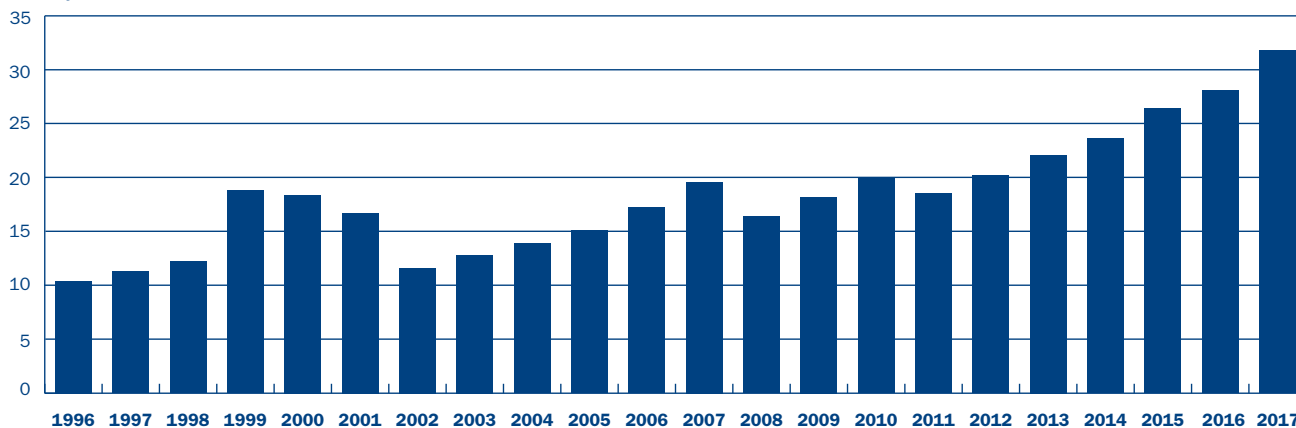
Fonden som helhet har genererat en genomsnittlig årlig avkastning på 5,4 % sedan starten 1996. Detta är lägre än avkastningsmålet för perioden som uppgick till 12,6 %. Avvikelsen kan bortsett från tidigare venture-investeringar även förklaras av att AP6 startade utan några investeringar i portföljen. Investeringar i buyout-bolag har dock genererat en avkastning på 15,0 % i genomsnitt per år, vilket därmed klart överstiger avkastningsmålet. Direktinvesteringar har i detta segment utvecklats starkare än fondinvesteringar (15,3 % respektive 14,6 %). PME-kvoten för perioden är 1,20.

**FONDKAPITALET UTVECKLING SEDAN START**

Vid utgången av 2017 uppgick fondkapitalet till 31,6 Mdr att jämföra med 10,4 Mdr vid starten för AP6.

**Fondkapitalets utveckling 1996–2017**

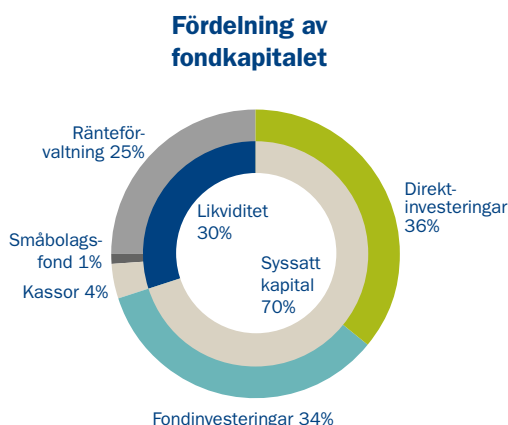
Miljarder SEK



# Bilaga 2. Portföljsammansättning och riskspridning

AP6 har en väldiversifierad portfölj av investeringar med exponering både direkt och indirekt i olika branscher, företagsstorlekar och faser, strategier, geografisk placering samt investeringstidpunkter, vilket resulterar i en tillfredsställande riskspridning.

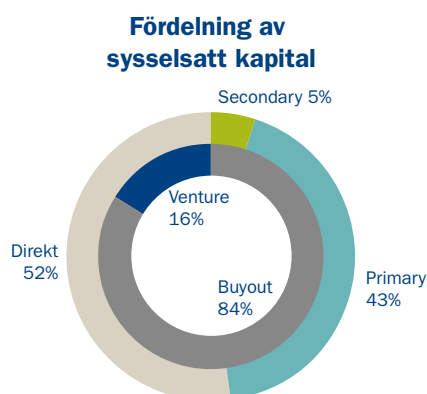
## Fondkapitalets fördelning (31,6 Mdr)



AP6 har fortsatt en betydande överlikviditet även om den under året minskat från 41 % till 30 % av fondkapitalet. Omställningen av portföljen är avklarad och i grunden finns nu en väldiversifierad portfölj av fonder och direktinvesteringar. Portföljen utvecklas nu vidare med nya investeringar och utfästelser i en hög, men jämn takt. Likviditeten bedöms vara hög de kommande 2 till 4 åren innan ett normaliserat förhållande mellan likviditet och sysselsatt kapital uppnås.

Utfäst, men ännu inte sysselsatt kapital till nya fonder och bolag, uppgår till 13,1 Mdr (11,1). Investeringstakten av detta utfästa kapital utgör en viktig del i hur likviditeten utvecklas framöver.

## Fördelning sysselsatt kapital (22,1 Mdr)



Det sysselsatta kapitalet, som uppgår till 70 % av fondkapitalet ovan, fördelas på flera investeringstyper. På fondsidan utgörs de av primärutfästelser till fonder (43%) liksom köp av secondary-andelar och utfästelser till secondary-fonder (5%). Portföljen anses väl diversifierad i flera dimensioner såsom exempelvis branscher, vintage och geografi. Totalt står fonder för 48 % av det sysselsatta kapitalet. Direktinvesteringar står för 52 % vilket till största delen utgörs av co-investeringar (tillsammans med fonder). Under året har nio sådana genomförts vilket har skapat en portfölj som nu uppgår till ett 30-tal bolag. Sett ur ett avkastningsperspektiv är relationen mellan fond- och direktinvesteringar önskvärd även framöver men kommer att påverkas av tillgången på attraktiva affärsmöjligheter. Fördelningen mellan buyout och venture har varit relativt stabil de senaste åren. I enlighet med nuvarande strategi genomförs investeringar inom venture endast genom fonder.

## Likviditetsförvaltningen (9,6 Mdr)

Den del av kapitalet som inte är investerad inom investeringsverksamheten placeras i en likviditetsreserv. Syftet med reserven är att upprätthålla en god betalningsberedskap, varför denna förvaltas till låg risk genom god riskspridning. Förvaltningen utgörs främst av ränteinstrument som inklusive kassor hade ett marknadsvärde om 8,9 Mdr vid årsskiftet. Operativt sköter likviditetsförvaltningen även AP6:s valutarisker, vilka hanteras med hjälp av derivat. Resultatet utgör därefter en del av investeringsverksamheten där de möter valutaeffekter i underliggande investeringar. I likviditetsför-

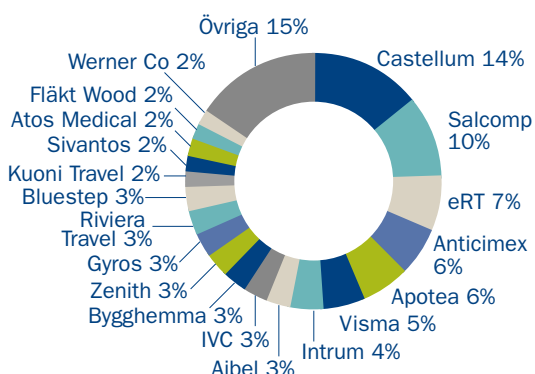
valtningen ingår också innehav i noterade småbolag (via noterad fond) om 0,7 Mdr. Noterade småbolag, liksom börsen som helhet, har utvecklats positivt under året och bidrog med ett resultat efter kostnader om 133 Mkr. Fonden är under avveckling och kvarvarande innehav förväntas vara helt realiserade under 2018.

Nettot av årets försäljningar och utvecklingen för noterade småbolag i kombination med en tillfredsställande hög investeringstakt inom både fond och direktinvesteringar gjorde att likviditeten utvecklades enligt plan och minskade från 11,7 Mdr till 9,6 Mdr.



## Diversifiering inom direktinvesteringar (11,5 Mdr)

### Största direktinvesteringar

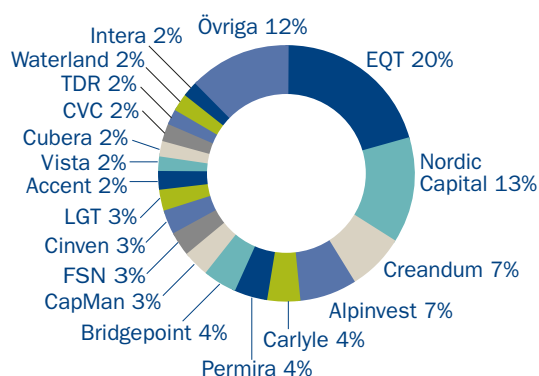


Direktportföljen, som svarar för 52 % av investeringsverksamheten alternativt 36 % av fondkapitalet, innehåller ett drygt 30-tal bolag. Nio nya investeringar till ett värde om 2,7 Mdr har under året bidragit till en väsentligt mer diversifierad och förnygrad portfölj av bolag. En del av investeringarna har också genomförts tillsammans med nya samarbetspartners utanför nordén.

Under 2016 såldes Norrporten till Castellum varmed en del av köpeskillingen erhöles i aktier. Av denna anledning är det största innehavet ett noterat innehav.

## Diversifiering inom fondinvesteringar (23,4 Mdr)

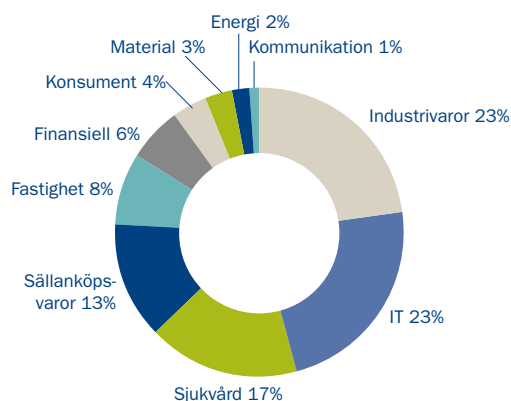
### Största fondinvesteringar



Vid analys av aktuellt marknadsvärde om 10,7 Mdr står fondportföljen för 48 % av investeringsverksamheten, alternativt 34 % av fondkapitalet. Inklusivt kvarvarande utfäst kapital om cirka 12,7 Mdr är det totala värdet inklusive framtida investeringsåtagande hela 23,4 Mdr. Diversifieringsstrategin för dessa investeringar innebär olika fonder, managementteam, investeringsstrategier, geografiska fokus men även en spridning vad gäller tidsperioder - allt för att säkerställa en tillfredsställande riskspridning på portföljnivå. Exponeringen mot cirka 30 fondförvaltare och totalt cirka 60 fonder med kompletterande strategier och ansatser, bedöms som en tillfredsställande riskspridning för fondsegmentet. Indirekt ger fondinvesteringar en exponering i över 350 bolag.

## Investeringsverksamhetens diversifiering per bransch

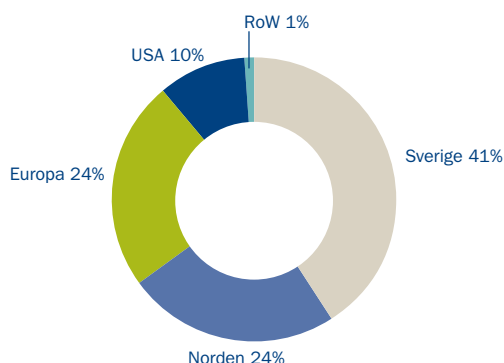
### Bransch



Diversifieringen har förbättrats väsentligt till följd av försäljningen av Norrporten och Volvofinans föregående år. Diversifieringsstrategin och därmed riskspridningen fortsätter genom att framförallt fokusera utfästelser till fonder som inriktas mot buyout. Endast ett fåtal fondteam är fokuserade mot vissa specifika sektorer vilket gör att majoriteten har en bred exponering mot olika branscher. AP6:s branschexponering stämmer relativt väl överens med den genomsnittliga PE-marknaden i Europa.

## Geografisk spridning inom investeringsverksamheten

### Geografisk spridning inom investeringsverksamheten



Grafen visar hur investeringsverksamhetens över 350 bolag är exponerade mot olika geografier. Exponeringen mot Norden inklusive Sverige är tydlig med en andel om 65 % för hela portföljen. Pågående geografiska breddning sker genom utfästelser till nya internationella fondteam vars investeringsstrategi har ett Pan-europeiskt, men i vissa fall även ett globalt, fokus.

Portföljen kommer även framöver att ha en tydlig bas av kapitalet investerat i Norden men förväntas bli allt mer internationell de kommande åren.

### VALUTARISK

I lagen om Sjätte AP-fonden står det angivet att ”av fondens tillgångar, värderade till marknadsvärde, får högst tio procent vara utsatt för valutarisk”. AP6 investerar idag i en bred portfölj av fonder och direktinvesteringar, där exempelvis många av fondinnehaven har ett internationellt investeringsmandat. För att på ett korrekt sätt uppskatta valutaexponeringen i portföljen måste analysen av tillgångarna ske på underliggande portföljbolagsnivå. Diagrammet ovan är framtagen på detta sätt och visar att portföljen ur denna synvinkel har ett väsentligt marknadsvärde i företag med säte utanför Sverige. Vid årets slut var c:a 43 procent av AP6:s fondkapital exponerat för förändringar mellan svenska kronor och andra valutor. För att hantera denna risk, och uppfylla lagkraven, arbetar AP6 löpande med valutaterminer och valuta-swappar. Med hänsyn tagen till sådana instrument, uppgick AP6:s faktiska valutaexponering vid årsskiftet till 2,2 procent av fondkapitalet. Uppföljningen av valutarisker sker dagligen för att tillse att den lagstadgade gränsen aldrig överskrids.

### LIKVIDITETSRIK

Likviditetsrisk kan beskrivas som risken för en finansieringskris till följd av att tillgångar och skulder eller andra åtaganden har olika löptid. Eftersom AP6 inte har några in- eller utflöden till/från nuvarande pensionssystem, behöver Fonden endast beakta likviditetsrisk i den egna investeringsverksamheten. Till skillnad från andra AP-fonder där det regleras i lag hur stor andel av kapitalet som ska placeras till låg likviditetsrisk, har AP6 satt som mål att likviditetsreserven ska uppgå till cirka 10 % av det totala fondkapitalet. Vid utgången av 2017 var likviditetsreserven 9,6 Mdr, vilket motsvarade 30 % av det totala fondkapitalet.

Investeringsverksamheten medför åtaganden i form av kapitalutfästelser till ägda bolag och fonder. Detta kräver en löpande betalningsberedskap som hanteras inom ramen för den egna balansräkningen. Samtidigt avser AP6:s avkastningsmål det totala fondkapitalet, vilket innebär att så mycket som möjligt av kapitalet bör sysselsättas inom investeringsverksamheten.

För att hantera denna balansgång görs prognoser för likviditetsbehovet på kort och lång sikt. Prognoserna är viktiga för AP6:s möjligheter att uppfylla sin huvudsakliga uppgift och utgör därför ett styrande inslag i förvaltningen. Under perioder med stora utflöden och/eller små inflöden ställs stora krav på likviditetsberedskap vilket, i sin tur ger mindre utrymme för nya investeringsåtaganden.

Likviditeten är i dag väsentligt större än vad som normalt sett kan anses nödvändigt för att kunna parera den totala portföljens in- och utflöden, samt optimera den kortsiktiga avkastningen. Kvarvarande andel av den noterade småbolagsfonden är under avveckling och kommer vara fullt realiserad under 2018. Överskottslikviditet placeras med låg risk i AP6:s ränteportfölj. Den låga riskprofilen innebär också en låg avkastning vilket därmed påverkar den totala avkastningen. Det kan förväntas att överlikviditeten kommer att bestå under de närmaste 2-4 åren, varför placeringsstrategin för denna årligen utvärderas.