Regeringens skrivelse 2025/26:130

Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2025

Skr. 2025/26:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 28 maj 2026

Elisabeth Svantesson

Niklas Wykman
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2025. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar för 2025 och en utvärdering av AP-fondernas verksamhet sedan 2001. Skrivelsen överlämnas årligen till riksdagen senast den 1 juni. Av skrivelsen framgår bl.a. följande:

- Under 2025 beslutades om en konsolidering av buffertfonderna för att öka effektiviteten i förvaltningen av buffertkapitalet i det svenska pensionssystemet. Samtliga åtta riksdagspartier ställde sig genom Pensionsgruppen bakom förslagen som utöver organisatoriska förändringar även innebar att det införts lagkrav på att styrelsen i varje AP-fond sammantaget ska ha tillräcklig kompetens inom områden som är särskilt viktiga för förvaltningen av fonden, liksom vissa ändringar för administrationen av AP-fonderna. Genom reformen skapas förutsättningar för en mer robust och långsiktigt effektiv förvaltning av buffertkapitalet.
- År 2025 präglades trots betydande makroekonomisk osäkerhet av en stark utveckling på de globala aktiemarknaderna, samtidigt som räntorna föll. Kronan stärktes mot både euron och US-dollarn. Den kraftiga förstärkningen av kronan gentemot flera större valutor dämpade kraftigt AP-fondernas avkastning på utländska aktieinvesteringar.
- Det samlade resultatet för Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna (buffertfonderna) uppgick till 122 miljarder kronor efter kostnader,

vilket motsvarar en avkastning på 6,2 procent. Resultatet kan framför allt härledas till en god utveckling på aktiemarknaderna.

- Sedan det nuvarande pensionssystemet infördes 2001 har den genomsnittliga avkastningen av buffertfondernas totala fondmedel varit 6,0 procent per år. Vid utgången av 2025 uppgick det samlade kapitalet i buffertfonderna till 2 234,1 miljarder kronor. Buffertfonderna har därmed bidragit positivt till den långsiktiga finansieringen av det allmänna inkomstpensionssystemet.
- Varje buffertfonds styrelse fastställer det övergripande avkastningsmålet för fonden. Av regeringens utvärdering framgår att buffertfonderna har uppnått de långsiktiga avkastningsmål som styrelserna fastställt.
- Första–Fjärde AP-fonderna har även uppfyllt rollen som buffert genom att hantera löpande avgiftsmedel och utbetalningar för inkomstpensionssystemets räkning. Fonderna har haft den betalningsberedskap som behövs för uppgiften. Under 2025 överfördes netto från Första–Fjärde AP-fonderna till inkomstpensionssystemet efter administrationskostnader ca 19 miljarder kronor, vilket är ca 10 miljarder mer än föregående år.

Buffertfondernas redovisade avkastning och totala fondkapital

Procent och miljarder kronor

	2021	2022	2023	2024	2025	2001–2025
Avkastning, %	20,2	-8,0	8,1	9,5	6,2	6,0[1]
Avkastning, mdkr	338	-160	144	188	122	1 951
Nettoflöde pensionssystemet	-31	-20	-21	-10	-19	-321
Totalt fondkapital	**2 004**	**1 826**	**1 950**	**2 130**	**2 234**	

[1] Årsgenomsnitt, geometriskt medelvärde.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna).

- Förvaltningskostnaderna för buffertfonderna uppgick till 1 834 miljoner kronor under 2025. Det var 341 miljoner kronor högre än föregående år och motsvarar en ökning på ca 23 procent. Ökningen förklaras framför allt av engångskostnader om ca 290 miljoner kronor till följd av att Första och Sjätte AP-fonderna avvecklades vid årsskiftet 2025/2026. Ökningen förklaras även av implementeringen av ett nytt portföljsystem hos Tredje och Fjärde AP-fonderna under 2025, vilket medförde kostnader om 74 miljoner kronor under 2025.
- Sjunde AP-fonden har i uppgift att förvalta förvalsalternativet AP7 Såfa inom premiepensionssystemet. Under 2025 uppgick avkastningen för den genomsnittlige spararen i Sjunde AP-fondens med majoriteten av spararna i AP7 Såfa till 4,2 procent. Majoriteten (95 procent) av spararna hos Sjunde AP-fonden har valt AP7 Såfa. Målet för AP7 Såfa är att ett kontinuerligt sparande i fondportföljen ska ge en långsiktig överavkastning i förhållande till den statliga inkomstpensionen om minst 2 procentenheter per år i genomsnitt, för dem som under hela sparandeperioden är kvar i AP7 Såfa. Under

perioden 2000–2025 uppgick den kapitalviktade avkastningen för Sjunde AP-fonden till 11,0 procent per år, vilket är 7,6 procentenheter högre än inkomstpensionens avkastning under samma period (3,4 procent per år), och översteg därmed målet om minst 2 procentenheters överavkastning jämfört med inkomstpensionen. Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond uppgick till 0,05 procent respektive 0,04 procent av förvaltat kapital 2025. Detta kan jämföras med den genomsnittliga förvaltningsavgiften för de privata fonderna i premiepensionssystemet som uppgick till 0,18 procent.

- Sammantaget har AP-fonderna infriat regeringens förväntningar på fonderna.

Innehållsförteckning

1 Inledning och innehållsöversikt 5

2 AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet 6
2.1 Det allmänna pensionssystemet 6
2.2 Inkomstpensionssystemet 7
2.3 Premiepensionssystemet 10
2.4 AP-fondernas utveckling under året samt en framåtblick 12

3 Buffertfondernas samlade resultat 15
3.1 Rollen som buffert för hantering av över- och underskott 16
3.2 Rollen som långsiktig finansiär 17
3.3 Avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder 20
3.4 Tillgångsallokering 22

4 Buffertfondernas samlade kostnader 26

5 Föredömlig förvaltning i AP-fonderna 32

6 Redovisning och utvärdering av AP-fonderna 36
6.1 Första AP-fonden 36
6.2 Andra AP-fonden 45
6.3 Tredje AP-fonden 53
6.4 Fjärde AP-fonden 62
6.5 Sjätte AP-fonden 72
6.6 Sjunde AP-fonden 82

7 Övriga förvaltningsfrågor 91
7.1 Process för prövning av sidouppdrag för styrelseledamöter 91
7.2 Samarbete mellan AP-fonderna 92
7.3 Sammanfattning från revision 93

Bilaga 1 Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna 95

Bilaga 2 Placeringsbestämmelser för AP-fondernas verksamhet i sammandrag 104

Bilaga 3 Utdrag ur årsredovisning för Första AP-fonden 107

Bilaga 4 Utdrag ur årsredovisning för Andra AP-fonden 130

Bilaga 5 Utdrag ur årsredovisning för Tredje AP-fonden 153

Bilaga 6 Utdrag ur årsredovisning för Fjärde AP-fonden 173

Bilaga 7 Utdrag ur årsredovisning för Sjätte AP-fonden 199

Bilaga 8 Utdrag ur årsredovisning för Sjunde AP-fonden 215

Bilaga 9 Underlag från Arkwright Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2025 228

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 28 maj 2026 547

1 Inledning och innehållsöversikt

Regeringen ska senast den 1 juni varje år överlämna en redovisning av AP-fondernas verksamhet till riksdagen. Som underlag ska AP-fonderna lämna årsredovisning och verksamhetsberättelse. I skrivelsen redovisas och analyseras fondkapitalet per fond och som helhet. Förvaltningen av fondkapitalet utvärderas både av regeringen och av extern expertis.

Den nuvarande ordningen för AP-fonderna har gällt sedan reformeringen av det allmänna pensionssystemet 1999. AP-fonderna regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), i det följande benämnd lagen om allmänna pensionsfonder, förutom Sjätte AP-fonden som regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

Avsnitt 2 innehåller en översiktlig beskrivning av AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet. Här redovisas Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas (buffertfondernas) betydelse och roll i inkomstpensionssystemet och Sjunde AP-fondens roll inom premiepensionssystemet. Avsnittet innehåller också en redogörelse över viktiga händelser under det senaste året. I avsnitt 3 redovisas buffertfondernas samlade resultat. Här beskrivs hur de sammantaget uppfyllt rollen som buffert för hantering av över- och underskott och rollen som långsiktig finansiär. Avsnittet innehåller även en redovisning av Första–Fjärde AP-fondernas avkastning i jämförelse med ett urval av utländska pensionsfonder samt de fyra fondernas samlade tillgångsallokering och hur fonderna arbetar med investeringar i illikvida tillgångar. I avsnitt 4 redogörs för buffertfondernas samlade kostnader och i avsnitt 5 redogörs för hur AP-fondernas arbetar med föredömlig förvaltning. Avsnitt 6 innehåller en redovisning och utvärdering av respektive AP-fond. Här finns uppgifter om respektive fonds resultat och kostnader samt beskrivningar av fondernas arbete med föredömlig förvaltning, risk och kontroll. Avsnitt 7 behandlar övriga förvaltningsfrågor som process för prövning av sidouppdrag för styrelseledamöter, samarbete mellan AP-fonderna och en sammanfattning av revisionen. Den årliga revisionen har utförts av revisorer från Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB.

För att tydliggöra grunderna för regeringens årliga utvärderingar finns en policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna. Den policyn uppdateras här med hänsyn till de nya kompetenskrav för styrelsen som gäller sedan den 1 januari 2026. Därutöver görs uppdateringar avseende processen för rekrytering till styrelserna samt vissa mindre, redaktionella justeringar. Policyn finns i bilaga 1. Vägledande för årets utvärdering och hittillsvarande styrning är den policy som finns i föregående års skrivelse med redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2024 (skr. 2024/25:130 bilaga 1). I bilaga 2 finns AP-fondernas placeringsregler i sammandrag. Utdrag ur AP-fondernas årsredovisningar finns i bilagorna 3–8. Årsredovisningarna finns i sin helhet på respektive fonds webbplats. Bilaga 9 innehåller en externt genomförd utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2025. Den externa utvärderingen har genomförts av Arkwright AB och innehåller utöver en grundläggande granskning även en fördjupad analys av formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade tillgångar.

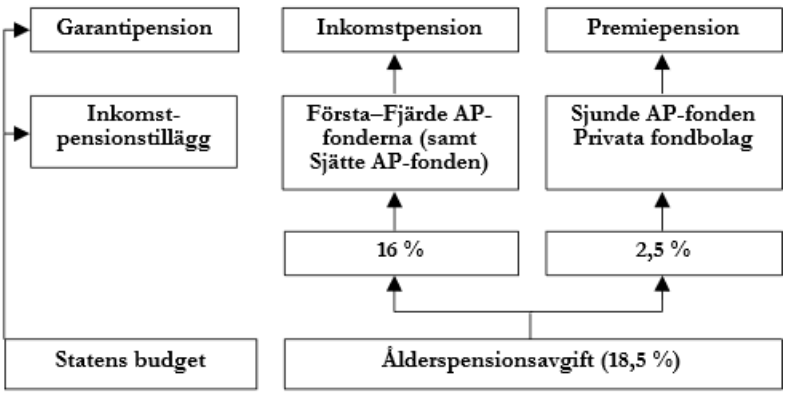
2 AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet

2.1 Det allmänna pensionssystemet

Det svenska pensionssystemet består av tre delar: den statliga allmänna ålderspensionen, tjänstepensionssystemet och privat pensionssparande. Den allmänna ålderspensionen består i sin tur av tre delar: garantipension, inkomstpension och premiepension. Därtill finns det sedan 2021 ett inkomstpensionstillägg. Det är ett tillägg till inkomstpensionen som finansieras via statens budget. Denna skrivelse redogör för AP-fondernas roll och utveckling i det allmänna pensionssystemet.

Utformningen av det allmänna pensionssystemet har sin bakgrund i den pensionsreform som trädde i kraft i januari 1999 efter en bred partiuppgörelse mellan Socialdemokraterna, Moderaterna, Centerpartiet, Folkpartiet (numera Liberalerna) och Kristdemokraterna. Dessa partier bildade Pensionsgruppen, en arbetsgrupp för vårdande av pensionsöverenskommelsen. Sedan 2023 står samtliga partier i riksdagen bakom överenskommelsen och ingår i Pensionsgruppen. Reformen innebar att pensionssystemet gjordes självfinansierande (via avgifter) och att det infördes en funktion så att pensionerna automatiskt anpassas till den ekonomiska tillväxten, genom indexering och den s.k. automatiska balanseringen.

Figur 2.1 Det allmänna pensionssystemet



Avgiften till det allmänna pensionssystemet uppgår till 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster, varav 16 procentenheter sätts av till inkomstpensionen och resterande 2,5 procentenheter till premiepensionen. Det finns en gräns på 7,5 inkomstbasbelopp per år för hur stor del av inkomsten som tillgodoräknas som pensionsgrundande. Utöver lön räknas ersättning från social- och arbetslöshetsförsäkringar som pensionsgrundande inkomster. Viss typ av annan frånvaro från arbetsmarknaden kan dock också vara pensionsgrundande. För tid med små barn (barnår),

studier, plikttjänst eller sjuk- eller aktivitetsersättning ges pensionsrätt i form av pensionsgrundande belopp. De individuella belopp som sätts av kallas pensionsrätt och bokas på ett personligt konto hos Pensionsmyndigheten. På så sätt tillgodoräknas varje individs intjänade pensionsrätter över hela livet. De samlade pensionsrätterna för inkomstpensionen under intjänandetiden, den s.k. pensionsbehållningen, räknas årligen upp med inkomstindex. Inkomstindex speglar den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige, vilken även påverkas av hur stor del av den arbetsföra befolkningen som arbetar. Uppräkningen av pensionen kan även påverkas av buffertkapitalets värdeutveckling och av demografiska och ekonomiska faktorer genom det s.k. balanstalet, där balanstalet beräknas som kvoten mellan systemets tillgångar och pensionsskulden två år före det år balanstalet avser. Tillgångarna ska motsvara summan av avgiftstillgången och buffertfondens värde.

I inkomstpensionssystemet används inbetalda pensionsavgifter för att finansiera samma års pensionsutbetalningar. Detta brukar kallas för att systemet är ett fördelningssystem (eng. pay-as-you-go). För att hantera skillnaderna mellan de löpande pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna finns ett buffertkapital som förvaltas av Första–Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden förvaltar också en del av buffertkapitalet. Till skillnad från Första–Fjärde AP-fonderna är Sjätte AP-fonden sluten, vilket innebär att den saknar betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Sjunde AP-fonden har en särskild roll som förvaltare av det statliga förvalsalternativet AP7 Såfa inom premiepensionen.

AP-fonderna är statliga myndigheter som styrs genom lag. I den löpande förvaltningen har respektive AP-fond en självständig ställning i förhållande till såväl regeringen som övriga fonder. Det är upp till varje AP-fond att inom ramen för gällande uppdrag och placeringsregler utforma förvaltningsmodell och styra val av placeringar. Regeringen varken kan eller får ha synpunkter på fondernas enskilda placerings- eller förvaltningsbeslut. AP-fonderna investerar i dag inom en rad olika sektorer som t.ex. energi, infrastruktur och ansvarstagande försvarsindustri.

2.2 Inkomstpensionssystemet

Buffertfonderna och det allmänna pensionssystemet

Buffertkapitalet förvaltades fram t.o.m. den 31 december 2025 av Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna, buffertfonderna i inkomstpensionssystemet. När det nuvarande pensionssystemet infördes 2001, fördelades drygt 130 miljarder kronor till vardera av Första–Fjärde AP-fonderna. För dessa fyra fonder infördes samtidigt ett gemensamt regelverk, lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), vilken även reglerar Sjunde AP-fonden. Från och med den 1 januari 2026 förvaltas buffertkapitalet av Andra–Fjärde AP-fonderna.

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) är Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Målet är att uppnå långsiktigt hög avkastning i förhållande till risken i placeringarna. Den totala

risknivån i förvaltningen ska vara låg, vilket inte ska tolkas som ett mål att minimera risken. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Sedan den 1 januari 2019 ska Första–Fjärde AP-fonderna även förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet om avkastning och risk. Målet om föredömlig förvaltning innebär att Första–Fjärde AP-fonderna ska integrera miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter (ESG) i sin förvaltning. Det ankommer på fonderna att närmare precisera innebörden av målet. AP-fonderna ska samverka när det gäller målet om föredömlig förvaltning.

Sjätte AP-fonden var också en buffertfond men reglerades i en egen lag, den numera upphävda lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Till skillnad från de andra buffertfonderna var Sjätte AP-fonden sluten, vilket innebar att den inte hade några betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Fondens uppdrag skiljde sig också från de andra buffertfondernas. Sjätte AP-fonden skulle, inom ramen för vad som var till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, förvalta medlen genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden hade sitt ursprung i sjätte fondstyrelsen, som inrättades 1996. Namnbytet gjordes i samband med 1990-talets pensionsreform. Sjätte AP-fonden ingick dock inte i den pensionsöverenskommelse som slöts, utan de tidigare gällande reglerna avseende sjätte fondstyrelsen överfördes i princip oförändrade till den numera upphävda lagen om Sjätte AP-fonden. År 2007 fick Sjätte AP-fonden möjlighet att göra investeringar utomlands. Fondens medel har i sin helhet genererats från de 10,4 miljarder kronor som tillsköts i samband med att den dåvarande sjätte fondstyrelsen bildades 1996. Sedan den 1 juli 2022 omfattades Sjätte AP-fonden av motsvarande regler som Första–Fjärde AP-fonderna om att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt.

AP-fonderna ska, med förvaltade medel, svara för kostnaderna för sin verksamhet, för revision och för uppföljning av fondförvaltningen. Regeringen utser styrelserna i fonderna och ska årligen utvärdera förvaltningen. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål. Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna har allmänhetens förtroende.

Buffertfondernas två roller

Buffertfonderna har två roller inom inkomstpensionssystemet. Den ena rollen är att hantera de över- och underskott som uppstår när inbetalda pensionsavgifter skiljer sig från utbetalda pensioner. När inbetalningarna till systemet är större än utbetalningarna sparas överskottet i Första–Fjärde AP-fonderna och när utbetalningarna är större än inbetalningarna tas medel från fonderna.

Buffertfondernas andra roll är att generera avkastning till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fonderna ska generera en avkastning som minimerar risken för att den s.k. automatiska balanseringen aktiveras, vilket har samband med hur demografiska och ekono-

miska faktorer påverkar utvecklingen av avgiftstillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet.

Inkomstpensionssystemets finansiella ställning

Inkomstpensionssystemets konstruktion gör att det finns en stark koppling mellan hur systemets tillgångar och skulder utvecklas. Om systemets tillgångar (avgiftstillgången, dvs. framtida avgiftsinkomster och buffertkapitalet) är större än skulderna, räknas värdet på pensionsrätterna och de utgående pensionerna (pensionsskulden) upp med utgångspunkt i inkomstindex. Pensionsrätterna följer då den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige. Om skulderna däremot är större än tillgångarna, aktiveras balanseringen i systemet. Balanseringen innebär att pensionerna och pensionsrätterna räknas upp i en långsammare takt, vilket gör att systemets finansiella ställning stärks. Inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder sammanställs i slutet av varje år. I samband med detta beräknas det s.k. balanstalet genom att systemets tillgångar divideras med dess skulder. Om balanstalet understiger 1,0000 räknas pensionsrätter och utgående pensioner upp i en långsammare takt till dess att systemet är i balans. Vid slutet av 2025 uppgick tillgångarna i inkomstpensionssystemet till 13 604 miljarder kronor, varav avgiftstillgången stod för 11 370 miljarder kronor och buffertfonderna för 2 234 miljarder kronor. Pensionsskulden uppgick vid samma tillfälle till 11 859 miljarder kronor (se tabell 2.1).

Balanstalet för 2027, som baseras på 2025 års tillgångar och skulder, beräknas till 1,1472. Att balanstalet överstiger 1 beror på att systemets tillgångar var större än dess skulder per den 31 december 2025. Systemets balanstal för 2026 är sedan tidigare fastställt till 1,1695. I tabell 2.1 redovisas 2025 års och tidigare års resultat för inkomstpensionssystemet.

Tabell 2.1 Inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder

Miljarder kronor

Beräkningsår	**2025**	**2024**	**2023**	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**	**2018**
Balanseringsår	**2026**	**2026**	**2025**	**2024**	**2023**	**2022**	**2021**	**2020**
Buffertfonderna	2 234	2 130	1 950	1 826	2 004	1 696	1 596	1 383
Avgiftstillgång	11 370	10 962	10 242	9 907	9 188	8 893	8 616	8 244
Summa tillgångar	**13 604**	**13 093**	**12 193**	**11 733**	**11 192**	**10 589**	**10 213**	**9 627**
Pensionsskuld	**11 859**	**11 196**	**10 880**	**10 388**	**9 991**	**9 783**	**9 454**	**9 165**
Över-/underskott	1 746	1 897	1 313	1 345	1 201	806	758	463
Balanstal	**1,1472**	**1,1695**	**1,1206**	**1,1295**	**1,1202**	**1,0824**	**1,0802**	**1,0505**

Källa: Pensionsmyndighetens årsredovisning för 2025, s. 114.

Inkomstpensionssystemets resultat (balanstalet) påverkas av ett antal samhällsekonomiska och demografiska faktorer. På kort sikt har sysselsättningens utveckling störst betydelse. Buffertfondernas värdeutveckling har också betydelse, vilket i sin tur är kopplat till utvecklingen på kapitalmarknaderna. På lång sikt har även demografiska faktorer stor betydelse för utvecklingen i balanstalet.

2.3 Premiepensionssystemet

Premiepensionssystemet är ett fonderat system. Eftersom tillgångarna i systemet är fullt fonderade, påverkas behållningarna fullt ut av upp- och nedgångar i fondandelarnas värden. Inom systemet kan var och en själv välja hur de intjänade premiepensionsrätterna ska placeras. Under 2022 infördes ett nytt regelverk för upphandling av fonder till fondtorget. Det inrättades en ny myndighet, Fondtorgsnämnden, som sedan dess upphandlar, förvaltar och granskar de valbara fonderna på fondtorget. Den första upphandlingen av fonder genomfördes i mars 2024. Vid slutet av 2025 fanns det omkring 395 fonder att välja mellan på premiepensionens fondtorg.

Premiepension kan tas ut som antingen traditionell försäkring eller fondförsäkring. Alla som har sin premiepension i en fondförsäkring kan välja att byta till traditionell försäkring när det är dags att börja ta ut pensionen. Traditionell försäkring innebär att den försäkrades fondandelar säljs och att Pensionsmyndigheten tar över investeringsansvaret. Pensionen beräknas som ett livsvarigt garanterat nominellt belopp och om förvaltningen går bra även ett tilläggsbelopp. Fondförsäkring innebär att den försäkrade behåller sitt sparande i de valbara premiepensionsfonderna eller i förvalsalternativet. I fondförsäkringen räknas pensionsutbetalningarnas storlek årligen om med utgångspunkt i fondandelarnas värde i december. Följande år säljs det antal fondandelar som krävs för att finansiera den beräknade premiepensionen. Om fondandelarnas värde ökar säljs färre andelar och om fondandelarnas värde minskar säljs fler andelar.

Sjunde AP-fondens roll

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet inom premiepensionssystemet som förvaltar pensionsmedel åt de individer som inte själva aktivt har valt fonder på fondtorget för premiepensionen eller åt individer som aktivt önskar ett långsiktigt pensionssparande i statlig regi. Sjunde AP-fonden har som främsta uppgift att förvalta premiepensionsmedel i det statliga förvalsalternativet, AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ), där risken förändras med spararnas ålder. Sjunde AP-fonden utgår från två s.k. byggstensfonder, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, och erbjuder även ytterligare tre fondportföljer för den som själv vill välja risknivå på sitt sparande.

Sjunde AP-fonden regleras, liksom Första–Fjärde AP-fonderna, i lagen om allmänna pensionsfonder. Fonden omfattas även av vissa bestämmelser i lagen (2004:46) om värdepappersfonder.

I november 2022 beslutade riksdagen om lagändringar för Sjunde AP-fonden (prop. 2021/22:280, bet. 2022/23:SfU5, rskr. 2022/23:27). I samband med detta klargjordes också att målet för Sjunde AP-fondens förvaltning av fonder är detsamma som målet för premiepensionssystemet i stort. Målet är alltså att förvalsalternativet inom premiepensionen ska utgöra ett pensionssparande av hög kvalitet som ger en trygg pension. De fondmedel som Sjunde AP-fonden förvaltar ska placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås i förhållande till risken i placeringarna. Lagändringarna som trädde i kraft den 1 januari 2023 innebar också att

Sjunde AP-fonden omfattas av motsvarande regler om föredömlig förvaltning av fondmedlen som övriga AP-fonder. Därutöver justerades fondens placeringsregler, bl.a. på så sätt att möjligheterna att placera medel i illikvida tillgångar utökades. I avsnitt 6.6 beskrivs Sjunde AP-fondens verksamhet och resultat mer utförligt.

Premiepensionssystemets finansiella ställning

Vid utgången av 2025 omfattade premiepensionssystemet drygt 8,5 miljoner individer, varav drygt 6,5 miljoner pensionssparare och ca 2,0 miljoner pensionärer.[1] Totalt förvaltat kapital under 2025 uppgick till 2 953,2 miljarder kronor, varav 2 859 miljarder kronor i fondförsäkring och 94,2 miljarder kronor i traditionell försäkring. Den kraftiga ökningen av tillgångarnas värde beror i huvudsak på en positiv börsutveckling under 2025 men även på tillförda medel avseende nya pensionsrätter. Värdeutvecklingen i fondförsäkringen för 2025 uppgick till 119,3 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 4,4 procent mätt som tidsviktad årsavkastning, vilket visar en fonds årliga avkastning utan hänsyn tagen till att insättningar eller utbetalningar har gjorts under sparperioden. En stor del av kapitalet i fondförsäkring är placerat i aktier och ökningen av tillgångarna jämfört med 2024 var en följd av en positiv börsutveckling under 2025. Värdeutvecklingen i fondförsäkringen sedan start den 13 december 2000 har gett en genomsnittlig årlig avkastning på 6,7 procent mätt som tidsviktad avkastning. Den goda genomsnittliga avkastningen beror på den långvarigt positiva utvecklingen på aktiemarknaden. Värdeutvecklingen på de förvaltade tillgångarna i den traditionella försäkringen för 2025 uppgick till 1,38 procent. Pensionsmyndigheten ansvarar för förvaltningen av traditionell försäkring som placeras i en portfölj med lägre risk jämfört med fondförsäkring. Fördelningen i den traditionella försäkringen mellan räntebärande värdepapper (låg risk) och aktier/fastigheter (högre risk), är för närvarande ungefär lika stora.

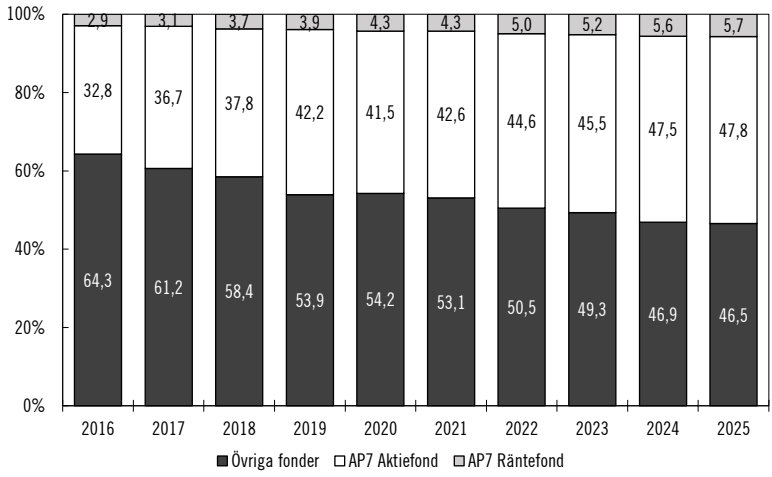
Sjunde AP-fonden är den enskilt största fondförvaltaren i premiepensionssystemet. AP7 Såfa fondkapital motsvarar 50,8 procent av det totala fondkapitalet i premiepensionssystemets fondförsäkringsrörelse.[2] Vid 2025 års slut förvaltade Sjunde AP-fonden totalt 1 529,1 miljarder kronor, varav 1 365,6 miljarder kronor i AP7 Aktiefond och 163,5 miljarder kronor i AP7 Räntefond.

I slutet av 2025 förvaltade Sjunde AP-fonden 53,5 procent av det totala premiepensionskapitalet i fondförsäkring, se figur 2.2. Som framgår av figuren har Sjunde AP-fondens andel av det totala kapitalet ökat sedan 2016. Trenden med procentuell förskjutning av antal sparare och kapital till Sjunde AP-fonden och AP7 Såfa fortsatte under 2025. Ökningen beror dels på att flera yngre sparare inte gör egna fondval, dels på att kapitalet från avregistrerade fonder som inte flyttas till upphandlade fonder ofta går till förvalet.

[1] Pensionsmyndigheten, Årsredovisning 2025, s. 176.
[2] Pensionsmyndigheten, Årsredovisning 2025, s. 158 och 159.

Figur 2.2 **Utvecklingen av det totala kapitalet i premiepensionssystemet**

Procent



Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Sjunde AP-fonden).

En utförlig beskrivning av det allmänna pensionssystemet finns i Pensionsmyndighetens årsredovisning 2025.

2.4 AP-fondernas utveckling under året samt en framåtblick

AP-fondsreformen

Den 13 mars 2025 beslutade regeringen propositionen En effektivare förvaltning av buffertkapitalet med förslag att konsolidera buffertfonderna för att öka effektiviteten i förvaltningen av buffertkapitalet i det svenska pensionssystemet. I propositionen föreslogs ett fonderna själva skulle få en central roll i att genomföra konsolideringen. Samtliga åtta riksdagspartier ställde sig genom Pensionsgruppen bakom förslagen (prop. 2024/25:133, bet. 2024/25:FiU36, rskr. 2024/25:204).

Under 2025 har Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna arbetat intensivt med förberedelser inför omorganisationen och tillgångsöverföringar med anledning av buffertfondsreformen. Två särskilda utredare bistod fonderna i genomförandet av omorganisationen (SOU 2025:105, SOU 2025:106, SOU 2026:11 och SOU 2026:12).

Första AP-fonden upphörde med sin verksamhet vid utgången av 2025, varpå huvuddelen av fondens tillgångar (drygt 98 procent) överfördes i lika delar till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Tillgångar som inte överfördes vid årsskiftet förvaltas avskilt under administration av Fjärde AP-fonden.

Även Sjätte AP-fonden upphörde med sin verksamhet vid utgången av 2025, varvid fondens medel införlivades i buffertfondssystemet. Sjätte

AP-fondens tillgångar är av mer komplex karaktär och överföringen till Andra AP-fonden sker därför successivt. En del av tillgångarna kommer att införlivas i Andra AP-fondens riskkapitalportfölj under 2026, medan resterande tillgångar förvaltas avskilt under administration av Andra AP-fonden till dess att kapitalet kan integreras i fondens portfölj. Baserat på en jämförelse med nordiska aktörer inom riskkapital från förra året, uppskattas Andra AP-fonden, efter införlivandet av Sjätte AP-fonden, ansvara för förvaltningen av den största portföljen onoterade aktier i Norden.

Från och med den 1 januari 2026 har antalet buffertfonder således minskats från fem till tre (se punkt 2 i ikraftträdande- och övergångsbestämmelserna till lagen [2025:376] om ändring i lagen [2000:192] om allmänna pensionsfonder [AP-fonder] och punkt 2 i ikraftträdande- och övergångsbestämmelserna till lagen [2025:378] om upphävande av lagen [2000:193] om Sjätte AP-fonden). Reformen syftar dels till att införliva Sjätte AP-fondens verksamhet i buffertfondssystemet, dels till att förbättra förutsättningarna för en mer ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertfondernas fondmedel.

I samband med sammanslagningen av buffertfonderna har det uppstått direkta kostnader för omorganisationen som t.ex. omställningskostnader för personalen och kostnader för i förtid uppsagda avtal (bl.a. för lokaler och it-tjänster). Det kan även ha uppstått indirekta kostnader till följd av enskilda förvaltningsbeslut och av att fonderna har olika strategier för förvaltningen.

Utöver de organisatoriska förändringarna har det införts lagkrav på att styrelsen i varje AP-fond sammantaget ska ha tillräcklig kompetens inom områden som är särskilt viktiga för förvaltningen av fonden (se 3 kap. 2 § lagen [2000:192] om allmänna pensionsfonder [AP-fonder]), liksom vissa ändringar som gäller administrationen av AP-fonderna (se t.ex. 3 kap. 7 § samma lag). Det har också tydliggjorts att sekretess gäller vid anställning av verkställande direktör i en AP-fond (se prop. 2024/25:133 s. 56–57). Dessa lagändringar trädde också i kraft den 1 januari 2026. De lagändringar som gäller AP-fondernas styrelser och administration omfattar även Sjunde AP-fonden (5 kap. 6 § samma lag).

Byte av portföljhanteringssystem

Under de senaste åren har Tredje och Fjärde AP-fonderna genomfört ett omfattande och gemensamt arbete med att utveckla och införa ett nytt portföljsystem. Systembytet har bedrivits som ett flerårigt projekt med flera faser, däribland kravspecificering, upphandling, konfigurering och implementering, och har genomförts i nära samarbete mellan fonderna. De nya systemplattformarna sattes i drift under hösten 2025. Införandet av det nya portföljsystemet har inneburit att både Tredje AP-fonden och Fjärde AP-fonden implementerat nya arbetssätt och processer, och kostnader kopplade till den nya systemplattformen utgör samtidigt en delförklaring till ökningen av förvaltningskostnaderna under 2025.

Investeringen i Northvolt

En investering som fick åtskillig uppmärksamhet under 2024 och 2025 är den som Första–Fjärde AP-fonderna har gjort i batteritillverkaren Northvolt.

Första–Fjärde AP-fonderna samäger sedan 2021 riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments KB. Riskkapitalföretaget har i sin tur totalt investerat 5,8 miljarder kronor i aktier och konvertibla skuldebrev i det onoterade bolaget Northvolt. Under hösten 2024 ansökte Northvolt om en företagsrekonstruktion under amerikansk lagstiftning, ett så kallat Chapter 11-förfarande.

I slutet av 2024 skrev AP-fonderna ned värdet på investeringen i Northvolt till noll, då det var mycket svårt att bedöma eventuella kvarvarande värden till följd av de ekonomiska problemen i bolaget. I mars 2025 ansökte bolaget om konkurs i Sverige.

Pensionsmyndigheten har gjort bedömningen att nedskrivningen inte väntas få någon större påverkan på den allmänna pensionen, då investeringen i Northvolt utgör en förhållandevis liten del av det totala buffertkapitalet.

Investeringen i Northvolt belyser dock behovet av ökad transparens i styrningen av gemensamma investeringsstrukturer. En aspekt som har uppmärksammats i efterhand är konstruktionen av 4 to 1 Investments KB, som saknade egen organisation, inte hade några anställda och inte genomförde några andra investeringar än investeringen i Northvolt. I skrivelsen för 2024 angavs att det fanns skäl att analysera om formerna för investeringar i onoterade aktier är ändamålsenliga (skr. 2024/25:130 s. 25).

Fördjupad analys av formerna för investeringar i illikvida tillgångar

Efter Northvolts konkurs gav Regeringskansliet, inom ramen för den externa utvärderingen av AP-fondernas verksamhet under 2025, Arkwright i uppdrag att genomföra en fördjupad analys av formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar, med fokus på organisation, kompetens och investeringsformer. Enligt Arkwright bör styrelsen i en AP-fond säkerställa att en investeringsform som det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments endast införs efter en prövning av organisationens (riskkapitalföretagets) substans. Arkwright framhåller också att det bör finnas policyer som anger minimikrav avseende organisationens robusthet, investeringsstrategi med portföljdiversifiering och definierad kapitalram. Om en investeringsstruktur ändå används utan att dessa krav är uppfyllda, bör detta enligt Arkwright ske genom ett uttryckligt och dokumenterat undantagsbeslut fattat av styrelsen. Arkwright pekar vidare på att AP-fonderna inte har avsatt resurser i den utsträckning som krävs för investeringar i illikvida tillgångar, vilket även framkommit i tidigare års fördjupade analyser av tillgångsslaget.

Konsolideringen av AP-fonderna innebär att buffertfondssystemets personella och ekonomiska resurser koncentreras till färre fonder. Genom konsolideringen kan kompetenssynergier inom kapitalförvaltningen ge ett mervärde. På så sätt kan t.ex. specifik förvaltningskompetens stärkas, intern förvaltning ökas och göras mer robust och kompetens när det gäller avtalsförhandlingar koncentreras.

Genom sammanslagningen förväntas kostnadsandelen i förhållande till förvaltat kapital att sjunka då kapitalförvaltning är förknippad med klara stordriftsfördelar. Samtidigt är det viktigt att i detta sammanhang notera att vissa tillgångsslag, såsom illikvida tillgångar, har ett högre resursbehov. Detta kommer följas upp i redovisningen av de kommande årens sammantagna förvaltningskostnader.

Utöver de stordriftsfördelar som följer av konsolideringen finns det som anges ovan också direkta och indirekta kostnader som följer av omorganisationen. Det har gått för kort tid för att på ett tillförlitligt sätt bedöma både kostnader och vinster som reformen förväntas uppnå. Att redan nu göra en analys och bedömning av dessa bedöms därför inte vara lämpligt, utan är något som bör göras längre fram. Regeringen avser därför återkomma i frågan.

Med färre fonder kan granskningen koncentreras och mer resurser kan läggas på de enskilda fonderna. Det är möjligt att, med samma resurser, uppnå en högre nivå på granskningen av de enskilda fonderna om det är färre fonder som ska granskas.

De nya lagstadgade kompetenskraven för AP-fondernas styrelser bidrar därutöver till att stärka den samlade kompetensen i varje enskild styrelse, vilket förväntas ge förutsättningar för en mer effektiv styrning och förvaltning av de enskilda fonderna. Kraven har även medfört en skärpt rekryteringsprocess för nya styrelseledamöter, med ett tydligt fokus på kunskap och erfarenhet som är särskilt relevant för fondernas verksamhet, exempelvis inom kapitalförvaltning.

Sammantaget bedöms reformen över tid att vara till nytta för pensionssystemet och ge förutsättningar för att vidta ytterligare åtgärder för en del av de rekommendationer som Arkwright lämnat i sina rapporter. Frågan om ytterligare åtgärder för att förtydliga förutsättningarna för förfarandet vid investeringar i illikvida tillgångar analyseras för närvarande i Regeringskansliet. Regeringen avser återkomma när det gäller ytterligare åtgärder kring investeringar i illikvida tillgångar som lyfts i Arkwrights rapport.

3 Buffertfondernas samlade resultat

Buffertfonderna har två roller:

- att vara buffert för hantering av över- och underskott i inkomstpensionssystemet
- att bidra till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering.

I detta avsnitt utvärderas hur buffertfonderna har uppfyllt de båda rollerna.

3.1 Rollen som buffert för hantering av över- och underskott

Regeringens bedömning

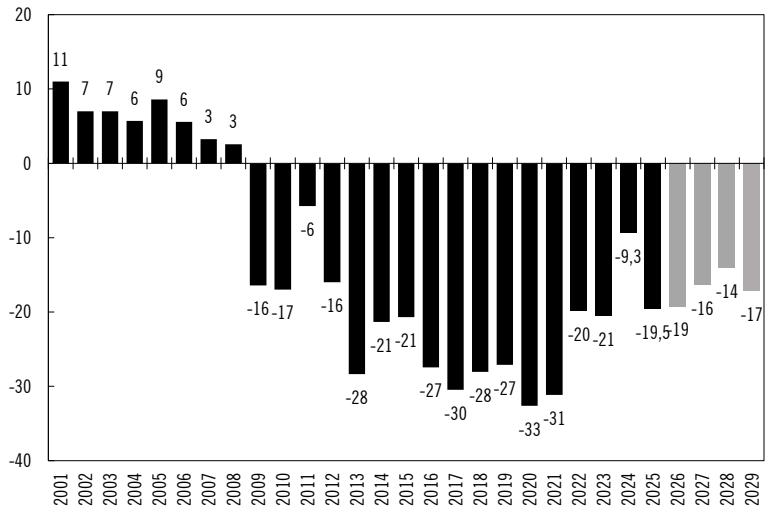
Första–Fjärde AP-fonderna har uppfyllt rollen som buffert genom att hantera löpande avgiftsmedel och utbetalningar för inkomstpensionssystemets räkning. Fonderna har haft den betalningsberedskap som behövts för uppgiften.

Skälen för regeringens bedömning

Rollen som buffert finns eftersom de löpande inbetalningarna av pensionsavgifter inte är lika stora som utbetalningarna av inkomstpension till dagens pensionärer. När inbetalningarna till systemet är större än utbetalningarna sparas överskottet i Första–Fjärde AP-fonderna. På motsvarande sätt tas medel från fonderna när utbetalningarna är större än inbetalningarna. Sjätte AP-fonden är också en buffertfond men har inte haft betalningsflöden gentemot inkomstpensionssystemet. I figur 3.1 redovisas de årliga nettoflödena mellan inkomstpensionssystemet och Första–Fjärde AP-fonderna efter administrationskostnader.

Figur 3.1 Nettoflödet mellan inkomstpensionssystemet och Första–Fjärde AP-fonderna

Miljarder kronor, utfall 2001–2025, prognos 2026–2029



Källa: Pensionsmyndigheten.

Under 2025 överfördes 19,5 miljarder kronor från Första–Fjärde AP-fonderna till inkomstpensionssystemet (inklusive administrationskostnader), vilket är drygt 10 miljarder kronor mer än föregående år. Av figur 3.1 framgår att inbetalningarna till pensionssystemet var större än utbetalningarna under de första åtta åren (2001–2008) med det nuvarande pensionssystemet. Under denna period tillfördes AP-fonderna sammanlagt

50,7 miljarder kronor. År 2009 vände betalningsströmmarna och fram till och med 2025 har AP-fonderna sammanlagt bidragit med 372 miljarder kronor för att finansiera pensionsutbetalningar och administrationskostnader. Detta motsvarar ett nettoutflöde från AP-fonderna till inkomstpensionssystemet på 321 miljarder kronor (inklusive administrationskostnader) för hela perioden 2001–2025. En viktig förklaring till underskotten sedan 2009 är att den stora generationen födda på 1940-talet har börjat ta ut allmän pension.

Enligt Pensionsmyndighetens prognoser väntas Andra–Fjärde AP-fonderna fortsätta att bidra till finansieringen av inkomstpensionerna under överskådlig tid. Under 2026 beräknas överföringen uppgå till 19,3 miljarder kronor. För perioden 2026–2029 beräknas överföringarna sammanlagt uppgå till 67 miljarder kronor, vilket är lägre än i föregående prognos.

3.2 Rollen som långsiktig finansiär

Regeringens bedömning

Buffertfonderna har bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Sedan nuvarande system inrättades 2001 har den genomsnittliga avkastningen efter kostnader uppgått till 6,0 procent per år. Detta har bidragit till att buffertkapitalets andel av tillgångarna i inkomstpensionssystemet har ökat från ca 10 procent 2001 till 16,4 procent 2025. Ökningen har bidragit till att tillgångarna överstigit skulderna under samtliga år förutom 2008, 2009 och 2012.

Skälen för regeringens bedömning

Resultatuppföljning

AP-fondernas resultat och värdeutveckling är starkt beroende av utvecklingen på finansmarknaderna. Under 2025 fortsatte aktiemarknaderna den starka trenden från 2024, trots betydande makroekonomisk osäkerhet. Utvecklingen av amerikanska aktier, framför allt i de stora teknikbolagen, var särskilt påfallande. Räntemarknaderna kännetecknades av räntesänkningar från flera stora centralbanker. Detta bidrog i sin tur till lägre obligationsräntor. På valutamarknaden stärktes den svenska kronan gentemot flera större valutor, däribland US-dollarn.

Första–Fjärde AP-fonderna började agera i sina roller som buffertfonder den 1 januari 2001, men det dröjde till senare under det året innan fonderna hade implementerat sina långsiktiga investeringsportföljer. Första–Fjärde AP-fonderna utvärderas därför över perioden den 1 juli 2001–31 december 2025. Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden den 1 januari 2001–31 december 2025.

Under 2025 uppgick det samlade resultatet för buffertfonderna till 122 miljarder kronor efter kostnader. Fondernas samlade aktieinnehav, räntebärande tillgångar och alternativa tillgångar har bidragit till den positiva utvecklingen av buffertfondernas resultat under 2025. I synnerhet bidrog globala aktier positivt där en betydande del av avkastningen kom

från investeringar i amerikanska teknikbolag. Avkastningen under 2025 har i hög grad påverkats negativt av den svenska kronans förstärkning gentemot flera större valutor, däribland US-dollarn. Efter valutasäkringar bidrog valutakursförändringarna sammantaget negativt med 69 miljarder kronor till resultatet för Första–Fjärde AP-fonderna.

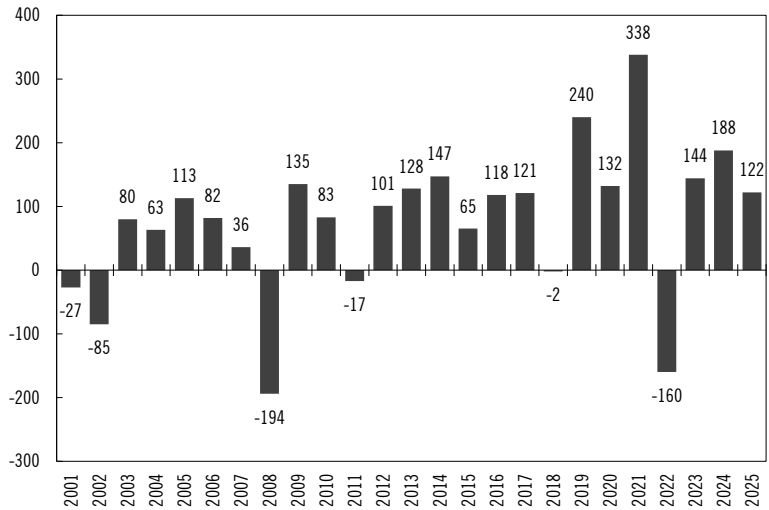
På lång sikt har framför allt en hög andel aktier bidragit till buffertfondernas positiva resultat. Åren efter den globala finanskrisen 2008 står för 96,5 procent av det ackumulerade resultatet.

Vid utgången av 2025 uppgick det buffertfondernas ackumulerade resultat till 1 951 miljarder kronor sedan det nuvarande pensionssystemet infördes 2001.

På samma sätt som de senaste årens starka utveckling på aktiemarknaden bidragit till buffertfondernas positiva resultat, fick de kraftiga nedgångarna på världens aktiemarknader 2001–2002, 2008 och 2022 resultatet att falla betydligt. Buffertfondernas resultat i miljarder kronor (efter kostnader) redovisas i figur 3.2.

Figur 3.2 Buffertfondernas samlade resultat efter kostnader

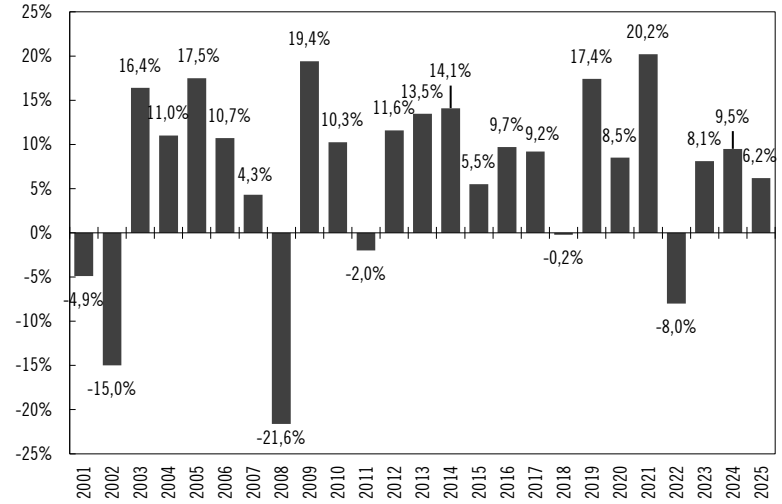
Miljarder kronor



Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna).

I figur 3.3 redovisas buffertfondernas samlade resultat (efter kostnader) uttryckt i procent. Avkastningen (resultatet) för 2025 uppgick till 6,2 procent, samtidigt som den genomsnittliga årliga avkastningen uppgick till 6,0 procent sedan start 2001. Det enskilda året med lägst avkastning var under finanskrisåret 2008 då buffertfonderna visade sitt historiskt sämsta resultat, vilket var -21,6 procent. Resultatet 2025 beror framför allt på en stark aktiemarknad, där t.ex. svenska aktier ökade med ca 13 procent och aktier i tillväxtmarknader med ca 12 procent, medan globala aktier steg med ca 2 procent, omräknat i svenska kronor. Samtidigt ökade svenska statsobligationer med 1 procent i värde medan amerikanska statsobligationer tappade drygt 10 procent i värde, omräknat i svenska kronor.

Figur 3.3 **Buffertfondernas samlade avkastning efter kostnader**
Procent

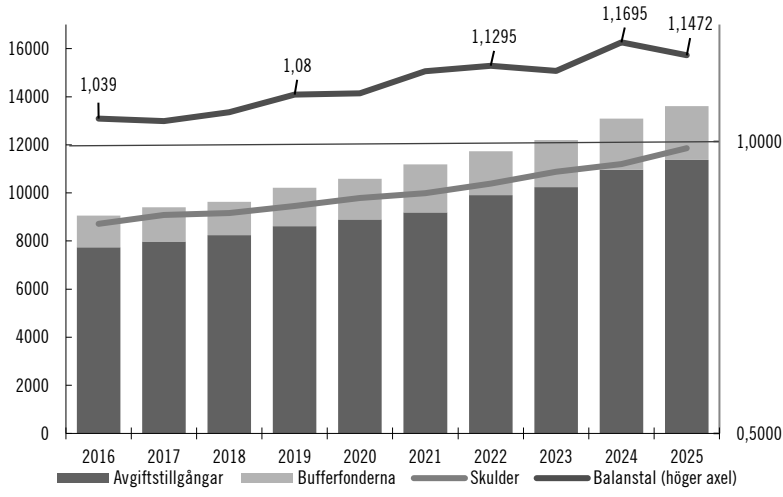


Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna).

Buffertkapitalets utveckling

Vid 2025 års slut uppgick det förvaltade kapitalet i buffertfonderna till 2 234,1 miljarder kronor, vilket var 103,9 miljarder kronor mer (efter kostnader och utbetalningar för inkomstpensionssystemets räkning) än vid föregående års slut. Sedan det nuvarande pensionssystemet infördes 2001 har buffertkapitalet ökat med 1 669 miljarder kronor. Under samma period har nettoutflödet från buffertfonderna för att täcka underskottet i inkomstpensionssystemet varit ca 321 miljarder kronor.

Figur 3.4 **Utveckling av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet**
Miljarder kronor



Källa: Pensionsmyndighetens Årsredovisning 2025, s. 114 och Pensionsmyndighetens tidigare årsredovisningar.

I figur 3.4 illustreras utvecklingen av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet. Avgiftstillgången utgör merparten av tillgångarna i systemet (83,6 procent vid utgången av 2025). Som framgår av figuren har buffertfondernas andel av tillgångarna i systemet ökat sedan 2016.

Vid 2025 års slut utgjorde buffertfondernas kapital 16,4 procent av tillgångarna i inkomstpensionssystemet. Detta är en ökning med drygt 6 procentenheter sedan slutet av 2001, då andelen var 10 procent. Den största (och resterande) delen av tillgångarna i inkomstpensionssystemet utgörs av framtida avgiftsinkomster. Dessa avgiftsinkomster har störst betydelse för nivån på framtida pensioner och grundas på den realekonomiska och befolkningsmässiga utvecklingen.

3.3 Avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder

Regeringens bedömning

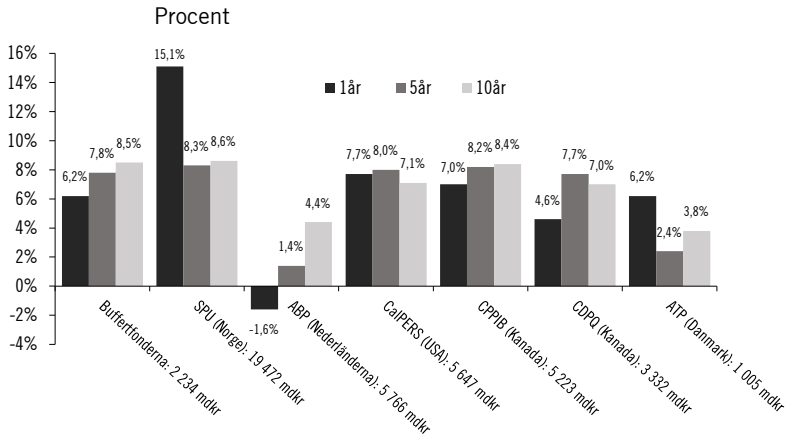
Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas avkastning är god i jämförelse med ett urval av utländska pensionsfonder. Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas gemensamma allokering visar en större andel noterade aktier och mindre andel räntebärande tillgångar i jämförelse med de utländska pensionsfonderna.

Skälen för regeringens bedömning

Buffertfonderna kan jämföras med ett antal utländska pensionsfonder som har liknande uppdrag i respektive lands pensionssystem. Skillnader i fondernas uppdrag, placeringsregler, risktolerans, investeringsinriktning, valutaeffekter och marknadsutvecklingen på respektive hemmamarknad gör att jämförelser bör göras med viss försiktighet. Det kan även vara skillnader i räkenskapsår och datatillgänglighet. Som framgår av figur 3.5 uppnådde de svenska buffertfonderna en lägre genomsnittlig avkastning under 2025 än de utländska jämförbara pensionsfonderna, med en genomsnittlig avkastning på 6,2 procent, 2,2 procentenheter under snittet för de utländska pensionsfonderna på 8,4 procent i sammanställningen. Den svenska kronans förstärkning gentemot flera större valutor, dämpade kraftigt AP-fondernas avkastning på utländska aktieinvesteringar under 2025. Ett motsatt mönster visar sig dock för den fondgemensamma avkastningen hos buffertfonderna ur ett fem- och tioårigt perspektiv, där AP-fondernas genomsnittliga årliga avkastning på 7,6 procent och 8,4 procent kan jämföras med snittet för de utländska pensionsfonderna på 6,9 procent och 7,2 procent.

Sjätte AP-fonden med ett fondkapital om 83,5 miljarder kronor hade etablerat sig som en av Nordens största investerare i onoterade aktier (eng. private equity). Baserat på en jämförelse med nordiska aktörer inom riskkapital från förra året, uppskattas Andra AP-fonden, efter sammanslagningen med Sjätte AP-fonden, ansvara för förvaltningen av den största portföljen onoterade aktier i Norden.

Figur 3.5 Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder 2025

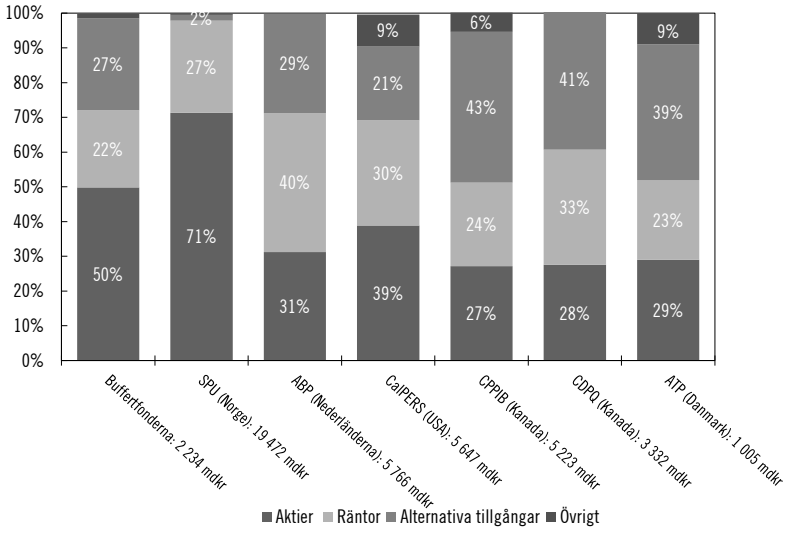


Anm.: De utländska pensionsfondernas kapital är redovisat i mdkr.
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna).

I figur 3.6 redovisas buffertfondernas tillgångsallokering i jämförelse med utländska pensionsfonder. Generellt ses en trend att de utländska pensionsfonderna i likhet med buffertfonderna under de senaste åren ökat andelen alternativa investeringar. Den främsta anledningen för investerare att söka sig till alternativa marknader är möjligheten till högre avkastning och diversifiering genom att få exponering mot andra faktorer än aktie- och räntemarknaderna, samt att deras långa investeringshorisont innebär en konkurrensfördel. Fonderna har dock olika definition av alternativa investeringar, vilket leder till att allokeringen inte är helt jämförbar mellan fonderna. Merparten av de utländska pensionsfonderna i sammanställningen som ökade andelen alternativa investeringar minskade samtidigt andelen noterade aktier. I övrigt har buffertfonderna tillsammans med Statens Pensjonsfond Utland (SPU) i Norge, även kallad Oljefonden, en större andel investeringar i noterade aktier jämfört med de andra pensionsfonderna.

Figur 3.6 Buffertfondernas tillgångsallokering i jämförelse med utländska pensionsfonder 2025

Procent



Anm. Staplarna summerar inte alltid till 100 pga. avrundning.
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna).

De utländska pensionsfonderna har viss spridning sinsemellan när det gäller tillgångsslagens andelar av portföljerna. Av figur 3.6 framgår att buffertfondernas andelar ligger inom denna spridning, förutom för räntebärande tillgångar där buffertfonderna har den lägsta allokeringen.

3.4 Tillgångsallokering

Regeringens bedömning

Första–Fjärde AP-fonderna har anpassat sin övergripande tillgångsförvaltning på ett rimligt sätt inom givna placeringsregler för att uppnå en god riskspridning i portföljen. På lång sikt har framför allt en hög andel aktier bidragit till fondernas positiva resultat. Den ökade andelen illikvida tillgångar har samtidigt haft en god värdeutveckling och är dessutom diversifierande i förhållande till traditionella tillgångar som aktier och räntebärande värdepapper. Förvaltningen av illikvida tillgångar skiljer sig dock på många sätt åt från förvaltningen av likvida tillgångar. Det är ett komplext tillgångsslag som ställer krav på transparens och styrning. Mot bakgrund av fondernas relativt stora innehav i illikvida tillgångar ställer det krav på att öka tydligheten i fråga om strategin och styrningen när det gäller dessa innehav. Första–Fjärde AP-fonderna tar positioner i utländsk valuta och genomför valutasäkringar i enlighet med de regler som gäller. Fonderna bör öka tydligheten i redovisningen även avseende sådana positioner.

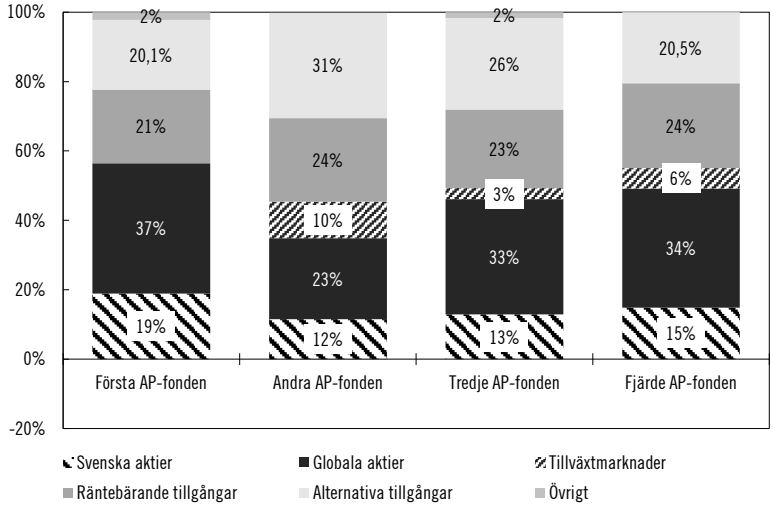
Första–Fjärde AP-fondernas självständighet har lett till att fonderna utvecklat olika förvaltningsmodeller och därmed även skiljer sig åt i sin tillgångsallokering (se figur 3.7). Skillnaderna är särskilt tydliga inom globala aktier, där Andra AP-fonden har en relativt låg exponering, samt inom svenska aktier, där Första AP-fonden har störst andel. Även inom alternativa tillgångar finns märkbara skillnader, med högre exponering i Andra och Tredje AP-fonderna och lägre nivåer i Första och Fjärde AP-fonderna. Samtliga fonder uppvisar däremot relativt likartade nivåer i ränteförvaltningen.

Andelen aktier i tillväxtmarknader utgör fortsatt en mindre del av portföljerna men varierar mellan fonderna. Första–Fjärde AP-fonderna tar även positioner i utländsk valuta och använder valutasäkringar i enlighet med gällande regelverk. Under 2025 redovisades valutaexponering och valutakursresultat, men redovisningen skiljer inte tydligt mellan valutasäkringar och eventuella övriga valutapositioner. En ökad tydlighet i denna redovisning bedöms därför vara motiverad.

Under 2025 minskade Första–Fjärde AP-fonderna främst allokeringen till alternativa tillgångar (med 2,5 procentenheter) jämfört med 2024, vilket dels bedöms ha berott på den kommande överföringen av fondmedel, dels på en svagare värdeutveckling inom tillgångsslaget. Samtidigt ökade allokeringen till övriga tillgångsslag, särskilt till aktier i tillväxtmarknader (med 0,8 procentenheter).

Figur 3.7 Jämförelse av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångsallokering 2025

Procent av fondernas faktiska portföljer, 31 december 2025



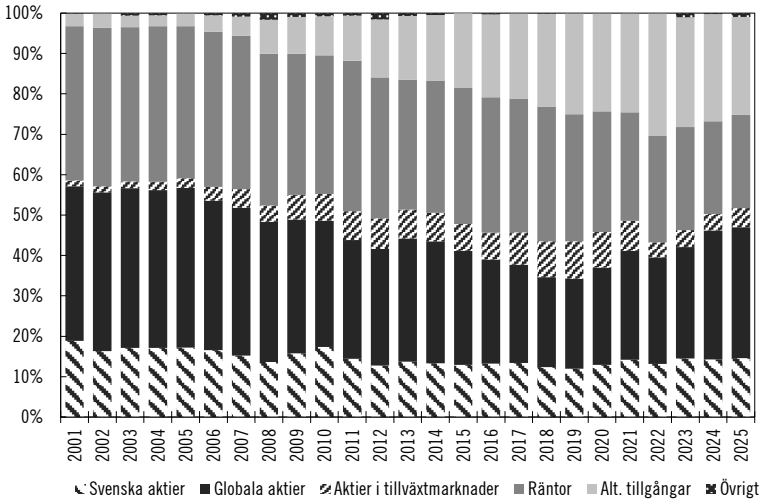
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde AP-fonderna).

I figur 3.8 redovisas hur den samlade tillgångsallokeringen för Första–Fjärde AP-fonderna har utvecklats sedan start 2001. Andelarna var relativt stabila fram till 2007, då ett skifte påbörjades för att öka andelen alternativa investeringar samtidigt som andelen aktier och räntor

minskades. Ungefär vid samma tidpunkt påbörjades ett mindre skifte som innebar att andelen aktier i tillväxtmarknader ökade, delvis på bekostnad av en något lägre andel globala aktier. Sedan 2022 har emellertid utvecklingen vänt och andelen alternativa investeringar succesivt minskat från ca 27 procent till ca 24 procent, till förmån för en högre andel globala aktier. Andelen svenska aktier i fondernas portföljer, uppgår till 14,6 procent, och är större än dess vikt på den globala aktiemarknaden, där svenska aktier uppgår till strax under 1 procent. Fonderna äger tillsammans ca 2,4 procent aktier noterade på svenska handelsplatser, vilket motsvarar ett individuellt ägande på mellan 0,4 och 0,8 procent per fond.

Figur 3.8 Tillgångsallokering Första–Fjärde AP-fonderna

Procent av fondernas faktiska portfölj, årsgenomsnitt



Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde AP-fonderna).

Illikvida tillgångar

Den 1 januari 2019 fick Första–Fjärde AP-fonderna nya placeringsregler för investeringar i illikvida tillgångar. Fondernas investeringar i illikvida tillgångar får numera uppgå till högst 40 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar. Med illikvida tillgångar avses tillgångar som inte är likvida. Enligt lagen om allmänna pensionsfonder får investeringar i illikvida tillgångar endast ske genom *fonder*, *fastighetsbolag* eller *riskkapitalföretag* (företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta onoterade aktier). Därutöver finns möjlighet till *sidoinvesteringar* i onoterade företag om en fond som AP-fonden är investerad i också innehar andelar i företaget. AP-fonderna har gemensamma definitioner av illikvida tillgångar. Illikvida tillgångar kan betraktas som en delmängd av alternativa tillgångar. Den största skillnaden mellan alternativa tillgångar och illikvida tillgångar för AP-fondernas del är framför allt att både noterade och onoterade fastighetsbolag ingår i tillgångsslaget alternativa tillgångar medan endast onoterade fastighetsbolag ingår i det senare. Definitionen av alternativa tillgångar skiljer sig dock åt mellan

AP-fonderna. Fjärde AP-fonden har t.ex. ingen särskild tillgångsklass för alternativa tillgångar, utan både noterade och onoterade fastighetsbolag ingår i tillgångsklassen reala tillgångar, då dessa bedöms ha likartad avkastnings- och riskprofil. För jämförbarhet redovisas i denna skrivelse även för Fjärde AP-fonden alternativa tillgångar.

När Första–Fjärde AP-fonderna fick utökade möjligheter att investera i illikvida tillgångar 2019, skedde det mot bakgrund av att avkastningsprofilen för traditionella tillgångsslag förändrats, t.ex. att avkastningen för ränteplaceringar blivit betydligt lägre, men även att nya tillgångsslag tillkommit. Genom att lägga till fler tillgångsslag till portföljerna kunde bredare portföljer skapas som innehåller fler avkastningskällor och därmed ökar spridningen av risken i portföljen. Illikvida tillgångar ansågs på ett övergripande plan kunna bidra till att förbättra portföljens egenskaper i termer av risk och avkastning och är dessutom diversifierande i förhållande till traditionella tillgångar som aktier och räntebärande värdepapper. Vidare kan Första–Fjärde AP-fonderna vara långsiktiga i sin förvaltning, eftersom likviditetsbehovet är litet och utvärderingsperioden lång. Det innebär att AP-fonderna kan dra fördel av de likviditetspremier som finns på de finansiella marknaderna och som fonderna får genom investeringar i illikvida tillgångar. God avkastning och relativt begränsad volatilitet för alternativa tillgångar innebär att illikvida tillgångar lämpar sig väl för långsiktiga placeringar var argument som lyftes fram för att andelen illikvida tillgångar i Första–Fjärde AP-fondernas portföljer föreslogs öka (prop. 2017/18:271).

I maj 2020 skedde ytterligare förändringar i Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler avseende illikvida tillgångar (prop. 2019/20:57). Det tydliggjordes bl.a. att fonderna under vissa förutsättningar får göra saminvesteringar i onoterade företag. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha så många aktier eller andra andelar i ett riskkapitalföretag att röstetalet för dem uppgår till högst 35 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget.

Andelen illikvida tillgångar har ökat från 21,9 procent 2019 till 23,1 procent 2025 av Första–Fjärde AP-fondernas samlade fondmedel. I absoluta tal motsvarar det en ökning från ca 341,4 miljarder till ca 497 miljarder kronor. En betydande del av ökningen i illikvida tillgångar under perioden kan tillskrivas värdestegring snarare än nettoinvesteringar. Andelen illikvida tillgångar varierar 2025 även mellan de enskilda fonderna, från 18 procent i Fjärde AP-fonden till 28 procent i Andra AP-fonden. Som jämförelse hade Sjätte AP-fonden 83,5 miljarder kronor investerat i riskkapital vid samma tidpunkt.

Vid utgången av 2025 motsvarade illikvida tillgångar 26 procent av det samlade kapitalet i buffertfonderna. I den aggregerade fördelningen av buffertkapitalets illikvida tillgångar utgjordes 41 procent av onoterade fastighetsbolag, främst Vasakronan som Första–Fjärde AP-fonderna äger tillsammans i lika delar, 38 procent av onoterade aktier (eng. private equity), 11 procent av infrastruktur, 5,8 procent av skog och jordbruk, 4,0 procent av onoterade krediter och 0,6 procent av s.k. high-yield krediter. Investeringar i illikvida investeringar som inte avser fastighetsbolag sker genom fondstrukturer, via riskkapitalföretag eller i form av sidoinvesteringar.

Under 2021–2025 ökade andelen illikvida tillgångar som en andel av Första–Fjärde AP-fondernas totala kapital från 22,6 procent till 23,1 procent, vilket motsvarar en ökning i absoluta termer om 58,6 miljarder kronor över perioden. Ökningen är framför allt hänförlig till tillgångsslaget onoterade fastighetsinnehav och onoterade aktier som innehas via fonder (eng. private equity funds). Onoterade aktier som innehas via fonder har haft den högsta relativa värdestegringen, medan de onoterade fastighetsinnehaven har bidragit mest till värdeökningen i absoluta tal.

Det finns fördelar med att placeringsreglerna tillåter AP-fonderna att ha förhållandevis omfattande exponeringar mot onoterade bolag. Men det innebär också att investeringsverksamheten blir mer komplex, och svårare att genomlysa, inte minst då informationskraven för onoterade bolag är lägre ställda än för noterade bolag. Det ställer därmed högre krav på fonderna, på deras styrelser och på granskning och uppföljning av fondernas förvaltning. I den externa utvärdering som gjordes i samband med den fördjupade granskningen 2024 görs bedömningen att Första–Fjärde AP-fonderna har begränsade organisationer för illikvida investeringar.

Mot bakgrund av Första–Fjärde AP-fondernas relativt stora innehav i illikvida tillgångar ställer det högre krav på en ökad transparensen i fråga om strategin och styrningen när det gäller dessa innehav.

4 Buffertfondernas samlade kostnader

Regeringens bedömning

Under 2025 påverkades förvaltningskostnaderna i betydande utsträckning av engångskostnader kopplade till avvecklingen av Första och Sjätte AP-fonderna och sammanslagningen av buffertfonder.

Därutöver påverkas kostnader i absoluta tal av faktorer såsom utvecklingen av fondkapitalets storlek och placeringarnas inriktning.

Skälen för regeringens bedömning

För AP-fonderna, liksom för övrig verksamhet i offentlig regi, är det viktigt att fortlöpande arbeta för en hög kostnadseffektivitet. En sådan inriktning bidrar både till en god nettoavkastning och till att upprätthålla allmänhetens förtroende för det allmänna pensionssystemet. Samtidigt behöver kostnader för förvaltningen bedömas i relation till fondens uppdrag att långsiktigt generera avkastning till inkomstpensionssystemet, vilket innebär att nödvändiga investeringar i kompetens, system och organisation inte enbart kan värderas utifrån kortsiktiga kostnadsutfall. Nettoavkastningen bidrar till buffert-fondernas långsiktiga finansiering av inkomstpensionssystemet, vilket kostnadsbesparingar ska vägas emot.

Buffertfondernas kostnader uppgick till 1 834 miljoner kronor under 2025. Jämfört med föregående år var detta en ökning med 341 miljoner kronor eller 23 procent. De externa förvaltningskostnaderna var oförändrade.

De interna förvaltningskostnaderna ökade från 1 254 miljoner kronor till 1 594 miljoner kronor mellan 2024 och 2025. Ökningen under 2025 förklaras i huvudsak av engångskostnader samt, i viss utsträckning, av kostnader kopplade till införandet av nya systemplattformar. Mot denna bakgrund ökade andelen förvaltningskostnader i relation till det förvaltade kapitalet till 0,08 procent, jämfört med 0,07 procent 2024.

Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna har under året lagt betydande och resurskrävande arbete på verksamhetsavvecklingar och tillgångsflyttar, vilket har medfört ökade förvaltningskostnader, främst i form av engångskostnader. Den interna kostnadsökningen under 2025 förklaras därmed framför allt av engångskostnader till följd av att Första och Sjätte AP-fonderna avvecklades vid årsskiftet 2025/2026. För Första AP-fonden uppgick dessa engångskostnader till 172 miljoner kronor, varav huvuddelen 109 miljoner kronor i omställningskostnader för personal, och övriga avvecklingsrelaterade kostnader, främst hänförliga till it-system och kontorslokaler, om 45 miljoner kronor. För Sjätte AP-fonden uppgick dessa engångskostnader till 59 miljoner kronor, varav 42 miljoner kronor i omställningskostnader för personal och förberedande arbete inför avvecklingen, och resterande 17 miljoner kronor för uppsagda avtal. Den interna kostnadsökningen i förhållande till föregående år förklaras delvis även av kostnader för implementering av ett nytt portföljsystem hos Tredje och Fjärde AP-fonderna samt deras kostnader för förberedelser inför konsolideringen av AP-fonderna.

Den absoluta kostnadsutvecklingen styrs i övrigt i hög grad av fondkapitalets storlek och placeringarnas inriktning. Tillgångsförvaltning med högre kostnader är motiverad när den förväntas bidra till högre nettoavkastning och ökad riskspridning. Den svenska kronans utveckling gentemot andra valutor påverkar fondernas kostnader för köp av tjänster som prissätts i t.ex. US-dollar och euro.

Det är viktigt att understryka att det är buffertfondernas nettoavkastning som påverkar deras bidrag till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Att få kapitalet att växa är buffertfondernas uppgift. AP-fonderna bör dock, liksom övrig verksamhet i offentlig regi, ständigt arbeta för hög kostnadseffektivitet. Detta är viktigt både för fondernas nettobidrag till inkomstpensionssystemet och för att upprätthålla ett högt förtroende hos allmänheten. Samtidigt behöver kostnader för förvaltningen bedömas i relation till fondens uppdrag att långsiktigt generera avkastning till inkomstpensionssystemet, vilket innebär att nödvändiga investeringar i kompetens, system och organisation inte enbart kan värderas utifrån kortsiktiga kostnadsutfall. Under 2025 påverkades förvaltningskostnaderna dessutom i betydande utsträckning av engångskostnader kopplade till avvecklingen av Första och Sjätte AP-fonderna och sammanslagningen av buffertfonderna.

Kostnadssammanställning

Buffertfondernas kostnader finansieras av de medel som fonderna förvaltar.[3] Kostnaderna delas in i interna och externa kostnader, vilka redovisas

[3] Kostnader för revision och den externa utvärderingen täcks också av fondmedlen (2 kap. 3 § lagen om allmänna pensionsfonder och 1 kap. 2 § lagen om Sjätte AP-fonden).

på olika sätt i årsredovisningen. De interna förvaltningskostnaderna redovisas som rörelsens kostnader i resultaträkningen medan de externa förvaltningskostnaderna tas upp som en negativ post under rörelsens intäkter. I tabell 4.1 redovisas den sammantagna kostnadsutvecklingen för buffertfonderna de senaste fem åren.

Tabell 4.1 Buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Interna förvaltningskostnader	1 055	1 115	1 195	1 254	1 594
Externa förvaltningskostnader[1]	569	487	312	239	240
Summa	**1 624**	**1 602**	**1 507**	**1 493**	**1 834**
Förändring jfr föregående år, mnkr	-11	-22	-95	-14	341
Förändring jfr föregående år, procent	-0,7	-1,4	-5,9	-0,9	22,9
Buffertkapital i genomsnitt, mdkr[2]	1 842	1 910	1 888	2 040	2 182

[1] Exklusive prestationsbaserade arvoden. Externa förvaltningskostnader för onoterade tillgångar ingår inte här.

[2] Genomsnittligt fondkapital under året (ingående fondkapital + utgående fondkapital)/2.

Källa: Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas årsredovisningar.

Under 2025 uppgick buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader till sammanlagt 1 834 miljoner kronor. I förhållande till föregående år är detta en ökning med 341 miljoner kronor eller 22,9 procent. Av kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna förvaltades 83,3 procent internt vid 2025 års slut, jämfört med 74,9 procent vid 2016 års slut. I en internationell jämförelse är andelen internt förvaltat kapital hög hos Första–Fjärde AP-fonderna. En hög andel intern förvaltning kan öka kostnadseffektiviteten.

Interna förvaltningskostnader

De interna förvaltningskostnaderna avser främst personal, informations- och datasystem, köpta tjänster och lokaler. I tabell 4.2 redovisas hur kostnaderna har fördelats på dessa poster. Personalkostnader och informations- och datatjänster är de två största kostnadsposterna.

Tabell 4.2 Buffertfondernas interna förvaltningskostnader

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Personalkostnader	668	678	724	747	898
Informations- och datatjänster	236	265	308	351	438
Köpta tjänster	67	64	66	60	115

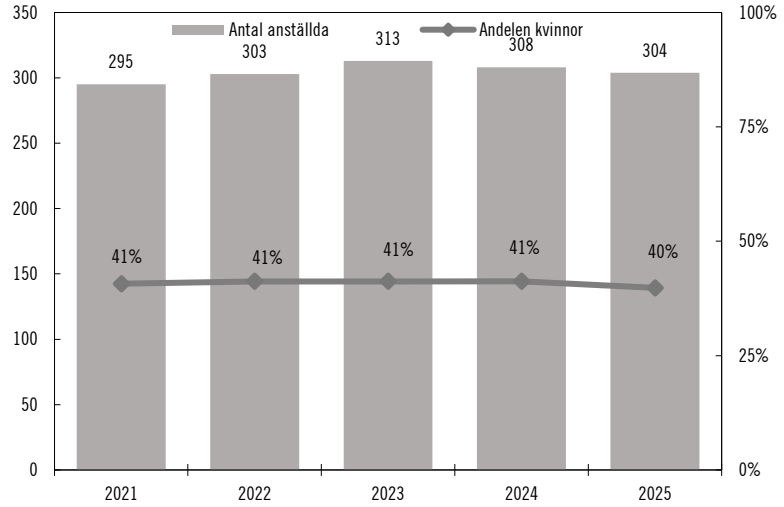
Lokalkostnader	54	63	57	58	101
Övrigt	30	38	40	38	42
Summa	**1 055**	**1 115**	**1 195**	**1 254**	**1 594**

Källa: Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas årsredovisningar.

Personalkostnaderna påverkas av antalet anställda och lönenivåerna. Antalet anställda påverkas i sin tur av fondernas strategival, bl.a. när det gäller hur mycket av kapitalet som förvaltas internt. Under en längre tid har andelen intern förvaltning ökat samtidigt som det förvaltade kapitalet vuxit. De ökade personalkostnaderna under 2025 utgörs huvudsakligen av engångskostnader hänförliga till omställning av personal i samband med att Första och Sjätte AP-fonderna avvecklades vid årsskiftet 2025/2026.

Figur 4.1 Antal anställda i buffertfonderna och andelen kvinnor

Antal (vänster axel), andel (höger axel)



Källa: Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas årsredovisningar.

Vid 2025 års slut var 304 personer anställda i buffertfonderna, vilket är en minskning med 4 personer jämfört med föregående årsskifte (figur 4.1). Andelen kvinnor minskade till 40 procent.

Tredje och Fjärde AP-fonderna har t.o.m. 2023 använt rörliga ersättningsprogram för medarbetare. Andra AP-fonden beslutade att upphöra med rörliga ersättningar fr.o.m. 2022. Tredje och Fjärde AP-fondernas styrelser beslutade att inte tillämpa rörliga ersättningar från och med den 1 januari 2024. När det gäller rörliga ersättningar 2021–2025, se tabell 4.3.

Tabell 4.3 Rörliga ersättningar för medarbetare i buffertfonderna

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Första AP-fonden	0	0	0	0	0
Andra AP-fonden	6,0	0	0	0	0

Tredje AP-fonden	4,0	0	3,1	0	0
Fjärde AP-fonden	7,7	0,2	3,0	0	0
Sjätte AP-fonden	0	0	0	0	0
Summa	**17,7**	**0,2**	**6,1**	**0**	**0**

Källa: Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas årsredovisningar.

Enligt regeringens riktlinjer avseende anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna ska den totala ersättningen till ledande befattningshavare vara rimlig och väl avvägd. Den ska även vara konkurrenskraftig, takbestämd och ändamålsenlig, samt bidra till en god etik och organisationskultur (se bilaga 1). I samband med den årliga bokslutsrevisionen genomförs en granskning av att riktlinjer följs. Granskningen har inte visat några avvikelser från riktlinjerna. Samtliga AP-fonder har ett ersättningsutskott eller en kommitté som bereder löneramen för samtliga medarbetare, ersättningar till ledande befattningshavare samt förhandlar lön och övriga villkor med den verkställande direktören. Hela styrelsen fattar beslut i ersättningsfrågor efter beredning av ersättningsutskottet eller kommittén.

Externa förvaltningskostnader (exklusive prestationsbaserade arvoden)

Externa förvaltningskostnader utgörs av ersättningar som betalas till parter som förvaltar kapital på uppdrag av fonderna. Vanligtvis ges ersättningen som en procentuell andel av det förvaltade kapitalet. De externa förvaltningskostnaderna bestäms därmed främst av storleken på det externt förvaltade kapitalet, men även av hur kapitalet förvaltas. Passiv förvaltning har i allmänhet en lägre kostnad än aktiv förvaltning och på motsvarande sätt påverkar förvaltningens inriktning kostnaderna. Onoterade tillgångar kostar i regel mer att förvalta än noterade aktier. En mindre andel av de externa förvaltningskostnaderna avser kostnader för depåbank och administration av ställda säkerheter, vilka är beroende av kapitalets volym och omfattningen av transaktioner.

Av tabell 4.4 framgår att de externa förvaltningskostnaderna har minskat under perioden 2021–2025 trots att buffertkapitalet har ökat. De lägre kostnaderna beror på aktivt strategiskt arbete med att öka andelen internt förvaltat kapital och omstrukturering av mandat. Under 2025 var kostnaderna i princip oförändrade.

Tabell 4.4 Buffertfondernas externa förvaltningskostnader

	2021	2022	2023	2024	2025
Externa förvaltningskostnader mnkr[1]	569	487	312	239	240
Förändring jfr föregående år, procent	-7,8	-14,4	-35,9	-23,4	0,4
Buffertkapital i genomsnitt, mdkr[2]	1 842	1 910	1 888	2 040	2 182

[1] Exklusive prestationsbaserade arvoden.

[2] (Ingående fondkapital + utgående fondkapital)/2.

Källa: Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas årsredovisningar.

Posten externa förvaltningskostnader innefattar enligt AP-fondernas redovisningsprinciper inte prestationsbaserade arvoden eller förvaltararvoden för onoterade tillgångar.

Prestationsbaserade arvoden betalas ut till externa förvaltare när en överenskommen avkastning överträffas. Avkastning över detta mål ökar nettoavkastningen men genererar för denna typ av arvodesavtal samtidigt en kostnad i form av ett prestationsbaserat arvode. I AP-fondernas resultaträkningar redovisas betalda prestationsbaserade arvoden som en avgående post under nettoresultatet för aktuellt tillgångsslag. I tabell 4.5 redovisas prestationsbaserade arvoden för noterade tillgångsslag de senaste fem åren. Även de prestationsbaserade arvodena har minskat i linje med ökad andel internt förvaltat kapital.

Tabell 4.5 Prestationsbaserade arvoden för extern förvaltning

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Första AP-fonden	66	40[1]	0	0	0
Andra AP-fonden	120	-11[2]	31	15	36
Tredje AP-fonden	99	199	69	96	111
Fjärde AP-fonden	166	29	34	147	96
Sjätte AP-fonden	0	0	0	0	0
Summa	**451**	**257**	**134**	**258**	**243**

[1] Utöver detta har återbetalning under året uppgått till 131 mkr

[2] Under 2022 var de prestationsbaserade avgifterna en intäkt då det gjordes för höga reserveringar i samband med bokslutet 2021.

Anm. För Sjätte AP-fonden har inga prestationsbaserade kostnader för onoterade tillgångsslag utgått under perioden.

Källa: Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas årsredovisningar.

För onoterade tillgångsslag är en annan avtalskonstruktion vanligare, vilken oftast innebär att betalda förvaltararvoden återbetalas förutsatt att det skett vinstgivande försäljningar i den onoterade fonden. Därefter sker en vinstdelning, vilket innebär att en del av vinsten över en viss förutbestämd avkastningsränta delas med förvaltarbolaget och nettoredovisas vid realisering.[4] Detta innebär att arvoden som har betalats över exempelvis en onoterad riskkapitalfonds livstid återbetalas i sin helhet (förutsatt att det finns utrymme inom upparbetade vinster). I regeringens skrivelse Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2015 (skr. 2015/16:130) ändrades redovisningen för att ge en mer rättvisande bild av den senare kategorin av arvoden, och AP-fonderna ombads också att tydligare redogöra för såväl betalda som återbetalda belopp för onoterade avtalsupplägg i sina årsredovisningar. Ändringen och förtydligandet i skrivelsen innebär att arvoden betalade på årsbasis ska ställas mot, och redovisas tillsammans med, återbetalda arvoden som återbetalas i samband med att en onoterad tillgång säljs med vinst. I tabell 4.6 redovisas detta nettobelopp per fond.

[4] En prestationsbaserad ersättning (eng. performance fee/carried interest) som vanligen struktureras som en vinstdelning under förutsättning att ett visst tröskelvärde/minsta avkastningskrav har uppnåtts.

Under 2025 var de betalade arvodena 872 miljoner kronor högre än de återbetalda.

Tabell 4.6 Netto betalda och återbetalda arvoden för onoterade innehav

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Första AP-fonden	59	112	78	135	138
Andra AP-fonden	-160	225	323	267	98
Tredje AP-fonden	260	306	471	780	185
Fjärde AP-fonden	144	223	321	305	451
Summa	**303**	**761**	**1 193**	**1 487**	**872**

Anm.: Positivt belopp då betalda arvoden överstiger återbetalda. Sjätte AP-fonden har som princip att periodisera sina förvaltningskostnader och dessa ingår därmed inte i tabellen.

Källa: Första–Fjärde AP-fondernas årsredovisningar.

Vinstdelningen sker efter en viss vinstnivå, men denna nivå uppnås först efter det att AP-fonden har återfått investerat belopp och betalade avgifter och därutöver även en ersättning motsvarande en viss procentuell årlig avkastning på hela det investerade beloppet. Vinstdelningen redovisas inte specifikt utan den har reducerat försäljningsbeloppet och därmed reducerat nettoresultatet. Jämfört med 2024 har netto betalda och återbetalda arvoden minskat från 1 487 till 872 miljoner kronor. Denna typ av avtalskonstruktioner har framför allt ökat i och med de ändringar av placeringsreglerna som trädde i kraft den 1 januari 2019. AP-fonderna utredde under 2019 frågan hur de på bästa sätt kan bidra till att öka transparensen kring vinstdelning och konstaterade då att genom att ansluta till pågående initiativ tillsammans med andra globala institutionella investerare skapas de bästa förutsättningarna för att påverka transparensen i branschen i rätt riktning samt bidra till utvecklandet av en gemensam rapporteringsstandard. Under 2020 anslöt sig Andra och Tredje AP-fonderna till den icke-vinstdrivande organisationen Private Capital Data Standards Alliance (PCDS), tidigare Adopting Data Standards Initiative (ADS), vars huvudsakliga syfte är att verka för just detta.

Sjätte AP-fondens redovisning av externa förvaltningskostnader skiljer sig åt jämfört med Första–Fjärde AP-fondernas, och de är därför inte direkt jämförbara. Sjätte AP-fonden periodiserar sina kostnader för extern förvaltning av investeringar i onoterade aktier (onoterade fonder och co-investeringar).

5 Föredömlig förvaltning i AP-fonderna

Regeringens bedömning

AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Det är positivt att samtliga fonder integrerar hållbarhet i kapitalförvaltningen, utan att göra avkall på avkastning. Det är även positivt med den samverkan som

sker inom ramen för arbetet med föredömlig förvaltning genom AP-fondernas etikråd, samt utvecklingen mot ett mer aktivt ägarengagemang. Vidare är det välkommet att AP-fondernas samlade koldioxidavtryck fortsätter att minska över tid.

Sammantaget har AP-fonderna uppfyllt det lagstadgade målet om att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt.

Skälen för regeringens bedömning

I årets skrivelse ges för första gången en samlad redogörelse av samtliga AP-fonders arbete med föredömlig förvaltning. AP-fondernas arbete med föredömlig förvaltning inkluderar en rad aspekter såsom miljö och klimat, mänskliga rättigheter, bolagsstyrning samt mångfald, jämlikhet och inkludering. Samtliga fonder integrerar hållbarhetsperspektivet i kapitalförvaltningen, utan att göra avkall på avkastningen. Fonderna samarbetar med kapitalförvaltare i Sverige och utomlands för att utveckla strategier för mer hållbara investeringar. I tabell 5.1 redovisas AP-fondernas fokusområden inom arbetet med föredömlig förvaltning samt antal mål. Samtliga mål var oförändrade under 2025.

Tabell 5.1 Första–Sjunde AP-fondernas fokusområden, antal mål och förändringar inom arbetet med föredömlig förvaltning 2025

AP-fond	Fokusområden	Antal mål 2025 (2024)	Förändringar
Första AP-fonden	Klimat	1 (1)	Oförändrat fokusområde.
Andra AP-fonden	Klimat, biologisk mångfald, mänskliga rättigheter och bolagsstyrning	8 (8)	Oförändrade fokusområden.
Tredje AP-fonden	Bolagsstyrning, klimat, mänskliga rättigheter och biologisk mångfald	10 (10)	Oförändrade fokusområden.
Fjärde AP-fonden	Klimat och miljö samt ägarstyrning	10 (10)	Oförändrade fokusområden.
Sjätte AP-fonden	Klimat, jämställdhet och mångfald samt mänskliga rättigheter	10 (10)	Oförändrade fokusområden.
Sjunde AP-fonden	Klimat och miljö samt ägarstyrning	9 (9)	Oförändrade fokusområden.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna).

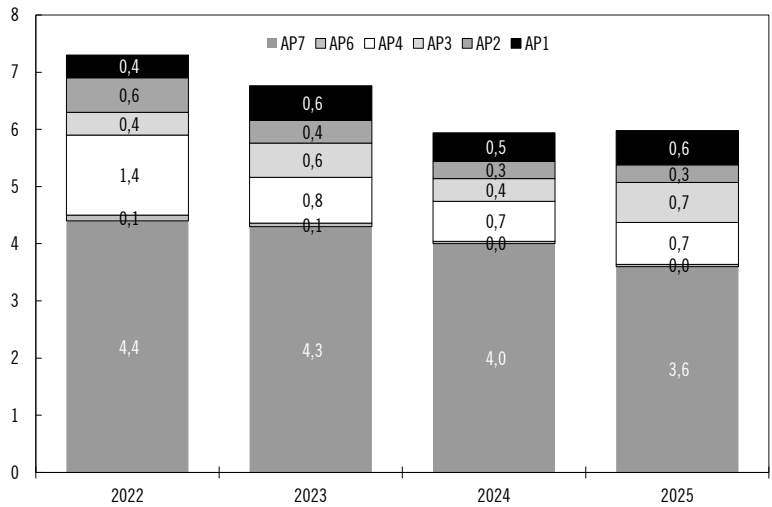
Koldioxidutsläpp mäts vanligtvis i Scope 1, 2 och 3, som är vedertagna begrepp. Scope 1 visar direkta utsläpp från källor som kontrolleras av företaget, Scope 2 indirekta utsläpp från förbrukning av el, fjärrvärme och fjärrkyla och Scope 3 övriga indirekta utsläpp som företaget orsakar både uppströms och nedströms i värdekedjan. Tillgången till data för Scope 3 är fortsatt begränsad och beräkningarna är förenade med viss osäkerhet. I figur 5.1 redovisas AP-fondernas totala koldioxidutsläpp inom Scope 1 och 2 under åren 2022–2025. Bedömningen utgår från Evic (enterprise value including cash), vilket kan förklaras som summan av ägd andel av portföljbolagens respektive koldioxidutsläpp baserat på bolagsvärde. För Fjärde AP-fonden används dock marknadsvärde för åren 2020–2022, då det saknas data för Evic. För Första–Fjärde AP-fonderna redovisas utsläppen av de noterade bolagen i portföljerna och för Sjätte AP-fonden redovisas utsläppen av de onoterade portföljbolagen. Särskild vikt läggs vid analys av förändring över tid för att säkerställa utveckling i linje med fonderas mål inom arbetet med föredömlig förvaltning.

AP-fondernas totala koldioxidutsläpp uppgick 2025 till 6,0 miljoner ton koldioxidekvivalenter (CO_2e), en marginell ökning jämfört med föregående år. Vid jämförelser bör beaktas att förra årets skrivelse endast omfattade Första–Fjärde AP-fonderna, medan årets skrivelse avser samtliga AP-fonder. Utsläppen inom Scope 1 och 2 har dock sammantaget minskat med i genomsnitt ca 6,4 procent per år under perioden 2022–2025.

Under 2025 uppgick buffertfondernas utsläpp inom Scope 3 till 43,2 miljoner ton CO_2e och Sjunde AP-fondens till 36,5 miljoner ton CO_2e.

Figur 5.1 Totala koldioxidutsläpp 2022–2025, Scope 1 och 2

Miljoner ton CO_2e



Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna).

Anm.: Notera att AP-fonderna har olika noterade innehav, som i huvudsak förklarar skillnad i absoluta tal mellan fonderna. Data för Sjunde AP-fonden är tillgänglig tidigast från och med år 2022.

Regeringen ser positivt på att AP-fondernas koldioxidavtryck har fortsatt att minska över tid.

Etikrådet och arbetet med föredömlig förvaltning

Första–Fjärde AP-fonderna, och i viss utsträckning även Sjätte och Sjunde AP-fonderna, samverkar kring flera aspekter inom arbetet med föredömlig förvaltning, bl.a. i fråga om redovisning och rapportering på området. Fonderna deltar även gemensamt i ett stort antal nationella och internationella organisationer, projekt och initiativ.

Samarbetet mellan fonderna sker inom AP-fondernas etikråd (Etikrådet) vars syfte är att utifrån fondernas uppdrag och gemensamma värdegrund åstadkomma förbättringar inom arbetet med föredömlig förvaltning. Etikrådets arbete är indelat i tre områden: proaktivt arbete, reaktivt arbete och gemensamma ställningstaganden.

Det proaktiva arbetet syftar till att genom dialog med bolag förebygga och hantera väsentliga hållbarhetsrisker i AP-fondernas portföljer. Etikrådet och Första–Fjärde AP-fonderna prioriterar fem fokusområden: 1) antimikrobiell resistens (AMR), 2) barnarbete och tvångsarbete, 3) klimat, 4) teknikbolag och mänskliga rättigheter, och 5) vatten. Under 2025 har Etikrådet deltagit i nio projekt inom ramen för fokusområdena, varav ett nytt om risker för barnarbete i kakaoindustrin.

Etikrådets reaktiva arbete syftar till att identifiera AP-fondsägda bolag som kränker internationella konventioner. Arbetet omfattar genomlysning av svenska och utländska börsnoterade bolag samt noterade krediter, såväl direktägda som indirekt ägda genom fondinvesteringar. Vid genomlysningarna identifierades 55 incidenter med bekräftad kränkning eller risk för kränkning (se tabell 5.2). Under 2025 har Etikrådet fört reaktiva dialoger med 67 bolag, varav 35 bolag var i dialog vid årets slut. Det var även sju dialoger som avslutades till följd av att målen var uppnådda. Utöver det rekommenderade rådet ingen exkludering av bolag under 2025.

Tabell 5.2 Etikrådets genomlysning av Första–Fjärde AP-fondernas portföljer

	2021	2022	2023	2024	2025
Antal genomlysta bolag i AP-fondernas portföljer	3 168	3 202	3 510	3 307	3 007
– varav bekräftad kränkning	23	28	18	12	6
– varav risk för kränkning	89	83	66	77	49
– varav utan anmärkning	3 056	3 091	3 426	3 218	2 952

Källa: Etikrådet.

Utöver det proaktiva och reaktiva arbetet stöttar och samordnar Etikrådet också AP-fondernas position i hållbarhetsfrågor genom gemensamma ställningstaganden.

Regeringen ser positivt på den samverkan som sker i arbetet med föredömlig förvaltning och välkomnar utvecklingen av Etikrådets verksamhet.

Även om det sker samverkan mellan Första–Fjärde AP-fonderna, och delvis med Sjunde AP-fonden, bedriver de sitt arbete oberoende av varandra, vilket är i linje med fondernas självständighet. Det har resulterat i att fonderna delvis har valt olika fokusområden, målsättningar och arbetssätt. Som framgår av den externa utvärderingen präglar ett antal gemensamma teman fondernas arbete med föredömlig förvaltning.

Till att börja med integrerar samtliga fonder hållbarhetsarbetet i kapitalförvaltningen sedan flera år tillbaka, utan att göra avkall på avkastningen. Integrationen bedöms öka allt eftersom, vilket regeringen ser positivt på. Vidare finns det en uttrycklig vilja hos fonderna att utöva aktivt ägande i hållbarhetsfrågor. Fonderna tar också en aktiv roll i samarbeten med andra investerare och aktörer Den generella hållningen bland fonderna inom det arbetet är att fokusera på samarbeten där det finns störst möjlighet till påverkan. Regeringen välkomnar denna utveckling mot ett mer aktivt ägarengagemang. Slutligen har fondernas ambitionsnivå och interna kapacitet att följa upp arbetet med föredömlig förvaltning ökat under de senaste åren. Fondernas målsättningar uppdateras kontinuerligt för att säkerställa kvantifierbar mätbarhet i möjligaste mån.

I avsnitt 6 redovisas och utvärderas respektive fonds hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

6 Redovisning och utvärdering av AP-fonderna

6.1 Första AP-fonden

Regeringens bedömning

Första AP-fonden har hanterat nettoflödet mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet som avsett. Fonden har genererat avkastning som bidrar till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fonden har även uppfyllt målet att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt. Sammantaget har Första AP-fonden infriat de förväntningar som finns på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Under 2025 överförde Första AP-fonden 4,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fonden har därmed bidragit till att hantera det underskott som uppstår när summan av inbetalda pensionsavgifter är lägre än summan av utbetalda pensioner.

Första AP-fonden har även bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fondens genomsnittliga årliga avkastning har sedan den 1 juli 2001 uppgått till 6,5 procent, vilket omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsmål varit 4,5 procent under

samma period. Det är i linje med fondens långsiktiga avkastningsmål som är 4,0 procents genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år. Fondens avkastning efter kostnader 2025 var 5,6 procent, jämfört med 9,8 procent 2024.

Första AP-fonden har förvaltat fondmedlen på ett föredömligt sätt under 2025 genom att vara en aktiv ägare, integrera hållbarhet i kapitalförvaltningen och beakta hållbarhet, utan att göra avkall på avkastningen.

Tabell 6.1 Första AP-fondens resultat

Miljarder kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Ingående fondkapital	392,6	465,8	421,2	454,4	496,9
Överföringar	-7,5	-4,7	-4,8	-2,0	-4,6
Årets resultat	80,7	-39,9	38,0	44,6	27,9
Utgående fondkapital	465,8	421,2	454,4	496,9	520,2
Årets förändring	73,1	-44,6	33,2	42,5	23,3
Procent					
Avkastning före kostnader	20,8	-8,5	9,1	9,9	5,7
Avkastning efter kostnader	20,8	-8,6	9,1	9,8	5,6

Källa: Första AP-fondens årsredovisningar.

Fondkapital och resultat

Första AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 27,9 miljarder kronor 2025, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 5,6 procent (se tabell 6.1). Under året överfördes 4,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fondkapitalet ökade med 23,3 miljarder kronor för att uppgå till 520,2 miljarder kronor vid årets slut.

Under 2025 uppgick Första AP-fondens totala avkastning till 5,7 procent före kostnader. Största positiva bidraget till avkastningen gav globala aktier i utvecklade marknader (6,6 procentenheter) och svenska aktier (2,0 procentenheter). Valuta genererade en negativ avkastning (-3,5 procentenheter). Merparten av valutaexponeringen bestod av US-dollar.

Första AP-fondens avkastningsmål

Målen för Första–Fjärde AP-fondernas placeringsverksamhet anges i lagen om allmänna pensionsfonder. Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta kapitalet så att det blir till största möjliga nytta för pensionssystemet. Avkastningen ska vara hög, och den totala risknivån ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås. Första–Fjärde AP-fonderna ska dessutom investera ansvarsfullt och hållbart utan att göra avkall på avkastning och risknivå. Styrelsen i varje fond har satt upp konkreta förvaltningsmål utifrån de mål som anges i lagen. Fonderna fastställer själva konkreta mål, förväntningar och risknivåer inom de placeringsregler som gäller enligt lagen samt vad uppdraget innebär i konkreta portföljplaceringar. Första–Fjärde AP-fonderna gör egna analyser och arbetssättet mellan fonderna skiljer sig även åt.

Första AP-fonden har två avkastningsmål, ett medelfristigt som definieras utifrån analys med fokus på pensionssystemets tillgångssida,

och ett långfristigt som definieras utifrån analys med fokus på pensionssystemets skuldsida. Fondens medelfristiga mål är 3,0 procent genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år, mätt över rullande tioårsperioder. Fondens långsiktiga mål är 4,0 procents genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år, på lång sikt (40 år).

Styrelsen har satt som grundläggande krav att Första AP-fondens långsiktiga avkastning ska överstiga förändringstakten i inkomstindex. Pensionssystemet har dock behov av högre avkastning som innebär att effekterna av framtida balanseringar minimeras, och bidrar till att säkerställa generationsneutralitet. Det långsiktiga avkastningsmålet är således uppbyggt av två komponenter baserade på inkomstpensionssystemets dynamik. Det ena är pensionssystemets avkastningskrav, dvs. den reala medelinkomsten (inkomstindex), vilken antas öka med 1,8 procent per år, enligt Pensionsmyndighetens antaganden. Det andra är ett utökat behov av avkastning på ca 2,2 procent för att minimera balanseringsrisken långsiktigt och generationsneutralt.

Det medelfristiga målet utgör i stället snarare en avkastningsförväntan utifrån analys av möjligheterna att generera avkastning på tillgångssidan. Målet omfattar även aktiv avkastning. Från och med 2020 tillämpas ett medelfristigt avkastningsmål som består av en passiv real avkastning om 2,1 procent samt en premie för aktiv förvaltning om 1 procent.

Uppföljning av Första AP-fondens avkastningsmål

Regeringens utvärdering tar bl.a. sikte på hur väl styrelsen har operationaliserat de övergripande målen och uppnått dessa, med särskilt fokus på avkastning och risk. När det gäller avkastningen utgår utvärderingen från ett långsiktigt perspektiv, vilket innebär att avkastningen bedöms över längre tidsperioder än övriga delar av utvärderingen. En sådan ansats minskar fokus på kortsiktiga utfall, och bedöms bidra till ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Ett långsiktigt utvärderingsperspektiv överensstämmer med fondens uppdrag och buffertfondernas roll i pensionssystemet (se bilaga 1).

I tabell 6.2 redovisas genomsnittlig avkastning för hela perioden 2001–2025, för den senaste tioårsperioden 2016–2025 samt för den senaste femårsperioden 2021–2025. Avkastningsmålet är uttryckt i reala termer och därför redovisas även för motsvarande tidsperioder fondens avkastning i reala termer, för att vara jämförbart med den långsiktiga målsättningen för avkastningen.

Tabell 6.2 Första AP-fondens avkastning och avkastningsmål
Procent

	2001–2025[1]	2016–2025	2021–2025
Genomsnittlig nominell avkastning	6,5	7,7	6,9
Genomsnittlig real avkastning	4,5	4,7	2,5
Långsiktigt avkastningsmål (realt) (40 år)	4,0		
Medelfristig avkastnings-förväntan (realt) (10 år)		3,0	3,0

[1] Tidsperioden gäller fr.o.m. den 1 juli 2001.
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första AP-fonden).

Av tabellen framgår att fondens årliga nominella genomsnittliga avkastning efter kostnader uppgick till 6,9 procent under den senaste femårsperioden (2021–2025) och 7,7 procent under tioårsperioden (2016–2025). För hela perioden 2001–2025 har Första AP-fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 6,2 procent per år, i nominella termer. Fondens avkastningsmål är 4,0 procents genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år på lång sikt, medan avkastningsförväntan på medellång sikt är 3,0 procent. Detta kan jämföras med fondens årliga genomsnittliga avkastning efter kostnader, omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsmål, som uppgick till 2,5 procent under den senaste femårsperioden (2021–2025), 4,7 procent under den senaste tioårsperioden (2016–2025) och 4,3 procent för hela perioden 2001–2025. Första AP-fonden har därmed uppnått styrelsens målsättning sedan start och under den senaste tioårsperioden, men inte under den senaste femårsperioden.

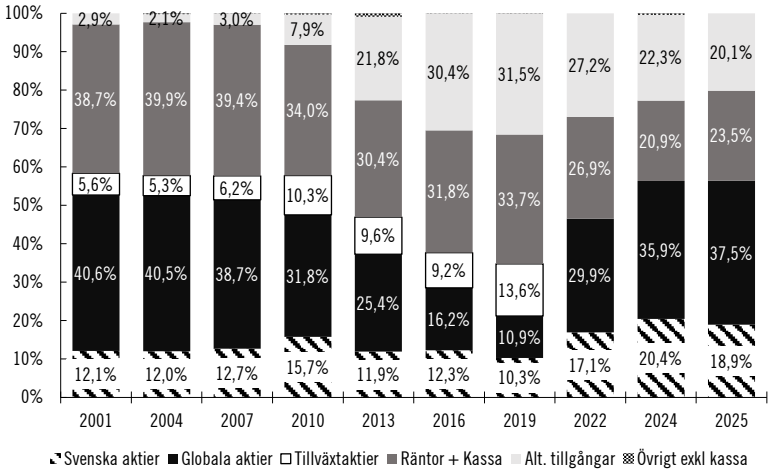
Finansiell risk och tillgångsallokering

Utöver målet för den reala avkastningen fattar styrelsen även beslut om hur stor finansiell risk som fonden bör ta. Detta uttrycks i en övergripande tillgångsfördelning mellan aktier och räntebärande placeringar. Det finns också ett definierat mandat när det gäller tolerans för avvikelser och ett antal tillåtna tillgångsklasser. Den verkställande direktören definierar – med utgångspunkt från styrelsens riskpreferens, investeringsövertygelser och riktlinjer i övrigt – ett strategiskt jämförelseindex för fondens förvaltning på lång sikt (10 år). Investeringsövertygelserna bygger på en väldiversifierad portfölj, långsiktig förvaltning samt utnyttjande av stundtals ineffektiva marknader och riskpremier. Kostnadseffektiv förvaltning och hållbart värdeskapande är också viktigt i investeringsprocessen. Kapitalförvaltningschefen ansvarar för att utforma den strategiska förvaltningen på fem års sikt. Denna bryts sedan ned enligt olika beslutsmandat till operativ förvaltning och verkställs inom investeringsorganisationen.

Första AP-fondens portfölj bestod vid 2025 års slut av 56,4 procent aktier, 21,3 procent räntebärande tillgångar samt 2,2 procent kassa och 20,1 procent alternativa investeringar (se figur 6.1). Jämfört med föregående årsskifte ökade andelen aktier marginellt med 0,1 procentenheter, andelen räntor med 2,6 procentenheter och andelen alternativa investeringar minskade med 2,2 procentenheter.

Figur 6.1 Tillgångsallokering Första AP-fonden

Procent av totala tillgångar



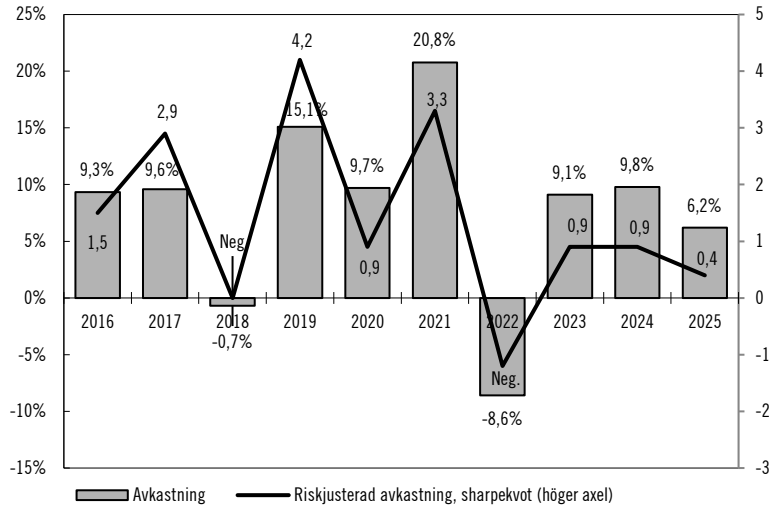
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första AP-fonden).

Riskjusterad avkastning

I figur 6.2 redovisas Första AP-fondens totala avkastning efter kostnader samt den riskjusterade avkastningen under den senaste tioårsperioden, 2016–2025. Den riskjusterade avkastningen är mätt med en s.k. sharpekvot, som anger hur mycket avkastning som fonden har genererat i förhållande till den risk, mätt som avkastningens standardavvikelse (volatilitet), som tagits under tidsperioden. Ju högre sharpekvot, desto bättre avkastning givet risken i portföljen. Under 2022 var sharpekvoten negativ, då fondens avkastning understeg den riskfria räntan. Genomsnittet av de årliga värdena under den senaste tioårsperioden var 1,4.

Figur 6.2 **Avkastning Första AP-fonden**

Nominell avkastning efter kostnader, procent



Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första AP-fonden).

Illikvida tillgångar

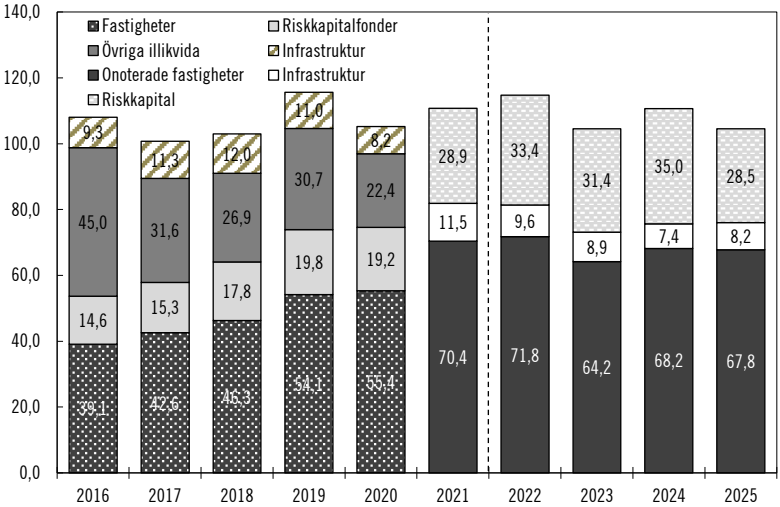
Första AP-fonden har tre uttalade mål med illikvida investeringar: hög riskjusterad avkastning, partiellt inflationsskydd (fastigheter och infrastruktur), och diversifierande effekt till den totala fondportföljen.

Första AP-fondens illikvida tillgångar har gått från att utgöra 35 procent av det totala fondkapitalet 2016[5] till 20 procent 2025. Från och med 2021 tillämpas en ny definition av illikvida tillgångar som överlappar, men inte exakt motsvarar, den äldre definitionen, vilket bör tas i beaktning vid jämförelser över tid.

De illikvida tillgångarna består framför allt av onoterade fastigheter samt riskkapitalfonder (67,8 respektive 28,5 miljarder kronor 2025). Det bör noteras att värdeförändringar i illikvida tillgångar inte marknadsvärderas löpande utan med en viss eftersläpning. Värderingsfrekvensen bidrar till en viss osäkerhet i värderingen som blir mer påtaglig i takt med att illikvida tillgångars andel av det totala fondkapitalet ökar.

Figur 6.3 Första AP-fondens utveckling av illikvida tillgångar 2016–2025

Miljarder kronor



Anm.: Fr.o.m. 2021 tillämpas en ny definition av illikvida tillgångar. Allokeringen som visas före 2021 kan innehålla tillgångar som enligt den nya definitionen inte klassas som illikvida.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första AP-fonden).

Kostnader

Första AP-fondens interna kostnader (rörelsekostnader) uppgick för 2025 till 406 miljoner kronor, en ökning med 159 miljoner kronor från föregående år. Ökningen under 2025 förklaras främst av engångskostnader kopplade till avvecklingen av fonden och överföringen av tillgångar till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Dessa engångskostnader uppgick till totalt 172 miljoner kronor, varav huvuddelen var omställningskostnader för personal och övriga avvecklingsrelaterade kostnader. Omställningskostnaderna för personal uppgick till 109 miljoner kronor, medan övriga kostnader, främst hänförliga till avveckling av it-system och kontorslokaler, uppgick till ca 45 miljoner kronor. Under perioden 2021–2025 har rörelsekostnaderna varierat mellan 257 miljoner och 425 miljoner kronor, där ökningen under 2025 i allt väsentligt förklarar hela variationen över perioden.

De externa förvaltningskostnaderna har minskat successivt men ökade under 2025 och uppgick till 19 miljoner kronor. Ökningen jämfört med 2024 uppgick till 6 miljoner kronor. Den successiva minskningen under senare år är framför allt hänförlig till genomfört arbete med översyn av externa förvaltningskostnader.

Förvaltningskostnaden som andel av det förvaltade kapitalet uppgick under 2025 till 0,08 procent. Justerat för engångskostnader uppgick kostnadsandelen dock till 0,05 procent, i linje med föregående år.

Tabell 6.3 Första AP-fondens kostnader och antal anställda

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Interna kostnader	231	238	247	247	406
Personalkostnader	139	144	146	150	253
Lokalkostnader	17	17	15	15	41
Köpta tjänster	20	17	19	15	15
Informations- och datakostnader	50	55	64	63	94
Övrigt	5	5	4	4	3
Externa förvaltningskostnader[1]	61	27	10	13	19
Summa	**293**	**265**	**257**	**260**	**425**
Förvaltningskostnadsandel %	0,07	0,06	0,06	0,05	0,08
Antal anställda[2]	67	67	67	67	58
Antal kvinnor/män	29/38	31/36	31/36	32/35	23/35
Andel kvinnor %	43	46	46	46	40

[1] Exklusive prestationsbaserade arvoden.

[2] Vid årets slut.

Källa: Första AP-fondens årsredovisningar.

Föredömlig förvaltning

Första AP-fondens arbete med föredömlig förvaltning integreras i kapitalförvaltningen och fonden beaktar hållbarhet, utan att göra avkall på avkastningen. Första AP-fondens styrelse har identifierat klimatförändringar som ett speciellt fokusområde, eftersom klimatförändringar anses ha en direkt påverkan på fondens långsiktiga värdeskapande. Av denna anledning har Första AP-fonden satt upp ett övergripande klimatmål om att reducera portföljens koldioxidutsläpp till netto-noll senast 2050.

Under 2025 har fonden fortsatt med sitt hållbarhetsarbete i enlighet med hållbarhetsstrategin, men med hänsyn till att 2025 var fondens sista verksamhetsår. Fonden har frånträtt valberedningar och inte heller tagit nya valberedningspositioner med anledning av fondens avveckling.

Fonden har arbetat aktivt för att påverka genom att rösta i olika frågor på bolagsstämmor. Under 2025 röstade Första AP-fonden på 98 svenska och 1 467 utländska bolagsstämmor (2024: 92 respektive 1 463 stämmor). Första AP-fonden var även aktiv i flertalet valberedningar, både i noterade och i onoterade bolag.

Första AP-fonden har fastställt ett kvantitativt och långsiktigt mål relaterat till fokusområdet klimatförändringar. Därutöver har fonden ett antal nyckeltal som utgår från policyn för ansvarsfulla investeringar. Eftersom målen är av medel- eller långfristig karaktär saknas gränsvärden för 2025.

I tabell 6.4 redovisas Första AP-fondens mål, nyckeltal och resultat för 2025. Som jämförelse redovisas även resultat för 2024.

Tabell 6.4 Första AP-fondens mål och nyckeltal inom arbetet med föredömlig förvaltning

Mål och nyckeltal		Resultat		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
1	Reducera portföljens koldioxidutsläpp till netto noll 2050.	Koldioxid-utsläpp Scope 1 och 2 EVIC (mnt CO_2e)	0,5	0,6
	Delmål: Halvera portföljens koldioxidintensitet till 2030 (basår 2019).	Port-följviktad koldioxid-intensitet Scope 1 och 2 (t CO_2e / mnkr)	5,1 69 procent[1] jämfört med 2019	5,5 67 procent[1] jämfört med 2019
		Nyckeltal		
1	Bolag som har godkända vetenskapligt baserade klimatmål enligt SBTi.	Andel av totala utsläpp (procent)	46	55
2	Tillgångar som motsvarar fondens kriterier för investeringar som främjar en hållbar utveckling.	Marknads-värde (mnkr)	82 079	85 367
3	Rösta på bolagsstämmor.	1. Sverige 2. Utom-lands (antal stämmor)	1. 92 2. 1 463	1. 98 2. 1 467
4	Jämställda styrelser i de bolag där fonden arbetar i valberedningen.	Andel kvinnor (procent	39	42

Anm.: SBTi (Science Based Targets initiative) är ett initiativ som hjälper företag och organisationer att sätta vetenskapligt baserade klimatmål.

[1] Motsvarar 57 procent justerat för inflation.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första AP-fonden).

Regeringen noterar att Första AP-fonden, till skillnad från övriga AP-fonder, endast har satt upp ett mål inom arbetet med föredömlig förvaltning. Målet är dock tydligt och därutöver använder fonden olika nyckeltal för att följa upp sitt arbete. Första AP-fonden bedöms arbeta aktivt för att uppnå det långsiktiga målet. Sammantaget uppfyller fonden det lagstadgade målet om att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt.

Risk- och kontrollverksamhet

Första AP-fondens risk- och kontrollverksamhet följer principen om tre försvarslinjer, vilket innebär att fonden skiljer mellan funktioner som ansvarar för risk (ledning och förvaltningsorganisationen), funktioner för

övervakning, kontroll och regelefterlevnad och funktionen för oberoende granskning (internrevision). Funktionen för övervakning och kontroll ansvarar för att följa upp att fondens riskramverk följs. Funktionen för oberoende granskning upphandlas externt.

De av regeringen utsedda revisorerna har i revisionen för 2025 bl.a. granskat Första AP-fondens interna styrning och kontroll samt att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare följs (se avsnitt 7.3). Utöver denna granskning är det förenat med svårigheter för regeringen att närmare utvärdera fondens interna styrning (eng. governance).

6.2 Andra AP-fonden

Regeringens bedömning

Andra AP-fonden har hanterat nettoflödet mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet som avsett. Fonden har genererat avkastning som bidrar till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fonden har även uppfyllt målet att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt. Sammantaget har Andra AP-fonden infriat de förväntningar som finns på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Under 2025 överförde Andra AP-fonden 4,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fonden har därmed bidragit till att hantera det underskott som uppstår när summan av inbetalda pensionsavgifter är lägre än summan av utbetalda pensioner.

Andra AP-fonden har även bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fondens genomsnittliga årliga avkastning har sedan den 1 juli 2001 uppgått till 6,1 procent, vilket omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsförväntan varit 4,2 procent under samma period. Det är samtidigt lägre än fondens långsiktiga avkastningsförväntan som under 2025 höjdes till 5 procent från tidigare 4,5 procents genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år. Noteras kan att Andra AP-fondens avkastningsförväntan är 1–1,5 procentenheter högre än Första, Tredje och Fjärde AP-fondernas avkastningsmål. Andra AP-fondens avkastning efter kostnader 2025 var 4,6 procent, jämfört med 8,2 procent 2024.

Andra AP-fonden har förvaltat fondmedlen på ett föredömligt sätt under 2025 genom att vara en aktiv ägare, integrera hållbarhet i kapitalförvaltningen och beakta hållbarhet, utan att göra avkall på avkastningen.

Tabell 6.5 Andra AP-fondens resultat

Miljarder kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Ingående fondkapital	386,2	441	407,1	426,0	458,9
Överföringar	-7,5	-4,7	-4,8	-2,0	-4,6

Årets resultat	62,3	-29,2	23,7	34,9	20,9
Utgående fondkapital	441,0	407,1	426,0	458,9	475,2
Årets förändring	54,8	-33,9	18,9	32,9	16,3
Procent					
Avkastning före kostnader	16,4	-6,6	6,0	8,3	4,7
Avkastning efter kostnader	16,3	-6,7	5,9	8,2	4,6

Källa: Andra AP-fondens årsredovisningar.

Fondkapital och resultat

Andra AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 20,9 miljarder kronor 2025, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 4,6 procent. Under året överfördes 4,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 16,3 miljarder kronor till 475,2 miljarder kronor vid årets slut.

Under 2025 uppgick Andra AP-fondens totala avkastning till 4,7 procent före kostnader. Till den totala avkastningen bidrog framför allt globala aktier exklusive tillväxtmarknader (3,2 procentenheter), aktier i tillväxtmarknader (2,4 procentenheter) samt räntebärande tillgångar (1,3 procentenheter). Valuta genererade en negativ avkastning (-3,5 procentenheter). Merparten av valutaexponeringen bestod av US-dollar.

Andra AP-fondens avkastningsförväntan

Målen för Första–Fjärde AP-fondernas placeringsverksamhet anges i lagen om allmänna pensionsfonder. Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta kapitalet så att det blir till största möjliga nytta för pensionssystemet. Avkastningen ska vara hög, och den totala risknivån ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås. Första–Fjärde AP-fonderna ska dessutom investera ansvarsfullt och hållbart utan att göra avkall på avkastning och risknivå. Styrelsen i varje fond har satt upp konkreta förvaltningsmål utifrån de mål som anges i lagen. Fonderna fastställer själva konkreta mål, förväntningar och risknivåer inom de placeringsregler som gäller enligt lagen samt vad uppdraget innebär i konkreta portföljplaceringar. Första–Fjärde AP-fonderna gör egna analyser och arbetssättet mellan fonderna skiljer sig även åt.

Andra AP-fonden använder inget avkastningsmål, utan har i stället en långsiktig *förväntad* avkastning som fonden kommunicerar utåt. Fondens avkastningsförväntan reviderades under 2024 upp, från 4,5 till 5 procent per år i reala termer på lång sikt (30 år). Fonden har inget medelfristigt mål (medelfristiga avkastningsförväntningar blir en del av långsiktiga antaganden, men kommuniceras inte externt). Värt att notera är att Andra AP-fondens avkastningsförväntan är 1–1,5 procentenheter högre än Första, Tredje och Fjärde AP-fondernas avkastningsmål.

Andra AP-fonden kombinerar analys av pensionssystemets skuld- och tillgångssida i större detalj för att härleda optimal strategisk portfölj som är till största nytta för pensionssystemet. Den långsiktiga avkastningsförväntan består av förväntad real avkastning om 4 procent på vald strategisk portfölj samt aktiv förvaltning om 1,0 procent.

Andra AP-fondens avkastningsförväntan och därmed risknivå är en egenskap hos den valda strategiska portföljen som identifieras genom tillgångs- och skuldanalys (s.k. ALM-analys), och är inte ett mål i sig.

Fondens uttryckliga mål är att, genom valet av strategisk portfölj, minimera konsekvenserna av det förväntade framtida pensionsbortfallet på grund av automatiska balanseringar på 30 års sikt. Fonden kommunicerar därför en avkastningsförväntan på den strategiska portfölj som bedöms uppnå det målet och inte ett avkastningsmål.

Uppföljning av Andra AP-fondens avkastningsförväntan

Regeringens utvärdering tar bl.a. sikte på hur väl styrelsen har operationaliserat de övergripande målen och uppnått dessa, med särskilt fokus på avkastning och risk. När det gäller avkastningen utgår utvärderingen från ett långsiktigt perspektiv, vilket innebär att avkastningen bedöms över längre tidsperioder än övriga delar av utvärderingen. En sådan ansats minskar fokus på kortsiktiga utfall, och bedöms bidra till ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Ett långsiktigt utvärderingsperspektiv överensstämmer med fondens uppdrag och buffertfondernas roll i pensionssystemet (se bilaga 1).

I tabell 6.6 redovisas genomsnittlig avkastning för hela perioden 2001–2025, för den senaste tioårsperioden 2016–2025 samt för den senaste femårsperioden 2021–2025. Som jämförelse finns styrelsens avkastningsförväntan med i tabellen för motsvarande tidsperioder. Avkastningsförväntan är uttryckt i reala termer och därför redovisas även fondens avkastning i reala termer, för att vara jämförbart med den långsiktiga avkastningsförväntan.

Tabell 6.6 Andra AP-fondens avkastning och avkastningsförväntan

Procent

	2001–2025[1]	2016–2025	2021–2025
Genomsnittlig nominell avkastning	6,1	6,4	5,4
Genomsnittlig real avkastning	4,2	3,4	1,1
Långsiktig avkastningsförväntan (realt)	4,5	4,5	5,0[2]

[1] Tidsperioden gäller fr.o.m. den 1 juli 2001.

[2] Den förväntade avkastningen ändrades under 2024 till 5,0 procent från 4,5 procent.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Andra AP-fonden).

Av tabellen framgår att fondens årliga nominella genomsnittliga avkastning efter kostnader uppgick till 5,4 procent under den senaste femårsperioden (2021–2025) och 6,4 procent under tioårsperioden (2016–2025). För hela perioden 2001–2025 har Andra AP-fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 5,8 procent per år, i nominella termer. Fondens avkastningsförväntan har historiskt varit 4,5 procent per år i reala termer på lång sikt. Denna ändrades under 2024 till 5,0 procent och är kopplad till en strategisk allokering som ALM-analysen genererar och som utvärderas över 10-årsperioder. Detta kan jämföras med fondens årliga genomsnittliga avkastning efter kostnader, omräknat i reala termer

för att vara jämförbart med fondens avkastningsmål, som uppgick till 1,1 procent under den senaste femårsperioden (2021–2025), 3,4 procent under den senaste tioårsperioden (2016–2025) och 3,9 procent för hela perioden 2001–2025. Andra AP-fondens realiserade avkastning har därmed varit lägre än styrelsens långsiktiga avkastningsförväntan för ovan nämnda perioder.

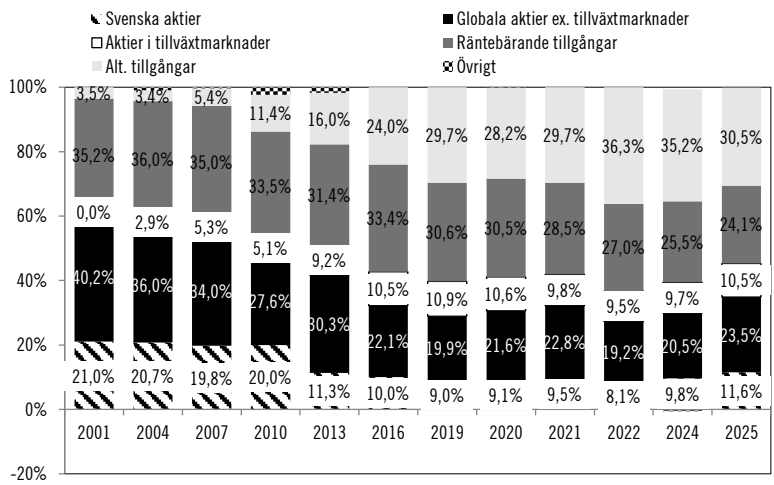
Finansiell risk och tillgångsallokering

Andra AP-fondens strategi bygger på värdeskapande i fyra steg: strategisk allokering, som anger fondens långsiktiga fördelning över övergripande tillgångsslag; operativ portfölj, som anger långsiktiga strategier inom respektive tillgångsslag (inklusive hållbarhet); dynamisk allokering, som justerar allokeringen i ett medelfristigt perspektiv; operativ förvaltning, som kortsiktigt justerar värdepappersvalet inom respektive tillgångsslag. Till grund för strategin ligger ett antal investeringsövertygelser. Dessa beskriver fondens syn på hur kapitalmarknaden fungerar samt möjligheter och förutsättningar att skapa en god avkastning. Fondens investeringsövertygelser uppdaterades under 2024. Här ingår att samarbete och medarbetare är kritiska framgångsfaktorer, att hållbarhet lönar sig, att aktiv förvaltning skapar mervärde, att risktagande som är uthålligt krävs, att pensionärens bästa ska avgöra strategin och att effektiva processer är en förutsättning för bra resultat.

Andra AP-fondens portfölj bestod vid 2025 års slut av 45,5 procent aktier, 24,1 procent räntebärande tillgångar och 30,5 procent alternativa investeringar (se figur 6.4). Jämfört med föregående årsskifte har andelen aktier ökat med 5,5 procentenheter. Samtidigt har andelen alternativa tillgångar minskat med 4,7 procentenheter och räntebärande tillgångar med 1,4 procentenheter.

Figur 6.4 Tillgångsallokering Andra AP-fonden

Procent av totala tillgångar

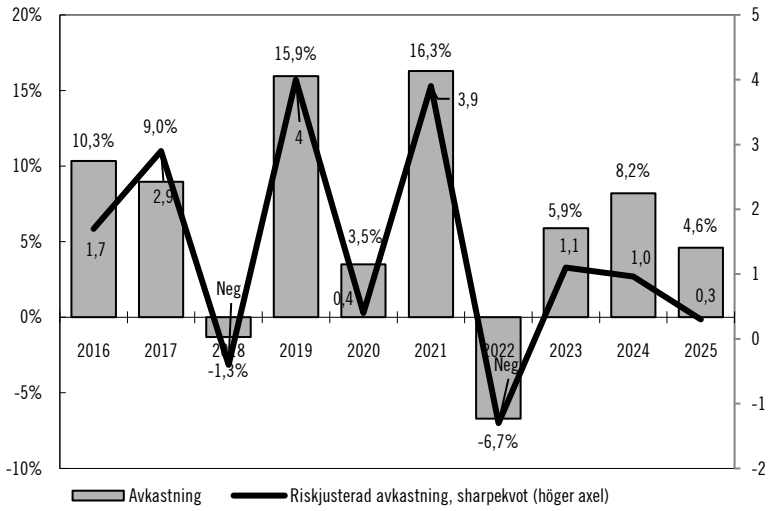


Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Andra AP-fonden).

I figur 6.5 redovisas Andra AP-fondens totala avkastning efter kostnader samt den riskjusterade avkastningen under den senaste tioårsperioden, 2016–2025. Den riskjusterade avkastningen är mätt med en s.k. sharpekvot, som anger hur mycket avkastning som fonden har genererat i förhållande till den risk, mätt som avkastningens standardavvikelse (volatilitet), som tagits under tidsperioden. Ju högre sharpekvot, desto bättre avkastning givet risken i portföljen. Under 2022 var sharpekvoten negativ, då fondens avkastning understeg den riskfria räntan. Genomsnittet av de årliga värdena under den senaste tioårsperioden var 1,4.

Figur 6.5 Andra AP-fondens totala avkastning

Nominell avkastning efter kostnader, procent



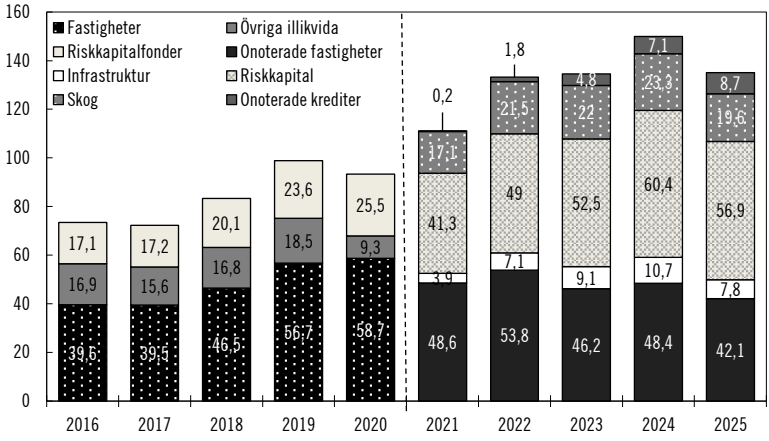
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Andra AP-fonden).

Illikvida tillgångar

Andra AP-fondens illikvida tillgångar har ökat från att utgöra 23,0 procent av det totala fondkapitalet 2016 till ca 28 procent 2025. De illikvida tillgångarna består framför allt av riskkapitalfonder (56,9 miljarder kronor), därefter onoterade fastigheter (42,1 miljarder kronor). Andra AP-fonden har också betydande investeringar i skog och jordbruk (19,6 miljarder kronor). Fastighetsinnehaven ägs till 90 procent genom bolagsstrukturer tillsammans med andra investerare. Fastigheterna utgörs primärt av kontorsfastigheter och har en relativt hög koncentration utanför Sverige. Investeringar inom onoterade aktier utgörs av fondinvesteringar utan samarbetspartner. Det bör noteras att värdeförändringar i illikvida tillgångar inte marknadsvärderas löpande utan med en viss eftersläpning. Värderingsfrekvensen bidrar till en viss osäkerhet i värderingen som blir mer påtaglig i takt med att illikvida tillgångars andel av det totala fondkapitalet ökar.

Figur 6.6 Andra AP-fondens utveckling av illikvida tillgångar 2016–2025

Miljarder kronor



Anm.: Fr.o.m. 2021 tillämpas en ny definition av illikvida tillgångar. Allokeringen som visas före 2021 kan innehålla tillgångar som enligt den nya definitionen inte klassas som illikvida.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från andra AP-fonden).

Kostnader

Andra AP-fondens interna kostnader (rörelsekostnader) uppgick för 2025 till 288 miljoner kronor, en minskning med 3 miljoner kronor från föregående år. Fondens rörelsekostnader har under perioden 2021–2025 ökat med ca 43 miljoner kronor.

De externa förvaltningskostnaderna för 2025 uppgick till 83 miljoner kronor, vilket är en ökning med 10 miljoner kronor. Sedan 2021 har dock denna post minskat med 125 miljoner kronor till följd av ett kostnadsbesparingsprogram som inleddes 2020. De minskade kostnaderna beror framför allt av att fonden har stängt ned ett antal externa mandat. I slutet av 2025 förvaltades 80 procent av kapitalet internt. Detta är något mer än Fjärde AP-fondens (79 procent) men lägre än Första och Tredje AP-fondernas andel (82 respektive 91 procent).

Under 2025 uppgick förvaltningskostnaden som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,08 procent, vilket är oförändrat jämfört med 2024.

Tabell 6.7 Andra AP-fondens kostnader och antal anställda

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Interna kostnader	245	262	278	291	288
Personalkostnader	155	161	170	174	172
Lokalkostnader	7	7	8	6	5
Köpta tjänster	12	15	12	15	18

Informations- och datakostnader	65	70	77	85	83
Övrigt	6	9	11	11	10
Externa förvaltningskostnader[1]	208	201	108	73	83
Summa	**453**	**463**	**386**	**364**	**371**
Förvaltningskostnadsandel %	0,11	0,11	0,09	0,08	0,08
Antal anställda[2]	68	69	68	70	69
Antal kvinnor/män	24/44	25/44	24/44	24/46	26/43
Andel kvinnor %	35	36	35	34	38

[1] Exklusive prestationsbaserade arvoden.

[2] Vid årets slut.

Källa: Andra AP-fondens årsredovisningar.

Föredömlig förvaltning

Andra AP-fondens arbete med föredömlig förvaltning utgår från fyra fokusområden: 1) klimat, 2) biologisk mångfald, 3) mänskliga rättigheter, och 4) bolagsstyrning. Fokusområdena oförändrade sedan föregående år. Arbetet med föredömlig förvaltning är integrerat i samtliga delar av organisationen och förvaltningen och bedrivs utifrån principen om dubbel väsentlighet. Det innebär att hänsyn tas både till hur fondens investeringar påverkas av hållbarhetsrelaterade risker/möjligheter samt till hur fonden genom sina innehav påverkar människa och miljö.

Andra AP-fonden röstade under 2025 på 87 svenska och 1 228 utländska bolagsstämmor (2024: 142 respektive 1 311 stämmor). Det motsvarar 85 respektive 73 procent av andelen av portföljvärdet av svenska och utländska bolag i den noterade portföljen. Under 2025 var Andra AP-fonden även aktiv i 15 svenska valberedningar (2024: 11 valberedningar).

Andra AP-fonden har fastställt åtta långsiktiga mål inom arbetet med föredömlig förvaltning som är relaterade till fondens fyra fokusområden. Samtliga mål är oförändrade under året. Eftersom målen är av medel- eller långfristig karaktär saknas gränsvärden för 2025.

I tabell 6.8 redovisas Andra AP-fondens mål och resultat för 2025. Som jämförelse redovisas även resultat för 2024.

Tabell 6.8 Andra AP-fondens mål inom arbetet med föredömlig förvaltning

Mål		Måluppfyllelse		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
	Fokusområde: Klimat			
1	Nettonollutsläpp av växthusgaser i portföljbolagen senast 2045.	Koldioxid-utsläpp, Scope 1–3 (mnt CO_2e)	7,64	7,65

Mål		Måluppfyllelse		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
	Minskade utsläpp av växthusgaser (basår 2019) 2025: -35 procent 2030: -55 procent	Förändring från 2019 (procent)	-38	-38
2	Alla tillgångsslag i linje med Parisavtalet.	Andel av strategisk portfölj (procent)	94	100
	Fokusområde: Biologisk mångfald			
3	Bidra till en positiv nettoutveckling för naturen 2030.[1]	Ännu ej definierat	-	-
4	En portfölj som inte bidrar till illegal avskogning 2025.	Procent av högriskbolag med aktivt påverkansarbete	91	100
	Fokusområde: Mänskliga rättigheter			
5	Implementerat FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter 2025.	Andel av strategisk portfölj med due diligence-process i linje med principer (procent)	100	100
6[1]	Mänskliga rättighetsperspektiv ska genomsyra alla delar av fondens verksamhet 2030.	Ännu ej definierat	-	-
	Fokusområde: Bolagsstyrning			
7	Fondens noterade innehav ska i genomsnitt ha minst 40 procent av vardera kön i styrelsen 2030.	Genomsnittlig andel kvinnor i styrelsen (procent)	Sverige: 37 Utland: 31	Sverige: 38 Utland: 32
8	Aktivt och ansvarsfullt ägarskap genom ett ökat antal dialoger och röstning i fondens samtliga noterade aktieinnehav.	Procent av fondens ägande, stämmor man röstat på	Sverige: 96 Utland: 89	Sverige: 85 Utland: 73

[1] Målsättning och mätetal kommer att utvecklas.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Andra AP-fonden).

Regeringen bedömer att Andra AP-fonden har satt upp tydliga hållbarhetsmål och arbetat aktivt för att uppnå dem under 2025. Sammantaget uppfyller fonden det lagstadgade målet om att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt.

Risk- och kontrollverksamhet

Andra AP-fondens interna styrning och kontroll syftar till att processer och arbetssätt utformas på ett sätt som leder till en effektiv och ändamålsenlig verksamhet. Viktiga delar att uppnå är en tillförlitlig finansiell rapportering, att tillämpliga lagar och andra regler följs samt en god förmåga att identifiera, mäta och hantera fondens risker. En väl utformad intern styrning och kontroll hjälper fonden att uppnå sina mål genom att ta önskade risker, hantera oönskade risker samt förhindra resursförluster. Den kan bidra till att säkerställa tillförlitlig finansiell rapportering men också att lagar följs och därigenom undvika förtroendeskador. Arbetet samordnas genom fondledningens kommitté för intern styrning och kontroll. För att på ett strukturerat sätt säkerställa fondens riskhantering och kontrollmiljö arbetar Andra AP-fonden enligt principen om tre försvarslinjer. Principen syftar till att skapa en lämplig åtskillnad av ansvar mellan kapitalförvaltningen (första försvarslinjen), risk- och regelefterlevnad (andra försvarslinjen) samt internrevision (tredje försvarslinjen).

De av regeringen utsedda revisorerna har i revisionen för 2025 bl.a. granskat Andra AP-fondens interna styrning och kontroll samt att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare följs (se avsnitt 7.3). Utöver denna granskning är det förenat med svårigheter för regeringen att närmare utvärdera fondens interna styrning (eng. governance).

6.3 Tredje AP-fonden

Regeringens bedömning

Tredje AP-fonden har hanterat nettoflödet mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet som avsett. Fonden har genererat avkastning som bidrar till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fonden har även uppfyllt målet att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt. Sammantaget har Tredje AP-fonden infriat de förväntningar som finns på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Under 2025 överförde Tredje AP-fonden 4,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fonden har därmed bidragit till att hantera det underskott som uppstår när summan av inbetalda pensionsavgifter är lägre än summan av utbetalda pensioner.

Tredje AP-fonden har även bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fondens genomsnittliga årliga avkastning har sedan den 1 juli 2001 uppgått till 6,8 procent, vilket omräknat i reala termer för

att vara jämförbart med fondens avkastningsmål varit 4,9 procent under samma period. Avkastningen överstiger fondens långsiktiga avkastningsmål (3,5 procents genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år). Fondens avkastning efter kostnader 2025 var 6,0 procent, att jämföra med 10,3 procent 2024.

Tredje AP-fonden har förvaltat fondmedlen på ett föredömligt sätt under 2025 genom att vara en aktiv ägare, integrera hållbarhet i kapitalförvaltningen och beakta hållbarhet, utan att göra avkall på avkastningen.

Tabell 6.9 Tredje AP-fondens resultat

Miljarder kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Ingående fondkapital	423,0	502,3	468,4	499,8	549,1
Överföringar	-7,5	-4,7	-4,8	-2,0	-4,6
Årets resultat	86,8	-29,2	36,2	51,3	32,6
Utgående fondkapital	502,3	468,4	499,8	549,1	577,1
Årets förändring, mdkr	79,3	-33,9	31,4	49,3	28,0
Procent					
Avkastning före kostnader	20,8	-5,7	7,8	10,4	6,0
Avkastning efter kostnader	20,7	-5,8	7,8	10,3	6,1

Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar.

Fondkapital och resultat

Tredje AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 32,6 miljarder kronor 2024, vilket motsvarar en avkastning på 10,3 procent efter kostnader. Under året överfördes 4,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 28,0 miljarder kronor till 577,1 miljarder kronor.

Under 2025 uppgick Tredje AP-fondens totala avkastning till 6,1 procent före kostnader. Största positiva bidraget till avkastningen kom från globala aktier (5,5 procentenheter) och svenska aktier (1,6 procentenheter. Valuta, efter valutasäkringar, genererade en negativ avkastning (-3,3 procentenheter).

Tredje AP-fondens avkastningsmål

Målen för Första–Fjärde AP-fondernas placeringsverksamhet anges i lagen om allmänna pensionsfonder. Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta kapitalet så att det blir till största möjliga nytta för pensionssystemet. Avkastningen ska vara hög, och den totala risknivån ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås. Första–Fjärde AP-fonderna ska dessutom investera ansvarsfullt och hållbart utan att göra avkall på avkastning och risknivå. Styrelsen i varje fond har satt upp konkreta förvaltningsmål utifrån de mål som anges i lagen. Fonderna fastställer själva konkreta mål, förväntningar och risknivåer inom de placeringsregler som gäller enligt lagen samt vad uppdraget innebär i konkreta portföljplaceringar. Första–Fjärde AP-fonderna gör egna analyser och arbetssättet mellan fonderna skiljer sig även åt.

Tredje AP-fonden arbetar med ett övergripande långfristigt avkastningsmål. Målet är 3,5 procent real avkastning per år över en långsiktig horisont (över 10 år). Tredje AP-fonden kombinerar analys av pensionssystemets skuld- och tillgångssida i större detalj för att definiera det långfristiga målet. Det långfristiga avkastningsmålet baseras på en bedömning att den teoretiskt möjliga avkastningen från en optimal portfölj är 4,0 procent med en justering utifrån genomförbarhet om -0,5 procent.

Avkastningsmålet kan för Tredje AP-fonden ses som en funktion av fondens valda risknivå för portföljen. Avkastningsmålet härleds från den förväntade avkastningen för portföljen givet den önskvärda risknivån.

Genom ALM-analys identifieras en teoretiskt möjlig avkastning, vid den önskvärda risknivån, för en optimal portfölj. Den optimala portföljen justeras sedan utifrån praktisk genomförbarhet och realiserbarhet, vilket mynnar ut i ett avkastningsmål.

Tredje AP-fondens långsiktiga mål utgår från en analys av pensionssystemet och acceptabel risknivå på en 40-årig horisont som sedan reduceras till en mer överskådlig framtid om 25 år. För att antaganden om avkastningar ska anses än mer tillförlitliga definierar sedan Tredje AP-fonden sitt avkastningsmål över en kortare horisont, ”mer än 10 år”.

Uppföljning av Tredje AP-fondens avkastningsmål

Regeringens utvärdering tar bl.a. sikte på hur väl styrelsen har operationaliserat de övergripande målen och uppnått dessa, med särskilt fokus på avkastning och risk. När det gäller avkastningen utgår utvärderingen från ett långsiktigt perspektiv, vilket innebär att avkastningen bedöms över längre tidsperioder än övriga delar av utvärderingen. En sådan ansats minskar fokus på kortsiktiga utfall, och bedöms bidra till ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Ett långsiktigt utvärderingsperspektiv överensstämmer med fondens uppdrag och buffertfondernas roll i pensionssystemet (se bilaga 1).

I tabell 6.10 redovisas genomsnittlig avkastning för hela perioden 2001–2025, för den senaste tioårsperioden 2016–2025 samt för den senaste femårsperioden 2021–2025. Avkastningsmålet är uttryckt i reala termer och därför redovisas även för motsvarande tidsperioder Tredje AP-fondens avkastning, omräknat i reala termer, för att vara jämförbart med fondens målsättning för avkastningen.

Tabell 6.10 Tredje AP-fondens avkastning och avkastningsmål

Procent

	2001–2025[1]	2016–2025	2021–2025
Genomsnittlig nominell avkastning	6,8	8,3	7,5
Genomsnittlig real avkastning	4,9	5,2	3,1
Långsiktigt avkastningsmål (realt)	3,5	3,5	3,5

[1] Tidsperioden gäller fr.o.m. den 1 juli 2001.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Tredje AP-fonden).

Av tabellen framgår att Tredje AP-fondens årliga nominella genomsnittliga avkastning efter kostnader uppgick till 7,5 procent under den

senaste femårsperioden (2021–2025) och 8,3 procent under tioårsperioden (2016–2025). För hela perioden 2001–2025 har fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 6,6 procent per år, i nominella termer. Fondens avkastningsmål är 3,5 procents genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år, på lång sikt. Detta kan jämföras med fondens årliga genomsnittliga avkastning efter kostnader, omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsmål, som uppgick till 3,1 procent under den senaste femårsperioden (2021–2025), 5,2 procent under den senaste tioårsperioden (2016–2025) och 4,6 procent för hela perioden 2001–2025. Tredje AP-fonden har därmed uppnått styrelsens målsättning sedan start och under den senaste tioårsperioden, men inte under den senaste femårsperioden.

Finansiell risk och tillgångsallokering

Tredje AP-fondens förvaltningsmodell är utformad för att möjliggöra att fonden över tid uppnår de av styrelsen fastställda avkastnings- och hållbarhetsmålen. För att göra detta ska fondens särdrag utnyttjas. En förutsättning för att kunna uppnå avkastningsmålet är att fondens kapital investeras i en hög andel risktillgångar.

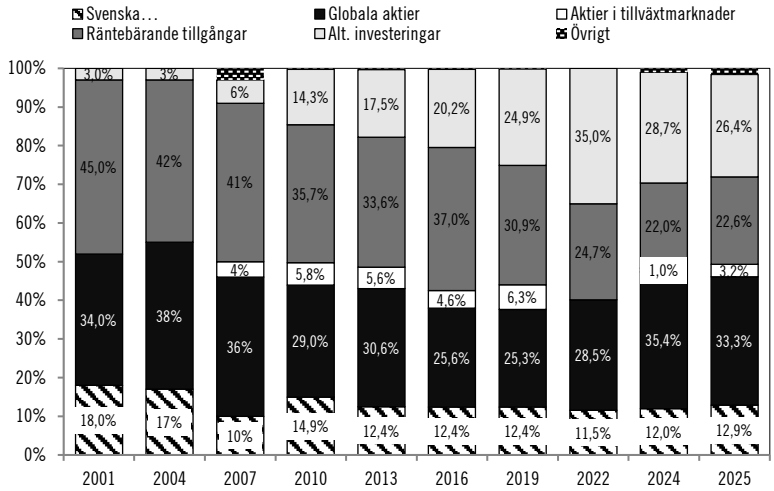
Fonden införde en ny portföljstruktur 2020, organiserad utifrån tillgångsslag. Fondens styrelse fattar beslut om en långsiktig statisk portfölj, som är en global indexerad portfölj med 55 procent aktier och 45 procent räntebärande tillgångar, vilket är styrelsens utvärderingsportfölj och som utgör de yttre ramarna för den verkställande direktörens ansvar att bedriva kapitalförvaltning. Den verkställande direktören ansvarar för utnyttjandet av de beslutsramar som styrelsen delegerat, och kan delegera dessa vidare i organisationen. I tillägg till detta har fonden investeringskommittéer för noterade respektive för onoterade tillgångar. Ingen av dessa kommittéer är beslutsfattande. Riskkommittén utgör en operativ beslutsform för riskfrågor. Investeringsportföljen har som mål att överprestera den långsiktiga statiska portföljen genom aktiv förvaltning och placeringar i såväl likvida som illikvida tillgångsslag.

Enligt förvaltningsmodellen ska kapitalförvaltningens organisation och ansvarsfördelning i huvudsak följa portföljstrukturen. Kapitalförvaltningschefen ansvarar för portföljens övergripande allokering, och förvaltningsbesluten ska fattas av de enheter som har störst möjlighet att bedriva förvaltningen så framgångsrikt och kostnadseffektivt som möjligt.

Tredje AP-fondens portfölj baserat på tillgångsslag bestod vid 2025 års slut av 49,3 procent aktier, 22,6 procent räntebärande tillgångar, 26,4 procent alternativa investeringar och 1,6 procent övrigt (se figur 6.7). Allokeringen förändrades under 2025 främst genom att fondens ökade allokering mot aktier, vars andel steg med 1 procentenhet och räntebärande tillgångar, vars andel steg med 0,6 procentenhet. Förändringen var särskilt tydlig för aktier inom tillväxtmarknader, vars andel ökade med 2,2 procentenheter, samt svenska aktier med 0,9 procentenhet. Samtidigt minskade allokeringen till globala aktier exklusive tillväxtmarknader och alternativa investeringar med 2,1 respektive 2,3 procentenheter.

Figur 6.7 Tillgångsallokering Tredje AP-fonden

Procent av totala tillgångar



Anm. Övrigt består dels av interna så kallade absolutavkastande strategier (omfattar handel i aktier, räntor och valuta), dels av externa investeringar i hedgefonder.

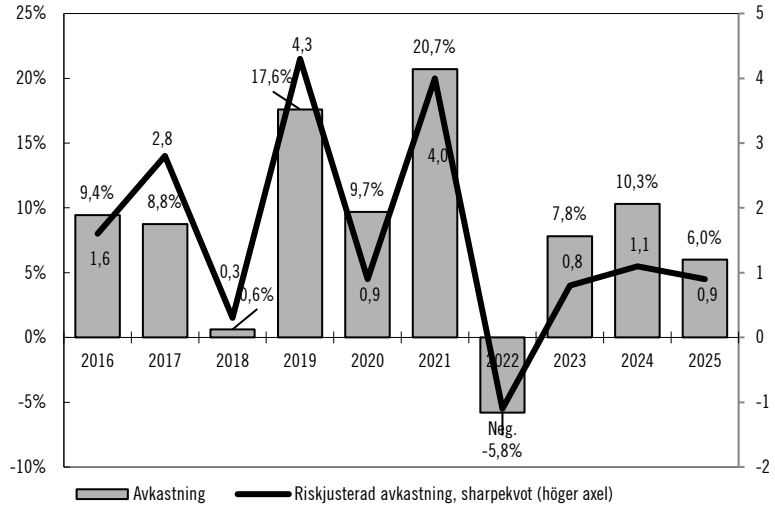
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Tredje AP-fonden).

Riskjusterad avkastning

I figur 6.8 redovisas Tredje AP-fondens totala avkastning efter kostnader och den riskjusterade avkastningen under den senaste tioårsperioden, 2016–2025. Den riskjusterade avkastningen är mätt med en s.k. sharpekvot, som anger hur mycket avkastning som fonden har genererat i förhållande till den risk, mätt som avkastningens standardavvikelse (volatilitet), som tagits under tidsperioden. Ju högre sharpekvot, desto bättre avkastning givet risken i portföljen. Under 2022 var sharpekvoten negativ, då fondens avkastning understeg den riskfria räntan. Genomsnittet av de årliga värdena under den senaste tioårsperioden var 1,6.

Figur 6.8 Tredje AP-fondens totala avkastning

Nominell avkastning efter kostnader, procent



Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Tredje AP-fonden).

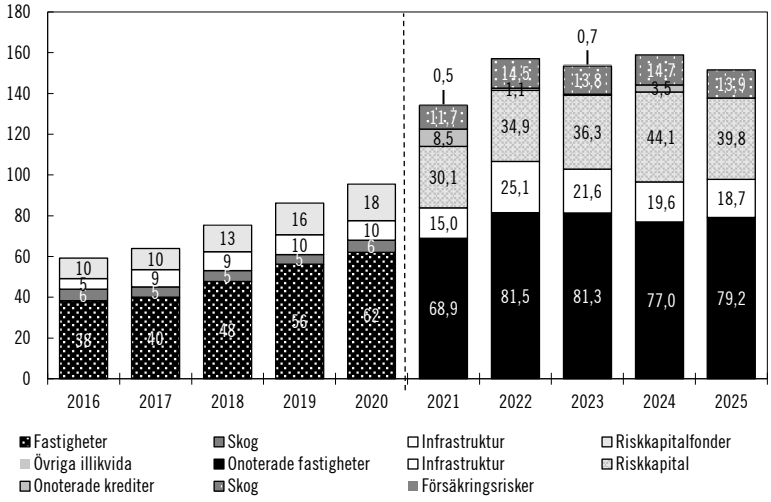
Illikvida tillgångar

Tredje AP-fondens illikvida tillgångar har gått från att utgöra 18 procent av det totala fondkapitalet 2016 till 26 procent 2025.

De illikvida tillgångarna består framför allt av onoterade fastigheter (79,2 miljarder kronor 2025), därefter riskkapital (39,8 miljarder kronor 2025). De onoterade fastighetsinnehaven ägs genom fem direktägda bolag varav fyra tillsammans med andra investerare. Fastighetsbolagen är i huvudsak koncentrerade till den svenska marknaden men diversifierade över olika segment (kontor, bostäder och samhällsfastigheter). Investeringar inom onoterade aktier utgörs av fondinvesteringar utan samarbetspartner. Det bör noteras att värdeförändringar i illikvida tillgångar inte marknadsvärderas löpande utan med en viss eftersläpning. Värderingsfrekvensen bidrar till en viss osäkerhet i värderingen som blir mer påtaglig i takt med att illikvida tillgångars andel av det totala fondkapitalet ökar.

Figur 6.9 Tredje AP-fondens utveckling av illikvida tillgångar 2016–2025

Miljarder kronor



Anm.: Fr.o.m. 2021 tillämpas en ny definition av illikvida tillgångar. Allokeringen som visas före 2021 kan innehålla tillgångar som enligt den nya definitionen inte klassas som illikvida.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Tredje AP-fonden).

Kostnader

Tredje AP-fondens interna kostnader (rörelsekostnader) uppgår för 2025 till 389 miljoner kronor, en ökning med 69 miljoner kronor från föregående år. Ökningen under 2025 förklaras främst av engångskostnader om 80 miljoner kronor för den nya systeminfrastrukturen (53 miljoner kronor) samt kostnader relaterade till överföringen av tillgångar från Första AP-fonden (27 miljoner kronor). Att Tredje AP-fonden har högre kostnader för systemimplementeringen än Fjärde AP-fonden beror delvis på skillnader i redovisningen. Fondens rörelsekostnader har under perioden 2021–2025 ökat med ca 155 miljoner kronor.

De externa förvaltningskostnaderna har varierat mellan som mest 142 miljoner och som lägst 49 miljoner kronor under perioden 2021–2025, delvis beroende på värdeutvecklingen under åren, eftersom avgifterna på externa mandat baseras på förvaltad volym, men framför allt på grund av att fondens kapital under extern förvaltning har minskat för att i stället förvaltas internt av fonden själv. Detta förklarar också delvis de ökade interna kostnaderna under perioden. År 2025 uppgick de externa förvaltningskostnaderna till 49 miljoner kronor, vilket var oförändrat från föregående år, trots en positiv värdeutveckling under året och förklaras i stället av minskade arvoden för noterade tillgångar.

Förvaltningskostnaden som andel av det förvaltade kapitalet uppgick under 2025 till 0,08 procent, vilket innebär en mindre ökning jämfört med 2024. Justerat för engångskostnader uppgick kostnadsandelen dock till 0,06 procent, den lägsta under perioden 2021–2025.

Tabell 6.11 Tredje AP-fondens kostnader och antal anställda

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Interna kostnader	234	252	285	320	389
Personalkostnader	147	152	168	175	189
Lokalkostnader	13	17	15	16	19
Köpta tjänster	17	17	22	13	39
Informations- och datakostnader	53	60	73	113	135
Övrigt	4	5	6	3	7
Externa förvaltningskostnader[1]	142	119	76	49	49
Summa	**376**	**371**	**361**	**369**	**438**
Förvaltningskostnadsandel %	0,08	0,08	0,07	0,07	0,08
Antal anställda	61	66	70[2]	73[2]	80[2]
Antal kvinnor/män	26/35	27/39	29/41	30/43	30/50
Andel kvinnor %	43	41	41	41	37,5

[1]Exklusive prestationsbaserade arvoden.

[2]Vid årets slut. Varav 3 anställda i AP-fondernas etikråd.

Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar.

Föredömlig förvaltning

Tredje AP-fondens arbete med föredömlig förvaltning är integrerat i förvaltningen och utgör en del av de analyser som ligger till grund för investeringsbeslut. Tredje AP-fonden arbetar med fyra fokusområden – bolagsstyrning, klimat, mänskliga rättigheter och biologisk mångfald. Fokusområdena 2025 är oförändrade sedan föregående år.

Tredje AP-fonden har under 2025 fört regelbundna dialoger med portföljbolag, deltagit i valberedningar och styrelser samt röstat på bolagsstämmor. Fonden röstade under 2025 på 142 svenska och 924 utländska bolagsstämmor (2024: 154 respektive 959 stämmor). Det motsvarar 94 respektive 100 procent av antalet svenska och utländska bolag i den noterade portföljen. Under 2024 deltog Tredje AP-fonden även i tre svenska valberedningar, i likhet med föregående år.

Tredje AP-fonden har fastställt tio övergripande mål för att uppnå målsättningen att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Två mål med slutår 2025 hade redan uppfyllts sedan tidigare, medan ett mål inte uppfylldes.

I tabell 6.2 redovisas Tredje AP-fondens hållbarhetsmål och resultat för 2025. Som jämförelse redovisas även resultat för 2024.

Tabell 6.12 Tredje AP-fondens mål inom arbetet med föredömlig förvaltning

Mål		Resultat		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
	Fokusområde: Bolagsstyrning			
1	Alla svenska storbolag i portföljen ska ha minst 40 procent av det underrepresenterade könet i styrelsen 2026.	Andel av det underrepresenterade könet (procent)	43	43
2	Andel svenska bolag i portföljen med hållbarhetskriterier i incitamentsprogram ska fördubblas från 20 till 40 procent senast 2025.	Andel bolag i portföljen (procent)	41	43
	Fokusområde: Klimat			
3	Halverat CO2-avtryck i den direktägda aktieportföljen 2019–2025.	Koldioxidavtryck i den noterade portföljen, Scope 1 och 2 (mnt CO_2e)	0,6 (-43 procent jämfört med 2019)	0,7 (-36 procent jämfört med 2019)
4	Samtliga portföljbolag ska vara i linje med 1,5-gradersmålet vid 2040.	Andel bolag (procent)	20	25
5	Föra påverkansdialog med bolag som står för 70 procent av utsläppen 2023 och 90 procent av utsläppen 2030.	Andel initierade dialoger	Dialoger pågår	Dialoger pågår
6	25 procent av ränteportföljen ska vara investerad i hållbara obligationer senast 2025.	Andel av ränteportföljen (procent)	25	26
	Fokusområde: Biologisk mångfald			
7	Samtliga bolag inom prioriterade sektorer ska ha policy för biologisk mångfald 2030 (505 bolag i aktieportföljen under 2023).	Andel bolag (procent)	59	75
8	Samtliga bolag inom prioriterade sektorer ska följa rekommendationer från The Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TFND) 2030 (505 bolag i aktieportföljen under 2023).	Andel bolag (procent)	22	18
	Fokusområde: Mänskliga rättigheter			
9	Samtliga bolag i sektorer med förhöjd risk ska ha policy för mänskliga rättigheter 2030.	Andel bolag (procent)	97	94

Mål		Resultat		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
10	Samtliga bolag i sektorer med exponering mot utsatta grupper ska ha genomlysningsprocess 2030.	Andel bolag (procent)	57	75

[2] TFND-ramverket publicerades hösten 2023. Målet mäts från 2024.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Tredje AP-fonden).

Regeringen bedömer att Tredje AP-fonden har satt upp tydliga hållbarhetsmål och arbetat aktivt för att uppnå dem under 2025. Sammantaget uppfyller fonden det lagstadgade målet om att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt.

Risk- och kontrollverksamhet

Tredje AP-fondens kontrollfunktioner består av riskkontrollfunktionen och funktionen för regelefterlevnad. Dessa funktioner är oberoende i förhållande till kapitalförvaltningen. Riskkontrollfunktionen utgörs av avdelningen riskkontroll och avkastningsanalys. Avdelningen ansvarar för analys, uppföljning och kontroll av fondens risker, avkastning och limitervärdering av portföljen samt fondens affärssystem. Chefen för avdelningen rapporterar till fondens risk- och administrationschef. Risk- och administrationschefen rapporterar till den verkställande direktören samt till styrelsen vid behov och utgör informationskanal för riskrapportering till styrelsen.

De av regeringen utsedda revisorerna har i revisionen för 2025 bl.a. granskat Tredje AP-fondens interna styrning och kontroll samt att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare följs (se avsnitt 7.3). Utöver denna granskning är det förenat med svårigheter för regeringen att närmare utvärdera fondens interna styrning (eng. governance).

6.4 Fjärde AP-fonden

Regeringens bedömning

Fjärde AP-fonden har hanterat nettoflödet mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet som avsett. Fonden har genererat avkastning som bidrar till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fonden har även uppfyllt målet att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt. Sammantaget har Fjärde AP-fonden infriat de förväntningar som finns på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Under 2025 överförde Fjärde AP-fonden 4,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fonden har därmed bidragit till att hantera det underskott som uppstår när summan av inbetalda pensionsavgifter är lägre än summan av utbetalda pensioner.

Fjärde AP-fonden har även bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fjärde AP-fondens genomsnittliga årliga avkastning har sedan den 1 juli 2001 uppgått till 6,8 procent, vilket omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsmål varit 4,9 procent under samma period. Det överstiger fondens långsiktiga avkastningsmål (3,5 procents genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år). Fondens avkastning efter kostnader uppgick till 6,3 procent 2025, jämfört med 10,1 procent för 2024.

Fjärde AP-fonden har förvaltat fondmedlen på ett föredömligt sätt under 2025 genom att vara en aktiv ägare, integrera hållbarhet i kapitalförvaltningen och beakta hållbarhet, utan att göra avkall på avkastningen.

Tabell 6.13 Fjärde AP-fondens resultat

Miljarder kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Ingående fondkapital	449,4	527,6	460,5	499,6	548,2
Överföringar	-7,5	-4,7	-4,8	-2,0	-4,6
Årets resultat	85,7	-62,5	43,9	50,7	34,4
Utgående fondkapital	527,6	460,5	499,6	548,2	578,1
Årets förändring	78,2	-67,1	39,1	48,6	29,9
Procent					
Avkastning före kostnader	19,3	-11,8	9,6	10,2	6,4
Avkastning efter kostnader	19,2	-11,9	9,6	10,1	6,3

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar.

Fondkapital och resultat

Fjärde AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 34,4 miljarder kronor 2025, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 6,3 procent. Under året överfördes 4,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet under 2025 med 34,4 miljarder kronor till 578,1 miljarder kronor.

Under 2025 uppgick Fjärde AP-fondens totala avkastning till 6,4 procent före kostnader. Största positiva bidragen till avkastningen kom från utländska aktier i utvecklade marknader (6,2 procentenheter), aktier i tillväxtmarknader (1,3 procentenheter) samt räntebärande tillgångar (1,2 procentenheter). Avkastningsbidraget avseende valutaexponeringen, efter valutasäkringar, dvs. andelen tillgångar i utländska valutor som inte neutraliserats genom valutasäkring, uppgick vid utgången av året till 23,1 procent av tillgångarna, och genererade en negativ avkastning (-3,3 procentenheter).

Fjärde AP-fondens avkastningsmål

Målen för Första–Fjärde AP-fondernas placeringsverksamhet anges i lagen om allmänna pensionsfonder. Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta kapitalet så att det blir till största möjliga nytta för pensionssystemet. Avkastningen ska vara hög, och den totala risknivån ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås. Första–Fjärde AP-fonderna ska dessutom investera ansvarsfullt

och hållbart utan att göra avkall på avkastning och risknivå. Styrelsen i varje fond har satt upp konkreta förvaltningsmål utifrån de mål som anges i lagen. Fonderna fastställer själva konkreta mål, förväntningar och risknivåer inom de placeringsregler som gäller enligt lagen samt vad uppdraget innebär i konkreta portföljplaceringar. Första–Fjärde AP-fonderna gör egna analyser och arbetssättet mellan fonderna skiljer sig även åt.

Fjärde AP-fonden har två avkastningsmål – ett långfristigt (på 40 års sikt) och ett medelfristigt (på 10 års sikt). Fjärde AP-fonden har som mål att totalavkastningen på lång sikt ska uppgå till 3,5 procent realt per år i genomsnitt. Målet är utformat utifrån en sammantagen avvägning mellan förväntad avkastning och risknivå på tillgångsmarknaderna för att på bästa möjliga sätt tillfredsställa pensionssystemets behov av avkastning för att på ett generationsneutralt sätt balansera pensionssystemets tillgångar och skulder på 40 års sikt. Det långsiktiga avkastningsmålet består av avkastningsförväntan på en tillgångsallokering med en risknivå bäst anpassad för pensionssystemet (2,8–2,9 procent) samt av aktiv förvaltning (0,5 procent). Förväntad avkastning från ALM-analysens bedömning av vad en vald passiv portfölj av aktier och räntor med en viktfördelning i det valda aktiespannet kan generera understiger det långsiktiga avkastningsmålet. Den slutliga bedömningen om 3,5 procent omfattar därmed också den förväntade meravkastningen från sammansättningen av referensportföljen på medellång sikt, samt avkastningen från Fjärde AP-fondens aktiva förvaltning.

Det långsiktiga målet kompletteras med ett medelfristigt mål på realt 3 procent per år i genomsnitt för den kommande tioårsperioden. Det medelfristiga avkastningsmålet består av förväntad avkastning på vald medelfristig tillgångsallokering (ca 2–2,5 procent) samt bidrag från aktiv förvaltning. Tillsammans ger det ett mål på 3 procent realt. Det medelsiktiga målet är lägre än det långsiktiga, då fonden anser det vara svårt att uppnå en hög avkastning över den kommande tioårsperioden givet förväntad marknadsutveckling. Över tid förväntas det nuvarande lägre medelfristiga avkastningsmålet normaliseras så att det kommer att motsvara det långsiktiga avkastningsmålet. Under 2024 gjordes en översyn av det medelfristiga avkastningsmålet, vilket resulterade i att det höjdes till 3,5 procents real avkastning fr.o.m. 2025, vilken därmed motsvarar det långsiktiga reala avkastningsmålet.

Uppföljning av Fjärde AP-fondens avkastningsmål

Regeringens utvärdering tar bl.a. sikte på hur väl styrelsen har operationaliserat de övergripande målen och uppnått dessa, med särskilt fokus på avkastning och risk. När det gäller avkastningen utgår utvärderingen från ett långsiktigt perspektiv, vilket innebär att avkastningen bedöms över längre tidsperioder än övriga delar av utvärderingen. En sådan ansats minskar fokus på kortsiktiga utfall, och bedöms bidra till ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Ett långsiktigt utvärderingsperspektiv överensstämmer med fondens uppdrag och buffertfondernas roll i pensionssystemet (se bilaga 1).

I tabell 6.14 redovisas genomsnittlig avkastning efter kostnader för hela perioden 2001–2025, för den senaste tioårsperioden 2016–2025 samt för den senaste femårsperioden 2021–2025. Fjärde AP-fondens målsättning

för avkastningen är uttryckt i reala termer och därför redovisas även för motsvarande tidsperioder fondens avkastning, omräknat i reala termer, för att vara jämförbart med målsättning för avkastningen.

Tabell 6.14 Fjärde AP-fondens avkastning och avkastningsmål

Procent

	2001–2025[1]	2016–2025	2021–2025
Genomsnittlig nominell avkastning	6,8	8,0	6,1
Genomsnittlig real avkastning	4,9	4,9	1,8
Långsiktigt avkastningsmål (realt) (40 år)	3,5		
Medelfristig avkastningsmål (realt) (10 år)		3,0	3,0

[1] Tidsperioden gäller fr.o.m. den 1 juli 2001.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Fjärde AP-fonden).

Av tabellen framgår att Fjärde AP-fondens genomsnittliga avkastning efter kostnader uppgick till 6,1 procent under den senaste femårsperioden och 8,0 procent under den senaste tioårsperioden. För hela perioden 2001–2025 har fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 6,5 procent per år, i nominella termer. Fondens avkastningsmål är 3,5 procents genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år på lång sikt och 3,0 procent på medellång sikt. Detta kan jämföras med fondens årliga genomsnittliga avkastning efter kostnader, omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsmål, som uppgick till 1,8 procent under den senaste femårsperioden (2021–2025), 4,9 procent under den senaste tioårsperioden (2016–2025) och 4,6 procent för hela perioden 2001–2025. Fjärde AP-fonden har därmed uppnått styrelsens målsättning sedan start och under den senaste tioårsperioden, men inte under den senaste femårsperioden.

Finansiell risk och tillgångsallokering

Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell utgår ifrån en långsiktig analys och ett långfristigt avkastningsmål på 40 års sikt som eftersträvar den bästa kombinationen av förväntad avkastning och risk så att pensionssystemet långsiktigt stärks, utan att en generation gynnas på bekostnad av en annan. Utifrån risk- och avkastningsantaganden fastställs sedan acceptabla allokeringsspann för andelen aktier, ränteduration respektive valutaexponering.

En medelsiktig analys och avkastningsmål tas fram med ett 10-årigt perspektiv för att i större detalj ta hänsyn till rådande ekonomiska situation och dynamik utifrån denna tidshorisont. Baserat på analysen fastställs det medelfristiga avkastningsmålet samt Fjärde AP-fondens dynamiska normalportfölj, vilket är en referensportfölj bestående av olika marknadsindex och som beskriver lämplig medelsiktig tillgångsallokering.

Den löpande förvaltningen hanteras av Fjärde AP-fondens operativa förvaltningsorganisation baserat på fastställt avkastningsmål och riskutrymme.

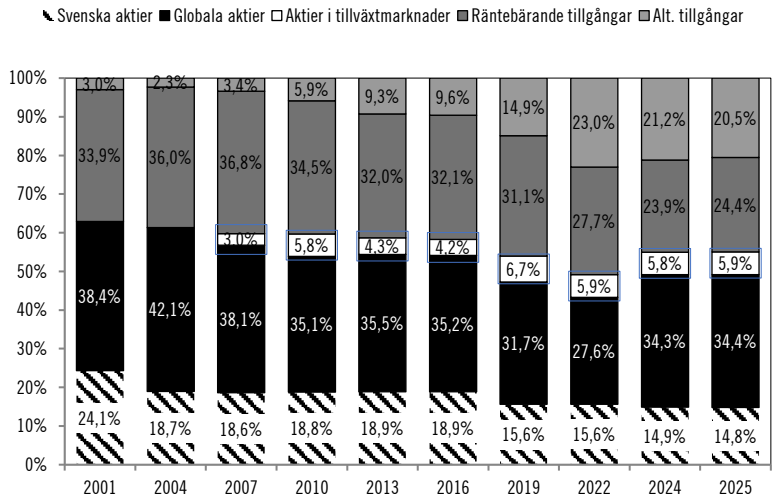
Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi baseras på fondens särdrag som långsiktig investerare med stora frihetsgrader och stort kapital.

Fjärde AP-fondens portfölj bestod vid 2025 års slut av 55 procent aktier, 24 procent räntebärande tillgångar och 20,5 procent alternativa investeringar. Portföljallokeringen vid utgången av 2025 uppvisade endast små förändringar jämfört med årets ingång. Under 2025 ökade fondens faktiska allokering främst till räntebärande tillgångar (0,5 procentenheter) samtidigt som den minskade till alternativa tillgångar.

Under 2022 införde Fjärde AP-fonden det nya tillgångsslaget defensiva aktier som vid utgången av 2025 utgjorde ca 7 procent av portföljen. Tillgångsslaget syftar till att dels tillföra avkastningspotential, dels ha stabiliserande egenskaper i en mer problematisk ekonomisk miljö.

Figur 6.10 Tillgångsallokering Fjärde AP-fonden

Procent av totala tillgångar



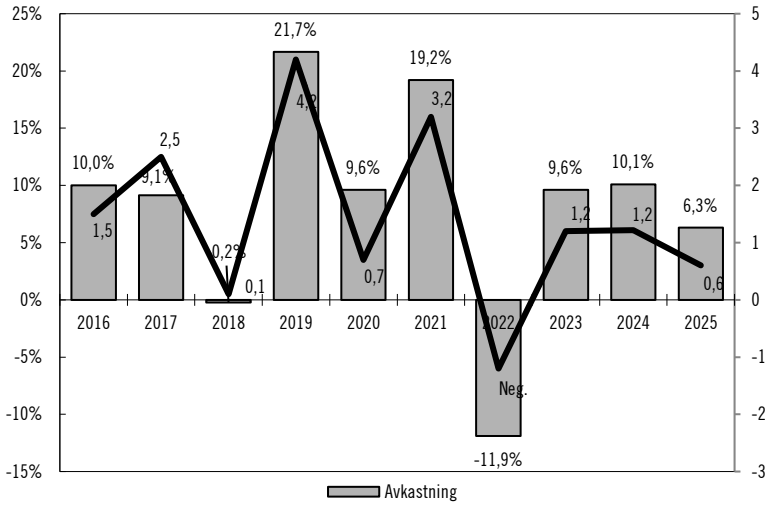
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Fjärde AP-fonden).

Riskjusterad avkastning

I figur 6.11 redovisas Fjärde AP-fondens totala avkastning efter kostnader samt den riskjusterade avkastningen under den senaste tioårsperioden, 2016–2025. Den riskjusterade avkastningen är mätt med en s.k. sharpekvot, som anger hur mycket avkastning som fonden har genererat i förhållande till den risk, mätt som avkastningens standardavvikelse (volatilitet), som tagits under tidsperioden. Ju högre sharpekvot, desto bättre avkastning givet risken i portföljen. Under 2022 var sharpekvoten negativ, då fondens avkastning understeg den riskfria räntan. Genomsnittet av de årliga värdena under den senaste tioårsperioden var 1,4.

Figur 6.11 Fjärde AP-fondens totala avkastning

Nominell avkastning efter kostnader, procent



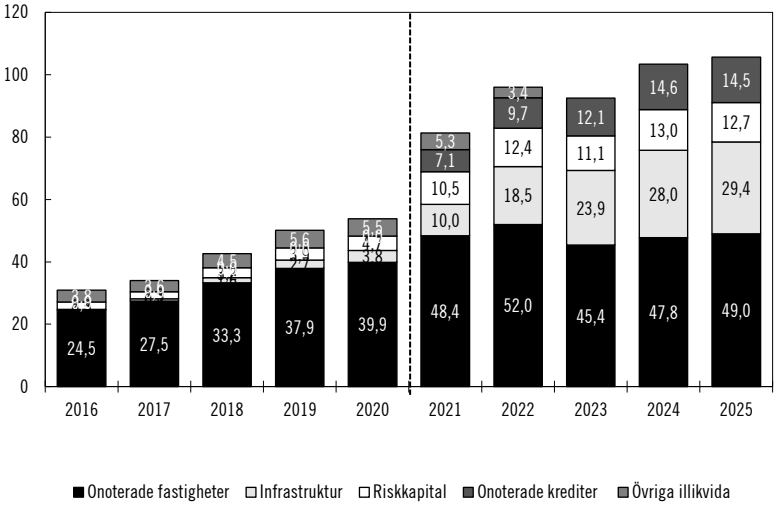
Källa: Fjärde AP-fonden.

Illikvida tillgångar

Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar har gått från att utgöra 9 procent av det totala fondkapitalet 2016 till 18 procent 2025. De illikvida tillgångarna består framför allt av fastigheter och infrastruktur (49,0 respektive 29,4 miljarder kronor 2025). Det bör noteras att värdeförändringar i illikvida tillgångar inte marknadsvärderas löpande utan med en viss eftersläpning. Värderingsfrekvensen bidrar till en viss osäkerhet i värderingen som blir mer påtaglig i takt med att illikvida tillgångars andel av det totala fondkapitalet ökar.

Figur 6.12 Fjärde AP-fondens utveckling av illikvida tillgångar 2016–2025

Miljarder kronor



Anm.: Fr.o.m. 2021 tillämpas en ny definition av illikvida tillgångar. Allokeringen som visas före 2021 kan dock innehålla tillgångar som enligt den nya definitionen inte längre klassas som illikvida.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Fjärde AP-fonden).

Kostnader

Fjärde AP-fondens interna kostnader (rörelsekostnader) uppgår för 2025 till 358 miljoner kronor, en ökning med 67 miljoner kronor från föregående år. Ökningen under 2025 förklaras framför allt av engångskostnader om 53 miljoner kronor för implementering av en ny systemplattform (21 miljoner kronor) och kostnader för överföringen av tillgångar från Första AP-fonden (32 miljoner kronor). Fondens rörelsekostnader har under perioden 2021–2025 ökat med ca 111 miljoner kronor.

De externa förvaltningskostnaderna uppgick till 89 miljoner kronor för 2025, vilket var en minskning med 15 miljoner kronor från föregående år. Under perioden 2021–2025 minskade de externa förvaltningskostnaderna med 69 miljoner kronor. Externa förvaltningskostnader minskade som en följd av lägre externa förvaltningsarvoden, beroende på omstrukturering eller avveckling av vissa externa fondinvesteringar.

Förvaltningskostnaden som andel av det förvaltade kapitalet uppgick under 2025 till 0,08 procent, vilket innebär en mindre ökning jämfört med 2024. Justerat för engångskostnader uppgick kostnadsandelen dock till 0,07 procent, i linje med föregående år.

Tabell 6.15 Fjärde AP-fondens kostnader och antal anställda

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Interna kostnader	247	259	281	291	358
Personalkostnader	154	147	162	170	175
Lokalkostnader	11	16	12	14	16
Köpta tjänster	12	13	11	13	38
Informations- och datakostnader	63	74	87	84	119
Övrigt	7	9	9	10	10
Externa förvaltningskostnader[1]	158	140	118	104	89
Summa	**405**	**399**	**399**	**395**	**447**
Förvaltningskostnadsandel %	0,08	0,08	0,08	0,07	0,08
Antal anställda[2]	67	67	76	69	72
Antal kvinnor/män	26/41	25/42	29/47	26/43	28/44
Andel kvinnor %	39	42	38	38	39

[1] Exklusive prestationsbaserade arvoden.

[2] Vid årets slut.

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisning.

Föredömlig förvaltning

Fjärde AP-fondens arbete med att förvalta fondmedel på ett föredömligt sätt är integrerat i kapitalförvaltningen, utan att göra avkall på avkastningen. Fonden har fem olika implementeringsstrategier för sitt arbete med föredömlig förvaltning: 1) mäta och rapportera kring hållbarhet, 2) integrera hållbarhetsfaktorer i investeringsprocesser anpassat efter tillgångsslag, 3) påverka som ägare, investerare och samhällsaktör, 4) reducera hållbarhetsrisker i portföljen, och 5) investera i starka hållbarhetstrender genom riktade och tematiska investeringar. Fjärde AP-fonden har även fastställt två övergripande fokusområden – klimat och miljö samt ägarstyrning. Fokusområdena 2025 är oförändrade sedan föregående år.

Fjärde AP-fonden röstade under 2025 på 121 svenska och 1 213 utländska bolagsstämmor (2024: 136 respektive 1 221 stämmor). Det motsvarar 78 respektive 100 procent av antalet svenska och utländska bolag i den noterade portföljen. Under 2025 deltog Fjärde AP-fonden även i 42 svenska valberedningar (2024: 46 valberedningar).

Fonden har fastställt tio övergripande mål relaterade till fokusområdena. Målen 2025 är oförändrade sedan föregående år. Eftersom målen är av medel- eller långfristig karaktär saknas gränsvärden för 2025.

I tabell 6.16 redovisas Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och resultat för 2025. Som jämförelse redovisas även resultat för 2024.

Tabell 6.16 Fjärde AP-fondens mål inom arbetet med föredömlig förvaltning

Mål		Resultat		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
1	Bidra till minskningen av globala klimatutsläpp i enlighet med Parisavtalet. Halvera portföljens CO_2e-utsläpp 2030 (jämfört med 2020 års nivå) och nå netto nollutsläpp senast 2040.	1. Förändring koldioxidutsläpp under året (procent) 2. Förändring koldioxidutsläpp sedan 2010 (procent)	1. -15 2. -70	1. -6 2. -72
2	Göra investeringar som minskar klimatrisken i portföljen.	1. Koldioxidutsläpp som andel av globalt aktieindex (procent) 2. Koldioxidintensitet som andel av globalt aktieindex (procent)	1. 41 2. 43	1. 39 2. 45
3	Göra proaktiva investeringar som bidrar till och drar fördel av klimatomställning.	Genomförda investeringar	Målet uppnått. 4,6 mdkr i nya hållbarhetsinvesteringar.	4,2 mdkr i nya investeringar primärt inom onoterade investeringar samt obligationer.
4	Utvärdera möjliga förvaltningsstrategier baserat på kartlagda indikatorer.	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått
5	Påverka för klimatomställning.	1. Förändring koldioxidutsläpp, portföljmix (procent)	1. -11 2. -4	1. -6 2. 0

Mål		Resultat		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
		2. Förändring koldioxidutsläpp, bolagens utsläpp (procent)		
	Fokusområde: Ägarstyrning			
6	Arbeta aktivt i valberedningar i kraft av ägarandel.	1. Antal valberedningar 2. Andel av portföljvärdet där AP4 är representerad i valberedningar	1. 46 2. 53	1. 42 2. 54
7	Arbeta för ökad mångfald i styrelserna, särskilt med avseende på jämnare könsfördelning.	Andel kvinnor av nyvalda ledamöter (procent)	45	64
8	Utöva rösträtten vid svenska stämmor.	1. Antal svenska stämmor där fonden röstat 2. Andel stämmor där fonden röstat (procent av totalt innehav)	1. 136 2. 79	1. 121 2. 78
9	Utöva rösträtten vid utländska stämmor.	Antal utländska stämmor där fonden röstat 2. Andel stämmor där fonden röstat (procent av totalt innehav)	1. 1 221 2. 100	1. 1 213 2. 100

Mål		Resultat		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
10	Stötta initiativ som verkar för aktieägares rättigheter och bolagens arbete med hållbarhet	Kvalitativ bedöm-ning	Målet uppnått	Målet uppnått

[1] Andel av valberedningar där fonden erbjudits delta (procent)

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Fjärde AP-fonden).

Regeringen bedömer att Fjärde AP-fonden har satt upp tydliga hållbarhetsmål och arbetat aktivt för att uppnå dem under 2025. Sammantaget uppfyller fonden det lagstadgade målet om att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt.

Risk- och kontrollverksamhet

Fjärde AP-fonden delar in riskhanteringen i tre steg: riskstyrning, löpande riskhantering samt uppföljning och kontroll. Styrelsen fastställer årligen en placeringspolicy och en riskhanteringsplan för fondens verksamhet som utgör ett ramverk för fondens riskutrymme. I styrelsen finns ett riskutskott och ett revisionsutskott för att hantera olika aspekter av riskstyrning. Den löpande riskhanteringen är decentraliserad till de operativa delarna i fonden och följer principen om tre försvarslinjer, vilket innebär att fonden skiljer mellan funktioner som ansvarar för risk (ledning och förvaltningsorganisationen), funktioner för övervakning, kontroll och regelefterlevnad och funktionen för oberoende granskning (internrevision). Uppföljning och kontroll av Fjärde AP-fondens finansiella och operativa risker ansvarar enheten Risk & verksamhetsstöd för.

De av regeringen utsedda revisorerna har i revisionen för 2025 bl.a. granskat Fjärde AP-fondens interna styrning och kontroll samt att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare följs (se avsnitt 7.3). Utöver denna granskning är det förenat med svårigheter för regeringen att närmare utvärdera fondens interna styrning (eng. governance).

6.5 Sjätte AP-fonden

Regeringens bedömning

Sjätte AP-fonden har genererat avkastning som bidrar till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fonden har även uppfyllt målet att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt. Sammantaget har Sjätte AP-fonden infriat de förväntningar som finns på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Sjätte AP-fonden startade redan i slutet av 1996 och har till skillnad från Första–Fjärde AP-fonderna varit en sluten fond. Sjätte AP-fonden har därmed inte hanterat nettoflöden mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet. Fondens uppdrag reglerades i den numera upphävda lagen om Sjätte AP-fonden. Fondens mål har varit att skapa

långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning genom investeringar på den onoterade riskkapitalmarknaden. Styrelsen beslutade under 2020 att fr.o.m. 2021 använda ett nytt avkastningsmål. Målet har syftat till att utvärdera fondens prestation relativt en marknad av onoterade tillgångar globalt, och kommer huvudsakligen utvärderas över rullande femårsperioder.

Avkastningen för 2025 uppgick till 8,3 procent. Den genomsnittliga avkastningen efter kostnader över fem år uppgick till 13,1 procent. Därmed uppfyllde Sjätte AP-fonden sitt långsiktiga avkastningsmål som uppgick till 6,8 procent under samma period.

Tabell 6.17 Sjätte AP-fondens resultat

Miljarder kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Ingående fondkapital	45,2	67,3	68,6	70,7	77,1
Årets resultat	22,2	1,3	2,1	6,4	6,4
Utgående fondkapital	67,3	68,6	70,7	77,1	83,5
Årets förändring, mdkr	22,1	1,3	2,1	6,4	6,4
Procent					
Avkastning efter kostnader	49,1	1,9	3,0	9,0	8,3

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Sjätte AP-fonden).

Sedan den 1 juli 2022 har Sjätte AP-fonden ett lagstadgat mål om föredömlig förvaltning som följs upp årligen. Sjätte AP-fonden förvaltat fondmedlen på ett föredömligt sätt under 2025 genom att vara en aktiv ägare, integrera hållbarhet i kapitalförvaltningen och beakta hållbarhet, utan att göra avkall på avkastningen.

Fondkapital och resultat

Sjätte AP-fondens resultat uppgick till 6,4 miljarder kronor 2025, jämfört med 6,4 miljarder kronor året innan. Detta motsvarar en nominell avkastning på 8,3 procent, jämfört med 9,0 procent året innan. Till skillnad från de andra buffertfonderna var Sjätte AP-fonden sluten, vilket innebar att den inte hade några betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet ökat med 73,1 miljarder kronor, från 10,4 miljarder kronor till 83,5 miljarder kronor. Detta motsvarar en total värdetillväxt sedan starten på ca 703 procent och en årlig genomsnittlig tillväxt på 7,4 procent.

Största positiva bidraget till avkastningen under 2025 kom från valutasäkringar (knappt 5,0 miljarder kronor). I övrigt kom bidragen till avkastningen från buyout fond-investeringar och buyout co-investeringar (1,15 miljarder kronor), och venture/growth (0,6 miljarder kronor). Secondary bidrog negativt med 0,2 miljarder kronor.[6]

[6] *Buyout* avser investeringar i mogna bolag. *Venture/growth* avser investeringar i bolag i tidig utvecklings- och tillväxtfas, och har en relativt högre risknivå. *Secondary* avser andrahandshandel med av andra investerare redan ingångna investeringsavtal.

Sjätte AP-fondens avkastningsmål

Målen för Sjätte AP-fondens placeringsverksamhet angavs i den numera upphävda lagen om Sjätte AP-fonden. Enligt den lagen har gällt att Sjätte AP-fonden, 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 långsiktig hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses. Sjätte AP-fonden ska dessutom investera ansvarsfullt och hållbart utan att göra avkall på avkastning och risknivå. Enligt lagen ska Sjätte AP-fonden fastställa närmare mål för sin placeringsverksamhet. Styrelsen har fastställt sådana konkreta förvaltningsmål.

Sjätte AP-fondens målsättning är att över en femårsperiod överträffa avkastningen av ett sammanvägt index bestående av 90 procent Burgiss ALL, som representerar avkastning i private equity-marknaden, viktat med 10 procent OMRX T-Bill, motsvarande behov av likvida medel. Målet antogs under 2021 och ersätter tidigare målindex (SIX Nordic 200 CAP GI) även för historiska jämförelser. Målet som används sedan 2021 syftar till att utvärdera fondens prestation relativt en marknad av onoterade tillgångar globalt. Sjätte AP-fondens målsättning är att den genomsnittliga årliga avkastningen över en rullande femårsperiod ska överträffa målindex.

Sjätte AP-fondens mål är att fonden genom sin inriktning mot onoterade tillgångsslag ska hålla en hög långsiktig avkastning, med en balanserad totalrisk för portföljen. Sjätte AP-fondens ambitionsnivå är dock, enligt fonden, att skapa högre avkastning än median i marknaden. Sjätte AP-fondens mål är till sin natur långsiktigt, eftersom investeringar inom onoterade tillgångar behöver mätas över en längre period.

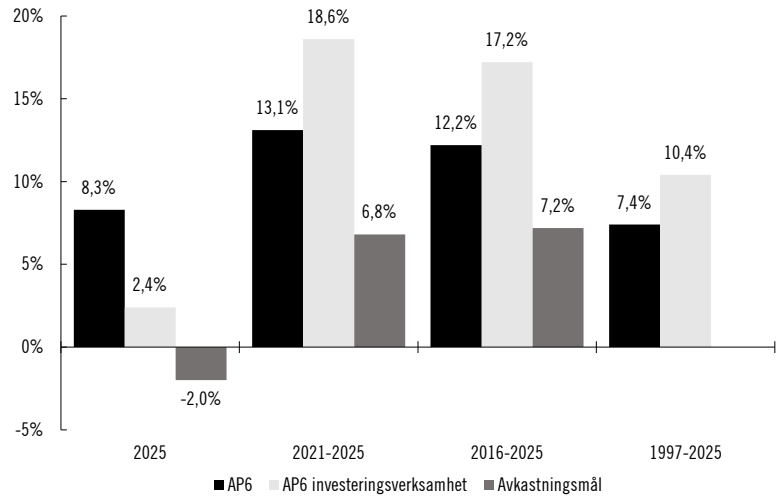
Uppföljning av Sjätte AP-fondens avkastningsmål

Regeringens utvärdering tar bl.a. sikte på hur väl styrelsen har operationaliserat de övergripande målen och uppnått dessa, med särskilt fokus på avkastning och risk. När det gäller avkastningen utgår utvärderingen från ett långsiktigt perspektiv, vilket innebär att avkastningen bedöms över längre tidsperioder än övriga delar av utvärderingen. En sådan ansats minskar fokus på kortsiktiga utfall, och bedöms bidra till ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Ett långsiktigt utvärderingsperspektiv överensstämmer med fondens uppdrag och buffertfondernas roll i pensionssystemet (se bilaga 1).

I figur 6.13 redovisas genomsnittlig avkastning för hela perioden 1997–2025, för den senaste tioårsperioden 2016–2025, för den senaste femårsperioden 2021–2025 samt för 2025. Som jämförelse redovisas även Sjätte AP-fondens målsättning för avkastningen för motsvarande tidsperioder, omräknad för att vara jämförbar med den genomsnittliga nominella avkastningen.

Figur 6.13 Sjätte AP-fondens totala avkastning

Genomsnittlig årlig avkastning efter totala kostnader, procent



Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Sjätte AP-fonden).

Avkastningen för 2025 uppgick till 8,3 procent. Fondens genomsnittliga avkastning efter kostnader var 13,1 procent under den senaste femårsperioden och 12,2 procent under den senaste tioårsperioden. Jämförelseindexet avkastade -2,0 procent 2025, 6,8 procent i genomsnitt per år under perioden 2021–2025 och 7,2 procent i genomsnitt per år under perioden 2016–2025. Fonden har därmed överträffat sitt avkastningsmål på fem års sikt. Jämförelseindexet sträcker sig inte till 1996, varför en jämförelse sedan periodens start inte är möjlig.

Sjätte AP-fonden har bidragit till den långsiktiga finansieringen av tillgångssidan i inkomstpensionssystemet, även om fonden varit sluten och inte varit en del av flödet inom inkomstpensionssystemet i övrigt.

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet

Investeringsverksamheten, som utesluter fondens likviditetsförvaltning, ökade under 2025 och uppgick vid årsskiftet till 71,6 miljarder kronor, vilket motsvarar 87 procent av det totala kapitalet. Resultatet för investeringsverksamheten uppgick 2025 till 1,4 miljarder kronor.

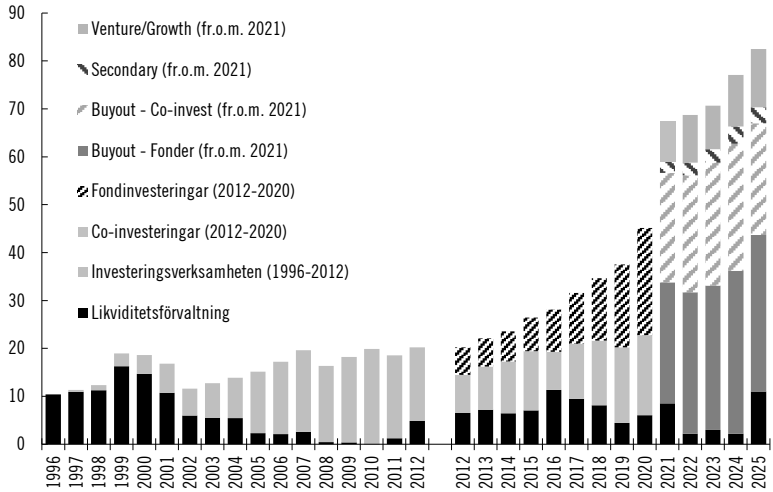
År 2020 fastställde Sjätte AP-fondens styrelse en ny långsiktig strategisk inriktning till 2030 mot en allokering inom buyout, venture/growth och secondary. Redovisningen av segmenten venture/growth och secondary var ny 2021. Inom buyout är allokeringen en kombination av fondinvesteringar och co-investeringar.

Marknadsvärdet av fondinvesteringarna 2025 uppgick till 32,8 miljarder kronor. Marknadsvärdet av co-investeringarna 2025 uppgick till 23,3 miljarder kronor. Marknadsvärdet av venture/growth och secondary uppgick 2024 till 12,2 respektive 3,3 miljarder kronor. Övriga tillgångar uppgick till 0,9 miljarder kronor. Buyout-segmentet omfattar 78 procent (varav fondinvesteringar 46 procentenheter och co-investeringar 32 procentenheter), venture/growth omfattar 17 procent och secondary

omfattar 5 procent av investeringsverksamhetens förvaltade kapital som uppgår till totalt 87 procent av fondkapitalet.

Figur 6.14 Portföljutveckling Sjätte AP-fonden

Totala tillgångar, miljarder kronor



Anm.: Fr.o.m. 2021 redovisas investeringskategorierna: likviditetsförvaltning, buyout-fonder, buyout-co-invest, venture/growth och secondary. Fr.o.m. 2012 t.o.m. 2020 redovisas investeringskategorierna: likviditetsförvaltning, fondinvesteringar och co-investeringar. Från start 1996 t.o.m. 2012 redovisas investeringskategorierna: likviditetsförvaltning och investeringsverksamhet.

Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Sjätte AP-fonden).

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet drivs utifrån en portföljstrategi som kan skapa en hög riskjusterad avkastning på portföljnivå där de olika segmenten varierar i avkastningen mellan olika år. Investeringsinriktningen är främst mogna bolag och under 2025 kom avkastningen i första hand från segmentet buyout som utgör en majoritet av det förvaltade kapitalet i fonden. Buyout-segmentet, som motsvarar mogna bolag, genererade 2025 en avkastning om 2,3 procent (avkastningen kom framför allt från co-investeringar som avkastade 8,4 procent medan fondinvesteringar avkastade -2,1 procent). Resultatet i co-investeringar har framför allt påverkats positivt av innehavet i Asker som såldes efter noteringen under hösten. Det mogna marknadssegmentet har generellt sett haft en bra avkastning under perioden 1997–2025, vilken var 15,5 procent för buyout-segmentet, (16,3 procent för co-investeringar och 14,7 procent för fondinvesteringar). För tioårsperioden 2016–2025 uppgick avkastningen till 16,9 procent (18,6 procent för co-investeringar och 15,0 procent för fondinvesteringar). För femårsperioden 2021–2025 var motsvarande siffror 19,1 procent (23,1 respektive 15,6 procent för co-investeringar och fondinvesteringar).

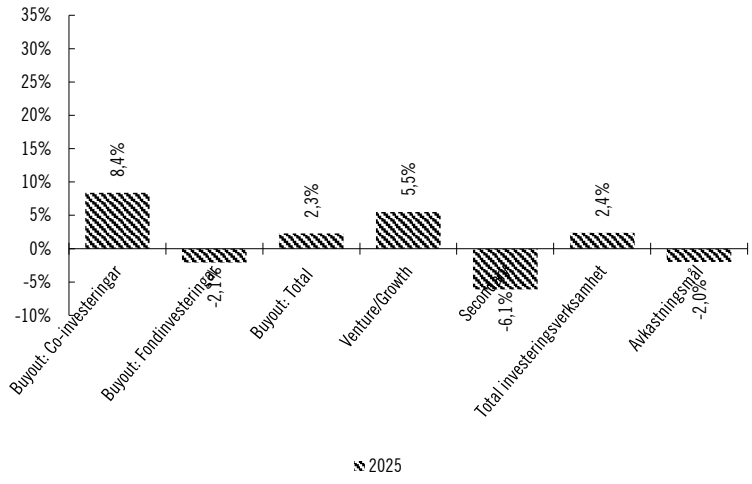
Venture/growth-segmentet, som motsvarar bolag i tidig fas, genererade en positiv avkastning om 5,5 procent. Noteras kan att 2021 avkastade venture/growth så mycket som 110,6 procent. Den mycket höga avkastningen det året var en följd av mycket lönsamma avyttringar i en marknad i uppåtgående trend, efter en längre tids nedåtgående trend under

corona-virusets globala spridning, vilket i sin tur ledde till ett starkt intresse från investerare med riskvilligt kapital. Sedan fondens start har venture/growth-segmentet i jämförelse avkastat 2,2 procent årligen. För tioårsperioden (2016–2025) avkastade venture/growth 20,4 procent årligen och för femårsperioden (2021–2025) 15,5 procent årligen. Under den senaste tioårsperioden har venture/growth-delen av Sjätte AP-fondens förvaltade kapital haft högst procentuell avkastning, mycket på grund av den starka venture-marknad som rådde 2020–2021.

Secondary-segmentet, som motsvarar andrahandshandel med av andra investerare redan ingångna investeringsavtal, avkastade -6,1 procent under 2025, medan avkastningen uppgick till 19,0 procent för femårsperioden (2021–2025) och 13,8 procent för tioårsperioden (2016–2025).

Figur 6.15 Sjätte AP-fondens resultat och fondkapital per affärsområde

Procent



Anm. Avkastningsmål 2025 uppgick till -2 procent.
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Sjätte AP-fonden).

Likviditet

Likviditetsförvaltningen utgörs av den del av Sjätte AP-fondens kapital som inte är placerad inom investeringsverksamheten. Syftet med likviditetsförvaltningen är att upprätthålla god betalningsberedskap, vilket bl.a. behövs för att kunna genomföra ny- och tilläggsinvesteringar och för att hantera de finansiella risker som kan uppstå inom verksamheten. Förvaltningen ska ske med tillfredsställande riskspridning.

En del av likviditetsförvaltningen utgörs av den korta betalningsberedskapen. Denna del utgörs främst av kapital på Sjätte AP-fondens bankkonton och uppgår till ca 1–3 månaders nettoutflöden inom investeringsverksamheten. Belopp överstigande den löpande betalningsberedskapen placeras i externa fonder. Eftersom Sjätte AP-fonden är sluten och ledtiderna för att investera i onoterade tillgångar är långa, kommer perioder med god avkastning att generera överlikviditet. Förvaltningen måste därför ha en längre placeringshorisont. I syfte att

skapa möjlighet till en god riskjusterad avkastning placeras därmed likviditeten som överstiger den korta betalningsberedskapen med en högre risk. Detta uppnås genom att 30 procent placeras i fem geografiskt breda och passiva aktieindex. Resterande del placeras i externa räntefonder med balanserad ränte- och kreditrisk.

Utöver detta har likviditetsförvaltningen också till uppgift att hantera de finansiella risker som kan uppstå inom verksamheten och vid behov låna upp kapital.

Likviditetsportföljen ökade under året och uppgick vid årsskiftet till 11,0 miljarder kronor. Ökningen förklaras delvis av lägre utbetalningar till nya och befintliga co-investeringar med anledning av Sjätte AP-fondens införlivande i Andra AP-fonden vid årsskiftet 2025/2026. Posten inkluderar fr.o.m. 2022 värdet på valutaterminer och övriga poster. Resultatet för likviditetsförvaltningen uppgick till 113 miljoner kronor och hade en marginellt positiv inverkan på resultatet 2025.

Kostnader

Sjätte AP-fondens interna kostnader (rörelsekostnader) uppgick under 2025 till 153 miljoner kronor, en ökning med 48 miljoner kronor från föregående år. Ökningen under 2025 förklaras främst av engångskostnader kopplade till avvecklingen av fonden om 59 miljoner kronor, varav 42 miljoner kronor i omställningskostnader för personal och förberedande arbete inför avvecklingen, och resterande 17 miljoner kronor för uppsagda avtal. Sett till hela perioden 2021–2025 så har rörelsekostnaderna ökat från 98 miljoner till 153 miljoner kronor, där ökningen under 2025 i allt väsentligt förklarar hela variationen över perioden.

Externa förvaltningskostnader för den onoterade verksamheten ingår inte i tabellen nedan. Sjätte AP-fonden periodiserar sina förvaltningskostnader vilket innebär att fonden bokför uppskattade kostnader löpande över tiden, även om de ännu inte har betalats ut. De är därför inte direkt jämförbara med de externa förvaltningskostnaderna för den onoterade verksamheten hos Första–Fjärde AP-fonderna som redovisar dessa netto när de uppstår (kassaflödesbaserad metod). Under 2025 uppgick Sjätte AP-fondens externa kostnader för onoterade tillgångar till 1 104 miljoner kronor. Förvaltningskostnaden som andel av det förvaltade kapitalet uppgick samtidigt till 1,5 procent, vilket var en minskning jämfört med 2024. Sjätte AP-fondens fokus på onoterade tillgångar i kombination med fondens mindre storlek medför en högre kostnadsandel än för övriga buffertfonder.

Tabell 6.18 Sjätte AP-fondens kostnader

Miljoner kronor

	2021	2022	2023	2024	2025
Interna kostnader	98	104	104	105	153
Personalkostnader	73	76	78	78	109
Lokalkostnader	6	6	7	7	20
Köpta tjänster	6	11	3	4	5
Informations- och datakostnader	5	6	7	6	7

	2021	2022	2023	2024	2025
Övrigt	8	5	9	10	12
Externa förvaltningskostnader[1]	0	0	0	0	0
Summa	**98**	**104**	**104**	**105**	**153**
Antal anställda[2]	32	34	32	29	25
Antal kvinnor/män	15/17	16/18	16/16	16/13	14/11
Andel kvinnor %	47	47	50	55	56

[1] Inga prestationsbaserade avgifter har utgått under perioden.

[2] Vid årets slut.

Källa: Sjätte AP-fondens årsredovisningar.

Föredömlig förvaltning

Sjätte AP-fonden integrerar hållbarhet i kapitalförvaltningen och det är en av de dimensioner som utvärderas vid val av förvaltare. Fondens begränsning till onoterade tillgångar av illikvid natur och dess strategi med enbart indirekta investeringar gör att stor vikt läggs vid granskningsarbetet inför en investering. Arbetet berör samtliga områden inom ESG och utgår från två huvudområden, ESG-integrering och transparens. Därtill har Sjätte AP-fonden tre särskilda fokusområden – klimat, jämställdhet och mångfald samt mänskliga rättigheter. Fokusområdena 2025 är oförändrade sedan föregående år.

Under 2025 har Sjätte AP-fondens arbete med föredömlig förvaltning utvecklats vidare baserat på fondens övergripande hållbarhetsperspektiv och målsättningar. Sjätte AP-fonden har fastställt tio mål som 2025 i huvudsak är oförändrade sedan föregående år. Målet relaterat till PRI:s (Principer för ansvarsfulla investeringar) utvärdering utgick under året och målet kopplat till mänskliga rättigheter har kvantifierats. Målen är relaterade till fondens fokusområden och därmed kategoriserade i fem grupper. Samtliga mål är resultatmål (t.ex. att uppnå ett visst resultat) definierade mot kvantitativa mätetal. Målen är av kort-, medel- eller långfristig karaktär. I den utsträckning kortfristiga gränsvärden formulerats för 2025 bedöms målen vara uppfyllda där dessa följts upp.

I tabell 6.19 redovisas Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och resultat för 2025. Som jämförelse redovisas även resultat för 2024.

Tabell 6.19 Sjätte AP-fondens mål inom arbetet med föredömlig förvaltning

Mål		Måluppfyllelse		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
	Huvudområde: ESG-integrering			

Mål		Måluppfyllelse		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
1	Positiv trend i årlig ESG-utvärdering i förändring av betygssättning bland förvaltare.	Förändring av betygssättning (procent)	+4 i hela portföljen och +1 i befintliga innehav (med ett totalt resultat om 89 procent)	+1 i hela portföljen och +1 i befintliga innehav
2	Förvaltare motsvarande 100 procent av investerat kapital ska ha en ESG-policy / policy för ansvarsfulla investeringar.	Andel av investerat kapital (procent)	100	100
3	Samtliga signifikanta minoritetsinvesteringar ska ha en handlingsplan för hållbarhet.	Andel av innehav (procent)	100	100
	Huvudområde: Transparens			
4	Förvaltare motsvarande 100 procent av investerat kapital ska hållbarhetsrapportera (enligt relevant rapporteringsstandard, t.ex. PRI eller GRI) till 2025	Andel av investerat kapital (procent)	86	85
5	Förvaltare motsvarande 65 procent av investerat kapital ska redovisa ESG-KPI:er på portföljbolagsnivå enligt relevant standard eller rapporteringsinitiativ till 2025.	Andel av investerat kapital (procent)	74	76
	Fokusområde: Klimat			
6	Förvaltare motsvarande a) 65 procent (2025) och b) 100 procent (2040) av investerat kapital har satt eller har förbundit sig att sätta klimatmål i linje med Parisavtalet.	Andel av investerat kapital (procent)	69	67
7	Innehav motsvarande a) 65 procent (2025) och b) 100 procent (2030) av förvaltat kapital ska redovisa växthusgasutsläpp.	Andel av investerat kapital (procent)	75	E/T[1]
	Fokusområde: Jämställdhet och mångfald			
8	Jämställd fördelning mellan kvinnor och män hos förvaltaren, a) i investeringsteam (2025) och b) på partnernivå (2030). Jämställdhet definieras som minst 40 procent representation av den underrepresenterade gruppen.	Andel av den underrepresenterade gruppen (procent)	a) 29 b) 17	a) 28 b) 16

Mål		Måluppfyllelse		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
9	10 procent årlig ökning mot föregående år av representationen av den underrepresenterade gruppen (i syfte att nå mål nr 8).	Förändring i procent mot föregående år a) investeringsteam b) partnernivå	a) 0 b) 0	a) -1 b) 5
	Fokusområde: Mänskliga rättigheter			
10	Positiv trend i årlig utvärdering av mänskliga rättigheter	Förändring av betygssättning bland förvaltare	+1 % i hela portföljen +3 % i befintliga innehav (med ett totalt resultat om 39 %)	E/T E/T

[1] Ej tillämplig. Följs ej upp med hänsyn till att verksamheten upphör vid utgången av 2025.
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Sjätte AP-fonden.

Regeringen bedömer att Sjätte AP-fonden har satt upp tydliga hållbarhetsmål och arbetat aktivt för att uppnå dem under 2025. Sammantaget uppfyller fonden det lagstadgade målet om att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt.

Risk- och kontrollverksamhet

De av regeringen utsedda revisorerna har i revisionen för 2025 bl.a. granskat Sjätte AP-fondens interna styrning och kontroll samt att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare följs (se avsnitt 7.3). Utöver denna granskning är det förenat med svårigheter för regeringen att närmare utvärdera fondens interna styrning (eng. governance).

Sjätte AP-fondens egen utvärdering av förvaltningen

Enligt den numera upphävda lagen om Sjätte AP-fonden ska fonden i samband med att årsredovisning och revisionsberättelse överlämnas till regeringen också överlämna en egen utvärdering av förvaltningen av fondmedlen (resultatuppföljning).

Av Sjätte AP-fondens resultatuppföljning framgår bl.a. följande. Styrelsen konstaterar att den strategiska inriktningen är fortsatt framgångsrik och väl avvägd. Portföljen levererar i enlighet med strategin i olika marknadsklimat där Sjätte AP-fondens strukturkapital och gedigna investeringsprocess är central för att skapa en hög avkastning genom högkvalitativa förvaltare. Styrelsen konstaterar vidare att genom den stärkta kronkursen har likviditeten kraftigt stärkts under 2025. Därtill har ett större likviditets-

tillskott skett genom avyttringen av Asker Healthcare. Mot bakgrund av överföringen av tillgångar till Andra AP-fonden vid årsskiftet har investeringstakten under 2025 varit lägre än planerat och det kraftiga likviditetstillskottet har inte kunnat användas till nya co-investeringar vilket i annat fall hade skett. Vidare noterar styrelsen att Sjätte AP-fonden under året har fortsatt att bedriva det långsiktiga arbetet med ansvarsfulla investeringar och integrering av hållbarhet i verksamhetens alla delar. Sammantaget kännetecknas fondens långsiktiga arbete med ansvarsfulla investeringar av tydliga processer för integrering av hållbarhet i investeringsfas och ägande.

Sammanfattningsvis är det styrelsens övergripande slutsats att Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet och hållbarhetsarbete har fortsatt att utvecklats mycket väl i linje med strategin och portföljen har fortsatt att leverera en stabil avkastning år efter år.

6.6 Sjunde AP-fonden

Regeringens bedömning

Sjunde AP-fonden har uppfyllt sin roll inom premiepensionssystemet. Den kapitalviktade avkastningen har sedan 2001 varit högre än inkomstpensionens utveckling och har även överstigit den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden har även uppfyllt målet att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt. Sammantaget har Sjunde AP-fonden infriat de förväntningar som finns på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet i premiepensionssystemet. Pensionsmedlen kommer från sparare som avstått från att välja fonder eller sparare som aktivt önskar ett långsiktigt pensionssparande i statlig regi.

Sjunde AP-fondens styrelse har beslutat att målet för premiepensionssystemets förvalsalternativ (AP7 Såfa) är att ett kontinuerligt sparande i AP7 Såfa under hela arbetslivet ska ge en långsiktig överavkastning i förhållande till den statliga inkomstpensionen om minst 2 procentenheter per år i genomsnitt, för dem som under hela sparandeperioden är kvar i AP7 Såfa. Sjunde AP-fonden har uppnått detta mål. Under perioden 2000[7]–2025 uppgick den kapitalviktade avkastningen, som visar avkastning med hänsyn tagen till insättningar och uttag, för Sjunde AP-fonden till 11,0 procent per år, vilket är 7,6 procentenheter högre än inkomstpensionens avkastning under samma period (3,4 procent per år). Sjunde AP-fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan 2001 har uppgått till 8,4 procent per år, vilket överstiger avkastningen för de privata fonderna i premiepensionssystemet som ökat med i genomsnitt 5,8 procent per år under samma period, i tidsviktad avkastning, som visar avkastning oberoende av insättningar och uttag.

[7] Sedan december 2000.

Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har sänkts i flera steg under perioden 2012–2022 och uppgick under 2025 till 0,05 respektive 0,04 procent av förvaltat kapital, oförändrat sedan 2022. Detta kan jämföras med den genomsnittliga förvaltningsavgiften för de omkring 395 fonder (425 fonder 2024) som ingick i premiepensionssystemet vid 2025 års slut som uppgick till 0,18 procent (0,19 procent 2024).[8]

Sedan den 1 januari 2023 har Sjunde AP-fonden i likhet med övriga AP-fonder ett lagstadgat mål om föredömlig förvaltning. Sjunde AP-fonden har förvaltat fondmedlen på ett föredömligt sätt under 2025 genom att vara en aktiv ägare och beakta hållbarhet, utan att göra avkall på avkastningen.

Fondkapital och resultat

Under 2025 genererade Sjunde AP-fonden en avkastning på 4,2 procent. AP7 Aktiefonds avkastning 2025 var 4,3 procent efter kostnader, och AP7 Räntefonds avkastning var 3,2 procent efter kostnader.

Sjunde AP-fondens förvaltade kapital har växt från 16,1 miljarder kronor 2001 till 1 529,1 miljarder kronor vid utgången av 2025, vilket innebär att fondens portföljvärde motsvarade drygt två tredjedelar (ca 69 procent) av det samlade värdet i Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna. Av beloppet uppgick AP7 Aktiefond till 1 365,6 miljarder kronor och AP7 Räntefond till 163,5 miljarder kronor, vid utgången av 2025.

Sjunde AP-fondens högre tillväxt i termer av kapital jämfört med Första–Fjärde AP-fonderna är delvis ett resultat av stora inflöden. Under 2025 var det fortsatt stora inflöden, 57,0 miljarder kronor, genom köp av andelar bl.a. på grund av det årliga inflödet av pensionsrätter. Utflödet, genom inlösen av andelar, på grund av pensionsutbetalningar och att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till sammanlagt 26,3 miljarder kronor under samma period. Ökningen av det totala förvaltade kapitalet förklaras, utöver nettoinflöde på 30,7 miljoner kronor, av en positiv värdeutveckling under året till följd av uppgångar på de globala aktiemarknaderna, samt fallande räntor. Vid utgången av 2025 förvaltade Sjunde AP-fonden 53,5[9] procent av medlen i premiepensionssystemet för drygt 6 miljoner pensionssparare. Trenden med procentuell förskjutning av antalet sparare och kapital till AP7 Såfa fortsatte 2025. Detta är bl.a. en följd dels av att flera yngre sparare inte gör egna fondval, dels av att kapitalet från avregistrerade fonder som inte flyttas till upphandlade fonder oftast går till förvalet. Sedan 2001 har Sjunde AP-fondens andel av det totala premiepensionssystemet ökat med totalt 22,8 procentenheter.

Sjunde AP-fondens avkastningsmål

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder förvaltar Sjunde AP-fonden fonder för de ändamål som framgår av bestämmelserna om premiepension

[8] Den kapitalviktade avgiften (exklusive Sjunde AP-fonden). Källa: Pensionsmyndigheten, Årsredovisning 2025, s. 65.

[9] Sjunde AP-fondens andel av premiepensionssystemets fondmedel exklusive traditionell försäkring. Inklusive traditionell försäkring är andelen 51,8 procent.

i socialförsäkringsbalken. Förvaltningen ska ske uteslutande i pensionsspararnas intresse. Medlen i de fonder som Sjunde AP-fonden förvaltar ska förvaltas på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på målet om avkastning.

Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi baseras på tre grundpelare:

- att investera tillgångarna på ett sätt som bevarar och stärker pensionskapitalets köpkraft över tid,
- att tillhandahålla pensionsspararen en helhetsprodukt som möjliggör ett balanserat risktagande över tid, och
- att förvalta fondmedlen på ett sätt som möter nuvarande och framtida generationers behov genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

Premiepensionssystemets förvalsalternativ (AP7 Såfa) är en individualiserad långsiktig pensionslösning avsedd för ett livslångt sparande. Strategin i AP7 Såfa utgår ifrån att premiepensionen endast är en liten del av den totala allmänna pensionen och att den övriga delen (inkomstpensionen) följer inkomstutvecklingen i den svenska ekonomin. Det innebär att risken i AP7 Såfa är hög när man är ung och har långt kvar till pension och successivt trappas ner i takt med stigande ålder (från 55 år). Det är AP7 Aktiefond, som är en diversifierad globalfond med riskhöjande inslag och tydlig ESG-profil, som står för risktagandet i AP7 Såfa. Det riskhöjande inslaget utgörs framför allt av en s.k. hävstång som innebär att fondens exponering förstärks jämfört med den underliggande marknadens utveckling. Under senare år har användningen av hävstång minskats till förmån för övriga riskhöjande komponenter. AP7 Såfa är en åldersanpassad portfölj med en kombination av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. AP7 Aktiefond har en global inriktning.

För AP7 Såfa är avkastningsmålet att ett kontinuerligt sparande i förvalsalternativet AP7 Såfa under hela arbetslivet ska ge en långsiktig överavkastning i förhållande till den statliga inkomstpensionen om minst 2 procentenheter per år. Målet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är att överträffa sina respektive jämförelseindex.

Uppföljning av Sjunde AP-fondens avkastningsmål

Regeringens utvärdering tar bl.a. sikte på hur väl styrelsen har operationaliserat de övergripande målen och uppnått dessa, med särskilt fokus på avkastning och risk. När det gäller avkastningen utgår utvärderingen från ett långsiktigt perspektiv, vilket innebär att avkastningen bedöms över längre tidsperioder än övriga delar av utvärderingen. En sådan ansats minskar fokus på kortsiktiga utfall, och bedöms bidra till ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Ett långsiktigt utvärderingsperspektiv överensstämmer med fondens uppdrag och roll i pensionssystemet (se bilaga 1).

Målet för AP7 Såfa är att ett kontinuerligt sparande i fondportföljen ska ge en långsiktig överavkastning i förhållande till den statliga inkomstpensionen om minst 2 procentenheter per år i genomsnitt, för dem som under hela sparandeperioden är kvar i AP7 Såfa. Under perioden

2000[10]–2025 uppgick den kapitalviktade avkastningen för Sjunde AP-fonden till 11,0 procent per år, vilket är 7,6 procentenheter högre än inkomstpensionens avkastning under samma period (3,4 procent per år), och översteg därmed målet om minst 2 procentenheters överavkastning jämfört med inkomstpensionen (se tabell 6.20).

Sjunde AP-fondens avkastning kan även jämföras med den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna på premiepensionens fondtorg. Under perioden 2001–2025 har Sjunde AP-fonden[11] i genomsnitt avkastat 2,6 procentenheter mer än de privata fonderna per år (8,4 procent för Sjunde AP-fonden jämfört med 5,8 procent per år för de privata fonderna, i tidsviktad avkastning). Avkastningen i det statliga förvalsalternativet var därmed betydligt högre än de privata alternativen under denna period. Sjunde AP-fonden uppvisar därmed även en högre avkastning än index för fondrörelsen i premiepensionssystemet, exklusive Sjunde AP-fonden.

Under perioden 2021–2025 avkastade AP7 Aktiefond årligen 14,4 procent, vilket är något högre än fondens jämförelseindex som avkastade 14,3 procent årligen under samma period. Den genomsnittliga avkastningen under 2021–2025 för AP7 Räntefond uppgick till 0,9 procent, vilket är i linje med fondens jämförelseindex (0,9 procent) under samma period.

Tabell 6.20 Utveckling för förvalsalternativet AP7 Såfa maj 2010–2025 och 2000–2025

Procent

	2000–2025	2010–2025[3]	2025
AP7 (PSF och Såfa)[1]	11,0	13,5	4,2
Avkastning för inkomstpensionen	3,4	4,9	3,4

[1] Utgörs av PSF (Premiesparfonden) januari 2001–maj 2010 och Såfa maj 2010–december 2025.
[2] I SEK men inte valutasäkrad. Genomsnittlig avkastning för fonderna i premiepensionssystemet (exklusive Sjunde AP-fondens produkter).
[3] Geometriskt snitt av den årliga avkastningen den 24 maj 2010–31 december 2025.
Källa: Sjunde AP-fonden, Arkwright bilaga 9.

Anm. Kapitalviktad avkastning visar en fonds årliga avkastning, med hänsyn tagen till att insättningar, men även utbetalningar, har gjorts under sparperioden. Den kan jämföras med utvecklingen för inkomstpensionen.

AP7 Aktiefond

AP7 Aktiefond har en global inriktning. I förvaltningen av AP7 Aktiefond används normalt hävstångsteknik för att öka risk och förväntad avkastning. AP7 Aktiefond har även aktiv förvaltning på utvalda marknader med fokus på kort till medellång sikt. Av fonden förvaltas 99 procent externt. Vid 2025 års slut uppgick det förvaltade kapitalet till 1 365,6 miljarder kronor (1 288,9 miljarder kronor 2024). Fondens totalavkastning uppgick under 2025 till 4,3 procent (29,8 procent 2024).

[10] Sedan den 13 december 2000.
[11] Avser det samlade kapitalet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond.

Målet för AP7 Aktiefond är att vid den valda risknivån uppnå en långsiktigt hög avkastning som överträffar avkastningen för jämförelseindex. Fonden förvaltas aktivt med tydlig hållbarhetsprofil och har följande strategi:

- Placering av tillgångar i globala aktier med bred geografisk och branschmässig spridning, samt aktierelaterade derivatinstrument som höjer förväntad avkastning och risk – globalportfölj.
- Ökad riskspridning genom att vikta om och lägga till fler tillgångsslag och investeringsstrategier – diversifiering.

Tillämpning av hävstång i förvaltningen gör att placeringsutrymmet är större än fondkapitalet. AP7 Aktiefonds hävstångsnivå uppgick vid utgången av 2025 till 15,0 procent (15,0 procent vid utgången av 2024).

Tabell 6.21 Avkastning efter kostnader AP7 Aktiefond

Procent per år

	2021	2022	2023	2024	2025
AP7 Aktiefond	34,1	-9,9	19,9	29,8	4,3
Jämförelseindex	31,2	-5,6	18,8	29,4	2,5
Differens	**+2,9**	**-4,3**	**+1,1**	**+0,4**	**+1,8**

Anm. Differens uttrycks i procentenheter.
Källa: Sjunde AP-fondens årsredovisningar.

Totalavkastningen för AP7 Aktiefond var 4,3 procent under 2025, vilket var 1,8 procentenheter bättre än jämförelseindex (se tabell 6.21).

AP7 Räntefond

Det förvaltade kapitalet i AP7 Räntefond uppgick till 163,5 miljarder kronor vid 2025 års slut (151,0 miljarder kronor 2024). Under 2025 uppgick avkastningen till 3,2 procent, vilket är 0,1 procentenheter högre än vad jämförelseindex uppgick till (tabell 6.22).

För AP7 Räntefond har Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att fondens avkastning minst ska motsvara avkastningen för jämförelseindex, Handelsbankens ränteindex HMT74 (indexet utgörs av svenska statsobligationer och säkerställda obligationer med en genomsnittlig duration av tre år). Svensk räntemarknad är förhållandevis liten och illikvid. Med anledning av denna omständighet och att AP7 Räntefond har vuxit substantiellt de senaste åren, och av demografiska skäl förväntas fortsätta att växa kommande år, gjordes en större översyn av förvaltningen under 2024. För att bredda fondens investeringsuniversum infördes en möjlighet att investera i obligationer utgivna i euro och US-dollar (valutasäkrade till svenska kronor). Denna typ av investeringar valutasäkras alltid till svenska kronor. I december 2024 fattade Sjunde AP-fondens styrelse även beslut om att möjliggöra investeringar i företagsobligationer med god kreditvärdighet. Under 2025 gjorde fonden sina första investeringar i företagsobligationer utan statligt ägande. Fonden uppnådde under redan 2024 sitt mål om att innehålla minst 50 procent gröna obligationer. Placeringarna vid 2025 års slut utgjordes i huvudsak av svenska säkerställda obligationer, företagsobligationer och hållbara obligationer utgivna av

överstatliga organisationer. Placeringarna görs genom intern förvaltning. Den modifierade durationen i portföljen var 2,7 procent vid utgången av 2025.

Tabell 6.22 Avkastning efter kostnader AP7 Räntefond

Procent per år

	2021	2022	2023	2024	2025
AP7 Räntefond	-0,7	-5,9	5,3	3,1	3,2
Jämförelseindex	-0,6	-5,8	5,2	3,2	3,1
Differens	**-0,1**	**-0,1**	**+0,1**	**-0,1**	**+0,1**

Källa: Sjunde AP-fondens årsredovisningar.

Illikvida tillgångar

Den 1 januari 2023 trädde en lagändring i kraft som utökade Sjunde AP-fondens möjligheter att investera i illikvida tillgångar till 20 procent av det förvaltade kapitalet.

Vid utgången av 2025 var ca 3,6 procent (motsvarande 55,5 miljarder kronor) av Sjunde AP-fondens kapital investerat i illikvida tillgångar. Av de illikvida tillgångarna är 80 procent hänförliga till fondinvesteringar i onoterade aktier med geografisk tyngdpunkt utanför Sverige. Resterande 20 procent av de illikvida tillgångarna är hänförliga till en fastighetsinvestering i Stockholm som genomfördes under 2023 och som ägs genom en bolagsstruktur.

Resultat för verksamheten

Under 2025 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 692,4 miljoner kronor (629,4 miljoner kronor 2024). Intäkterna kommer från de avgifter som spararna betalar för att Sjunde AP-fonden förvaltar deras premiepension. Ökningen av intäkterna beror på att förvaltat kapital ökat med 133,4 miljarder kronor under 2025. Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 488,3 miljoner kronor (408,9 miljoner kronor 2024). Resultatet för myndigheten Sjunde AP-fonden blev således 204,1 miljoner kronor (220,5 miljoner kronor 2024). Det balanserade resultatet vid 2025 års slut var 815,5 miljoner kronor (1 052,4 miljoner kronor 2024).

Kostnader

Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond uppgick 2025 till 0,05 procent respektive 0,04 procent av förvaltat kapital (detsamma som året före). Detta kan jämföras med att den genomsnittliga förvaltningsavgiften för de omkring 395 fonder som ingick i premiepensionssystemet vid 2025 års slut var 0,18 procent (0,19 procent 2024).

Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har sänkts i flera steg under perioden 2012–2022, och Sjunde AP-fonden bedömer att de nu ligger på en långsiktigt lämplig nivå. Sjunde AP-fonden har, i samarbete med Pensionsmyndigheten, utarbetat en metod för att återföra eventuella överskott som uppkommer från tid till annan när avgiften hålls mer stabil över tiden. Under 2025 återförde Sjunde

AP-fonden 457,4 miljoner kronor till spararna enligt den regleringsfunktion som innebär att fonden kan återföra överskott som överstiger den buffert som byggts upp. Eventuell återföring beslutas årsvis.

I Sjunde AP-fonden förekommer ingen rörlig ersättning till anställda. Antalet tillsvidareanställda ökade under året med 18 personer och vid utgången av 2025 var 74 personer anställda, varav 40 kvinnor.

Föredömlig förvaltning

Sjunde AP-fonden arbetar med ett integrerat hållbarhetsperspektiv i förvaltningsverksamheten, både vid investeringsbeslut och i ägarstyrningen av portföljbolag. Arbetet vägleds av fondens klimathandlingsplan med tillhörande policyer, däribland en ägarpolicy. Fonden tillämpar aktivt ägande genom fem metoder: 1) dialog med bolag, 2) investeringar med hög hållbarhetspåverkan, 3) aktivt deltagande och röstning vid bolagsstämmor, 4) samverkan med aktörer med liknande ambitioner och 5) svartlistning av bolag som bryter mot internationella normer eller baserat på ägarstyrning för klimatomställning. Utöver det integrerade arbetet organiseras en del av fondens arbete med föredömlig förvaltning inom ramen för tre parallella treåriga fördjupningsteman. De aktuella temaområdena är natur (2024–2026) och hållbart byggande (2025–2027). Under 2025 avslutades arbetet inom temaområdet styrelseansvar (2023–2025).

Under 2025 har Sjunde AP-fonden röstat på 2 150 bolagsstämmor, vilket motsvarar 99 procent av bolagen i portföljen.

Sjunde AP-fonden har fastställt nio mål som har uppdaterats under 2025 i samband med utvecklingen av fondens klimathandlingsplan. Målsättningarna har sin grund i organisationen Global Impacts tio principer och FN:s agenda 2030. Majoriteten av målen är definierade mot kvantitativa mätetal och det är en kombination av aktivitetsmål (t.ex. att genomföra ett antal aktiviteter inom en given tidsperiod) och resultatmål (t.ex. att uppnå ett visst resultat). Samtliga mål som har gränsvärden definierade för 2025 bedöms vara uppfyllda. Sjunde AP-fonden har vidareutvecklat sin klimatstrategi i syfte att prioritera insatser med störst bedömd effekt. I detta sammanhang har fonden bedömt att klimatnyttan av ett fortsatt fokus på de återstående bolagen i mål 2 inte är motiverad.

I tabell 6.23 redovisas Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och resultat för 2025. Som jämförelse redovisas även måluppfyllelse för 2024.

Tabell 6.23 Sjunde AP-fondens mål inom arbetet med föredömlig förvaltning

Mål		Måluppfyllelse		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
	Aktivt ägande			
1	Rösta på minst 95 procent av bolagsstämmorna i aktieportföljen.	Andel bolag (procent)	99 (3 565 av 3 582 stämmor)	99 (2 150 av 2 170 stämmor)

Mål		Måluppfyllelse		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
2	År 2025 ska alla prioriterade bolag[1] i portföljen vara föremål för fördjupat aktivt ägande för att nå netto nollutsläpp till 2050.	Andel bolag (procent)	92	88
3	Andel av prioriterade bolag som ska bedriva ett trovärdigt omställningsarbete ska vara a) minst 50 procent 2025, och b) 100 procent 2030.	Andel bolag (procent)	34	56
	Hållbarhetsinvesteringar			
4	Gröna mandat i samtliga tillgångsslag fonden investerar i. År 2025 ska fonden ha fördubblat andelen gröna investeringar jämfört med 2020.	Mdkr	76,4 i gröna obligationer, 4,2 i gröna mandat, noterade bolag och 1,1 i gröna investeringar, onoterade bolag Målet uppnått i förtid	83,2 i gröna obligationer, 12,3 i gröna mandat, noterade bolag och 0,9 i gröna investeringar, onoterade bolag
5	Omställningsmandat ska utgöra 10 procent av aktiefonden 2027. Den första investeringen ska ske under 2022.	Andel av fonden	Mål senareläggs till 2027 (tidigare 2025) för att möjliggöra uppbyggnad av en intern omställningsförvaltning	Mål senarelagt till 2027
6	Öka andelen gröna obligationer i räntefonden till 50 procent 2025.	Andel i portföljen (procent)	50 Målet uppnått i förtid	51
	Etablera hållbara normer			
7	Vara med och driva hållbar normutveckling och ägarstyrning i nationella och internationella forum	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått
	Bidra till ökad kunskap			

Mål		Måluppfyllelse		
Nr	**Beskrivning**	**Mätetal**	**2024**	**2025**
8	Sprida kunskap om hållbara investeringar och ägarstyrning	Kvalitativ bedöm-ning	Målet uppnått, bl.a. genom publicering av rapport om tema-arbetet med klimat-omställning	Målet uppnått
	Bidra till trygg pension			
9	Ett kontinuerligt sparande i förvals-alternativet ska ge en långsiktig över-avkastning om minst två procentenheter i förhållande till inkomstpensionen.	Avkast-ning	Målet uppnått	Målet uppnått

Not 1: Bolag vars utsläpp står för 70 procent av fondens koldioxidutsläpp (Scope 1 och 2).
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Sjunde AP-fonden).

Regeringen bedömer att Sjunde AP-fonden har satt upp tydliga hållbarhetsmål och arbetat aktivt för att uppnå dem under 2025. Sammantaget uppfyller fonden det lagstadgade målet om att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt.

Risk- och kontrollverksamhet

Sjunde AP-fonden arbetar utifrån principen om tre försvarslinjer, vilket innebär att verksamhetens risker ägs och kontrolleras av verksamheten själv, och att det riskarbete som utförs i verksamheten följs upp av fondens oberoende funktioner för risk och regelefterlevnad.

Verksamheten ansvarar för de risker som är förknippade med den verksamhet som bedrivs, inklusive risker som uppstår i förhållande till externa samarbetspartner och utkontrakterad verksamhet. Identifierade risker kontrolleras, följs upp och rapporteras i enlighet med fastställd rapporteringsstruktur.

Fondens internrevisorer rapporterar till styrelsen. Styrelsens revisionsutskott följer löpande upp att fonden vidtar åtgärder med anledning av iakttagelser från intern- och externrevisorer. Funktionerna för risk, regelefterlevnad och internrevision arbetar riskbaserat och tar årligen fram förslag till kontrollplan för verksamheten, baserat på riskanalys. Kontrollplanerna fastställs av fondens styrelse.

De av regeringen utsedda revisorerna har i revisionen för 2025 bl.a. granskat Sjunde AP-fondens interna styrning och kontroll samt att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare följs (se avsnitt 7.3). Utöver denna granskning är det förenat med svårigheter för regeringen att närmare utvärdera fondens interna styrning (eng. governance).

Sjunde AP-fonden står under tillsyn av Finansinspektionen.

7 Övriga förvaltningsfrågor

7.1 Process för prövning av sidouppdrag för styrelseledamöter

Regeringens bedömning

I syfte att värna om förtroendet för pensionssystemet och AP-fonderna bör alla styrelseledamöter i AP-fonderna på förhand informera sin styrelseordförande om nya uppdrag. Om ordföranden är tveksam när det gäller lämpligheten av ett uppdrag bör frågan kunna lämnas vidare till Finansdepartementet. Innan en styrelseordförande åtar sig ett nytt uppdrag bör Finansdepartementet informeras.

Skälen för regeringens bedömning

Som förvaltare av allmänna pensionsmedel är det viktigt att AP-fonderna har allmänhetens förtroende. Det får därmed inte finnas några som helst misstankar om att enskilda styrelseledamöter eller tjänstemän agerar utifrån annat än målet om att fondmedlen i buffertfonderna ska förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet respektive att Sjunde AP-fondens förvaltning av fonder ska ske uteslutande i pensionsspararnas intresse. Det är också viktigt att styrelseledamöter i AP-fonderna allmänt uppfattas som oberoende och oförhindrade att fatta beslut i enlighet med målet. Varje enskild styrelseledamot ansvarar för att detta förtroende upprätthålls. Den som har ett styrelseuppdrag i en AP-fond måste följaktligen agera på ett sådant sätt att förtroendet för fonderna värnas. Detta innebär dock inte att en ledamot inte kan ha styrelseuppgifter i närliggande verksamhet. Engagemang i närliggande verksamhet kan i många fall bidra till bredare kunskap och bättre förutsättningar för beslutsfattandet. Ledamöter förutsätts känna till och kunna tillämpa de grundläggande reglerna om jäv, ha förmåga att identifiera när jäv eller risk för förtroendeskada uppstår och kunna agera i enlighet därmed.

I regeringens skrivelse Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2016 (skr. 2016/17:130) tydliggjordes processen för prövning av sidouppdrag för styrelseledamöter. Processen innebär att styrelseledamoten på förhand ska informera sin styrelseordförande innan han eller hon åtar sig ett nytt uppdrag. Om en ordförande i något fall är tveksam när det gäller lämpligheten av ett uppdrag kan frågan lämnas vidare till Finansdepartementet. Innan en styrelseordförande åtar sig ett nytt uppdrag ska han eller hon informera Finansdepartementet om detta.

Ledamöter i AP-fondernas styrelser förordnas för ett år i taget. Förordnanden beslutas i slutet av maj i samband med att regeringen fastställer fondernas resultat- och balansräkningar för föregående år. Under våren utvärderas samtliga styrelseledamöter (36 stycken) bl.a. efter dialog med styrelseordföranden i respektive AP-fond.

7.2 Samarbete mellan AP-fonderna

Regeringens bedömning

Det är positivt att AP-fonderna har stärkt samarbetet under en längre period. Samarbetet har omfattat både strategiska och operationella frågor och har bidragit till kostnadseffektivitet och kunskapsutbyte. Sammanslagningen av buffertfonder vid årsskiftet 2025/2026 innebär ytterligare ett steg i riktningen till ökat samarbete och kostnadseffektivitet genom bl.a. stordriftsfördelar.

Skälen för regeringens bedömning

Regeringen betonar vikten av att AP-fonderna gemensamt fortsätter att utveckla samverkan för att ytterligare sänka kostnaderna och förbättra förvaltningen av buffertkapitalet. Regeringen betonar samtidigt att ett samarbete endast bör ske om det inte har negativa konsekvenser för självständigheten i förvaltningen och därmed diversifieringen av förvaltningsmodellerna. Fonderna ska samarbeta i strategiska och operationella frågor där det kan bidra till kostnadseffektivitet och kunskapsutbyte.

AP-fondernas gemensamma samverkansråd har en övergripande roll för samverkan och är det främsta forumet för formellt samarbete mellan fonderna. Syftet är att identifiera samt effektivisera samarbeten inom områden som inte berör investeringsstrategin. Samarbetet inleddes av Första–Fjärde AP-fonderna, men Sjätte och Sjunde AP-fonderna har på senare år deltagit i allt större utsträckning. Sammanslagningen av AP-fonderna vid årsskiftet 2025/2026, innebär ytterligare ett steg i riktningen till ökat samarbete och kostnadseffektivitet genom bl.a. stordriftsfördelar. AP-fonderna samarbetar i följande funktionsinriktade grupper där samverkansrådet har en samordnande roll:

- back office/affärsstöd
- regelefterlevnad
- HR
- it
- juridik
- kommunikation
- redovisning
- risk och performance
- systemförvaltning

Under 2025 har det löpande arbetet i samverkansgrupperna fortsatt. Utöver regelbundna gemensamma möten har samverkan skett genom direkt kontakt mellan medarbetare i de olika fonderna.

Några exempel på områden där fonderna har samverkat är upphandlingar, rättsliga frågor, interna utbildningsinsatser, utveckling av systemplattformar och andra operativa frågeställningar som inte är direkt kopplade till fondernas investeringsstrategier. Vissa av AP-fonderna har även fortsatt samarbetet i samägda bolag, som t.ex. Vasakronan och Polhem Infra.

Utöver samverkansrådet och de funktionsinriktade grupperna sker operativ samverkan genom Etikrådet (se även avsnitt 5).

7.3 Sammanfattning från revision

Regeringens bedömning

Det är av stor vikt att AP-fonderna har god intern styrning och kontroll. Revisorernas arbete bidrar till att säkerställa förtroendet för AP-fonderna och pensionssystemet.

Revisionen för 2025 innehåller inte några väsentliga iakttagelser. Revisorerna noterar att flera fonder arbetar aktivt med att ytterligare stärka och formalisera den interna kontrollen avseende finansiell rapportering. Revisorerna konstaterar att AP-fonderna generellt har bra rutiner och processer kring it-miljön avseende finansiell rapportering. Observationer på området är noteringar som inte påverkar möjligheterna att i revisionen av redovisningen förlita sig på systemen.

Revisorerna noterar att de granskade kontroller och processer som ledningarna har arbetat fram fungerar tillfredsställande och att kontroller avseende den finansiella rapporteringen till övervägande del är formaliserade och systematiserade.

Sammanfattningsvis konstaterar revisorerna att verksamheten inom AP-fonderna bedrivs inom ramen för de riktlinjer som beslutats av respektive styrelse. Samarbetet med ledningar och styrelser har fungerat mycket väl.

Skälen för regeringens bedömning

Revisionen av AP-fonderna omfattar årsredovisningar samt styrelsens och den verkställande direktörens förvaltning. Granskningen har utförts och rapporterats med tillämpning av svensk lag, internationella revisionsstandarder (ISA) och Föreningen Auktoriserade Revisorers (FAR) rekommendation RevR 100 om Revision av finansiella företag till respektive fonds styrelse. Under året har AP-fondernas redovisningsramverk varit oförändrat.

Revisionen har utgått från riskanalysen där väsentliga poster utvärderas utifrån risken för fel i den finansiella rapporteringen. Analysen har resulterat i fokus på följande områden:

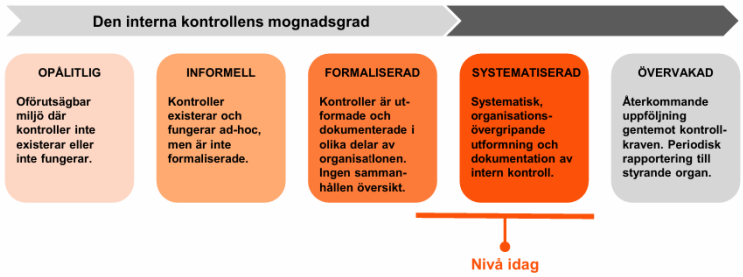
- Värdering och existens av onoterade innehav (ökat fokus under året).
- Värdering och existens av noterade innehav.

Vid granskning har inga väsentliga avvikelser noterats. Revisorerna konstaterar att verksamheten inom AP-fonderna bedrivs inom de riktlinjer som beslutats av respektive styrelse. Revisorernas generella slutsats är att de granskade kontroller och processer som ledningarna har arbetat fram fungerar tillfredsställande.

Revisorernas granskning har visat att AP-fonderna har etablerade rutiner för kontroll och uppföljning inom finansiell rapportering som sammantaget anses vara av en formaliserad till systematiserad mognadsgrad.

Revisorerna har en femgradig skala med olika nivåer för kontrollmiljö (se figur 7.1). AP-fonderna har under 2025 arbetat med att ytterligare utveckla interna rutiner och kontroller inom de olika processerna, i flera fall med fokus på mer systemstöd och elektronisk dokumentation. Ytterligare arbete planeras i flera fonder. Revisorerna anser att nästa steg för att utveckla den interna kontrollmiljön bör vara att ytterligare stärka dokumentationen av de mest väsentliga processerna relaterade till finansiell rapportering.

Figur 7.1 Den interna kontrollens mognadsgrad



Källa: Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB.

Revisorerna konstaterar att en modern finansiell institution bör sträva mot en övervakad nivå för väsentliga processer även om vissa enskilda kontroller eller i vissa fall hela processer kan vara systematiserade. Att förflytta sig till, och bibehålla, en fullt övervakad nivå kräver enligt revisorerna resurser som i vissa fall varken är nödvändiga eller försvarbara.

Revisorerna har genomfört en granskning av att AP-fondernas riktlinjer för ersättningar är i enlighet med de av regeringen fastställda riktlinjerna för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Granskningen har inte visat några avvikelser från riktlinjerna.

Revisorerna har även genomfört en granskning av AP-fondernas hållbarhetsrapporter med utgångspunkt i kraven i årsredovisningslagen (1995:1554) även om AP-fonderna inte omfattas av dessa krav. Revisorerna har inte identifierat några väsentliga avsteg. Några förslag på ytterligare förbättringsområden har lämnats.

Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna

Uppdaterad 2026-05-28

Bakgrund

En policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna motiveras av styrelsernas oberoende och behovet att tydliggöra grunderna för regeringens årliga utvärderingar som ska balansera detta oberoende.

Policyn uppdateras genom att skrivelsen beslutas.

AP-fonderna styrs av lag och är statliga myndigheter. Regeringen utövar inflytande genom att:

- utse styrelser, inklusive ordförande och vice ordförande,
- utse revisorer,
- fastställa fondernas resultat- och balansräkningar, och
- årligen utvärdera förvaltningen av fondmedlen i efterhand.

Enligt lag och förarbeten ska ledamöter i fondernas styrelser utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Fyra ledamöter i var och en av Andra–Fjärde AP-fondernas styrelser utses på förslag av arbetsmarknadens organisationer.

Av rätten att utse revisorer och fastställa fondernas resultat- och balansräkningar följer en uttrycklig möjlighet för regeringen att ta ställning till, och bedöma, fondernas räkenskaper. I detta sammanhang är revisorernas granskning särskilt viktig. Enligt rådande praxis lämnar AP-fondernas revisorer en skriftlig och muntlig rapport till Finansdepartementet efter varje bokslut. Detta bör gälla även fortsättningsvis.

Regeringens utvärdering av fondernas verksamhet motiveras av statens ansvar för det allmänna pensionssystemet och behovet att balansera fondernas oberoende. Fonderna har bl.a. stor frihet att välja inriktning och risknivå. Av det följer en rätt och ett åliggande för regeringen att avge en opartisk bedömning av fondernas förvaltningsresultat. Regeringen har även getts utrymme att förtydliga sin syn på pensionssystemets åtagandesida och uppdraget i övrigt (prop. 1999/2000:46 s.111–113).

En policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna kan uppfattas som ett sådant förtydligande. En omsorgsfullt formulerad och väl kommunicerad policy ökar tydligheten när det gäller utnyttjandet av de styrinstrument som regeringen har till sitt förfogande och främjar konsistens över tiden. Ökad tydlighet och konsistens över tiden bidrar till att förbättra styrningens effektivitet. En policy har även fördelen att vara oavbrutet aktuell, till skillnad från de årliga utvärderingarna som efter offentliggörandet riskerar att förlora aktualitet i viss mån och därmed relevans.

En policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna bör givetvis ta sin utgångspunkt i fondernas uppdrag som det har formulerats i lag och förarbeten och samtidigt beakta behovet av konsistens i regeringens samlade styrning av myndigheter, statligt ägda bolag och affärsverk. Det

kan därför vara lämpligt att hämta inspiration och viss vägledning från gällande riktlinjer beträffande styrning av statliga bolag och i det sammanhanget även beakta principer och riktlinjer som antagits av OECD, utan att dessa för den skull ska anses gälla AP-fonderna i sin helhet.

OECD:s riktlinjer för styrning av statsägda företag riktas till de statliga tjänstemän som är ansvariga för ägandet av företag och ger också användbar vägledning för statliga företags styrelser och ledning. Riktlinjerna ger rekommendationer kring styrning av såväl enskilda statliga företag som den lagstadgade och rättsliga miljö dessa företag verkar inom. Vidare är riktlinjerna tillämpbara oavsett om det statliga företaget är nationellt eller internationellt verksamt (*OECD Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*, OECD 2024, s. 9–12). Mot bakgrund av att styrningen inte kan vara direkt rekommenderar riktlinjerna bl.a. att staten, som informerad och aktiv ägare, fastställer en tydlig ägarpolicy som tillförsäkrar att styrningen är transparent och säkerställer ansvarsskyldighet (accountable) (*OECD Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*, OECD 2024, s. 29–39).

AP-fondernas styrelser åtnjuter operationell autonomi genom att ensamma bära ansvaret för fondernas förvaltning. Styrelserna företräder respektive fond också inför domstol. Styrelserna svarar själva för fondernas finansiering med de medel som fonderna förvaltar, vilket liknar den typ av avgiftsfinansiering som bedrivs av exempelvis försäkringsbolag. I dessa avseenden motsvarar AP-fonderna kriterier för statsägda ”företag”. De avgifter som finansierar fondernas verksamhet hämtas dock ur ett fondkapital som tillhör pensionssystemet och som tilldelas AP-fonderna genom lag. Fondkapitalet har därför inte anskaffats under konkurrens på en öppen marknad. Det innebär att avgiftsfinansieringen inte är en del av fondernas affärsverksamhet. Fonderna finansieras med offentliga medel, även om beslutanderätten har delegerats till fondernas styrelser. Däremot bedriver fonderna renodlad affärsverksamhet när det gäller placeringsverksamheten.

AP-fonderna har definierats som statliga myndigheter, vilket har implikationer bl.a. genom att regler om offentlig arbetsrätt och offentlig upphandling blir tillämpliga (prop. 1999/2000:46 s. 133 ff.). Enligt regelverket styrs AP-fonderna inte genom instruktioner, regleringsbrev och regeringsuppdrag.

Styrelsernas roll

Styrelsernas primära ansvar avser det förvaltade kapitalet. Fördelningen av roller och ansvar mellan styrelse och verkställande ledning ska vara tydlig och ansluta till god praxis på området.

Enligt aktiebolagslagen (2005:551) och god styrelsesed ska en styrelse styra och kontrollera bolaget i alla aktieägares intresse. Uppdraget utgår från bolagets bästa. God praxis på området sammanfattas i bl.a. OECD:s principer och svensk kod för bolagsstyrning.

Eftersom fonderna är statliga myndigheter och inte aktiebolag, kan det behöva klargöras vad som mer precist är föremålet för styrelsernas uppdrag. Eftersom AP-fondernas uppdrag enligt lag och förarbeten utgår

från pensionssystemets intresse, bör styrelsernas uppdrag definieras med samma utgångspunkt. Av det följer att verksamhetens ändamål är det kapital som styrelsen har fått i uppdrag att förvalta. Fondkapitalet ska förvaltas till största möjliga nytta för pensionssystemet. Regelverket innehåller inga föreskrifter om hur förvaltningen ska organiseras.

OECD:s riktlinjer för styrning av pensionsfonder riktar sig till privata tjänstepensionsfonder och är därför inte tillämpliga för AP-fonderna i alla avseenden. Det finns dock skäl att uppmärksamma den övergripande principen beträffande ramverket för styrning av pensionsfonder (governance structure) som ska tillförsäkra en tydlig identifiering och fördelning av ansvar och roller när det gäller översyn och uppföljning å ena sidan och operativt ansvar å andra sidan (*OECD Guidelines for pension fund governance*, OECD 2009). Det är lämpligt att denna fördelning av roller och ansvar i AP-fondernas fall ansluter till svensk praxis, exempelvis som denna kommer till uttryck i svensk kod för bolagsstyrning. Det är därför styrelsernas ansvar att bl.a. besluta om mål och strategi samt att fortlöpande utvärdera fondens operativa ledning och vid behov tillsätta eller entlediga verkställande direktör, medan den verkställande direktören rapporterar till styrelsen och ansvarar för fondens löpande förvaltning. Det är av avgörande betydelse att styrelserna identifierar och upprätthåller en tydlig fördelning av styrande och operativa roller, eftersom de ensamma har ansvaret för fondernas verksamhet.

Tillsättning av styrelser

Regeringen ska i sin utnämningspolitik tillse att styrelserna är kvalificerade för sin uppgift. Nya ledamöter ska introduceras av företrädare för regeringen, utöver den introduktion som sker genom AP-fondernas försorg. Härutöver ska kommunikationen mellan företrädare för regeringen och styrelsens ledamöter ha adekvat omfattning, exempelvis genom styrelseseminarier eller liknande arrangemang. En begränsning vid cirka åtta år bör eftersträvas för uppdrag som ledamot i AP-fondernas styrelser.

Ledamöterna i AP-fondernas styrelser behöver uppfylla höga krav på kompetens, erfarenhet och integritet mot bakgrund av styrelsernas ansvar och uppdragets betydelse i samhället. Ledamöterna ska enligt lag utses på grundval av sin förmåga att främja fondförvaltningen. Sedan den 1 januari 2026 preciseras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) att styrelsen i sin helhet ska ha hög kompetens i kapitalförvaltning och tillräcklig kompetens inom områdena finansiell ekonomi, hållbarhet, illikvida tillgångar, intern styrning och kontroll, ledarskap, makroekonomi, pensionssystem, offentlig förvaltning och ägarstyrning. Det är angeläget att styrelserna är kvalificerade för sin uppgift bl.a. avseende bakgrund och erfarenhet. Könsfördelningen ska vara så jämn som möjligt. Rekryteringsprocessen inleds med framtagande av en kravprofil.

Det har blivit praxis att utse ledamöter för ett år i taget, vilket även överensstämmer med praxis i andra sammanhang. Det är t.ex. vanligt att ledamöter i bolagsstyrelser utses för ett år i taget. Skäl saknas att frångå denna ordning beträffande AP-fonderna, även om lagen innehåller en

möjlighet att förordna ledamöter i AP-fondernas styrelser för perioder upp till tre år i taget. Däremot bör någon typ av begränsning definieras för uppdragets sammanlagda längd.

Svensk kod för bolagsstyrning har en allmän begränsning vid att hälften av stämmovalda styrelseledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och att frågan ska avgöras efter en samlad bedömning. För statliga myndigheter gäller i regel en gräns vid nio år, vilket är något längre än den praxis som utvecklats inom statligt ägda bolag. Styrelsernas roll som ensamma ansvariga för verksamheten, i kombination med kravet att AP-fonderna ska uppbära allmänhetens förtroende, motiverar att höga krav ställs på ledamöternas oberoende i detta fall. Kravet på oberoende gäller hela styrelsen, inte endast en andel av styrelsen, och begränsningen bör vara någorlunda tydlig för att underlätta praktisk tillämpning. En begränsning vid cirka åtta år ligger väl inom ramarna för vad som i andra sammanhang har ansetts rimligt för att upprätthålla ledamöternas oberoende och bidrar dessutom till att skapa rimliga förväntningar angående uppdragets slutliga varaktighet.

För nytillträdda ledamöter i AP-fondernas styrelser ger företrädare för regeringen en introduktion till styrelseuppdraget. Introduktionsutbildningen är särskilt anpassad efter uppdraget som styrelseledamot i en AP-fond och innehåller bl.a. en redogörelse för tillämplig lagstiftning och det övriga regelverk som gäller för AP-fonderna. Mot bakgrund av den specifika och ofta komplexa verksamhet som bedrivs i AP-fonderna, är det angeläget att AP-fonderna själva ger nya ledamöter en introduktion till fondverksamheten.

Kommunikationen mellan företrädare för regeringen och styrelsernas ordförande och övriga ledamöter bör ha tillräcklig omfattning. Regeringens årliga utvärdering innehåller mycket information vid ett och samma tillfälle. Denna form för styrning kan troligen effektiviseras genom tillräckliga kontakter mellan företrädare för regeringen och fondernas styrelser. Återkommande möten med fondernas ordförande är en form för information och meningsutbyte. Därutöver ska kommunikation upprätthållas med styrelsernas ledamöter genom styrelseseminarier eller liknande arrangemang. En regelbunden extern utvärdering av styrelsernas arbete bör införas för att ge regeringen ännu bättre och mer allsidig bild över styrelsens sammansättning och funktionssätt.

Ersättningen till styrelsens ledamöter ska avspegla behovet att attrahera och behålla kvalificerade ledamöter mot bakgrund av uppdragets natur och ledamöternas ansvar och med beaktande av den ersättning som staten betalar för motsvarande typ av insatser i andra sammanhang.

Regeringens utvärdering

AP-fondernas mål har uttryckts i allmänna termer, vilket erbjuder särskilda utmaningar. Risken att regeringens utvärdering ska baseras på skiftande utgångspunkter och av denna anledning brista i konsistens över tiden, är ett av motiven för en tydlig policy i dessa frågor. Det är lämpligt att fondernas resultat bedöms i ett långsiktigt perspektiv. Detta minskar uppmärksamheten på fondernas kortsiktiga utveckling och kan förväntas bidra till ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Det är även önskvärt

att styrelsernas strategiska beslut uppmärksammas och utvärderas i tillräcklig omfattning, eftersom dessa beslut erfarenhetsmässigt har stor betydelse för fondernas långsiktiga avkastning.

Styrelsernas frihet att själva besluta om finansiering motiverar att fondernas medelsanvändning är en naturlig del av regeringens granskning. Fondernas förvaltningskostnader ska hållas under uppsikt.

Regeringens årliga utvärdering har motiverats av behovet att balansera styrelsernas långtgående frihet att själva utforma mål och riktlinjer. Av lagens förarbeten framgår bl.a. att utvärderingen ska avse hur väl de övergripande målen operationaliserats i mer konkreta förvaltningsmål. Regeringen kan vid behov förtydliga sin syn på pensionssystemets åtagandesida och förvaltningsuppdraget i övrigt. Utvärderingen ska även ta fasta på i vilken grad de uppsatta målen har uppnåtts. Regeringens utvärdering kan dessutom omfatta fondernas ägarinflytande i portföljbolagen och en bedömning av fondernas oberoende sinsemellan, med särskilt avseende på placeringsstrategierna, samt fondernas gemensamma redovisningsprinciper (prop. 1999/2000:46 s. 113 f.).

AP-fondernas uppdrag har formulerats i allmänna termer. Av det följer med automatik en svårighet att bedöma vad som utmärker en god måluppfyllelse. Det faktum att fyra sinsemellan oberoende fonder har försetts med ett identiskt mål, som i sin tur innehåller ett utrymme för tolkning, medför en förhöjd risk för att fonderna (medvetet eller omedvetet) ska ta intryck av varandras beslut. Strategier som är avvikande i förhållande till andra AP-fonder kan upplevas som en risk på fondnivå men är knappast att betrakta som en risk ur pensionssystemets perspektiv. Därför bör regeringens utvärdering uppmärksamma frågor som har samband med fondernas inbördes oberoende. Enligt lagens förarbeten är det viktigt att stor försiktighet iakttas så att inte fördelarna med uppdelningen av organisationen på fyra parallella förvaltningsorganisationer försvinner genom en alltför stor likriktning av tillgångsförvaltningen (prop. 1999/2000:46 s. 123).

Avkastning och risk kan inte vägas mot varandra på objektiva grunder utan förutsätter ett subjekt som gör avvägningen för egen del. Eftersom regeringens utvärdering bl.a. ska granska hur väl styrelserna har operationaliserat de övergripande målen får i slutändan regeringens värdering av avkastning och risk stor betydelse. En god styrning av AP-fonderna förutsätter att regeringens utvärdering så långt som möjligt utmärks av konsistens över tiden. Värderingen av avkastning och risk bör inte variera alltför mycket mellan olika år. Av den anledningen bör utvärderingen primärt avse ett långsiktigt perspektiv. En sådan inriktning av utvärderingen minskar uppmärksamheten på fondernas kortsiktiga utveckling och kan förväntas bidra till att fonderna ska uppvisa ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Ett långsiktigt perspektiv för utvärdering överensstämmer även med fondernas uppdrag.

Vid utvärdering av fondernas operativa förvaltning kan den utvärderingshorisont på fem år som tidigare använts bedömas vara en lämplig avvägning mellan önskvärdheten av långsiktighet och behovet av effektiv styrning. Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör den granskade perioden vara längre.

Utvärderingen bör i tillräckligt stor utsträckning inriktas mot styrelsernas strategiska beslut som erfarenhetsmässigt har avgörande betydelse för den avkastning som därefter realiseras. Behovet av en lång horisont för utvärdering motiveras ytterst av fondernas långsiktiga uppdrag. Utvärderingen måste trots det avse en jämförelsevis begränsad period eftersom det annars kan vara alltför sent att dra slutsatser och att vidta sådana åtgärder som utvärderingen kan komma att motivera. Det faktum att styrelseledamöternas uppdrag är begränsat i tiden talar också för en jämförelsevis begränsad period för utvärdering. Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut kan dock inte upphöra att ta hänsyn till AP-fondernas uppdrag, som det framgår av lag och förarbeten.

Eftersom regeringens utvärdering ska balansera fondernas långtgående självständighet måste även finansieringen, och den resulterande medelsanvändningen, granskas. Styrelserna har inte endast stor frihet att välja inriktning och risknivå, utan även stor frihet att på egen hand besluta om verksamhetens finansiering. Det bör uppmärksammas att fonderna inte är konkurrensutsatta i denna del, vilket ställer särskilda krav på uppföljning och utvärdering. Normalt baseras regeringens utvärdering på de av styrelserna uppsatta målen. Regeringen har emellertid förbehållit sig rätten att göra en utvärdering mot riktmärken som regeringen själv valt om de riktmärken fonderna fastställt för sin portföljförvaltning bedöms vara uppenbart olämpliga (prop. 1999/2000:46 s. 114). I samband med utvärdering av kostnader är det angeläget att det även sker en prövning av fondernas val av förvaltningsmodeller. En sådan prövning innefattar såväl kostnader som förväntade resultat där förväntade resultat ska vara rimligt kvalitetssäkrade.

När det gäller AP-fondernas redovisningsprinciper bör dessa överensstämma med god praxis och möjliggöra rättvisande bedömningar. Det är angeläget att avkastningen redovisas på ett jämförbart sätt. I kommunikationen med allmänheten bör avkastningen redovisas efter kostnader, dvs. med korrigering för både interna kostnader och externa provisionskostnader. Naturligtvis bör fondernas interna och externa kostnader själva ingå i den externa rapporteringen, med bevarad jämförbarhet bakåt i tiden.

En utvärdering av fondernas verksamhet enligt ovan, i kombination med en fortgående dialog, har förutsättningar att bidra till fondernas utvecklingsarbete och till en god måluppfyllelse, vilket kan antas vara till långsiktig nytta för pensionssystemet. Även denna policy kan komma att fortlöpande utvecklas och förbättras i dialog med fondernas styrelser.

Riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna

Inledning

AP-fondernas tillgångar utgör statliga medel som i lag har avsatts till sådan särskild förvaltning som anges i 9 kap. 8 § regeringsformen. AP-fondernas styrelser, som utses av regeringen, ansvarar för AP-fondernas förvaltning. Rollen som förvaltare av statliga pensionsmedel medför krav på att AP-fonderna uppbär allmänhetens förtroende. Regeringen har sedan 2001 uttalat att regeringens riktlinjer för incitamentsprogram i statliga bolag även bör vara vägledande för AP-fonderna (skr. 2000/01:131 s. 48). Mot

bakgrund av ersättningsvillkorens stora betydelse för allmänhetens förtroende anser regeringen att särskilda riktlinjer bör gälla för AP-fondernas styrelsearbete i frågor som rör anställnings- och ersättningsvillkor.

Det är viktigt att styrelserna behandlar frågor om ersättning till de ledande befattningshavarna på ett medvetet, ansvarsfullt och transparent sätt och att styrelserna försäkrar sig om att den *totala ersättningen* är rimlig, präglad av måttfullhet och väl avvägd, samt bidrar till en god etik och organisationskultur.

Regeringen följer upp och utvärderar efterlevnaden av dessa riktlinjer. Utvärderingen avser att behandla hur AP-fonderna har tillämpat riktlinjerna och levt upp till riktlinjernas ersättningsprinciper. Utvärderingen redovisas i regeringens årliga skrivelse till riksdagen med redogörelse för AP-fondernas verksamhet.

Tillämpningsområde

Dessa riktlinjer kompletterar regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i företag med statligt ägande. Genom riktlinjer som riktar sig direkt till AP-fonderna bortfaller, för AP-fondernas del, behovet att hänvisa till regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i företag med statligt ägande. Styrelsen ansvarar för att tidigare ingångna avtal med ledande befattningshavare innefattande villkor om rörlig lön omförhandlas så att de överensstämmer med dessa riktlinjer. Andra ingångna avtal som strider mot dessa riktlinjer bör omförhandlas.

Riktlinjerna utgör en del av regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna. I företag där AP-fonderna direkt eller genom ett företag är delägare bör AP-fonderna respektive företaget i dialog med övriga ägare verka för att riktlinjerna tillämpas så långt som möjligt.

Styrelsens ansvarsområde

Styrelserna i AP-fonderna ska besluta om riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare. Riktlinjerna ska vara förenliga med regeringens riktlinjer.

Av styrelsens riktlinjer ska bl.a. framgå

1. hur styrelsen säkerställer att ersättningarna följer dessa riktlinjer,
2. att det ska finnas skriftligt underlag som utvisar AP-fondens kostnad innan beslut om enskild ersättning beslutas.

Det är *hela styrelsens* ansvar att fastställa ersättning till den verkställande direktören. Styrelsen ska även säkerställa att såväl den verkställande direktörens som övriga ledande befattningshavares ersättningar ryms inom styrelsens riktlinjer.

Styrelsen ska säkerställa att den verkställande direktören tillser att AP-fondens ersättningar till övriga anställda bygger på ersättningsprinciperna enligt nedan.

Ersättningsprinciper

Den totala ersättningen till ledande befattningshavare ska vara rimlig och väl avvägd. Den ska även vara konkurrenskraftig, takbestämd, och ändamålsenlig, samt bidra till en god etik och organisationskultur. Ersätt-

ningen ska inte vara löneledande i förhållande till jämförbara institut utan präglas av måttfullhet. Rörlig lön ska inte ges till ledande befattningshavare. Med beaktande av övriga principer i dessa riktlinjer är det möjligt att ge rörlig lön till övriga anställda. Det ställs dock särskilda krav i dessa fall med hänsyn till AP-fondernas roll som förvaltare av statliga pensionsmedel. Som ytterligare förutsättningar för rörlig lön gäller därför att den är begränsad till ett belopp som maximalt motsvarar två månadslöner, att den totala ersättningen alltid ligger inom ramen för styrelsens riktlinjer samt att det finns en objektiv grund för utbetalning av rörlig lön som har kommunicerats tydligt.

Pensionsförmåner ska vara avgiftsbestämda, såvida de inte följer tillämplig kollektiv pensionsplan, och avgiften bör inte överstiga 30 procent av den fasta lönen. I de fall AP-fonden avtalar om en förmånsbestämd pensionsförmån, ska den således följa tillämplig kollektiv pensionsplan. Eventuella utökningar av den kollektiva pensionsplanen på lönedelar överstigande de inkomstnivåer som täcks av planen ska vara avgiftsbestämda. AP-fondens kostnad för pension ska bäras under den anställdes aktiva tid. Inga pensionspremier för ytterligare pensionskostnader ska betalas av AP-fonden efter att den anställde har gått i pension. Pensionsåldern ska inte understiga 62 år och bör vara lägst 65 år.

Vid uppsägning från AP-fondens sida ska uppsägningstiden inte överstiga sex månader. Vid uppsägning från AP-fondens sida kan även avgångsvederlag utgå motsvarande högst arton månadslöner. Avgångsvederlaget ska utbetalas månadsvis och utgöras av enbart den fasta månadslönen utan tillägg för förmåner. Vid ny anställning eller vid erhållande av inkomst från näringsverksamhet ska ersättningen från den uppsägande AP-fonden reduceras med ett belopp som motsvarar den nya inkomsten under den tid då uppsägningslön och avgångsvederlag utgår. Vid uppsägning från den anställdes sida ska inget avgångsvederlag utgå. Avgångsvederlag utbetalas aldrig längre än till 65 års ålder.

Redovisning

AP-fonderna ska redovisa ersättningar till de ledande befattningshavarna på motsvarande sätt som noterade företag. Det innebär att AP-fonderna ska iaktta de särskilda regler om redovisning av ersättningar till de ledande befattningshavarna som gäller för noterade företag och publika aktiebolag. Reglerna för detta finns huvudsakligen i aktiebolagslagen (2005:551) och i årsredovisningslagen (1995:1554). Dessutom ska ersättningen för varje enskild ledande befattningshavare särredovisas med avseende på fast lön, förmåner och avgångsvederlag.

Styrelsen ska i årsredovisningen redovisa om tidigare beslutade riktlinjer har följts eller inte och skälen för eventuell avvikelse. Vidare ska AP-fondernas revisorer till revisionsberättelsen foga ett skriftligt och undertecknat yttrande avseende om de anser att de riktlinjer som har gällt för räkenskapsåret har följts eller inte.

Definitioner

Med *ledande befattningshavare* avses verkställande direktör och andra personer i AP-fondens ledningsgrupp. Denna krets omfattar normalt chefer som är direkt underställda den verkställande direktören.

Med *ersättning* avses alla ersättningar och förmåner till den anställde, såsom lön, förmåner och avgångsvederlag.

Med *förmåner* avses olika former av ersättning för arbete som ges i annat än kontanter, exempelvis pension samt bil-, bostads- och andra skattepliktiga förmåner.

Med *rörlig lön* avses exempelvis incitamentsprogram, gratifikationer, ersättning från vinstandelsstiftelser, provisionslön och liknande ersättningar.

Med *avgiftsbestämd pension* (premiebestämd pension) avses att pensionspremien är bestämd som en viss procent av den nuvarande fasta lönen.

Med *förmånsbestämd pension* avses att pensionens storlek är bestämd som en viss procent av en viss definierad fast lön.

Placeringsbestämmelser för AP-fondernas verksamhet i sammandrag

Placeringsbestämmelserna för Första–Fjärde och Sjunde AP-fondernas verksamhet regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) medan motsvarande bestämmelser för Sjätte AP-fonden regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

Bilagan ger en sammanfattning av dessa placeringsbestämmelser under 2025.

Första–Fjärde AP-fonderna

Enligt gällande regelverk ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta portföljer bestående av främst marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper och aktier. Minst 20 procent av det marknadsvärderade kapitalet ska placeras i räntebärande instrument med låg risk, se tabellen nedan.

I relation till den inhemska aktiemarknaden får var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inneha aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst 2 procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier. I enskilda bolag får en fond äga aktier i bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad, intill ett belopp som motsvarar högst 10 procent av röstetalet för aktierna i bolaget. Upp till 40 procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i illikvida tillgångar (max 35 procent av röstetalet i onoterade riskkapitalföretag). Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i onoterade fastighetsbolag är undantagna från begränsningen avseende röstetal. Dessa placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning. Högst 40 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar får vara utsatta för valutarisk.

Tabell Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag

Typ av instrument m.m.	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på en handelsplats eller motsvarande marknadsplats utanför EES (aktier i fastighetsbolag och riskkapitalföretag undantagna).
Illikvida tillgångar	Vid investeringstillfället får högst 40 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar vara investerade i illikvida tillgångar.
Räntebärande instrument	Minst 20 procent av fondkapitalet ska vara placerat i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.

Typ av instrument m.m.	Tillåtna placeringar
Krediter	Bankinlåning och utlåning på dagslånemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Utländsk valuta	Högst 40 procent av fondkapitalet får vara exponerat för valutarisk.
Stora exponeringar	Högst 10 procent av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av en fonds innehav av aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige får uppgå till högst 2 procent av värdet av sådana aktier.
Röstetal	Högst 10 procent i ett noterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 35 procent i onoterade riskkapitalbolag.

Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden har i uppgift att förvalta medel i fonden genom placeringar på riskkapitalmarknaden, dvs. genom investeringar i onoterade företag. Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses.

Sjätte AP-fonden har bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska eller utländska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES. Det finns däremot ingen begränsning av Sjätte AP-fondens innehav när det gäller övriga svenska bolag eller riskkapitalbolag som i sin tur investerar i aktier som inte har tagits upp till handel på en reglerad marknad eller motsvarande (onoterade aktier). Sjätte AP-fondens tidigare ensidiga inriktning mot svenska bolag ersattes 2007 av en möjlighet att placera en mindre andel av fondkapitalet utomlands. Detta kommer till uttryck genom att Sjätte AP-fonden får utsätta högst 10 procent av fondkapitalet för valutarisk (prop. 2006/07:100 s. 188–189).

Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden lyder under samma regelverk som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna, lagen om allmänna pensionsfonder, som i vissa delar för Sjunde AP-fondens del även hänvisar till lagen (2004:46) om värdepappersfonder. En skillnad mot värdepappersfonder är emellertid att Sjunde AP-fonden är förhindrad att förvärva mer än tio procent av röstetalet i ett svenskt eller utländskt aktiebolag och är i normalfallet förhindrad att rösta för aktierna i svenska aktiebolag. Upp till 20 procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i illikvida tillgångar (max 35 procent av röstetalet i onoterade riskkapitalföretag). Sjunde AP-fondens aktieplaceringar i fastighetsbolag är undantagna från begränsningen avseende röstetal. Sjunde AP-fonden har ingen begränsning för hur mycket av fondkapitalet som får vara exponerat för valutarisk.

Årsredovisning 2025
FÖRSTA AP-FONDEN

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Första AP-fondens redovisning för 2025 innehåller förutom årsredovisning även hållbarhetsredovisning samt fondstyrningsrapport och rapport om riskhantering. Hållbarhetsredovisningen utgår från AP-fondernas gemensamma riktlinjer för redovisning av hur målet om föredömlig förvaltning har uppnåtts.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag

Vid utgången av 2025 avslutades Första AP-fondens verksamhet efter 25 år som en central del av buffertkapitalförvaltningen inom det svenska inkomstpensionssystemet. Avvecklingen skedde till följd av riksdagens beslut om förändringar i förvaltningen av buffertkapitalet i de allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna). Lagändringarna trädde i kraft den 1 januari 2026. Beslutet innebar att de tre Stockholmsbaserade buffertfonderna konsoliderades till två genom att Första AP-fondens tillgångar och förpliktelser överfördes till Tredje respektive Fjärde AP-fonden, samtidigt som Göteborgsbaserade Sjätte AP-fondens tillgångar fördes över till Andra AP-fonden.

Sedan starten har Första AP-fonden haft i uppdrag att på ett föredömligt sätt förvalta en del av inkomstpensionssystemets kapital med målet att uppnå en långsiktigt hög avkastning, kostnadseffektivitet och ett ansvarsfullt risktagande. Genom ett ansvarsfullt förhållningssätt och ett aktivt ägaransvar har fonden bidragit till att stärka pensionstryggheten för nuvarande och framtida generationer. Under dessa 25 år har avkastningen varit närmare 454 miljarder kronor, ett betydande bidrag till pensionssystemets långsiktiga stabilitet. Under samma period har Första AP-fonden också betalt ut mer än 67 miljarder till pensionssystemet.

Årsredovisningen för 2025 markerar avslutningen på Första AP-fondens uppdrag. Året har i hög grad präglats av konsolideringsarbetet, där fokus har legat på att säkerställa en ordnad och ansvarsfull överlämning till de mottagande fonderna. Arbetet har varit omfattande och har genomförts i nära samverkan med Tredje och Fjärde AP-fonderna, den av regeringen utsedde särskilde utredaren och Finansdepartementet. Första AP-fonden har under avvecklingsperioden 2025 fortsatt att bedriva sin löpande verksamhet som oberoende myndighet.

Vid inledningen av 2026 överfördes Första AP-fondens tillgångar och förpliktelser till Tredje och Fjärde AP-fonderna.

Regeringen har beslutat att vissa tillgångar kan förvaltas avskilt under en övergångsperiod. För den avskilda förvaltningen fortsätter den lag som styr Första AP-fondens att gälla i vissa delar, men de uppgifter som annars skulle ha utförts av Första AP-fondens styrelse utförs istället av Fjärde AP-fondens styrelse. Det är mot denna bakgrund som Fjärde AP-fondens styrelse har fastställt och undertecknat Första AP-fondens årsredovisning för 2025.

Fjärde AP-fonden vill uttrycka vår uppskattning för det strukturerade och ansvarsfulla arbete som Första AP-fonden och dess medarbetare genomfört under denna process.

Styrelsen för Fjärde AP-fonden

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Året i korthet

Verksamheten under 2025 präglades av riksdagens beslut om konsolidering av AP-fonderna, vilket innebar att Första AP-fondens tillgångar fördelades mellan Tredje och Fjärde AP-fonderna vid årsskiftet 2025/2026. Den globala ekonomin fortsatte att påverkas av geopolitiska spänningar och en osäker konjunktur. Första AP-fonden uppnådde dock en god avkastning 2025 om 5,6 procent efter kostnader.

Nyckeltal

	2025	2024	2023	2022	2021
Avkastning före kostnader, %	5,7	9,9	9,1	–8,5	20,8
Förvaltningskostnadsandel, %*	0,08	0,05	0,06	0,06	0,07
Avkastning efter kostnader, %*	5,6	9,8	9,1	–8,6	20,8
Resultat efter kostnader, mdkr*	27,9	44,6	38,0	–39,9	80,7
Nettoflöden pensionssystemet, mdkr	–4,6	–2,0	–4,8	–4,7	–7,5
Fondkapital vid årets slut, mdkr	520,2	496,9	454,4	421,2	465,8

* Inklusive avvecklingskostnader på 172 mkr.
Exklusive avvecklingskostnader under 2025 uppgick:
– förvaltningskostnadsandelen till 0,05%,
– avkastningen efter kostnader till 5,7% och
– resultat efter kostnader till 28,0 mdkr.

Klimat

Sedan 2019 har den noterade aktieportföljens koldioxidintensitet minskat med
67%

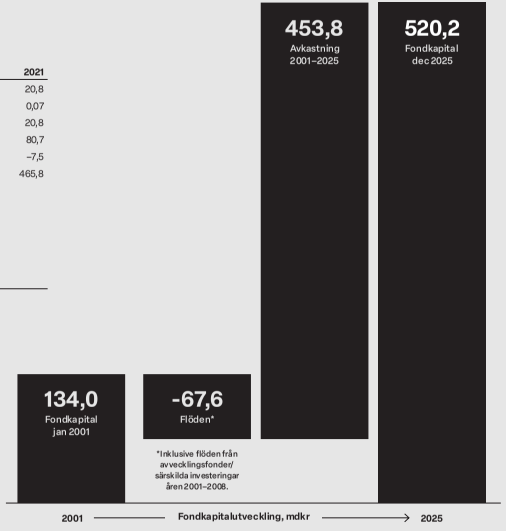
Andel av aktieportföljens koldioxidutsläpp som omfattades av klimatmål i linje med Parisavtalet
55%

Ägaransvar

Första AP-fonden röstade som ansvarsfull ägare under våren 2025 på 1 565 bolagsstämmor, varav 98 svenska och 1 467 utländska.

Inför stämmosäsongen 2025 arbetade Första AP-fonden i 22 valberedningar i noterade och onoterade bolag.

Diagrammet visar Första AP-fondens bidrag till pensionssystemets stabilitet sedan 2001 genom nettoflöden till pensionssystemet samt avkastning.



Skr. 2025/26:130
Bilaga 3

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Första AP-fondens portfölj

Långsiktigt avkastningsmål

Första AP-fondens styrelse fastställde avkastningsmålet och den finansiella risken fonden skulle ta.

Fondens medelfristiga reala avkastningsmål var 3,0 procent per år under den kommande tioårsperioden. Det långsiktiga målet var 4,0 procents genomsnittlig årlig real avkastning över 40 år, efter kostnader.

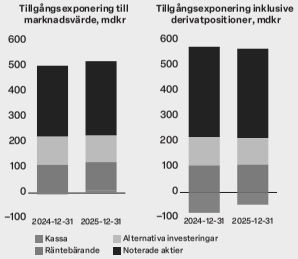
Genom aktivt beslutsfattande och fokus på att utnyttja möjligheterna i årets volatila marknad har fonden kunnat bidra positivt till inkomstpensionssystemet. Första AP-fonden överträffade både det kortsiktiga och långsiktiga avkastningsmålet.

Portföljens tillgångsslag

Första AP-fonden investerade huvudsakligen i risktillgångar för att skapa förutsättningar att över tid uppnå avkastningsmålet. Fondens största tillgångsslag var noterade aktier, räntebärande investeringar samt alternativa investeringar. Räntebärande investeringar bestod av obligationer, andra räntebärande instrument samt kassa. Alternativa investeringar bestod av riskkapitalfonder och reala tillgångar såsom fastigheter och infrastruktur. Fondens absolutavkastande mandat, som dels bestod av interna riskmandat utan allokerat kapital, dels av investeringar, kategoriserades som ”alternativa strategier”. Valutariskhanteringen utgjorde och hanterades som ett särskilt område och redovisas separat.

Portföljexponering

Redovisning av tillgångarnas exponering i denna årsrapport följer den princip som Första AP-fonden och den styrelse som ansvarade för verksamheten under 2025 tillämpade under tidigare år. Denna princip innebar att redovisad tillgångsexponeringen baserades på marknadsvärdet av enskilda instrument. Därutöver skapade derivatpositioner en ökad exponering mot främst noterade aktier och en motsvarande negativ exponering mot kassan. Skillnaden i redovisad exponering mellan den tillämpade principen i förhållande till när derivatpositioner inkluderas illustreras i graferna nedan.



Andel intern och extern förvaltning

Vid utgången av 2025 var 93 procent av tillgångarna förvaltade internt och 7 procent förvaltade externt. Första AP-fonden förvaltade internt när en samlad bedömning visade att fonden kunde uppnå lika bra eller bättre avkastning till en lägre kostnad.

Mål

Medelfristigt realt avkastningsmål

3,0%

Fondens medelfristiga reala avkastning per år över rullande tioårsperioder.

Långsiktigt realt avkastningsmål

4,0%

Genomsnittlig årlig real avkastning över 40 år, efter kostnader.

Utfall

Avkastning 2025

5,6%

Avkastning efter kostnader.

Medelfristig real avkastning

4,6%

Fondens medelfristiga reala avkastning per år senaste tioårsperioden, efter kostnader.

Årlig real avkastning

4,1%

Genomsnittlig årlig real avkastning sedan starten 2001, efter kostnader.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Resultaträkning

Mkr	Not	2025-12-31	2024-12-31
Rörelsens intäkter			
Räntenetto	4	3 047	2 666
Erhållna utdelningar		6 501	5 828
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	5	36 819	34 283
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	6	562	–393
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		– 634	–2 056
Nettoresultat, derivatinstrument		2 196	–1 516
Nettoresultat, valutakursförändringar		–20 210	6 002
Provisionskostnader	7	–19	–13
Summa rörelsens intäkter		**28 263**	**44 801**
Rörelsens kostnader			
Personalkostnader	8	–253	–150
Övriga förvaltningskostnader	9	–153	–97
Summa rörelsens kostnader		**–406**	**–247**
Resultat		**27 858**	**44 554**

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Balansräkning

Mkr	Not	2025-12-31	2024-12-31
Tillgångar			
Aktier och andelar, noterade	10	293 128	279 254
Aktier och andelar, onoterade	11	100 975	106 766
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	12	112 809	113 924
Derivat	13	3 969	2 460
Kassa och bankmedel		8 394	3 839
Övriga tillgångar	14	320	723
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	15	908	873
Summa tillgångar		**520 503**	**507 838**
Skulder			
Derivat	13	109	3 376
Övriga skulder	16	30	7 541
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	17	2	4
Summa skulder		**142**	**10 921**
Avsättningar	2	**152**	**–**
Fondkapital	18		
Ingående fondkapital		496 917	454 386
Nettobetalningar mot pensionssystemet		–4 565	–2 024
Årets resultat		27 858	44 554
Summa fondkapital		**520 209**	**496 917**
Summa fondkapital och skulder		**520 503**	**507 838**
Poster inom linjen	19	35 604	54 173

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Noter

Belopp i miljoner kronor (mkr), där inget annat anges.

Not 1 – Redovisningsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan. Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden (IFRS). En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Första AP-fonden uppfyllde kraven för att definieras som ett investmentföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är den enda större skillnaden att kassaflödesanalys inte upprättats och att IFRS 16 inte tillämpats. Till följd av en lagändring i lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) har verksamheten i Första AP-fonden upphört varmed fondens tillgångar och förpliktelser från och med 2026 överfördes vederlagsfritt till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Den verksamhet som bedrivs i Första AP-fonden kommer vara mycket begränsad och framför allt bestå i att vara legal ägare till de tillgångar som av olika anledningar inte har förts över till Tredje respektive Fjärde AP-fonden. Se not 3 för en utförlig beskrivning.

Ovanstående ändringar i verksamheten för Första AP-fonden har dock inte fått någon påverkan på tillämpade redovisningsprinciper 2025 utan ledningens bedömning är att förutsättningarna för att upprätta årsredovisningen enligt fortlevnadsprincipen är fortsatt uppfyllda och ger en rättvisande bild av resultat och ställning.

Första AP-fonden valde, inom ramen för de redovisningsprinciper som tillämpas, att inte tillämpa IFRS 5 Anläggningstillgångar som innehas till försäljning och avvecklade verksamheter varför någon bedömning inte genomförts om de tillgångar och förpliktelser som förts över till de mottagande fonderna skulle ha uppfyllt kraven för att klassificeras som "innehas till försäljning" och/eller som "avvecklad verksamhet".

Affärsdagsredovisning
Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden samt onoterade aktier redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende inlåning och utlåning, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning
Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när det finns en legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och det fanns en avsikt att erlägga likvid netto eller realisera tillgången och erlägga likvid för skulden samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta
Transaktioner i utländsk valuta har omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurser. Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterföretag/intresseföretag
Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas både aktier i och lån till dotterföretag/intresseföretag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

Lån till dotter- respektive intressebolag som avses hållas till förfall värderas till verkligt värde via fair value option i IFRS 9. Hela värdeförändringen redovisas dock som del av aktieinnehavet på raden Nettoresultat, onoterade aktier och andelar.

Värdering av finansiella instrument
Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. Eget kapitalinstrument innehas för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Skuldinstrument innehas för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Lån till dotter- respektive intressebolag avses att hållas till förfall, men här utnyttjas fair value option för att lagen om allmänna pensionsfonders krav på värdering till verkligt värde ska uppfyllas. AP-fonderna redovisar alla sina tillgångar utifrån verkligt värde. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställdes för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar
För aktier och andelar, som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under Nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar
För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering. Värderingen avseende onoterade andelar följer International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (IPEV) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas. Värdering avseende onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdemetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. Innehav i onoterade fastighetsföretag värderas med beaktande av upplupna skatteskulder till det värde som används vid fastighetstransaktioner, vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetsföretagen.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar
För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva. Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntejusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt. Värdeförändringar till följd av ränteförändringar redovisas under Nettoresultat räntebärande tillgångar, medan värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under Nettoresultat valutakursförändringar.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 3

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 1 – Redovisningsprinciper, fortsättning

Derivatinstrument
För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata. Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas i resultaträkningen under Nettoresultat valutakursförändringar medan övriga värdeförändringar redovisas som Nettoresultat derivatinstrument.

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

Värdepapperslån
Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper kan bestå av värdepapper och/eller kontanter. I de fall Första AP-fonden hade rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I de fall fonden inte förfogar över säkerheten redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat i not 19. Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet
In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader
Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under Rörelsens intäkter. De utgörs av externa kostnader för förvaltningstjänster, såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen. Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orealiserade resultatet.

Rörelsens kostnader
Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under Rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutveckling och förvärvad programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter
Första AP-fonden var befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Skatt på utdelningar och kupongskatter som påförs i vissa länder nettoredovisas i resultaträkningen under respektive intäktsslag. Fonden var från och med 2012 registrerad till mervärdesskatt och därmed skattskyldig till mervärdesskatt för förvärv från utlandet. Fonden hade inte rätt att återfå betald mervärdesskatt. Kostnadsförd mervärdesskatt inkluderas i respektive kostnadspost. Belopp i miljoner kronor (mkr), där inget annat anges.

Överföring av tillgångar till Tredje och Fjärde AP-fonden
Till följd av lagändring i lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) upphörde verksamheten i Första AP-fonden vid årsskiftet varmed stora delar av Första AP-fondens tillgångar och förpliktelser överfördes till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Så långt det varit möjligt har tillgångarna fördelats lika mellan Tredje och Fjärde AP-fonderna.

Första AP-fonden har bedömt att den ekonomiska innebörden av överföringarna av tillgångarna ska ses som ett tillskott, vilket innebär att de överförda tillgångarna redovisas som en minskning av fondkapitalet inom eget kapital med en motsvarande minskning av redovisade tillgångar. Redovisade värden baseras på verkligt värde på överföringsdagen. Styrande för att fastställa överföringsdagen är den tidpunkt då avkastningen från de överförda tillgångarna tillfaller de mottagande.

Ingen vinst eller förlust har redovisats i samband med överföringen. Denna princip gäller såväl vid överföring direkt efter årsskiftet för framtida överföringar av avskilda tillgångar eller likvida medel från den avskilda förvaltningen till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Det innebär att de tillgångar som på grund av tekniska och administrativa begränsningar överfördes till Tredje och Fjärde AP-fonderna under de första arbetsdagarna 2026 likväl anses ha överförts vid ingången av räkenskapsåret 2026.

Av tabellen i not 3 framgår de tillgångar som överförts till Tredje och Fjärde AP fonderna, dels i samband med årsskiftet 2025/2026, dels för perioden därefter till och med tidpunkten för avgivande av denna årsredovisning:

Avsättningar
Avsättningar redovisas när Fonden har en befintlig legal eller informell förpliktelse till följd av en inträffad händelse, det är sannolikt att ett utflöde av resurser som innefattar ekonomiska fördelar kommer att krävas för att reglera förpliktelsen samt när en tillförlitlig uppskattning av beloppet kan göras. Avsättningar redovisas i enlighet med IAS 37 Avsättningar, eventualförpliktelser och eventualtillgångar. Se not 2 för upplysning om gjorda avsättningar till följd av att verksamheten upphör per 31 december 2025.

Not 2 – Avsättningar

Till följd av en lagändring i lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) har verksamheten i Första AP-fonden upphört från och med årsskiftet 2025/26. Det har medfört att fonden har sagt upp all personal och ett stort antal avtal har sagt upp i förtid per årsskiftet, exempelvis för hyreslokaler, licensavtal för olika system och IT-miljön. Personalen är arbetsbefriad från och med årsskiftet 2025/26 och de förpliktelser vilka inkluderats i den redovisade avsättningen är direkt hänförliga till upphörande och nedläggningen av verksamheten samt saknar samband med den verksamhet som fonden kommer att bedriva framåtriktat.

I bokslutet 2025-12-31 har en avsättning för omstrukturering av verksamheten för ovanstående förpliktelser redovisats uppgående till 152 mkr, varav 152 mkr har redovisats som kortfristig och en motsvarande kostnad har redovisats i resultaträkningen. Av den redovisade kostnaden utgör personalkostnad 107 mkr och övrig förvaltningskostnad 45 mkr. Den redovisade avsättningen har inte varit föremål för någon diskontering då denna effekt ej bedömts vara väsentlig. Avsättningen förväntas regleras inom en två- till treårsperiod varav 114 mkr förväntas regleras inom ett år. Vid årets ingång fanns det inga avsättningar redovisade.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 3 – Händelser efter balansdagen

Till följd av en lagändring i lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) har verksamheten i Första AP-fonden upphört varmed fondens tillgångar och förpliktelser från och med 2026 har förts över vederlagsfritt till Tredje respektive Fjärde AP-fonden. Fjärde AP fonden har fått i uppdrag att ansvara för förvaltningen av de kvarvarande avskilda tillgångar i Första AP-fonden som inte kunde, inte borde eller inte hann överföras till Tredje respektive Fjärde AP-fonden vid årsskiftet. Det innebär att Fjärde AP-fonden ansvarar för förvaltningen och beslutar utifrån vad som bedöms vara till största nytta för inkomstpensionssystemet om tillgångar ska överföras till Tredje och Fjärde AP-fonderna eller om tillgångar ska realiseras och likvida medel ska föras över i stället. Eventuellt överskott efter att samtliga tillgångar antingen förts över till Tredje respektive Fjärde AP-fonden eller avyttrats inom ramen för den avskilda förvaltningen kommer efter avdrag för förvaltningskostnader att fördelas lika mellan Tredje och Fjärde AP-fonden. Fjärde AP-fonden svarar för kostnader hänförliga till den nedlagda fonden om medel som inflyter från de tillgångar som förvaltas avskilt inte räcker för att täcka kostnaderna.

Första AP-fonden har bedömt att den ekonomiska innebörden avseende den vederlagsfria överföringen av tillgångar till Tredje respektive Fjärde AP-fonden redovisningsmässigt ska ses som en värdeöverföring, vilket innebär att de redovisas som en utdelning (d.v.s. minskning av fondkapitalet) och med en motsvarande minskning av redovisade tillgångar (d.v.s. de bokas bort från balansräkningen samma dag). Redovisade värden baseras på verkligt värde (marknadsvärde) på överföringsdagen. Styrande för att fastställa överföringsdagen och därmed verkligt värde är den tidpunkt då avkastningen från de överförda tillgångarna inte längre tillfaller Första AP-fonden. Det innebär att ingen vinst eller förlust kommer att redovisas som följd av överföringen.

Denna princip gällde såväl vid överföring av tillgångar direkt efter årsskiftet som vid framtida överföringar av tillgångar eller likvida medel inom ramen för den enskilda avskilda förvaltningen till Tredje respektive Fjärde AP-fonden. Det innebär att de tillgångar som på grund av tekniska och administrativa begränsningar överförts till Tredje och Fjärde AP-fonden under de första arbetsdagarna 2026 likväl anses ha överförts vid ingången av räkenskapsåret 2026.

Under den första arbetsveckan 2026 förde Första AP-fonden över tillgångar till Tredje respektive Fjärde AP-fonden vederlagsfritt uppgående till totalt 511 529 mkr. Därefter, till och med för avgivande av denna årsredovisning, har tillgångar motsvarande ett värde om 0 mkr förts över till de mottagande fonderna. Nedan framgår överföringen fördelad på olika tillgångsposter och eget kapital:

Balansräkning	Utgående balans 2025-12-31	Justeringar för tillgångar som överförs vid årsskiftet 2025/2026	Justerad ingående balans 2026-01-01	Redovisat värde per 2025-12-31 av tillgångar som förväntas överföras 2026 och senare
Tillgångar				
Aktier och andelar, Noterade	293 128	293 125	3	3
Aktier och andelar, Onoterade	100 975	94 042	6 933	6 933
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	112 809	111 659	1 149	1 149
Derivatinstrument	3 969	3 969	0	0
Kassa och bankmedel	8 394	7 902	492	492
Övriga tillgångar	320	142	178	178
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	908	799	109	109
Summa tillgångar	**520 503**	**511 639**	**8 865**	**8 865**
Skulder				
Derivatinstrument	109	109	0	0
Övriga skulder	30	0	30	30
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	2	0	2	2
Summa skulder	**142**	**109**	**32**	**32**
Avsättningar	**152**	**0**	**152**	**152**
Fondkapital	520 209	511 529	8 680	8 680
Summa fondkapital	**520 209**	**511 529**	**8 680**	**8 680**
Summa skulder och fondkapital	**520 503**	**511 639**	**8 865**	**8 865**

De kvarvarande tillgångarna enligt tabellen i denna not kommer successivt att föras över vederlagsfritt till Tredje och Fjärde AP-fonden enligt den fastställda fördelningsprincipen varmed 50 procent tillfaller respektive fond. De kvarvarande tillgångarna och förpliktelserna uppgick till 8 680 mkr per 2025-12-31, och dessa kommer att kvarstanna i den legala personen Första AP-fonden och vara föremål för den avskilda förvaltningen. Det är förenat med stor osäkerhet när i tiden tillgångar föremål för avskild förvaltning kan realiseras och är avhängigt av ett flertal olika omständigheter. Därmed kan också värdet på dessa tillgångar komma att avvika från det redovisade värdet per 2025-12-31. Eventuella överskott från den avskilda förvaltningen av dessa tillgångar kommer också att föras över till Tredje och Fjärde AP-fonden.

Se även not 2 Avsättningar och not 1 för mer information över hur den ändrade lagstiftningen påverkar Första AP-fondens verksamhet.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 3

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 4 – Räntenetto

Mkr	2025	2024
Ränteintäkter		
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	2 611	2 499
Övriga ränteintäkter	447	178
Summa ränteintäkter	**3 057**	**2677**
Räntekostnader		
Övriga räntekostnader	–10	–10
Summa räntekostnader	**–10**	**–10**
Summa räntenetto	**3 047**	**2666**

Not 5 – Nettoresultat, noterade aktier och andelar

Mkr	2025	2024
Nettoresultat	36 837	34 305
Avgår courtage	–18	–21
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	**36 819**	**34283**

Not 6 – Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

Mkr	2025	2024
Realisationsresultat	2 439	1380
Orealiserade värdeändringar	–1 877	–1 773
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	**562**	**–393**

Externa förvaltarvoden till onoterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastar därmed orealiserat nettoresultat för onoterade tillgångar. Återbetald management fee påverkar följaktligen orealiserat resultat positivt.

Under året har totalt 148 (150) mkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar, varav 121 (126) mkr medger återbetalning. Under året har även 10 (15) mkr återbetalts och det orealiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har därmed netto påverkats negativt med 138 (135) mkr.

Not 7 – Provisionskostnader

Mkr	2025	2024
Externa förvaltarvoden, noterade tillgångar	–	–
Övriga provisionskostnader, inkl. depåbankskostnader	–19	–13
Provisionskostnader	**–19**	**–13**

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade arvoden. Prestationsbaserade arvoden har under året uppgått till 0 (0) mkr, därutöver har återbetalning skett avseende tidigare års arvoden om 0 (0) mkr. Arvodena påverkar nettoresultatet för respektive tillgångsslag.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 8 – Personal

	2025			2024		
Antal anställda	**Totalt**	**Män**	**Kvinnor**	**Totalt**	**Män**	**Kvinnor**
Medelantal anställda	64,2	35,3	28,9	67,1	34,9	32,2
Antal anställda vid årets utgång	58	35	23	67	35	32
Antal personer i ledningsgruppen vid årets utgång	4	2	2	4	2	2

Personalkostnader 2025, tkr	**Löner och arvoden**	**Pensions-kostnader**	**varav löneväxling**	**Sociala kostnader[1)]**	**Summa**	*varav om-ställningsstöd*
Styrelsens ordförande	214			67	**281**	
Övriga styrelseledamöter (8 personer)	942			296	**1 238**	
Vd	12 458	4 153	635	4 929	**21 539**	*12 659*
Ledningsgrupp exkl. vd						
Chef Kommunikation	2 657	802	116	1 042	**4 500**	*1 500*
Chef Operations	5 890	2 840	0	2 549	**11 279**	*6 714*
Chef Verksamhetsstöd och utveckling	5 274	1 346	0	1 993	**8 613**	*5 199*
Övriga anställda	112 990	40 524	3 890	45 886	**199 399**	*80 692*
Summa	**140 424**	**49 665**	**4 641**	**56 761**	**246 850**	*106 764*
Övriga personalkostnader					**5 761**	*2 000*
Summa personalkostnader					**252 611**	*108 764*

Personalkostnader 2024, tkr	**Löner och arvoden**	**Pensions-kostnader**	**varav löneväxling**	**Sociala kostnader[1)]**	**Summa**
Styrelsens ordförande	200	–	–	63	263
Övriga styrelseledamöter (8 personer)	850	–	–	267	1 117
Vd	4 425	1 978	635	1 877	8 280
Ledningsgrupp exkl. vd					
Chef Kommunikation	1 649	564	127	666	2 879
Chef Operations	2 263	1 091	–	986	4 339
Chef Verksamhetsstöd och utveckling	2 019	518	–	768	3 305
Övriga anställda	71 708	23 757	3 289	28 899	124 363
Summa	**83 114**	**27 907**	**4 051**	**33 525**	**144 547**
Övriga personalkostnader	–	–	–	–	5 404
Summa personalkostnader	**–**	**–**	**–**	**–**	**149 951**

1) I sociala kostnader inkluderas även kostnader för löneskatt.

Från och med 2023 presenteras effekten av löneväxling under pensionskostnader.

Första AP-fondens policy för ersättningar till ledande befattningshavare byggde på regeringens riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare och övriga anställda.

Löner och övriga förmåner
Styrelseavvodena fastställdes av regeringen. I fondstyrningsrapporten redogörs för arvode och närvaro per styrelseledamot. Styrelsen fastställde anställningsvillkoren för vd, efter beredning i ersättningsutskottet. Samtliga anställda hade individuella anställningsavtal. Sedan 1 januari 2010 hade Första AP-fonden inga rörliga ersättningar. Första AP-fonden har till följd av verksamhetens upphörande 1 januari 2026 beslutat om omställningsstöd till medarbetarna. Skälen var dels att säkerställa att Första AP-fonden hade tillräckliga personalresurser under 2025 för att bedriva verksamhet och dels därför att Första AP-fondens medarbetare står utan stöd från Trygghetsstiftelsen. Omställningsstödet gäller från 1 januari 2026. Omställningsstödet innebär att vissa avvikelser från regeringens riktlinjer för anställningsvillkor har gjorts i samband med avvecklingen. Avvikelserna avser uppsägningstidens längd, då lön och pensionsförmåner utgår, och i vissa delar reglerna för avräkning för eventuell ny inkomst. Omställningsstödet uppgår till 109 mkr, varav avsättning för framtida åtaganden uppgår till 107 mkr.

Pensioner och liknande förmåner
I vds anställningsavtal förband sig fonden att betala 30 procent i pensionspremie. För den del av lönen som ger allmän pensionsrätt reduceras pensionspremien till 11,5 procent. Första AP-fonden har från och med den 1 februari 2013 övergått till premiebestämd pensionsplan, BTP1, för personal som nyanställts. Pensionsavtalet är tecknat och överenskommet mellan parterna. Det innebär att fonden hade två planer för tjänstepension, BTP1 som är premiebestämd samt BTP2 som är förmånsbestämd. All personal hade möjlighet att löneväxla bruttolön mot pensionspremie. Premieinbetalningen uppräknades då med 5,8 procent vilket motsvarar skillnaden mellan löneskatt och sociala avgifter. Premieväxlingen var därför kostnadsneutral för fonden. Övriga förmåner var beskattningsbara och uppgår till mindre belopp.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 3

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 9 – Övriga förvaltningskostnader

Mkr	2025	2024
Lokalkostnader	–41	–15
Köpta tjänster	–15	–15
Informations- och datakostnader	–94	–63
Övriga administrativa kostnader	–3	–4
Övriga förvaltningskostnader	**–153**	**–97**
I beloppet för köpta tjänster ingår ersättning till revisionsbyråer enligt nedanstående fördelning, tkr		
PWC		
Revisionsuppdrag	–809	–705
Övriga uppdrag, skatterelaterat	–77	–75
	–886	**–780**

Not 10 – Noterade aktier och andelar

Verkligt värde, mkr	2025–12–31	2024–12–31
Svenska aktier	88 538	92 551
Utländska aktier	204 590	186 703
Andelar i svenska fonder	–	–
Andelar i utländska fonder	–	–
Totalt verkligt värde	**293 128**	**279 254**

Fem största svenska aktieinnehaven

Namn	Antal aktier	Verkligt värde
Investor	22 883 930	7 561
Atlas Copco	45 169 599	7 232
Volvo	17 888 825	5 293
Assa Abloy	9 993 570	3 587
Sandvik	9 838 640	2 957
Totalt		**26 630**

Fem största utländska aktieinnehaven

Namn	Antal aktier	Verkligt värde
Nvidia	6 718 300	11 551
Apple	4 030 000	10 100
Microsoft	1 910 900	8 520
Alphabet	2 922 300	8 442
Spotify	1 474 412	7 893
Totalt		**46 506**

En fullständig förteckning över samtliga noterade innehav vid årsskiftet 2025/26 finns på Fjärde AP-fondens webbplats www.ap4.se.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 11 – Onoterade aktier och andelar

Verkligt värde, mkr	2025-12-31	2024-12-31
Svenska onoterade aktier och andelar:		
Dotter- och intressebolag	60 773	58 275
Utländska onoterade aktier och andelar:		
Dotter- och intressebolag	2 457	2 668
Övriga onoterade aktier och andelar	37 745	45 823
Summa	**100 975**	**106 766**

Dotter- och intressebolag	Säte	Org.nr	Antal	Ägarandel %	Resultat	Eget kapital	Verkligt värde
Svenska aktier och andelar, dotter- och intressebolag							
4 to 1 Investment AB	Stockholm	559313-2490	6 250	25,0	–2	1	–
4 to 1 Investment KB	Stockholm	969795-3033		25,0	–2	–	–
Aros Bostad IV AB	Stockholm	559032-9503	14 747	29,5	–16[1)]	726[1)]	196
Polhem Infra AB	Stockholm	559183-3917	20 000	33,3	–	1	–
Polhem Infra KB	Stockholm	969789-2413		33,3	–128	12 179	4 059
Urbanea Fastigheter AB	Stockholm	559201-2008	93 575	98,5	161[1)]	996[1)]	1 010
Vasakronan Holding AB	Stockholm	556650-4196	1 000 000	25,0	2 991	83 692	25 613
Willhem AB	Göteborg	556797-1295	770 381 717	100,0	932	26 200	29 893
							60 773
Utländska aktier och andelar, dotter- och intressebolag							
Anglo Scandinavian Estates III Limited	Storbritannien	B 207618		36	–390[2)]	956[2)]	333
ASE Holdings S.à.r.l	Luxemburg	B 169327		38	–229[2)]	325[2)]	98
Chapone S.à.r.l	Luxemburg	B 200297		100	–328[2)]	1 520[2)]	1 518
First Australian Farmland Pty Ltd	Australien	155 718 013		100	–32[2)]	620[2)]	462
Jutas Invest Finland OY	Finland	2793175-3		100	–18[1)]	94[2)]	47
OMERS Farmoor 3 Holdings B.V.	Nederländerna	699 691 750 000		100	–927[2)]	1[2)]	0
							2 457

1) Avser siffror offentliggjorda per 2024-12-31
2) Avser 2024-12-31 omräknat till valutakurs 2024-12-31

Fem största innehav övriga onoterade aktier och andelar

Namn	Säte	Andel %	Anskaffningsvärde
Fifth Stockholm Global Private Equity L.P., Hamilton Lane	USA	100	6 975
Fourth Stockholm Global Private Equity.L.P., Hamilton Lane	USA	100	6 674
Sixth Stockholm Global Private Equity L.P, Hamilton Lane	USA	100	4 902
Blackstone Strategic Capital Holdings L.P.	Cayman	5	1 412
HSEPP II Co-Investment, L.P.	Jersey	50	992

En fullständig förteckning över samtliga onoterade aktier och andelar finns på Fjärde AP-fondens webbplats www.ap4.se.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 12 – Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Verkligt värde, mkr	2025-12-31	2024-12-31
Fördelning på emittenttyp		
Svenska staten	23 441	20 739
Svenska kommuner	–	–
Svenska bostadsinstitut	16 019	10 584
Övriga svenska företag:		
Finansiella företag	2 583	451
Icke-finansiella företag	483	632
Utländska stater	50 329	64 337
Övriga utländska emittenter	19 953	17 181
Totalt	**112 809**	**113 924**
Fördelning på instrumenttyp		
Realränteobligationer	27 641	29 299
Övriga obligationer	81 822	80 778
Statsskuldsväxlar	–	–
Certifikat	3 346	3 847
Övriga instrument	–	–
Totalt	**112 809**	**113 924**

Not 13 – Derivat

	2025-12-31 Derivatinstrument med:		2024-12-31 Derivatinstrument med:	
Verkligt värde, mkr	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde
Aktierelaterade instrument				
Optioner				
Innehavd			–	–
Utställd			–	–10
Swappar			–	–
Terminer			–	–
Summa			**–**	**–10**
Ränterelaterade instrument				
Swappar			554	–344
Terminer			–	–
Summa			**554**	**–344**
Valutarelaterade instrument				
Swappar	3 969	–109	1 906	–3 022
Terminer			–	–
Optioner				
Innehavd			–	–
Utställd			–	–
Summa	**3 969**	**–109**	**1 906**	**–3 022**
Summa derivatinstrument	**3 969**	**–109**	**2 460**	**–3 376**

Derivatpositioner med negativt värde uppgående till –0 (–48) mkr har längre löptid än 12 mån. För löptidsanalys av dessa se not 21.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 14 – Övriga tillgångar

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Fondlikvider	23	172
Fordran utländska skattemyndigheter	139	608
Återinvesterad kontantsäkerhet för derivatpositioner	–	–
Övriga tillgångar	158	–57
Summa övriga tillgångar	**320**	**723**

Not 15 – Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Upplupna ränteintäkter	799	764
Upplupna utdelningar	109	115
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	–	–7
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	**908**	**873**

Not 16 – Övriga skulder

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Fondlikvider	–	2
Mottagen kontantsäkerhet för derivatpositioner	–	–
Övrigt	29	7539
Övriga skulder	**29**	**7541**

Not 17 – Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Upplupna förvaltararvoden	–	–
Övriga upplupna kostnader	2	4
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	**2**	**4**

Not 18 – Fondkapital

Mkr	2025	2024
Ingående fondkapital	**496 917**	**454 386**
Nettobetalning mot pensionssystemet:		
Inbetalda pensionsavgifter	91 695	89 186
Utbetalda pensionsmedel	–95 959	–90 923
Överflyttning av pensionsrätter till EG	–	–1
Reglering av pensionsrätter	1	–2
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	–301	–284
Summa nettobetalning mot pensionssystemet	**–4 565**	**–2024**
Årets resultat efter kostnader	27 858	44 554
Utgående fondkapital	**520 209**	**496 917**

Not 19 – Poster inom linjen

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Ställda säkerheter för återköpstransaktioner[1]	–	7 458
Utlånade värdepapper mot annan säkerhet[2]	–	–
Ställda säkerheter för clearade derivat[3]	4 843	8 636
Ställda säkerheter för OTC-derivat[4]		2 143
Övriga ställda panter och jämförlig säkerhet	**4 843**	**18 237**
Investeringsåtaganden onoterade innehav	30 761	35 936
Åtaganden	**30 761**	**35 936**
Summa poster inom linjen	**35 604**	**54 173**

1) Erhållna säkerheter för återköps-transaktioner
2) Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper
3) Erhållna säkerheter för clearade derivat
4) Erhållna säkerheter för OTC-transaktioner

		–
		–
		268
	4 619	486

Skr. 2025/26:130
Bilaga 3

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 20 – Finansiella instrument, pris och värderingshierarki

I denna not lämnas upplysning om hur verkligt värde bestäms för de finansiella instrument som fonder använder sig av. Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper följer internationell redovisningsstandard. Syftet är att lämna information om finansiella tillgångars och skulders verkliga värde samt att säkerställa transparens och jämförbarhet mellan olika bolag. Detta innebär att upplysningarna om värderingen av tillgångar och skulder i balansräkningen tar hänsyn till om handel sker vid en aktiv eller inaktiv marknad samt om noterade priser finns tillgängliga vid värderingen.

Fondkapitalets värdering – marknadsnoterade tillgångar
Den största delen av fondens tillgångar var marknadsnoterade med innebörden att de handlas på en aktiv marknad med priser som representerar faktiska och regelbundet förekommande marknadstransaktioner. Huvuddelen av fondens marknadsnoterade tillgångar värderades dagligen till noterade marknadspriser och utgörs av aktier, obligationer, derivat, fonder och valutor.

För så kallade OTC-derivat baseras värderingen på teoretisk modellvärdering där framtida kassaflöden skattas med hjälp av representativ underliggande marknadsdata. De framtida kassaflödena diskonteras slutligen tillbaka till ett nuvärde med hjälp av diskonteringskurvor. Den teoretiska modellvärderingen har subjektiva inslag beroende på derivattyp, såsom val av räntekurvor, volatilitetskurvor, inflationskurvor och interpoleringsmetodik.

I perioder då likviditet för marknadsnoterade papper saknas på marknaden krävs en ökad grad av subjektivitet vid värdering. Marknaden karaktäriseras vid sådana förhållanden av kraftigt ökade skillnader mellan köp- och säljkurser, som även kan skilja markant mellan marknadsaktörer. Fonder har vid sådana tillfällen använt en konservativ värderingsansats.

Fondkapitalets värdering – alternativa investeringar
För de tillgångar som inte värderas på en aktiv marknad tillämpas olika värderingsmetoder när verkligt värde fastställs. Verkligt värde motsvarar det pris som skulle ha fastställts vid en normal försäljning mellan två oberoende parter. Första AP-fondens onoterade placeringar utgjordes främst av investeringar i fastighets- och infrastrukturbolag och fastighets- och infrastrukturfonder samt riskkapitalfonder.

Investeringar i fastighetsbolag värderas enligt IFRS och branschpraxis. Värderingen av underliggande fastighetstillgångar bygger på en diskontering av framtida hyresintäkter, driftskostnader och försäljningspriser med marknadsmässiga avkastningskrav. Vad gäller värderingen av uppskjuten skatt i ett fastighetsbolag värderas denna till verkligt värde, det vill säga en diskontering av framtida skatteeffekter med en ränta som är relevant för det enskilda bolaget. Investeringar i fastighetsfonder värderas enligt rekommendationer från branschorgan såsom European Association for Investors in Non-Listed Real Estate-European Association for Investors in Non-Listed Real Estate (INREV).

Investeringar i riskkapitalfonder värderas enligt International Private Equity and Venture Capital Guidelines (IPEV) eller likvärdiga principer. Enligt IPEV kan värderingen baseras på genomförda transaktioner, marknadsmässiga multipler vid värdering, nettotillgångarnas värde eller en diskontering av framtida kassaflöde.

Investeringar i infrastrukturtillgångar som bedöms mer mogna och har positiva kassaflöden värderas vanligen genom diskontering av framtida kassaflöden med marknadsmässiga avkastningskrav. Investeringar i tillgångar där kassaflöden dröjer värderas vanligen till anskaffningskostnad fram tills stabilisering.

Värderingen av investeringar i fonder baseras på senaste tillgängliga rapportering. Då rapporteringen från fonder erhålls med en tidsmässig eftersläpning baseras fondens årsbokslut i allmänhet på rapporter per den 30 september justerad för kassaflöden för tiden därefter och fram till årsbokslutsdagen. I ett läge med stigande avkastning på aktiemarknader innebär detta att Första AP-fonden har en lägre värdering i bokslutet än den som senare inrapporteras från riskkapitalförvaltare och vice versa.

Verkligt värde
Verkligt värde för ett finansiellt instrument definieras som det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas eller en skuld regleras. Detta ska ske mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs. Beroende på vilken marknadsdata som finns tillgänglig vid värderingen av de finansiella instrumenten delas dessa in i tre nivåer:

Nivå 1: Finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad. Marknaden bedöms aktiv om det finns noterade priser som regelbundet uppdateras med högre frekvens än en gång per vecka och om dessa priser används okorrigerat för avslut på marknaden.

Nivå 2: Finansiella instrument[1]) som handlas på en marknad som inte bedöms aktiv men där det finns noterade priser som används okorrigerat för avslut, eller observerbar indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering med allmänt vedertagna modeller.

Nivå 3: Instrumenten tillhör nivå 3 om de inte kan hänföras till nivå 1 eller nivå 2. I dessa fall kan inte observerbara marknadsdata användas för värderingen. Värderingar baseras på information med hänsyn till omständigheterna och kan kräva ett betydande mått av uppskattning från fondledningen.

Aktiv marknad
En aktiv marknad definieras av att noterade priser med lätthet och regelbundenhet finns tillgängliga på en börs, hos en handlare eller dylikt och att prissättning på transaktionerna skett enligt affärsmässiga villkor. I princip är det endast aktier för noterade företag, valutor samt räntebärande papper som är utgivna av stat, kommun, banker eller större företag som handlas på aktiv marknad och därmed kan ingå i nivå 1. Exempelvis handlas valutaderivat på mycket aktiva marknader men räknas till nivå 2 eftersom värdet måste härledas från priser på andra instrument.

Inaktiv marknad
En inaktiv marknad kännetecknas av låg handelsvolym och av att handelsaktiviteten är mycket lägre än på en aktiv marknad. Tillgängliga priser varierar kraftigt över tid eller mellan marknadsaktörerna. Priserna är oftast inaktuella.

1) Vid klassificering till lämplig nivå i värderingshierarkin ska finansiella instrument bedömas utan genomlysning.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 20 – Finansiella instrument, pris och värderingshierarki, fortsättning

Finansiella tillgångar och skulder, utgående balans 2025-12-31, mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar, noterade	293 125		3	293 128
Aktier och andelar, onoterade			100 975	100 975
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	109 463		3 346	112 809
Derivat		3 969		3 969
Total summa tillgångar värderade till	**402 588**	**3 969**	**104 324**	**510 881**
Finansiella skulder				
Derivat		–109		–109
Total summa skulder värderade till	**–**	**–109**	**–**	**–109**
Finansiella tillgångar och skulder	**402 588**	**3 860**	**104 324**	**510 772**

Finansiella tillgångar och skulder, utgående balans 2024-12-31, mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar, noterade	279 251	–	3	279 254
Aktier och andelar, onoterade	–	–	106 766	106 766
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	110 077	–	3 847	113 924
Derivat	–	2 460	–	2 460
Total summa tillgångar värderade till	**389 328**	**2 460**	**110 616**	**502 404**
Finansiella skulder				
Derivat	–	–3 376	–	–3 376
Total summa skulder värderade till	**–**	**–3 376**	**–**	**–3 376**
Finansiella tillgångar och skulder	**389 328**	**–916**	**110 616**	**499 028**

Förändring nivå 3	Aktier och andelar, noterade	Aktier och andelar, onoterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	3	106 766	3 847	110 616
Investerat	0	5 065	676	5 741
Sålt/återbetalt under året	0	–2 369	–893	–3 262
Realiserad värdeförändring	0	1 040	–44	996
Orealiserad värdeförändring	0	–9 527	–240	–9 767
Förflyttning från nivå 1 eller 2	0	–	–	–
Förflyttning till nivå 1 eller 2	0	–	–	–
Redovisat värde vid årets utgång	**3**	**100 975**	**3 346**	**104 324**

Av ovan redovisad värdeändring var 40 619 (50 386) mkr orealiserat per balansdagen.
Fonden har en övervägande andel placeringar i nivå 1 där värderingen är hämtad från oberoende och välrenommerade värderingskällor.

Not 21 – Finansiella risker

Känslighetsanalys: Redovisning av marknadsrisk

Realiserad risk

Beräkningen av realiserad risk följer en gemensam standard som Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden enats om. I tabellen nedan har totalportföljens realiserade volatilitet uttryckt i årstakt beräknats utifrån kvartalsvisa värderingar realiserade under de senaste tio åren, samt utifrån dagliga värderingar realiserade under det senaste året. Det senare måttet återfinns även för den del av portföljen som marknadsvärderas dagligen, i tabellen benämnd Likvidportföljen, vilken vid utgången av 2025 utgjorde 80 procent av totalportföljen.

Realiserad Marknadsrisk, per 31 december	Volatilitet årstakt, % 2025	2024
Portföljen totalt, 10 år	7,5	7,7
Portföljen totalt, 1 år	9,4	7,3
Likvidportföljen, 1 år	12,0	9,5

Prognostiserad risk

Tillgångarnas förväntade marknadsrisk presenteras i känslighetsanalysen i tabellen Finansiella risker. Beräkningen är utförd genom att simulera avkastningsutfall baserade på fondens portföljsammansättning per 31 december 2025 kombinerat med historiska marknadsavkastningar. I simuleringen används ett års datahistorik och risken beräknas för en horisont om en dags värdeförändring, men redovisas även i årstakt.

Prognostiserad volatilitet (12,0 procent) skiljer sig i allmänhet från realiserad volatilitet (9,4 procent). Dels kan fondens portföljsammansättning per årsslutet vara mer eller mindre representativ för hur sammansättningen sett ut under året som helhet, dels representeras portföljens onoterade tillgångar i simuleringen av noterade marknadsindex som typiskt uppvisar en högre volatilitet.

Simuleringen utgår från en gemensam standard som Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden enats om. Utfallet presenteras i termer av två olika men relaterade riskmått: Value at Risk visar det resultat som fonden förväntas överträffa med 95 procents sannolikhet, medan Expected Shortfall visar den förväntade förlusten givet att den är större än Value at Risk-måttet. Tabellen redovisar även fondens risk mätt som prognostiserad volatilitet, vilken uppgick till 12,0 procent i årstakt för fondens totala portfölj per den sista december. Tillgångsslaget valuta visar fondens sammantagna valutarisk medan övriga tillgångar i tabellen är säkrade för valutarisk. Tabellen visar diversifieringsvinsten som beror på att fonden placerar i olika tillgångar som tillsammans genererar en lägre total risk för förlust jämfört med summan av tillgångarnas individuella risker.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 3

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 21 – Finansiella risker, fortsättning

Finansiella risker

Prognostiserad marknadsrisk per 31 december	Volatilitet årstakt %		Value at Risk årstakt, mkr		Expected Shortfall årstakt, mkr		Value at Risk en dag, mkr		Expected Shortfall en dag, mkr	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
Aktier	15,1	12,4	−73 149	−57 435	−120 004	−95 929	−4 537	−3 562	−7 442	−5 949
Räntebärande	2,3	3,6	−4 160	−6 580	−6 088	−7 960	−258	−408	−378	−494
Alternativa investeringar	12,2	12,3	−21 017	−22 499	−34 779	−30 516	−1 303	−1 395	−2 157	−1 893
Valuta	8,6	9,2	−20 054	−16 966	−29 886	−22 288	−1 244	−1 052	−1 853	−1 382
Bidrag från diversifiering	−1,8	−5,7	15 287	31 091	37 193	41 712	948	1 928	2 307	2 587
Likvidportföljen	12,4	8,7	−85 361	−55 280	−120 617	−94 874	−5 294	−3 428	−7 480	−5 884
Portföljen totalt	**12,0**	**8,8**	**−103 094**	**−72 390**	**−153 564**	**−114 981**	**−6 394**	**−4 489**	**−9 524**	**−7 131**

Likviditetsrisk, per 31 december

Förfallostruktur, löptid år, mkr	< 1		1 < 3		3 < 5		5 < 10		> 10		Total balans, mkr	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
Nominellt stat	992	234	10 623	5 805	9 779	11 106	16 103	18 022	11 902	21 043	49 399	56 210
Nominellt kredit	334	804	10 571	4 941	14 387	11 556	5 693	5 287	2 192	2 695	33 176	25 283
Realt	5 592	–	6 291	9 819	4 510	5 035	5 858	9 676	5 435	4 817	27 687	29 348
Portföljen totalt	**6 918**	**1 038**	**27 485**	**20 565**	**28 676**	**27 697**	**27 654**	**32 986**	**19 529**	**28 555**	**110 262**	**110 841**

Derivatpositioner med negativt verkligt värde, överstigande 12 månlöptid, per 31 december

Förfallostruktur, löptid år, mkr	1 < 3		3 < 5		5 < 10		> 10		Total balans, mkr	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
Aktierelaterade instrument	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–¸
Ränterelaterade instrument	–	−30	–	−18	–	–	–	–	–	−48
Valutarelaterade instrument	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Totalt	–	−30	–	**−18**	–	–	–	–	–	**−48**

Kreditrisk, per 31 december

Rating, mkr[1]	AAA		AA		A		BBB		<BBB		Total balans, mkr	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
Nominellt stat	18 902	18 160	17 793	24 873	8 361	9 189	4 343	3 989	–	–	49 399	56 210
Nominellt kredit	8 236	2 723	10 655	3 840	6 397	7 962	7 888	6 787	–	3 971	33 176	25 283
Realt	16 302	14 088	8 393	12 202	1 787	1 818	1 205	1 240	–	–	27 687	29 348
Totalt	**43 440**	**34 971**	**36 841**	**40 914**	**16 545**	**18 970**	**13 436**	**12 015**	**–**	**3 971**	**110 262**	**110 841**

1) Redovisning av räntebärande värdepapper skreditrisk utifrån ratingbetyg utgivna av välrenommerade ratinginstitut.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 22 – Finansiella tillgångar och skulder som nettas eller lyder under kvittningsavtal

				Relaterade belopp som inte nettas				
2025-12-31, mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkning	Nettobelopp i balansräkningen	Ramavtal om kvittning	Säkerheter erhållna	Nettobelopp	Övrigt[1]	Summa i balansräkningen
Tillgångar								
Derivat	3 969	–	3 969	109	4 619	–	–	3 969
Summa tillgångar	**3 969**	**–**	**3 969**	**109**	**4 619**	**–**	**–**	**3 969**

				Relaterade belopp som inte nettas				
2025-12-31, mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkning	Nettobelopp i balansräkningen	Ramavtal om kvittning	Säkerheter ställda	Nettobelopp	Övrigt[1]	Summa i balansräkningen
Skulder								
Derivat	109	–	109	109	–	–	–	109
Återköpstransaktioner								–
Summa skulder	**109**	**–**	**109**	**109**	**–**	**–**	**–**	**109**

				Relaterade belopp som inte nettas				
2024-12-31, mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkning	Nettobelopp i balansräkningen	Ramavtal om kvittning	Säkerheter erhållna	Nettobelopp	Övrigt[1]	Summa i balansräkningen
Tillgångar								
Derivat	2 460	–	2 460	1 657	754	49	–	2 460
Summa tillgångar	**2 460**	**–**	**2 460**	**1 657**	**754**	**49**	**–**	**2 460**

				Relaterade belopp som inte nettas				
2024-12-31, mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkning	Nettobelopp i balansräkningen	Ramavtal om kvittning	Säkerheter ställda	Nettobelopp	Övrigt[1]	Summa i balansräkningen
Skulder								
Derivat	3 376	–	3 376	741	2 736	–	–	3 376
Återköpstransaktioner	7 487	–	7 487	–	7 458	29	–	7 487
Summa skulder	**10 863**	**–**	**10 863**	**741**	**10 194**	**29**	**–**	**10 863**

1) Övriga instrument i balansräkningen som ej lyder under kvittningsavtal.

Tabellen ovan visar finansiella tillgångar och skulder som presenteras netto i balansräkningen eller som har rättigheter förknippade med rättsligt bindande ramavtal om kvittning eller liknande avtal. Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när fonden har en legal rätt att netta under normala affärsförhållanden och i händelse av insolvens, och om det finns en avsikt att erlägga likvid netto eller realisera tillgången och erlägga likvid för skulden samtidigt.

Finansiella tillgångar och skulder som lyder under rättsligt bindande ramavtal om kvittning eller liknande avtal som inte presenteras netto i balansräkningen är arrangemang som vanligtvis träder i laga kraft i händelse av insolvens men inte under normala affärsförhållanden eller arrangemang där fonden inte har intentionen att avveckla positionerna samtidigt.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 3

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Not 23 – Närstående

I tabellen redovisas Första AP-fondens transaktioner, utestående mellanhavanden samt åtaganden med närstående i enlighet med definitioner i IAS 24. Som närstående till Första AP-fonden betraktas dotter- och intressebolag där fondens ägarandel uppgår till minst 20 % eller där fonden har nyckelpersoner i ledande ställning .

Avseende löner och ersättningar till styrelseledamöter och ledningsgrupp, se not 8.

Motpart	2025-12-31	2024-12-31
AROS Bostad IV AB		
Aktieägartillskott under året	–	19
Investeringsåtagande	17	17
Chapone S.à.r.l		
Ränteintäkter	83	–
Ägarlån	2 196	2 675
Aktieägartillskott/återbetalt under året	125	20
Investeringsåtagande	–	151
Vasakronan Holding AB		
Lokalhyror[1]	11,9	11,8
Ränteintäkter	9	9
Aktieägartillskott under året	–	–
Åtagande om att på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om:	4 500	4 500
Willhem AB		
Ränteintäkter	28	28
Aktieägartillskott under året	1 090	1 600
Åtagande om att på Willhems begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om:	8 000	8 000

[1] Första AP-fonden hyr kontorslokaler av Vasakronan till marknadsmässiga villkor.

Motpart	2025-12-31	2024-12-31
ASE Holdings S.à.r.l		
Ränteintäkter	0	–
Ägarlån	0	–
Aktieägartillskott under året	17	33
Anglo Scandinavian Estates III Limited		
Ränteintäkter	1	1
Ägarlån	9	10
Aktieägartillskott under året	0	68
Investeringsåtagande	41	46
Jutas Invest Finland OY		
Ränteintäkter	37	37
Ägarlån	530	521
Aktieägartillskott under året	0	–
Investeringsåtagande	526	556
First Australian Farmland Pty Ltd		
Ränteintäkter	34	37
Ägarlån	610	641
Aktieägartillskott under året	0	–
OMER Farmoor 3 Holdings B.V.		
Ägarlån	0	–
Aktieägartillskott under året	0	1

Motpart	2025-12-31	2024-12-31
Polhem AB		
Aktieägartillskott under året	–	–
Polhem KB		
Aktieägartillskott under året	1 233	255
Investeringsåtagande	1 985	3 218
Urbanea Fastigheter AB		
Aktieägartillskott under året	0	196
Investeringsåtagande	313	313
4 to 1 Investment AB		
Aktieägartillskott under året	0,3	0,3
4 to 1 Investment KB		
Aktieägartillskott under året	0,4	4

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Styrelsen för Fjärde AP-fonden har, i enlighet med de övergångsregler i lagen om AP-fonder som trädde ikraft den 1 januari 2026 avseende dess uppdrag att utföra de uppgifter som enligt lag ankommer på styrelsen för Första AP-fonden, upprättat årsredovisningen för verksamhetsåret 2025 för Första AP-fonden. Styrelsen för Fjärde AP-fonden har inte löpande svarat för förvaltningen av Första AP-fonden under 2025 och kan därför inte närmare uttala sig rörande fel eller brister i denna förvaltning. Styrelsen för Fjärde AP-fonden har tagit del av det uttalande som överlämnats av den tidigare fondledningen för Första AP-fonden. Styrelsen har under bokslutsarbetets gång inte tagit del av någon uppgift i Första AP-fondens förvaltning som motsäger uppgifterna i denna årsredovisning.

Styrelsen för Fjärde AP-fonden

Stockholm den 19 februari 2026

Johan Gyllenhoff Ordförande	**Henrik Rättzén** Vice ordförande	**Monika Elling** Ledamot
Helén Eliasson Ledamot	**Lars Fresker** Ledamot	**Per Strömberg** Ledamot
Roine Vestman Ledamot	**Ingrid Werner** Ledamot	**Aleksandar Zuza** Ledamot

Vår revisionsberättelse har lämnats den 19 februari 2026

Peter Nilsson Auktoriserad revisor Förordnad av regeringen	**Helena Kaiser de Carolis** Auktoriserad revisor Förordnad av regeringen

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

Revisionsberättelse

För Första AP-fonden, org.nr 802005-7538

Rapport om årsredovisningen

Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Första AP-fonden för år 2025. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 10–28 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Första AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2025 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar. Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställes.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Första AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav. Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Upplysning av särskild betydelse

Vi vill fästa uppmärksamheten på informationen i Förvaltningsberättelsen, not 1 Redovisningsprinciper och Not 3 händelser efter balansdagen där det framgår att verksamheten kommer vara mycket begränsad till följd av lagändringen i lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) som innebär att en stor del av Första AP-fondens tillgångar och förpliktelser vid ingången av 2026 fördes över till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Vi har inte modifierat vårt uttalande i detta avseende

Annan information än årsredovisningen

Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och denna återfinns på sidorna 1–9 samt 31–45. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information.

Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är det vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift.

Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera fonden, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller misstag och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom:

- identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på misstag, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.

Avslutningen på ett viktigt samhällsuppdrag
Året i korthet
Första AP-fondens portfölj
Avkastning per tillgångsslag
Kostnader
Tioårsöversikt

Finansiell information
Förvaltningsberättelse
Räkningar
Noter
Revisionsberättelse

Styrelsens rapport om riskhantering

Styrelsens årliga fondstyrningsrapport

Hållbarhetsredovisning
Årets händelser och utfall
Medarbetare
Revisorns yttrande

- skaffar vi oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.
- drar vi en slutsats om lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi drar också en slutsats, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.
- utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de eventuella betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Första AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Första AP-fonden för 2025. Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Första AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för Första AP-fondens organisation och förvaltningen av Första AP-fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma Första AP-fondens ekonomiska situation och att tillse att Första AP-fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Första AP-fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att Första AP-fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisorns ansvar

Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Första AP-fonden för räkenskapsåret 2025.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna.

Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för Första AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Stockholm den 19 februari 2026

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av Regeringen

Helena Kaiser de Carolis
Auktoriserad revisor
Förordnad av Regeringen

AP2
Andra
AP-fonden
Årsredovisning 2025
En bra
pension för alla
generationer

Innehåll

1.
ÅRET 2025

4 Femårsöversikt
5 Viktiga händelser
6 VD-ord
8 Att bidra till en trygg pension skapar mening
10 Deglobaliseringens era
12 Vår portfölj
15 Aktier
16 Räntebärande tillgångar
17 Reala tillgångar
18 Mot en effektivare förvaltning av buffertkapitalet

2.
OM ANDRA AP-FONDEN

20 AP2:s roll i pensionssystemet
21 Värdeskapandemodell
22 Samverkan mellan AP-fonderna

3.
HÅLLBARHET

24 Hållbarhet i investeringsprocessen
25 Ansvarsfulla och aktiva ägare
26 AP2 på årets bolagsstämmor
27 Våra fyra fokusområden
28 Klimat
29 Biologisk mångfald
30 Mänskliga rättigheter
31 Bolagsstyrning
32 Underskrifter och yttrande

4.
FONDSTYRNING

34 Fondstyrningsrapport
38 Styrelse
39 Ledning

5.
FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

41 Resultat och utveckling
42 Portföljens mål, strategi och avkastning
49 Valutaexponering
50 Riskstyrning
54 Våra medarbetare
55 Väsentliga händelser efter räkenskapsårets utgång
55 Kostnader

6.
RÄKENSKAPER

59 Resultaträkning
60 Balansräkning
61 Redovisnings- och värderingsprinciper
63 Noter
76 Revisionsberättelse

7.
APPENDIX

79 Styrning av hållbarhetsarbetet
80 Hållbarhetsdata
82 Intressentdialoger
84 Ägarstyrning

Andra AP-fonden skapar trygghet för nuvarande och framtida pensionärer

Andra AP-fonden förvaltar svenska folkets pensionspengar och arbetar för att både nuvarande och framtida pensionärer ska få en bra pension. Vi strävar efter att vara en ledande förvaltare i en föränderlig värld. Vi investerar ansvarsfullt, över hela världen, och i många olika slags tillgångar. Vi skapar värde, både genom god avkastning och genom att främja en hållbar utveckling för människor och miljö. Det bidrar till en bra pension för alla generationer.

Fondkapitalets utveckling under 10 år, mdkr

74 mdkr
Nettoutflöde till pensionssystemet sedan starten 2001.

5,8%
Årlig genomsnittlig avkastning sedan start.

341 mdkr
Fondkapitalets ökning sedan start.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 4

Femårsöversikt

475 mdkr
Fondkapital

4,6%
Årets avkastning total portfölj inklusive kostnader

20,9 mdkr
Årets resultat

Fondkapital, flöden och resultat

mnkr	2025	2024	2023	2022	2021
Fondkapital	475 175	458 884	426 040	407 112	441 045
Nettoflöden mot pensionssystemet	–4 565	–2 024	–4 833	–4 689	–7 528
Årets resultat	20 856	34 868	23 761	–29 244	62 349

Avkastning

%	2025	2024	2023	2022	2021
Avkastning total portfölj före provisionskostnader och rörelsens kostnader	4,7	8,3	6,0	–6,6	16,4
Avkastning total portfölj efter provisionskostnader och rörelsens kostnader	4,6	8,2	5,9	–6,7	16,3
Annualiserad avkastning efter provisionskostnader och rörelsens kostnader, 5 år	5,4	5,2	6,6	5,2	8,5
Annualiserad avkastning efter provisionskostnader och rörelsens kostnader, 10 år	6,4	6,3	6,8	7,4	9,5

Ägarstyrning

	2025	2024	2023	2022	2021
Antal valberedningar	15	11	12	9	8
Andel av svensk aktieportfölj där AP2 röstat på bolagsstämmor, %	85	96	87	77	86
Andel av utländsk aktieportfölj där AP2 röstat på bolagsstämmor, %	73	89	76	65	53

Risk

%	2025	2024	2023	2022	2021
Absolut risk, ex ante[1]	10,6	11,3			
Valutaexponering	30	24	22	23	34

Totalt koldioxidutsläpp

Scope 1–3[2]	2025	2024	2023	2022	2021
Totalt koldioxidutsläpp (miljoner tCO_2e)	7,6	7,6	7,4	8,7	10,4

Förvaltningskostnadsandel

% av förvaltat kapital	2025	2024	2023	2022	2021
Förvaltningskostnadsandel inkl. provisionskostnader	0,08	0,08	0,09	0,11	0,11
Förvaltningskostnadsandel exkl. provisionskostnader	0,06	0,07	0,07	0,06	0,06

1) Redovisas med start 2024.
2) Koldioxidmåtten är baserade på ett brett universum av koldioxiddata samt en förfinad metod för skattning av växthusgasutsläpp från bolag som inte rapporterar. Allteftersom bolagen i portföljen förbättrar och ökar sin rapportering av CO_2e-data, reviderar AP2 även historiska data. Vid jämförelse mot tidigare rapporter kan det därför finnas avvikelser. I mått inkluderas fondens investeringar i noterade aktier, företagsobligationer, statsobligationer, gröna obligationer, onoterade fastigheter, hållbar infrastruktur, skogs- och jordbruksfastigheter samt riskkapital.

Viktiga händelser

Foto: DEME

Realiserad investering i hållbar infrastruktur
Vi har under året sålt vårt innehav i Havfram som tillverkar installationsfartyg för nästa, större version av havsbaserad vindkraft. Denna investering har gett en genomsnittlig årlig avkastning på över 20 procent under tre år.

Arbetet mot nettonoll för statsobligationer
Vi har vidareutvecklat vårt ramverk för att bedöma länders nettonoll-anpassning och vägleda avkarboniseringen av våra obligationsportföljer. Arbetet bygger på vetenskap, interna analyser och internationella samarbeten.

Ny strategi inom aktieförvaltningen
Under året har fonden uppdaterat sitt internt utvecklade index för utländska aktier på utvecklade marknader. Den mest påtagliga skillnaden är att det nya indexet ligger närmare ett marknadsviktat index. Detta index är optimerat för en avkastning över index med bibehållet krav på hållbarhetsegenskaper.

Införlivande av AP6
Under året har AP2, tillsammans med AP6, genomfört ett omfattande arbete med allt det som krävs för att kunna ta över ansvaret för AP6:s tillgångar och åtaganden enligt riksdagens beslut. Många praktiska frågor har hanterats för att på ett ansvarsfullt sätt kunna fortsätta att skapa värde.

» Läs mer på sidan 18.

Fortsatt arbete med förvaltningsmodellen
AP2 har fortsatt arbetet med den nya förvaltningsstrategin som lanserades 2024. Under året har modellen fått fullt genomslag i organisationen. Förändringen har bland annat inneburit nya arbetssätt, där aktie- och ränteavdelningarna samlar alla investeringsstilar – kvantitativ, fundamental och onoterad förvaltning – för att bättre utnyttja kompetensen i organisationen.

AI på AP2
Fonden bedriver en handelsintensiv förvaltning som hanteras av ett fåtal personer. Under året implementerades ett AI-baserat verktyg för att välja motpart vid handel på utvecklade marknader baserat på våra och andra kunders historik. Verktyget säkerställer också rätt fördelning mellan motparter.

Resultaträkning

Belopp i mnkr	Not	Jan–dec 2025	Jan–dec 2024
Rörelsens intäkter			
Räntenetto	1	5 189	4 723
Erhållna utdelningar		5 457	4 602
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	2	29 026	18 491
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3	3 300	6 074
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		3 236	617
Nettoresultat, derivatinstrument		–5 274	–3 368
Nettoresultat, valutakursförändringar		–19 707	4 093
Provisionskostnader, netto	4	–83	–73
Summa rörelsens intäkter		**21 144**	**35 159**
Rörelsens kostnader			
Personalkostnader	5	–172	–174
Övriga administrationskostnader	6	–116	–117
Summa rörelsens kostnader		**–288**	**–291**
ÅRETS RESULTAT		**20 856**	**34 868**

Balansräkning

Belopp i mnkr	Not	**2025-12-31**	2024-12-31
TILLGÅNGAR			
Aktier och andelar			
Noterade	7	198 725	181 961
Onoterade	8	132 858	146 895
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	133 409	129 335
Derivatinstrument	10	6 029	2 508
Kassa och bankmedel		7 016	5 502
Övriga tillgångar	11	20	40
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	2 513	2 495
SUMMA TILLGÅNGAR		**480 570**	**468 736**
FONDKAPITAL OCH SKULDER			
Skulder			
Derivatinstrument	10	1 269	8 913
Övriga skulder	13	3 315	147
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	14	811	792
Summa skulder		**5 395**	**9 852**
Fondkapital	15		
Ingående fondkapital		458 884	426 040
Nettobetalningar mot pensionssystemet		–4 565	–2 024
Årets resultat		20 856	34 868
Summa fondkapital		**475 175**	**458 884**
SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER		**480 570**	**468 736**
Ställda panter och eventualförpliktelser	16		
Övriga ställda panter och eventualförpliktelser		24 456	48 001
Åtaganden		49 746	49 436

Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Andra AP-fonden uppfyller kraven för att definieras som ett investmentföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys inte upprättas och att IFRS 16 inte tillämpas.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden samt onoterade aktier redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende inlåning och utlåning, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning

Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när det finns en legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och det finns en avsikt att erlägga likvid netto eller realisera tillgången och erlägga likvid för skulden samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurser. Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterföretag/intresseföretag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas både aktier i och lån till dotterföretag/intresseföretag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte. Lån till dotter- respektive intressebolag som avses hållas till förfall värderas till verkligt värde via Fair value option i IFRS 9. Hela värdeförändringen redovisas dock som del av aktieinnehavet på raden Nettoresultat, onoterade aktier och andelar.

Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. Eget kapitalinstrument innehas för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Skuldinstrument innehas för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Lån till dotter- respektive intressebolag avses att hållas till förfall, men här utnyttjas fair value-option för att lagen om allmänna pensionsfonders krav på värdering till verkligt värde ska uppfyllas. I de fall hänvisning nedan sker till vald indexleverantör, se sidan 43 för information kring aktuella index. AP-fonderna följer alla sina tillgångar utifrån verkligt värde. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar, som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under Nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering.

Värderingen avseende onoterade andelar följer IPEV:s (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserad på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

Värdering avseende onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdemetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. Innehav i onoterade fastighetsföretag värderas med beaktande av uppskjutna skatteskulder till det värde som används vid fastighetstransaktioner, vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetsföretagen.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar
För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntejusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt. Värdeförändringar till följd av ränteförändringar redovisas under Nettoresultat räntebärande tillgångar, medan värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under Nettoresultat valutakursförändringar.

Derivatinstrument
För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas i resultaträkningen under Nettoresultat valutakursförändringar medan övriga värdeförändringar redovisas som Nettoresultat derivatinstrument.

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

Värdepapperslån
Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper kan bestå av värdepapper och/eller kontanter. I de fall Andra AP-fonden har rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I de fall fonden inte förfogar över säkerheten redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat i not under rubriken ”Ställda panter och eventualförpliktelser”. Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet
In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader
Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under Rörelsens intäkter. De utgörs av externa kostnader för förvaltningstjänster, såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare, samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orealiserade resultatet.

Rörelsens kostnader
Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under Rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärvad programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter
Andra AP-fonden är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Skatt på utdelningar och kupongskatter som påförs i vissa länder nettoredovisas i resultaträkningen under respektive intäktsslag.

Fonden är från och med 2012 registrerad till mervärdesskatt och därmed skattskyldig till mervärdesskatt för förvärv från utlandet. Fonden har inte rätt att återfå betald mervärdesskatt. Kostnadsförd mervärdesskatt inkluderas i respektive kostnadspost.

Belopp i miljoner kronor (mnkr), där inget annat anges.

Noter till resultat- och balansräkningarna

Not 1. Räntenetto

Belopp i mnkr	**Jan–dec 2025**	Jan–dec 2024
Ränteintäkter		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	5 062	4 597
Övriga ränteintäkter	150	165
Summa ränteintäkter	**5 212**	**4 762**
Räntekostnader		
Övriga räntekostnader	–23	–39
Summa räntekostnader	**–23**	**–39**
Räntenetto	**5 189**	**4 723**

Not 2. Nettoresultat, noterade aktier och andelar

Belopp i mnkr	**Jan–dec 2025**	Jan–dec 2024
Resultat noterade aktier och andelar	29 157	18 597
avdrag courtage	–131	–106
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	**29 026**	**18 491**

Not 3. Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

Belopp i mnkr	**Jan–dec 2025**	Jan–dec 2024
Realisationsresultat	4 113	4 087
Orealiserade värdeförändringar	–813	1 987
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	**3 300**	**6 074**

Externa förvaltararvoden för onoterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastar därmed orealiserat nettoresultat för onoterade tillgångar. Återbetalt förvaltararvode påverkar följaktligen orealiserat resultat positivt. Under året har totalt 866 (829) mnkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar. Under året har även 768 (562) mnkr återbetalats och det orealiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har därmed netto påverkats med –98 (–267) mnkr.

Not 4. Provisionskostnader, netto

Belopp i mnkr	**Jan–dec 2025**	Jan–dec 2024
Externa förvaltararvoden, noterade tillgångar	52	58
Övriga provisionskostnader inklusive depåbankskostnader	31	15
Summa	**83**	**73**

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade kostnader. Prestationsbaserade kostnader har under året uppgått till 36 (15) mnkr och reducerar nettoresultatet för respektive tillgångsslag.

Externa mandat den 31 december 2025, mnkr	Genom-snittligt förvaltat kapital 2025	Marknads-värde **2025-12-31***	% av fond-kapital	Extern för-valtnings-kostnad
Noterade externa räntefonder	11 014	10 818	2	52
Investeringar i onoterade fonder	78 593	79 219	17	–
Summa externt förvaltat kapital och förvaltnings-kostnader	**89 607**	**90 037**	**19**	**52**

* Marknadsvärde inklusive allokerad likviditet, derivat och upplupna räntor.

Not 5. Personal

	2025			2024		
Antal anställda	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor
Medelantal anställda	66	44	22	68	44	24
Antal anställda den 31 december	69	43	26	70	46	24
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	6	3	3	6	4	2

Personalkostnader i tkr, 2025	Löner och arvoden	Pensions-kostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelseordförande	215	–	–	70	285
VD	4 909	1 771	240	1 975	8 655
Styrelsen exklusive ordförande	957	–	–	257	1 214
Ledningsgruppen exkl. VD					
Kapitalförvaltningschef, fr.o.m. april	2 362	440	–	887	3 689
Chef Affärsstöd	2 430	1 508	–	1 215	5 153
Chefsjurist	2 751	910	96	1 131	4 792
Chef Kommunikation och Hållbarhet	1 692	654	120	731	3 077
Chef Risk och Avkastningsanalys	2 110	894	120	881	3 885
Övriga anställda	71 745	34 924		30 616	137 285
Summa	**89 171**	**41 101**		**37 763**	**168 035**
Övriga personalkostnader					4 328
Summa personalkostnader					**172 363**

Personalkostnader i tkr, 2024	Löner och arvoden	Pensions-kostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelseordförande	215	–	–	70	285
VD	4 755	1 726	240	1 916	8 397
Styrelsen exklusive ordförande	939	–	–	219	1 158
Ledningsgruppen exkl. VD					
Kapitalförvaltningschef	3 560	688	–	1 366	5 614
Chef Affärsstöd	2 103	1 406	–	1 003	4 512
Chefsjurist	2 600	865	96	1 052	4 517
Chef Kommunikation och Ägarfrågor, t.o.m. maj	918	252	50	372	1 542
Chef Kommunikation och Hållbarhet, fr.o.m. maj	1 058	317	–	435	1 810
Chef Risk och Avkastningsanalys	2 069	887	120	867	3 823
Övriga anställda	71 488	35 750		30 759	137 997
Summa	**89 705**	**41 891**		**38 059**	**169 655**
Övriga personalkostnader					4 078
Summa personalkostnader					**173 733**

Styrelse
Arvoden och andra ersättningar till styrelseledamöterna bestäms av regeringen. Ersättningen uppgår per år till 200 000 kronor för ordföranden, 150 000 kronor för vice ordföranden och 100 000 kronor till övriga ledamöter. Regeringen har fattat beslut om att ersättning kan utgå med sammanlagt 100 000 kronor för kommittéarbete. Inga arvoden har utgått för styrelsemedlemmars arbete i Ersättningskommittén. För arbete i Riskkommittén har ersättning utgått med 30 000 kronor till ordföranden och 25 000 kronor till ledamot. För arbete i Revisionskommittén har ersättning utgått med 20 000 kronor till ordföranden och 15 000 kronor till ledamot.

Styrelseledamöters övriga styrelseuppdrag
Se sidan 38.

VD
I VD:s anställningsavtal förbinder sig fonden att betala premier för tjänstepensions- och sjukförsäkring med pensionsålder 65 med en årlig premie motsvarande 30 procent av bruttolönen. Vid uppsägning från fondens sida äger VD rätt till avgångsvederlag, motsvarande 18 månadslöner utöver lön under uppsägningstiden om sex månader, reducerat med inkomst från ny anställning. Avgångsvederlaget beräknas på den kontanta månadslönen vid uppsägningstidens utgång. Erhållna förmåner för VD uppgår till 9 (9) tkr.

Ledningsgrupp
Utöver lön, andra ersättningar och pension har ledningsgruppen erhållit förmåner enligt följande särredovisning:

Kapitalförvaltningschef 51(81) tkr, Chef Affärsstöd 5 (4) tkr, Chefsjurist 6 (6) tkr, Chef Kommunikation och Hållbarhet 52 (4) tkr, Chef Risk och Avkastningsanalys 5 (4) tkr. För ledande befattningshavare gäller pensionsavtalet mellan BAO och AKAVIA/CR/CF (SACO).

Regeringens riktlinjer anger 6 månaders uppsägningstid med 18 månaders avgångsvederlag för ledande befattningshavare. För en ledande befattningshavare på Andra AP-fonden anställd innan regeringens riktlinjers ikraftträdande gäller 12 månaders uppsägningstid utan avgångsvederlag. Dessa har ej omförhandlats då detta skulle medföra en högre kostnad för fonden.

Löneväxling
Samtliga anställda ges möjlighet att löneväxla lön mot pension.

Beredning- och beslutsprocess
Styrelsearvoden fastställs av regeringen. Styrelsen fastställer VD:s lön och riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare.

Regeringens riktlinjer
Andra AP-fonden deltar varje år i en löne- och förmånsundersökning där en oberoende part tar fram jämförelsestatistik för enskilda befattningar hos relevanta och jämförbara aktörer. Syftet med undersökningen är att redovisa marknadsmässiga löne- och anställningsvillkor. För 2025 har fondens ersättningsnivåer jämförts med ett tjugotal privata och statliga aktörer inom finansbranchen, bland annat övriga AP-fonder. Utgångspunkten är att fondens ersättningar ska ligga runt medianen för jämförelsegruppen.

Styrelsens bedömning är att ersättningsnivåerna till såväl ledande befattningshavare som fondens övriga medarbetare är rimliga, väl avvägda, konkurrenskraftiga, takbestämda och ändamålsenliga samt bidrar till en god etik och organisationskultur. Ersättningarna är inte löneledande i förhållande till jämförbara institut utan präglas av måttfullhet och faller inom den utgångspunkt som styrelsen angivit för ersättningar till de anställda. Styrelsen anser att fonden följer regeringens riktlinjer vad avser ersättningar, förutom ovan nämnda undantag om uppsägningstid. Den sammanlagda kostnaden vid en uppsägning ryms dock med god marginal inom regeringens riktlinjer. Mer information finns på fondens webbplats.

Övrigt
I enlighet med svensk lag råder fackföreningsfrihet på Andra AP-fonden. Fonden har inga anställda under 18 år.

Not 6. Övriga adminstrationskostnader

Belopp i mnkr	**Jan–dec 2025**	Jan–dec 2024
Lokalkostnader	5	6
Informations- och IT-kostnader	83	85
Köpta tjänster	18	15
Övriga kostnader	10	11
Summa övriga administrationskostnader	**116**	**117**
Arvoden till revisorerna		
Revisionsuppdrag		
PwC	0,94	0,87
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget		
PwC	–	–
Summa ersättning till PwC	**0,94**	**0,87**

Not 7. Aktier och andelar, noterade

Belopp i mnkr	**2025-12-31**	2024-12-31
Svenska aktier	50 788	45 066
Utländska aktier	147 937	136 895
Summa	**198 725**	**181 961**

Andra AP-fonden bedriver likt andra aktörer inom långsiktig kapitalförvaltning värdepappersutlåning. Utlåningen sker till motparter som har hög kreditvärdighet och som ställer säkerhet som överstiger utlånade värdepappers marknadsvärde.

Under 2025 uppgick de totala intäkterna från värdepappersutlåningen till 50 mnkr. Intäkterna gav ett positivt bidrag till fondens avkastning och redovisas som ränteintäkter i resultaträkningen. Erhållen säkerhet för utlånade värdepapper redovisas i not 16.

En komplett förteckning över svenska och utländska innehav återfinns på fondens webbplats.

Fem största innehaven i svenska aktier	Antal aktier	Verkligt värde
Swedbank A	6 591 821	2 117
Assa Abloy B	5 412 018	1 942
Hexagon B	15 839 559	1 734
Volvo B	5 852 136	1 732
SEB A	8 367 371	1 632

Fem största innehaven i utländska aktier		
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd.	13 391 000	6 090
Nvidia Corp.	1 735 800	2 984
Apple Inc.	1 058 900	2 654
Hynix Semiconductor Inc.	516 831	2 153
Samsung Electronics Co Ltd.	2 785 083	2 137

Not 8. Aktier och andelar, onoterade

Belopp i mnkr	2025-12-31	2024-12-31
Svenska aktier i intressebolag	25 613	25 074
Utländska aktier i intresse- och dotterbolag	24 985	34 541
Övriga onoterade utländska aktier och andelar	82 260	87 280
Summa	**132 858**	**146 895**

Belopp i mnkr	Org nr	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital/röster, %	2025-12-31 Verkligt värde	2024-12-31 Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
Svenska aktier i intressebolag								
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	25 613	25 074	83 703	3 003
4 to 1 Investments AB	559313-2490	Stockholm	6 250	25	0	0	1	-2
4 to 1 Investments KB	969795-3033	Stockholm		25	0	0	0	-2
Summa svenska aktier i intressebolag					**25 613**	**25 074**		
Utländska aktier i intresse- och dotterbolag								
Chaptwo S.à.r.l.		Luxemburg		100	1 518	1 487		
Lewis & Clark Timberlands LLC		USA		24	1 646	1 877		
Molpus Nordic Woodlands L.P.		USA		99	1 919	2 277		
TIAA-CREF Global Agriculture LLC		USA		23	3 600	4 180		
TIAA-CREF Global Agriculture II LLC		USA		25	6 685	7 907		
U.S. Office Holdings L.P.		USA		41	2 590	3 581		
U.S. Core Office APTWO L.P. *		USA		99	4 670	8 174		
U.S. Office APTWO JV II L.P.**		USA		99	2 357	2 683		
Summa utländska aktier i intresse- och dotterbolag					**24 985**	**32 166**		

* Holdingbolag med 41 procents ägarandel i US Core Office Holding L.P. samt minoritetsandelar i andra fastigheter tillsammans med NPS och Tishman Speyer m.fl.
** Holdingbolag med minoritetsandelar i andra fastigheter tillsammans med NPS och Tishman Speyer m.fl.

Belopp i mnkr	Säte	Ägarandel kapital, %	2025-12-31 Anskaffningsvärde	2024-12-31 Anskaffningsvärde
Fem största innehaven i övriga onoterade utländska aktier och andelar				
Generate Capital, PBC	USA	6	2 906	2 906
KKR US Direct Lending (EEA) Feeder SCSp	Luxemburg	10	1 257	1 161
TPG Rise Climate, L.P.	USA	2	1 085	890
CVC Capital Partners VIII, L.P.	Jersey	0,4	1 034	1 044
MGG SF Evergreen Unlevered Fund II (Cayman), L.P.	Caymanöarna	33	1 011	628

En komplett förteckning över svenska och utländska innehav återfinns på fondens webbplats.

Not 9. Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Belopp i mnkr	2025-12-31	2024-12-31
Fördelning på emittentkategori		
Svenska staten	5 400	2 434
Svenska kommuner	61	92
Svenska bostadsinstitut	1885	546
Övriga svenska emittenter		
Finansiella företag	15 808	3 090
Icke finansiella företag	69	277
Utländska stater	53 549	49 001
Övriga utländska emittenter	56 637	73 895
Summa	**133 409**	**129 335**
Fördelning på instrumenttyp		
Övriga obligationer	120 395	115 009
Onoterade lån	2 196	2 678
Andelar i utländska räntefonder	10 818	11 648
Summa	**133 409**	**129 335**

Not 10. Derivatinstrument

	2025-12-31 Verkligt värde		2024-12-31 Verkligt värde	
Belopp i mnkr	Positivt	Negativt	Positivt	Negativt
Aktierelaterade instrument				
Terminer	–	–	–	–
Summa	–	–	–	–
varav clearat	–	–	–	–
Ränterelaterade instrument				
FRA/Terminer	4	–	–	24
Summa	**4**	–	–	**24**
varav clearat	–	–	–	–
Valutarelaterade instrument				
Optioner, innehavda	36	–	33	–
Optioner, utställda	–	4	–	0
Terminer	5 989	1 265	2 475	8 889
Summa	**6 025**	**1 269**	**2 508**	**8 889**
varav clearat	–	–	–	–
Summa derivatinstrument	**6 029**	**1 269**	**2 508**	**8 913**

Inga derivatpositioner har längre löptid än 12 månader. Utställda säljoptioner är del i en strategi som reducerar fondens totala risk. Nettoposition av säljoptioner har en begränsad maxförlust. För sålda valutaoptioner har Andra AP-fonden alltid ett leveranskrav att uppfylla förpliktelserna enligt optionskontraktet, det vill säga när fonden sålt en valutaoption har köparen rätt att utnyttja den oavsett om det är fördelaktigt eller inte jämfört med aktuell valutakurs. För övriga utställda säljoptioner har fonden inga leveranskrav.

Användning av derivatinstrument

Det primära sättet att valutasäkra fondens portföljer är via derivat. Andra skäl till att använda sig av derivat är för att effektivisera förvaltningen, skapa mervärde och reducera risk. Andra AP-fondens användning av derivat regleras i fondens verksamhetsplan. Bland begränsningarna finns att köpoptioner och terminer endast får ställas ut om det finns täckning genom innehav i underliggande tillgångar. Under 2025 användes derivatinstrument företrädesvis inom följande områden:

- Valutaderivat – terminer och optioner – för hantering av fondens valutaexponering.
- Aktiederivat – främst standardiserade aktieindexterminer – för effektiv rebalansering av portföljen och vid positionstagande i den taktiska tillgångsallokeringen.
- Räntederivat – främst standardiserade ränteterminer och ränteswappar – för rebalansering, taktisk tillgångsallokering och för hantering av fondens ränterisk. Begränsat utnyttjande av ränteoptioner i syfte att positionera fonden mot ränterisk.
- Strukturerade derivat – används för att skapa exponering mot marknadsrörelser som inte finns att tillgå inom traditionella aktie-, ränte- eller valutaderivat.
- Inom ramen för fondens taktiska allokeringsmandat samt alternativa riskpremiemandat sker positionstagning med hjälp av derivat. Mandaten tillåts agera med hjälp av korta och långa positioner i de tillåtna tillgångsslagen.

Exponering i derivatinstrument följs upp och analyseras löpande. Aktie- och räntederivat handlas företrädesvis på standardiserade marknader i clearade produkter, varför motpartsriskerna enbart är mot clearinginstitutet. Handeln med valuta- och kreditmarknadernas derivatinstrument är inte standardiserad och därmed finns såväl motparts- som leveransrisker gentemot fondens motparter.

VD godkänner och sätter limiter för de motparter som fonden använder för icke-standardiserade produkter och exponeringen bevakas löpande. För OTC-handel kräver fonden standardiserade avtal såsom ISDA och i ökad omfattning CSA, som reglerar säkerhetsmassan mellan motparter.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 4

Not 11. Övriga tillgångar

Belopp i mnkr	2025-12-31	2024-12-31
Fordringar sålda ej likviderade tillgångar	10	31
Övriga fordringar	10	9
Summa	**20**	**40**

Not 12. Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Belopp i mnkr	2025-12-31	2024-12-31
Upplupna ränteintäkter	1 910	1 778
Upplupna utdelningar	124	218
Restitutioner	444	475
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	35	24
Summa	**2 513**	**2 495**

Not 13. Övriga skulder

Belopp i mnkr	2025-12-31	2024-12-31
Skulder köpta ej likviderade tillgångar	–	25
Leverantörsskulder	10	13
Övriga skulder*	3 305	109
Summa	**3 315**	**147**

* Övriga skulder består främst av motvärdet för de erhållna kontantsäkerheter som bokats över årsskiftet.

Not 14. Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Belopp i mnkr	2025-12-31	2024-12-31
Upplupen räntekostnad på valutaterminer	785	764
Övriga upplupna kostnader	26	28
Summa	**811**	**792**

Not 15. Fondkapital

Belopp i mnkr	2025-12-31	2024-12-31
Ingående fondkapital	**458 884**	**426 040**
Nettobetalningar mot pensionssystemet		
Inbetalda pensionsavgifter	91 694	89 186
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	–95 959	–90 923
Överflyttning av pensionsrätter till EG	0	–1
Reglering av pensionsrätter avseende tidigare år	1	–2
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	–301	–284
Summa nettobetalningar mot pensionssystemet	**-4 565**	**–2 024**
Årets resultat	**20 856**	**34 868**
Utgående fondkapital	**475 175**	**458 884**

Not 16. Ställda panter och eventualförpliktelser

Belopp i mnkr	2025-12-31	2024-12-31
Övriga ställda panter och eventualförpliktelser		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper och kontantsäkerhet*	23 033	14 521
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	1 294	2 069
Ställda säkerheter avseende OTC-derivat (CSA-avtal)**	129	31 411
Totalt	**24 456**	**48 001**
Åtaganden		
Åtaganden om framtida investeringar avseende onoterade innehav	45 244	44 936
Teckningsåtaganden av certifikat	4 500	4 500
Garanti av nyemission	2	–
	49 746	**49 436**

* Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 24 002 (15 406) mnkr.
** Bokfört värde för skulder avseende erhållna kontantsäkerheter avseende OTC-derivat uppgår till 3 295 (102) mnkr. Erhållna säkerheter i form av värdepapper för OTC-derivat uppgår till 4 355 (91) mnkr.

Not 17. Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Fondkapitalets värdering – Marknadsnoterade tillgångar

Den största delen av fondens tillgångar är marknadsnoterade med innebörden att de handlas på en aktiv marknad med priser som representerar faktiska och regelbundet förekommande marknadstransaktioner. Andra AP-fondens marknadsnoterade tillgångar värderas dagligen till noterade marknadspriser och utgörs av aktier, obligationer, derivat, fonder och valutor.

För så kallade OTC-derivat baseras värderingen på antingen teoretisk modellvärdering eller på värdering från extern part. För fondens innehav i valutaterminer, ränteswappar och valutaoptioner baseras värderingen på en teoretisk modellvärdering, där modellens subjektiva inslag i dagsläget uteslutande är valet av räntekurvor, volatilitetskurvor och metod för beräkning samt uppskattning av framtida värde (interpolering och extrapolering). Samma metodik används för dagslån, kortfristiga certifikat och liknande instrument.

För övriga OTC-derivat används uteslutande värdering från extern part utan subjektiva inslag från fonden. Vid utgången av 2025 fanns ett fåtal utestående strukturerade OTC-derivat i fondens portföljer.

I perioder då likviditet för marknadsnoterade papper saknas på marknaden, krävs en ökad grad av subjektivitet vid värdering. Marknaden karaktäriseras vid sådana förhållanden av kraftigt ökade skillnader mellan köp- och säljkurser, som även kan skilja markant mellan marknadsaktörer. Andra AP-fonden har vid sådana tillfällen en konservativ värderingsansats. Vid eventuell avnotering av en tillgång tas hänsyn till marknadsnoteringar på alternativa handelsplatser. Varje enskilt värdepapper bedöms i dessa lägen separat.

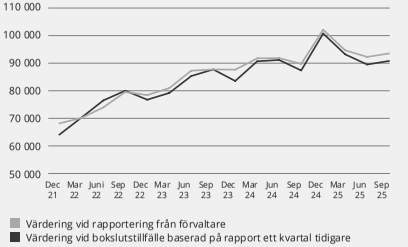
Fondkapitalets värdering – Onoterade tillgångar

För tillgångar som ej värderas på en aktiv marknad tillämpas olika värderingstekniker för framtagande av ett vid värderingstidpunkten verkligt värde.

Värdet bedöms motsvara det pris till vilket en transaktion mellan kunniga, sinsemellan oberoende, parter kan genomföras. Dessa icke-marknadsnoterade tillgångar utgörs för Andra AP-fondens del av konventionella fastigheter, riskkapitalfonder, skogs- och jordbruksfastigheter (NCS), hållbar infrastruktur och onoterade kreditfonder, och uppgår till 28% av den totala portföljen.

Värderingen avseende onoterade andelar följer IPEV:s principer (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserade på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

Validering av värderingar med tidsförskjuten rapportering, mnkr



Analys av resultatpåverkan till följd av rapporteringens tidsförskjutning, visar att Andra AP-fondens värderingar i officiella bokslut ligger lägre än slutrapporterat värde från fondförvaltarna.

Värdering av innehaven baseras på de senast erhållna kvartalsrapporterna från respektive förvaltare. Huvudsakligen använder förvaltarna diskonterade kassaflöden, substansvärdemetoden och multipelvärdering för beräkning av rättvisande marknadsvärden. Kvartalsrapporterna erhålls normalt inom 90 dagar efter ett kvartalsavslut. Detta innebär att vid värdering av Andra AP-fondens innehav per årsskiftet 2025 nyttjades i huvudsak värdering per den 30 september 2025, justerat för in- och utflöden under det fjärde kvartalet. Denna värderingsmetodik har konsekvent tillämpats av fonden sedan start.

En analys av hur stor påverkan denna tidsförskjutning haft sedan december 2021, visar att Andra AP-fondens värdering i officiella bokslut i huvudsak har legat lägre än slutrapporterat värde från förvaltarna.

Verkligt värde

Verkligt värde definieras som det pris som vid värderingstidpunkten skulle erhållas vid försäljning av en tillgång eller betalas vid överlåtelse av en skuld genom en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer.

Fondens innehav delas därför upp i tre olika nivåer och klassificeras baserat på vilka indata som används vid värderingen. Andra AP-fonden klassificerar sina tillgångar till verkligt värde enligt följande hierarki.

	2025-12-31			
Belopp i mnkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt verkligt värde
Aktier och andelar, noterade	198 725	–	–	198 725
Aktier och andelar, onoterade	–	–	132 858	132 858
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	120 450	10 763	2 196	133 409
Derivattillgångar	–	6 029	–	6 029
Derivatskulder	–	–1 269	–	–1 269
Finansiella tillgångar och skulder värderade till verkligt värde	**319 175**	**15 523**	**135 054**	**469 752***

* Skillnad mot redovisat fondkapital avser poster ej relaterade till finansiella investeringar, såsom interimsposter och övriga tillgångar/skulder.

	2024-12-31			
Belopp i mnkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt verkligt värde
Aktier och andelar, noterade	181 961	–	–	181 961
Aktier och andelar, onoterade	–	–	146 895	146 895
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	115 143	11 514	2 678	129 335
Derivattillgångar	–	2 508	–	2 508
Derivatskulder	–	–8 913	–	–8 913
Finansiella tillgångar och skulder värderade till verkligt värde	**297 104**	**5 109**	**149 573**	**451 786***

* Skillnad mot redovisat fondkapital avser poster ej relaterade till finansiella investeringar, såsom interimsposter och övriga tillgångar/skulder.

Nivå 1: Finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad. Marknaden bedöms aktiv om det finns noterade priser som regelbundet uppdateras med högre frekvens än en gång per vecka och om dessa priser används okorrigerat för avslut på marknaden.
Nivå 2: Finansiella instrument som handlas på en marknad som inte bedöms aktiv, men där det finns noterade priser som används okorrigerat för avslut eller observerbar indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering med allmänt vedertagna modeller.
Nivå 3: Finansiella instrument som värderas med ett inte oväsentligt inslag av ej observerbar data eller som i övrigt inte kan klassificeras till nivå 1 eller nivå 2.

Nivå 3 innehåller framför allt fondens innehav i riskkapitalfonder och onoterade fastigheter, där värderingen inte bygger på observerbar marknadsdata. Värdeförändringar i resultaträkningen redovisas främst under Nettoresultat, onoterade aktier och andelar.

Förändring under 2025 inom nivå 3

Belopp i mnkr	Aktier och andelar, noterade	Aktier och andelar, onoterade	Obligationer och andra räntbärande tillgångar	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	–	146 895	2 678	149 573
Investerat	–	11 426	–	11 426
Sålt/återbetalt under året	–	–9 787	–267	–10 054
Realiserat resultat	–	3 910	–	3 910
Orealiserad värdeförändring	–	–19 586	–215	–19 801
Omklassificeringar	–	–	–	–
Redovisat värde vid årets utgång	**–**	**132 858**	**2 196**	**135 054**

Förändring under 2024 inom nivå 3

Belopp i mnkr	Aktier och andelar, noterade	Aktier och andelar, onoterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	–	127 275	2 479	129 754
Investerat	–	13 001	89	13 090
Sålt/återbetalt under året	–	–7 996	–	–7 996
Realiserat resultat	–	4 086	–	4 086
Orealiserad värdeförändring	–	10 529	110	10 639
Omklassificeringar	–	–	–	–
Redovisat värde vid årets utgång	**–**	**146 895**	**2 678**	**149 573**

Känslighetsanalys onoterade tillgångar

Skogs- och jordbruksfastigheter (NCS)
Värdeutvecklingen på skogs- och jordbruksfastigheter styrs till stor del av efterfrågan på skogs- och jordbruksrelaterade råvaror. Värden på skogs- och jordbruksmark kan dock variera stort inom samma region och vara i olika hög grad korrelerade med råvarupriserna. En jordbruksfastighets driftsinriktning, markens kvalitet, fastighetens skogsbestånd, långsiktig avverkningsplan, infrastruktur, topografi samt makroekonomiska faktorer är parametrar som i hög grad påverkar den enskilda fastighetens värde.

På lång sikt styrs värdet på skogs- och jordbruksmark huvudsakligen av framtida förväntade intäkter från skogs- och jordbruket i kombination med räntenivåer. Värden på skogs- och jordbruksmark tenderar att stiga under förhållanden med låga räntor och höga råvarupriser. På samma sätt tenderar värdet på marken att reduceras genom stigande räntor, eftersom diskonteringen av de framtida intäkterna från brukandet av marken då ökar. Högre räntor sänker priset på skogs- och jordbruksråvaror och ger lägre intäkter för operatörerna och till sist lägre värde på marken. Det krävs dock relativt stora fall i spannmålspriset under en längre tid för att påverka markvärden signifikant.

Riskkapitalfonder
De enskilda bolagens värderingar i en riskkapitalfond drivs till största del av följande faktorer:
- Vinsttillväxt genom ökad försäljning och förbättrade marginaler. Detta uppnås exempelvis genom ökade marknadsandelar, utveckling eller nyutveckling av produkter och tjänster, geografisk expansion, operativa förbättringar, förvärv, konsolidering etc.
- Multipelexpansion som uppnås genom att bolaget når en högre kvalitet alternativt genom den noterade marknadens utveckling.
- Skuldminskning.

Riktlinjer för värdering till verkligt värde av denna typ av investeringar innefattar värderingsmodeller som i många fall inkluderar värderingar i noterade bolag i relevanta jämförelsegrupper. Detta medför att bolagens värderingar påverkas av noterad marknad, men inte med samma genomslag och alltid med tre månaders förskjutning då värdering sker kvartalsvis.

Andra AP-fondens erfarenhet är att de flesta förvaltare generellt har en konservativ värderingsansats, något som är extra synbart på marknader med snabb och kraftig uppåtgående kursutveckling på börserna.

Konventionella fastigheter
Även om många olika faktorer påverkar fastighetsbolagens resultat och finansiella ställning, är värdeutvecklingen på bolagens fastigheter det riskområde som har störst påverkan på deras resultat. Fastigheternas marknadsvärde påverkas av förändrade antaganden om hyres- och vakansnivåer samt driftkostnader och direktavkastningskrav. Den ekonomiska tillväxten på de marknader där fastigheterna är belägna utgör grunden för dessa antaganden. Ekonomisk tillväxt antas leda till ökad efterfrågan på lokaler och därmed minskade vakanser, med potential för höjda marknadshyror. Enskilt störst påverkan har avkastningskravet.

För Andra AP-fondens innehav i konventionella fastighetsbolag bedöms den samlade effekten för fondens resultatandel av en tänkt förändring i direktavkastningskrav, om +/–0,25 procent på bolagens redovisade resultat före skatt, uppgå till –3,1 mdkr respektive 3,4 mdkr.

Hållbar infrastruktur
Värdering av bolag och fonder inom portföljen för hållbar infrastruktur drivs, i likhet med värderingen av riskkapitalfonder, av utvecklingen och antaganden om de underliggande bolagens vinsttillväxt och förbättrade marginaler och eventuell skuldminskning. Ofta kombineras olika värderingsmodeller såsom kassaflödesanalys och multipelvärdering. Flertalet av investeringarna i portföljen avser bolag som utvecklar ny infrastruktur, där bolagens projekt värderas initialt som summan av nerlagda kostnader fram till dess att kontrakt tecknas med slutkund och en kassaflödesanalys är möjlig.

Onoterade kreditfonder
För onoterade kreditfonder saknas av naturliga skäl marknadsdata. Värderingar får istället ske genom att olika antaganden görs, främst vad gäller risk. Den data som används kan också innehålla prisinformation, volatilitet, specifik kreditdata, likviditet och andra faktorer. En skillnad görs ofta mellan en marknadsbaserad värdering och en intjäningsbaserad värdering.

Den marknadsbaserade värderingsansatsen bygger på jämförbara transaktioner på den publika marknaden, medan den intjäningsbaserade värderingen har sin grund i en nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden från tillgången, vilka sedan justeras utifrån likviditet, kreditkvalitet och andra riskfaktorer.

Då de onoterade krediterna nästan uteslutande ges ut med rörlig ränta torde ränteförändringar inte påverka en marknadsbaserad värdering av denna portfölj annat än marginellt. En stigande ränta kan däremot påverka den intjäningsbaserade värderingen när kassaflödena ökar, även om detta sker till priset av en stigande risknivå, då alla låntagare kanske inte klarar ett högre ränteläge. Den omvända effekten gäller naturligtvis i tider av fallande räntor.

Precis som i fallet med riskkapitalfonder tenderar de externa förvaltare som Andra AP-fonden anlitar för investeringar i onoterade krediter att ha en konservativ värderingsansats, där de löpande förändringarna i värderingar är små till följd av externa faktorer.

Not 18. Finansiella risker

Likviditetsrisken begränsas bland annat genom 20-procentsregeln (externa placeringsregler för Första till Fjärde AP-fonden som anger att minst 20 procent av fondernas totala kapital måste vara placerade i värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk) samt att maximalt 40 procent av det verkliga värdet av de tillgångar som fonden innehar får vara placerade i illikvida tillgångar. Under 2025 låg fondens andel i värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk kring 23 procent och andelen illikvida tillgångar låg kring 30 procent. Likviditetsrisken på skuldsidan är mycket liten och utgörs av derivatskulder.

Portföljandel med låg kredit- och likviditetsrisk 2025, %

Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under kvittningsavtal

				Belopp som inte nettas i balansräkningen				
2025-12-31, mnkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balans-räkningen	Nettobelopp i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna/ lämnade säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt*	Summa i balans-räkningen
TILLGÅNGAR								
Derivat	6 025	–	6 025	–9	-7 650	-1 634	4	6 029
Summa	**6 025**	–	**6 025**	–9	-7 650	-1 634	4	**6 029**
SKULDER								
Derivat	1 269	–	1 269	–9	–129	1 131	–	1 269
Summa	**1 269**	–	**1 269**	–9	–129	1 131	–	**1 269**

				Belopp som inte nettas i balansräkningen				
2024-12-31, mnkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balans-räkningen	Nettobelopp i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna/ lämnade säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt*	Summa i balans-räkningen
TILLGÅNGAR								
Derivat	2 508	–	2 508	–28	–193	2 287	–	2 508
Summa	**2 508**	–	**2 508**	–28	–193	2 287	–	**2 508**
SKULDER								
Derivat	8 889	–	8 889	–28	–31 411	–22 550	24	8 913
Summa	**8 889**	–	**8 889**	–28	–31 411	–22 550	**24**	**8 913**

* Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

Not 19. Närstående

Syftet med noten är att upplysa om hur Andra AP-fondens resultat och ställning har påverkats av transaktioner och utestående mellanhavanden, inklusive åtaganden, med närstående i enlighet med definitioner i IAS 24.

Som närstående till Andra AP-fonden betraktas bolag där fonden äger minst 20 procent av rösterna (se intressebolag not 8) samt fondens styrelseledamöter och ledningsgrupp. Avseende löner och ersättningar till Andra AP-fondens styrelseledamöter och ledningsgrupp, se not 5.

Belopp i mnkr	**2025-12-31**	2024-12-31
Närstående, röstandel		
Vasakronan Holding AB, 25 procent		
Ränteintäkter	9	9
Åtagande om att på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolaget upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om	4 500	4 500
Chaptwo S.à.r.l., 100 procent		
Ränteintäkter	86	88
Ägarlån inklusive upplupen ränta	2 303	2 852
Aktieägartillskott/-återbetalning under året	125	20
Investeringsåtagande	–	151
4 to 1 Investments AB, 25 procent		
Aktieägartillskott	0	0
4 to 1 Investments KB, 25 procent		
Kapitaltillskott	0	0

Not 20. Väsentliga händelser efter räkenskapsårets utgång

Omorganisation av AP-fonderna
Till följd av en lagändring i lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) har verksamheten i Sjätte AP-fonden upphört, varmed Sjätte AP-fondens tillgångar och förpliktelser över tid kommer att vederlagsfritt föras över till Andra AP-fonden.

Andra AP-fonden har bedömt att den ekonomiska innebörden av överföringarna av tillgångarna ska ses om ett tillskott, vilket innebär att de överförda tillgångarna kommer att redovisas som en ökning av fondkapitalet med en motsvarande ökning av redovisade tillgångar. Redovisade värden kommer att baseras på verkligt värde (marknadsvärde) på överföringsdagen. Styrande för att fastställa överföringsdagen är den tidpunkt då avkastningen från de överförda tillgångarna tillfaller Andra AP-fonden, det vill säga ingen vinst eller förlust kommer att redovisas i samband med överföringen.

Under räkenskapsåret 2026, till och med tidpunkten för avgivande av denna årsredovisning, har inga tillgångar förts över.

Kvarvarande tillgångar i Sjätte AP-fonden, uppgick vid tidpunkten för avgivande av denna årsredovisning till 83,5 miljarder kronor. Dessa kvarvarande tillgångar kommer successivt att vederlagsfritt föras över till Andra AP-fonden. Således kommer värdet på dessa kvarvarande tillgångar att påverkas av framtida värdeförändringar av marknadsvärdet och det angivna beloppet ovan ska därför inte ses som en uppskattning av storleken på framtida överföringar till Andra AP-fonden. Tidpunkten för när dessa tillgångar kan överföras är dessutom svår att bedöma på grund av avtalsmässiga, legala begränsningar eller andra marknadsmässiga förutsättningar.

Andra AP-fonden har fått i uppdrag att ansvara för förvaltningen av kvarvarande avskilda tillgångar i Sjätte AP-fonden. Styrelsen för Andra AP-fonden har fastställt en policy för hur tillgångarna ska förvaltas avskilt i Sjätte AP-fonden. Avkastningen från den avskilda förvaltningen ska, efter avdrag för kostnader, överföras till Andra AP-fonden. Fonden ansvarar för förvaltningen och beslutar utifrån vad som bedöms vara till största nytta för inkomstpensionssystemet.

Andra AP-fonden ska svara för kostnader hänförliga till Sjätte AP-fonden, om medel som inflyter från de tillgångar som förvaltas avskilt inte räcker för att täcka kostnaderna.

Avgående styrelseordförande
Styrelseordförande Anna-Karin Jatko avgick från styrelsen i Andra AP-fonden den 5 februari 2026. Samma dag utsågs Ingrid Tersander Albinsson att vara tillförordnad ordförande i styrelsen.

Årsredovisningen för 2025 har fastställts av styrelsen

Göteborg den 16 februari 2026

Ingrid Tersander Albinsson
Tillförordnad ordförande

Mikael Bohman

Hanse Ringström

Agneta Wallmark

Rikard Andersson

Torbjörn Dalin

Åsa Erba Stenhammar

Catrina Ingelstam

Vår revisionsberättelse har lämnats den 16 februari 2026

Helena Kaiser de Carolis
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För Andra AP-fonden, org.nr 857209-0606

Rapport om årsredovisningen

Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Andra AP-fonden för år 2025. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 40–75 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Andra AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2025 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställes.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Andra AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Annan information än årsredovisningen

Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och denna återfinns på sidorna 1–39 samt 79–84. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information.

Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är det vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter. Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift. Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera fonden, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller misstag och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen.

Dessutom

- identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på misstag, eftersom oegentligheter kan innefatta

agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- skaffar vi oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.
- drar vi en slutsats om lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi drar också en slutsats, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.
- utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de eventuella betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden
Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Andra AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Andra AP-fonden för 2025.

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grund för uttalanden
Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Andra AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar
Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för Andra AP-fondens organisation och förvaltningen av Andra AP-fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma Andra AP-fondens ekonomiska situation och att tillse att Andra AP-fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Andra AP-fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att Andra AP-fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisorns ansvar
Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Andra AP-fonden för räkenskapsåret 2025.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

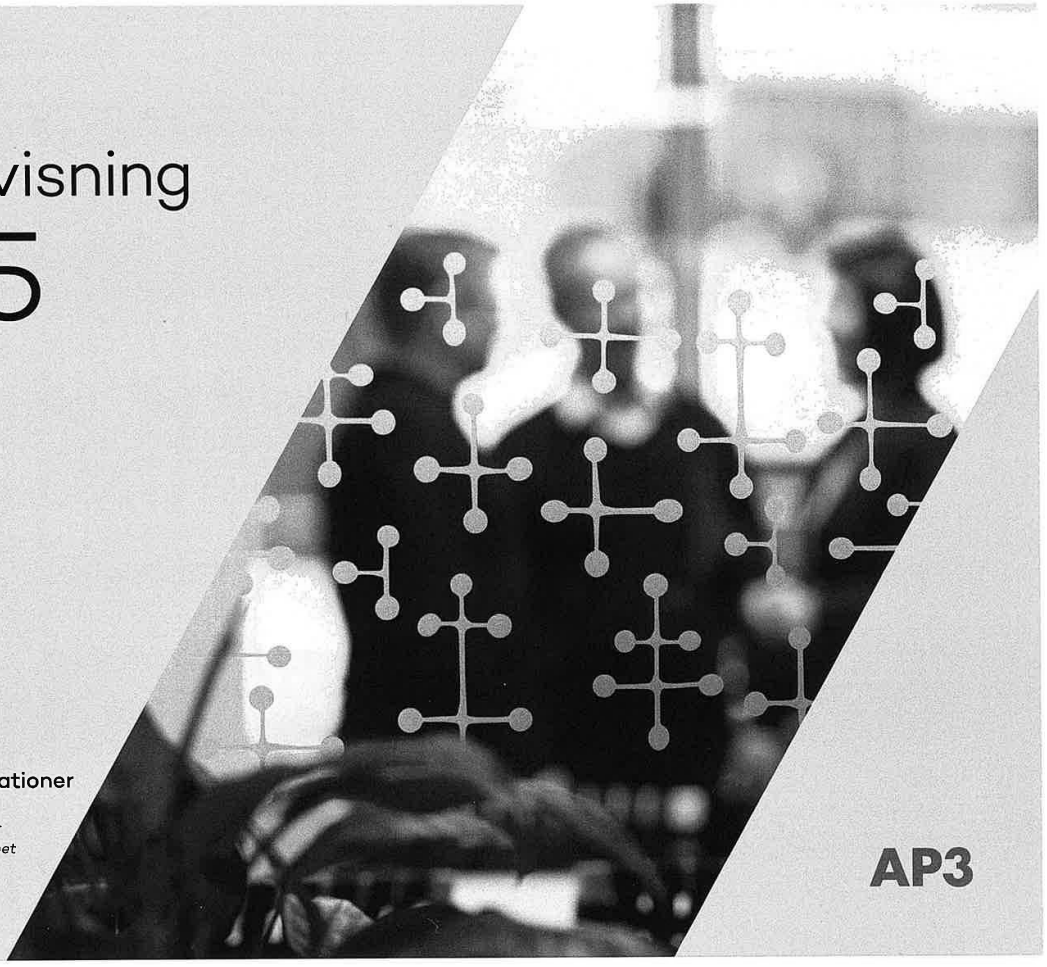
Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna. Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för Andra AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Göteborg den 16 februari 2026

Helena Kaiser de Carolis
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Årsredovisning 2025



Förvaltning över generationer

Uppdraget från Sveriges riksdag är att stärka inkomstpensionssystemet till förmån för dagens och morgondagens pensionärer.

AP3

Innehåll

Rapporter och webbplatser
Denna årsredovisning beskriver AP3s verksamhet under 2025. AP3 avger även en Ägarstyrningsrapport som sammanfattar fondens hållbarhetsarbete och handlingsplaner för AP3s fyra fokusområden.

Information om AP3s portfölj och hur fonden arbetar med ansvarsfull förvaltning finns att läsa på sidorna 10–13 samt nyckeltal sid 62–63.

På ap3.se finner du information om fondens verksamhet och aktuella innehav, AP3s årsredovisningar, delårsrapporter, hållbarhetsrapporter samt handlingsplaner.

Läs även om AP-fondernas etikråds arbete på etikradet.se.

Kontakt
AP3, Box 1176, 111 91 Stockholm,
info@ap3.se | 08-555 17 100

Text och produktion
AP3 och Narva Communications.

Foto
Peter Phillips, Shutterstock, Adobestock.

AP3 2025

Året 2025 i korthet 3
VD-ord 4
AP3s utveckling 2001–2025 6
AP3s investeringsportfölj 2025 7

Ansvarsfull förvaltning

ALM-analys och långsiktig riskstyrning 9
Hållbar utveckling central i förvaltningsstrategin . 10
Förflyttning mot hållbarhetsmålen 11
AP-fondernas etikråd 12
Långsiktig påverkan ger resultat 13
Styrelsens underskrift och revisorernas yttrande avseende den lagstadgade hållbarhetsrapporten . 14

Arbetsgivare och samverkan

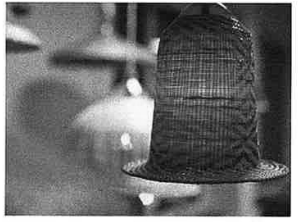
Samhällsuppdraget – att vara värdeskapande 15
Engagemang för uppdraget 16
Konsolidering, samverkan och systeminfrastruktur 18
Buffertfondernas roll 20

Fondstyrning

Fondstyrning 21
Styrning, styrelse, ledning och kontroll 22
Styrelsearbetet under 2025 24
Tre försvarslinjer 25
Intern och extern kontroll 25
Hur AP3 utvärderas 27
Styrelse och verkställande ledning 28

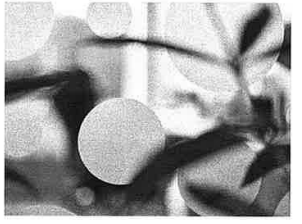
Förvaltningsberättelse

Förvaltningsberättelse 30
Årets resultat 31
AP3s portfölj 32
Avkastning per tillgångsslag 36
Tioårsöversikt 37
Kostnader 38
Riskhantering 40
Resultat- och balansräkning 42
Noter 43
Underskrifter 56
Revisionsberättelse 57



Nyckeltal och ordlista

Nyckeltal AP3s portfölj 59
Klimatnyckeltal 62
Intressentdialog 64
Ordlista 66



Tredje AP-fonden – 2025 i korthet

Nyckeltal per 31/12 2025

	2025	2024	2023	2022	2021
Fondkapital vid årets slut, mdkr	577,1	549,1	499,8	468,4	502,3
Nettoflöden till pensionssystemet, mdkr	4,6	2,0	4,8	4,7	7,5
Årets resultat, mdkr	32,6	51,3	36,2	-29,2	86,8
Avkastning före kostnader, %	6,1	10,4	7,8	-5,7	20,8
Avkastning efter kostnader, %	6,0	10,3	7,8	-5,8	20,7
Förvaltningskostnadsandel totalt, %	0,08	0,07	0,07	0,08	0,08
Förvaltningskostnadsandel exklusive provisionskostnader, %	0,07	0,06	0,06	0,05	0,05
Annualiserad avkastning efter provisionskostnader och rörelsens kostnader 5 år, %	7,5	8,2	9,6	8,1	11,3
Annualiserad avkastning efter provisionskostnader och rörelsens kostnader 10 år, %	8,3	8,4	8,7	9,3	11,1

AP3 summerar ett bra 2025. Avkastningen blev 6,0 procent efter kostnader. Resultatet uppgick till 32,6 miljarder kronor och fondkapitalet till 577,1 miljarder kronor.

6,0%
AP3s avkastning uppgick till 6,0 (10,3) procent efter kostnader

577,1 mdkr
AP3s fondkapital uppgick till 577,1 (549,1) miljarder kronor

0,08%
AP3s förvaltningskostnadsandel uppgick till 0,08 (0,07) procent, varav rörelsekostnader utgjorde 0,07 (0,06) procent

4,6 mdkr
Utbetalningarna till pensionssystemet från AP3 uppgick till 4,6 (2,0) miljarder kronor

7,5%
AP3 har nått en genomsnittlig avkastning efter kostnader på 7,5 (8,2) procent per år de senaste fem åren samt på 8,3 (8,4) procent per år de senaste tio åren

16,0%
AP3s tillgångsslag noterade aktier avkastade 16,0 (17,4) procent och blev den största bidragsgivaren till avkastningen.

- **AP3s helårsresultat 2025** summerar ett bra år med en avkastning på 6,1 procent före kostnader. Fondkapitalet uppgick till 577,1 miljarder kronor vid årsskiftet.
- **Konsolidering av AP-fonderna** Efter beslut om konsolidering av AP-fonderna förbereddes arbetet under året. Vid årsskiftet övertogs AP1s tillgångar och förpliktelser och fördelades i lika delar till AP3 och AP4.
- **Framtidssäkrad systeminfrastruktur** En ny molnbaserad och integrerad systemlösning implementerades under året, efter ett intensivt arbete av fondens medarbetare. Lösningen ersätter ett flertal system som stödjer hela verksamhetsflödet. Se sid 19.
- **Fondens kompetensförsörjning.** Antalet sökande till utlysta tjänster har varit rekordstort med många ytterst kvalificerade kandidater.
- **AP3 har, jämfört med fondens peers, högst avkastning** i kombination med lägst kostnader sett över 5 år. Detta jämfört med peer-gruppen som består av internationella jämförbara pensionsfonder. Undersökningen görs årligen av CEM Benchmarking.
- **Ägarstyrningsarbetet har under året varit framgångsrikt.** Målet för andelen kvinnliga styrelseledamöter i storbolagen har överträffats och uppgår nu till 43%. Andelen bolag i portföljen med **hållbarhetskriterier** i incitamentsprogram har också överträffats och uppgår nu till 43%. Mer om hållbarhetsmålen, se sid 11.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 5

Resultaträkning

Mkr	Not	2025	2024
Rörelsens intäkter			
Räntenetto	2	4 576	3 570
Erhållna utdelningar		7 846	5 951
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	3	36 152	35 986
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	4	3 158	1 538
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		1 527	305
Nettoresultat, derivatinstrument		578	-918
Nettoresultat, valutakursförändringar		-20 827	5 244
Provisionskostnader, netto	5	-49	-49
Summa rörelsens intäkter		**32 960**	**51 627**
Rörelsens kostnader			
Personalkostnader	6	-189	-175
Övriga administrationskostnader	7	-199	-145
Summa rörelsens kostnader		**-389**	**-320**
Årets resultat		**32 571**	**51 306**

Balansräkning

Mkr	Not	2025-12-31	2024-12-31
Tillgångar			
Aktier och andelar			
Noterade	8, 19	288 834	271 761
Onoterade	9, 19	144 322	146 884
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	10, 19	138 215	139 715
Derivat	11, 19, 21	5 554	1 548
Kassa och bankmedel		5 025	1 433
Övriga tillgångar	12, 21	11 434	4 057
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	1 695	1 655
Summa tillgångar		**595 080**	**567 053**
Fondkapital och skulder			
Skulder			
Derivat	11, 19, 21	1 045	10 667
Övriga skulder	14, 21	16 834	7 206
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	140	126
Summa skulder		**18 019**	**17 999**
Fondkapital			
Ingående fondkapital		549 054	499 772
Nettobetalning mot pensionssystemet	16	**-4 565**	-2 024
Årets resultat		32 571	51 306
Summa fondkapital		**577 060**	**549 054**
Summa fondkapital och skulder		**595 080**	**567 053**
Poster inom linjen	17, 22	76 290	83 261

Noter

Tredje AP-fonden, organisationsnummer 802014-4120, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2025 har godkänts av styrelsen den 25 februari 2026. Resultaträkning och balansräkning ska fastställas av regeringen.

1 Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Tredje AP-fonden uppfyller kraven för att definieras som ett investmentföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys ej upprättas och att IFRS 16 inte tillämpas.

Då förändringar i lag (2000:192) om allmänna pensionfonder (AP-fonder) träder i kraft den 1 januari 2026 har lagförändringen ingen påverkan på årsredovisningen för 2025. En beskrivning över påverkan på den finansiella rapporteringen framåtriktat framgår av not 23.

Affärsdagsredovisning
Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden samt onoterade aktier redovisas i balansräkningen per affärsdagen, dvs vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende inlåning och utlåning, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning
Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när det finns en legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och det finns en avsikt att erlägga likvid netto eller realisera tillgången och erlägga likvid för skulden samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta
Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurser.

Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterföretag/intresseföretag
Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas både aktier i och lån till dotterföretag/intresseföretag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte. Lån till dotter- respektive intressebolag som avses hållas till förfall värderas till verkligt värde via fair value option i IFRS 9. Hela värdeförändringen redovisas dock som del av aktieinnehavet på raden Nettoresultat, onoterade aktier och andelar.

Värdering av finansiella instrument
Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. Eget kapital-instrument innehas för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Skuldinstrument innehas för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Lån till dotter- respektive intressebolag avses att hållas till förfall, men här utnyttjas fair value option för att lagen om allmänna pensionsfonders krav på värdering till verkligt värde ska uppfyllas. I de fall hänvisning nedan sker till vald indexleverantör, se fondens hemsida för information kring aktuella index. AP-fonderna följer alla sina tillgångar utifrån verkligt värde. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar
För aktier och andelar som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under Nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar
För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering. Värderingen avseende onoterade andelar följer IPEVs (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

Värdering avseende onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdemetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. Innehav i onoterade fastighetsföretag värderas med beaktande av uppskjutna skatteskulder till det värde som används vid fastighetstransaktioner vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetsföretagen.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar
För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntejusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt. Värdeförändringar till följd av ränteförändringar redovisas under nettoresultat för räntebärande tillgångar, medan värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under nettoresultat valutakursförändringar.

Derivatinstrument
För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas i resultaträkningen under nettoresultat valutakursförändringar medan övriga värdeförändringar redovisas som nettoresultat derivatinstrument.

Återköpstransaktioner
Vid äkta återköpstransaktion, så kallad repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det

Skr. 2025/26:130
Bilaga 5

Forts. Not 1

sålda värdepappret redovisas som ställd pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avistaledet och terminsledet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

Värdepapperslån
Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper kan bestå av värdepapper och/eller kontanter. I de fall Tredje AP-fonden har rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I de fall fonden inte förfogar över säkerheten redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat i not under rubriken "Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper, samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet
In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader
Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. De utgörs av externa kostnader för förvaltningstjänster, såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orealiserade resultatet.

Rörelsens kostnader
Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärvad programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter
Tredje AP-fonden är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige.

Skatt på utdelningar och kupongskatter som påförs i vissa länder nettoredovisas i resultaträkningen under respektive intäktsslag.

Fonden är från och med 2012 registrerad till mervärdesskatt och därmed skatteskyldig till mervärdesskatt för förvärv från utlandet. Fonden har inte rätt att återfå betald mervärdesskatt. Kostnadsförd mervärdesskatt inkluderas i respektive kostnadspost.

Avrundningar mm
Avrundningsdifferenser i tabeller kan förekomma. Belopp anges i miljoner kronor (mkr) om inget annat anges.

2 Räntenetto

Mkr	2025	2024
Ränteintäkter		
Obligationer och andra räntebärande intäkter	4 448	3 400
Värdepapperslån, aktier	33	32
Värdepapperslån, obligationer	46	67
Övriga ränteintäkter	71	80
Summa ränteintäkter	**4 598**	**3 580**
Räntekostnader		
Övriga räntekostnader	23	9
Summa räntekostnader	**23**	**9**
Räntenetto	**4 576**	**3 570**

3 Nettoresultat noterade aktier och andelar

Mkr	2025	2024
Resultat noterade aktier och andelar	36 280	36 096
Avgår courtage	-128	-110
Nettoresultat noterade aktier och andelar	**36 152**	**35 986**

4 Nettoresultat onoterade aktier och andelar

Mkr	2025	2024
Realisationsresultat	2 125	1 353
Orealiserade värdeförändringar	1 033	185
Nettoresultat onoterade aktier och andelar	**3 158**	**1 538**

Externa förvaltararvoden för onoterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastar därmed orealiserat nettoresultat för onoterade tillgångar. Återbetalda förvaltararvoden påverkar följaktligen orealiserat resultat positivt.

Under året har totalt 422 (942) miljoner kronor erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar, varav 418 (937) miljoner kronor medger återbetalning. Under året har även 237 (161) miljoner kronor återbetalats. Det orealiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har netto påverkats negativt med 185 (negativt med 780) miljoner kronor.

5 Provisionskostnader

Mkr	2025	2024
Externa förvaltningsarvoden noterade tillgångar	27	29
Externa förvaltningsarvoden onoterade tillgångar	4	4
Övriga provisionskostnader inkl. depåbankskostnader	18	16
Summa provisionskostnader	**49**	**49**

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade arvoden vilka uppgick till 111 (96) miljoner kronor och är relaterade till noterade aktier. Prestationsbaserade arvoden reducerar nettoresultatet för respektive tillgångsslag.

6 Personal

	2025		2024	
	totalt	varav kvinnor	totalt	varav kvinnor
Medelantal anställda	75[1]	30[2]	72[1]	29[2]
Anställda 31/12	80[1]	30[2]	73[1]	30[2]
Antal i ledningsgruppen 31/12	5	3	5	3

1 Varav 3 anställda i AP-fondernas etikråd.
2 Varav 2 anställda i AP-fondernas etikråd.

Personalkostnader i tkr, 2025	Löner och arvoden	Pensions-kostnader	varav löneväxling	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelsens ordförande Christina Lindenius	210			66	276
Övriga styrelseledamöter	940			260	1 199
Summa	**1 150**			**326**	**1 476**
VD Staffan Hansén	5 438	1 636		2 106	9 180
Ledningsgruppen exkl VD					
Zorica Bodiroza	1 630	745	102	693	3 068
Eva Boric	2 674	872		1 052	4 597
Lil Larås Lindgren	1 355	842	222	630	2 827
Jonas Thulin	3 500	901	254	1 318	5 719
Summa ledningsgruppen exkl VD	**9 159**	**3 361**	**578**	**3 693**	**16 212**
Övriga anställda	91 647	42 021	3 774	27 528	161 196
Summa anställda	**106 244**	**47 018**	**4 352**	**33 327**	**186 589**
Övriga personalkostnader					1 397
Summa personalkostnader	**107 394**	**47 018**	**4 352**	**33 653**	**189 461**

Personalkostnader i tkr, 2024	Löner och arvoden	Pensions-kostnader	varav löneväxling	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelsens ordförande Christina Lindenius	210			66	276
Övriga styrelseledamöter	906			251	1 157
Summa	**1 117**			**317**	**1 433**
VD Staffan Hansén	5 251	1 574		2 032	8 857
Ledningsgruppen exkl VD					
Zorica Bodiroza	1 559	730	107	667	2 956
Eva Boric	2 484	825		980	4 289
Lil Larås Lindgren	1 483	791	190	658	2 931
Jonas Thulin	3 268	829	190	1 228	5 324
Summa ledningsgruppen exkl VD	**8 793**	**3 175**	**488**	**3 533**	**15 501**
Övriga anställda	83 614	38 800	2 788	24 893	147 307
Summa anställda	**97 658**	**43 549**	**3 275**	**30 458**	**171 665**
Övriga personalkostnader					2 095
Summa personalkostnader	**98 774**	**43 549**	**3 275**	**30 775**	**175 193**

Skr. 2025/26:130
Bilaga 5

Forts. Not 6

Styrelse
Styrelsearvoden fastställs av regeringen. Helårsersättningen uppgår sedan 2020 till 200 tkr till styrelsens ordförande, 150 tkr till vice ordförande och 100 tkr till ledamöter. Regeringen har beslutat om möjlighet för fonden att ersätta ledamöter i styrelsen för utskottsarbete med maximalt 100 tkr att fördelas mellan medlemmarna i ersättnings- och revisionsutskottet. För 2025 har 100 (100) tkr betalats ut i ersättningar för utskottsarbete.

Utskott
Ersättningsutskottet har under året bestått av tre ledamöter och bereder bland annat frågor avseende VDs lön och förmåner samt löneram inför lönerevision. Beslut i dessa frågor fattas av styrelsen. Risk- och revisionsutskottet består av tre ledamöter. Risk- och revisionsutskottet är bevakande och beredande åt styrelsen inom i första hand områdena finansiell rapportering, redovisning, internkontroll, riskhantering och extern revision.

VDs ersättning
Ersättning till VD fastställs av styrelsen. I VDs anställningsavtal förbinder sig fonden att betala premie för tjänstepensions- och sjukförsäkring uppgående till 30 procent av bruttolönen. Avtalet gäller med en uppsägningstid från såväl fondens som VDs sida på 6 månader. Vid uppsägning från fondens sida kan även 12 månaders avgångsvederlag utbetalas. Uppsägningslön och avgångsvederlag ska avräknas mot erhållande av inkomst från ny tjänst eller näringsverksamhet. Det finns inget avtal om förtida pension. VD har erhållit skattepliktiga förmåner till ett värde uppgående till 5 (4) tkr.

Ledningsgrupp exkl VD
Ledningsgruppen består av VD, CIO, chefen för affärsstöd & kontroll tillika CRO, Kommunikationschef samt Personalchef.

Anställningsvillkoren för verkställande ledningen regleras enligt kollektivavtal med Finansarbetsgivarna och Jusek/Civilekonomernas Riksförbund/Sveriges ingenjörer (SACO). Således finns det inga särskilda avtal avseende uppsägningstid, avgångsvederlag eller förtida pension för någon i ledningen. Medlemmarna i ledningsgruppen har erhållit skattepliktiga förmåner till värden mellan 6 (4) och 11 (22) tkr.

Ersättning
Fonden följer regeringens riktlinjer för anställningsvillkor i AP-fonderna, där det framgår att ersättningsnivåerna ska vara konkurrenskraftiga utan att för den skull vara löneledande. Styrelsens ersättningsutskott ansvarar inför styrelsen för att bereda ersättningsfrågor. Ersättningar och andra anställningsvillkor för AP3s verkställande direktör (VD) beslutas av styrelsen. Ersättningar och anställningsvillkor för övriga ledande befattningshavare godkänns av ersättningsutskottet baserat på VDs förslag. Vidare beslutar styrelsen om löneram för övriga anställda.

AP3 har tagit del av Allshares marknadslönedata för att jämföra de anställdas löner med motsvarande roller på finansmarknaden. Resultatet av marknadslöneanalysen visar att att AP3s ersättningsnivåer är marknadsmässiga och konkurrenskraftiga utan att för den skulle vara löneledande för VD, ledande befattningshavare och övriga anställda. Styrelsens slutsats är att fonden följer regeringens riktlinjer och att det inte finns några undantag som ska särredovisas.

Program för prestationsbaserad ersättning
Under 2023 beslutade fondens styrelse att från och med 1 januari 2024 avskaffa fondens program för rörlig ersättning. Intjänad ersättning från tidigare år ska utbetalas enligt plan med sista utbetalning i mars 2026.

Sjukfrånvaro
Total sjukfrånvaro under 2025 uppgick till 1,2 (1,7) procent uppdelat på 0,6 (0,3) procent för män och 2,1 (3,8) procent för kvinnor.

7 Övriga administrationskostnader

Mkr	2025	2024
Lokalkostnader	19	16
Informations- och datakostnader	135	113
Köpta tjänster	39	13
Övrigt	7	3
Summa övriga administrationskostnader	**199**	**145**

I köpta tjänster ovan ingår arvoden till revisionsbolag. I köpta tjänster ingår även arvoden för konsulttjänster beställda av regeringskansliet om 0,5 (0,5) miljoner kronor.

Tkr	2025	2024
Revisionsuppdrag		
PwC	875	668
Övriga tjänster revisionsbolag		
PwC	298	–
Summa ersättning till revisionsbolag	**1 173**	**668**

8 Noterade aktier och andelar

Mkr, verkligt värde	2025-12-31	2024-12-31
Svenska aktier	69 728	69 444
Andelar i svenska fonder	–	–
Utländska aktier	204 789	193 060
Andelar i utländska fonder	14 317	9 257
Summa noterade aktier och andelar	**288 834**	**271 761**

En förteckning över fondens fem största svenska respektive utländska aktieinnehav finns på sid 65. På fondens hemsida ap3.se återfinns en förteckning över fondens samtliga aktieinnehav. Angående värdepappersutlåning, se vidare not 1 och 17. Säkerheter som erhålls för utlåning uppgår i snitt till 103 procent av de utlånade tillgångarnas marknadsvärde.

Aktier och andelar, onoterade

AP3 hade per 31 dec 2025 gjort följande investeringar i onoterade värdepapper direkt och via riskkapitalbolag och fonder. Specifikation nedan visar de fem största innehaven baserat på investerat kapital.

Mkr, verkligt värde	2025-12-31	2024-12-31
Svenska aktier och andelar, dotter- och intressebolag	86 690	84 180
Utländska aktier och andelar, dotter- och intressebolag	9 204	9 731
Övriga onoterade svenska aktier och andelar	4 399	3 814
Övriga onoterade utländska aktier och andelar	44 028	49 159
Summa aktier och andelar, onoterade	**144 322**	**146 884**

Svenska aktier och andelar, dotter- och intressebolag

	Organisationsnr	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital/röster	Verkligt värde	100% eget kapital 2025	100% resultat 2025
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25%	25 613	83 692	2 991
Hemsö Fastighets AB	556779-8169	Stockholm	70 000 700	70%	24 877	31 347	1 896
Hemsö Intressenter AB	556917-4336	Stockholm	25 000	50%	4 563		
Hemsö Norden KB	969769-2961	Stockholm		50%	1 345	2 690	177
Trophi Fastighets AB	556914-7647	Stockholm	1 000 000	100%	10 790		
Fastighets AB Regio	559013-4911	Stockholm	5 000 018	100%	6 725		
Polhem Infra KB	969789-2413	Stockholm		33%	4 059	12 179	-128
Polhem Infra AB	559183-3917	Stockholm	20 000	33%	0	1	0
Ellevio Holding 1 AB	559005-2444	Stockholm	10 000	20%	4 530		
Trenum AB	556978-8291	Göteborg	500	50%	2 030		
Gysinge Skog AB	559164-0817	Stockholm	25 000	50%	2 157		
4 to 1 Investments AB	559313-2490	Stockholm	6 250	25%	0	1	-2
4 to 1 Investments KB	969795-3033	Stockholm		25%	0	0	-2
Summa aktier och andelar i svenska dotter- och intressebolag					**86 690**		

Utländska aktier och andelar, dotter- och intressebolag

	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital/ röster	Verkligt värde
ThreeTree Holding LLC	USA	10 000	100%	9 204
OMERS Farmoor 2 Holdings B.V.	Neder-länderna	149	100%/ 49%	0
Summa aktier och andelar i utländska dotter- och intressebolag				

Fem största innehaven i övriga svenska onoterade aktier och andelar

	Säte	Ägarandel kapital	Anskaff-ningsvärde 2025
Altor Fund V (No. 2) AB	Stockholm	2%	362
Verdane Capital X (E) AB	Stockholm	7%	345
Verdane Idun I (E) AB	Stockholm	9%	336
Verdane Freya XI (E) AB	Stockholm	4%	310
Standout Capital II AB	Stockholm	18%	238

Fem största innehaven i övriga utländska onoterade aktier och andelar

	Säte	Ägarandel kapital	Anskaffnings-värde 2025
Covalent Investments L.P.	Delaware	48%	1 297
Core Infrastructure Fund III SCS SICAV-SIF (Vauban)	Luxemburg	4%	988
Core Infrastructure Fund II SCS SICAV-SIF (Vauban)	Luxemburg	8%	947
Constellation Generation III Feeder, L.P.	Bermuda	34%	942
Hermes Infrastructure Spring II LP	Guernsey	26,5%	679

En specifikation över samtliga innehav med angivelse av startår på investeringen och investeringsåtagande återfinns på ap3.se.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 5

10 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Obligationer och andra räntebärande värdepapper fördelat på emittentkategori

Mkr, verkligt värde	2025-12-31	2024-12-31
Svenska staten	12 350	5 450
Svenska kommuner och regioner	2 671	–
Svenska bostadsinstitut	7 322	7 477
Övriga svenska emittenter		
Finansiella företag	2 713	2 327
Icke-finansiella företag	12 092	14 455
Utländska stater	80 527	67 767
Övriga utländska emittenter	20 061	41 682
Summa	**137 736**	**139 158**
Räntefonder	**479**	**557**
Summa	**138 215**	**139 715**

Obligationer och andra räntebärande värdepapper fördelat på instrumentkategori

Mkr, verkligt värde	2025-12-31	2024-12-31
Realräntеobligationer	23 356	26 715
Övriga obligationer	99 455	103 785
Certifikat	7 297	299
Onoterade reverslån	7 628	8 358
Onoterade konvertibla förlagslån	–	3
Summa	**137 736**	**139 158**
Räntefonder	**479**	**557**
Summa	**138 215**	**139 715**

Av obligationer och andra räntebärande värdepapper avser 4 158 (3 157) miljoner kronor återinvestering av erhållna kontantsäkerheter relaterade till värdepappersutlåning. Angående värdepappersutlåning, se vidare not 1 och 17 Säkerheter som erhålls för utlåning uppgår i snitt till 103 procent av de utlånade tillgångarnas marknadsvärde.

13 Derivatinstrument brutto

	2025-12-31		2024-12-31	
Mkr	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde
Aktierelaterade instrument				
Optioner, clearade	–	–	22	–
Optioner, OTC	–	-301	–	-297
Terminer	–	–	1	-1
Swappar	2	–	2	–
Summa	**2**	**-301**	**25**	**-297**
varav clearat	-	-	23	-1
Ränte- och kreditrelaterade instrument				
Optioner, clearade	–	–	–	–
FRA/Terminer	–	–	0	0
CDS	–	–	–	–
Swappar	314	–2	74	–444
Summa	**314**	**–2**	**75**	**–444**
varav clearat	–	–	0	0
Valutarelaterade instrument				
Optioner, OTC	498	–399	179	–107
Terminer	4 739	–344	1 269	–9 818
Swappar	–	–	–	–
Summa	**5 238**	**-743**	**1 448**	**-9 926**
Effekt av nettoredovisning	–	–	–	–
Summa derivatinstrument	**5 554**	**-1 045**	**1 548**	**-10 667**

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

Aktie- och räntederivat handlas företrädesvis på standardiserade marknader i clearade produkter, varpå motpartsriskerna enbart är gentemot clearinghuset. Valuta- och kreditderivatmarknaderna är emellertid OTC-marknader, vilket innebär att denna handel inte är standardiserad eller clearad, varpå motparts- och leveransrisker uppkommer gentemot de motparter som anlitas. Fondens motparter för handel som ej clearas godkänns och limiteras av fondens styrelse och exponering inom ramen för dessa limiter bevakas löpande. Fonden använder marknadens standardiserade avtal för OTC-handel såsom exempelvis ISDA-avtal.

Utställda säljoptioner är delpositioner i olika optionsstrategier med syfte att hantera risken i portföljen. I den mån en utställd option innebär att AP3 har en förpliktelse att leverera ett underliggande värdepapper har fonden alltid innehav i detta värdepapper som täcker eventuellt leveranskrav.

För en närmare beskrivning av riskhanteringen med avseende på derivatinstrument hänvisas till fondens riskhanteringsplan på ap3.se.

12 Övriga tillgångar

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Fondlikvider	9 206	160
Återköpstransaktioner	–	–
Återinvesterade kontantsäkerheter	2 223	3 891
Övriga kortfristiga fordringar	5	6
Summa övriga tillgångar	**11 434**	**4 057**

13 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Upplupna ränteintäkter	983	975
Upplupna utdelningar	131	161
Restitutioner	545	479
Förutbetalda kostnader	29	33
Upplupna premier aktielån	7	7
Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	**1 695**	**1 655**

14 Övriga skulder

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Leverantörsskulder	39	26
Fondlikvider	9 323	123
Löneskatter	1	1
Personalens källskatter	4	4
Återköpstransaktioner	–	–
Mottagna kontantsäkerheter	6 380	7 048
Övriga skulder	1 087	4
Summa övriga skulder	**16 834**	**7 206**

15 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Upplupna externa förvaltningskostnader	120	98
Övriga upplupna kostnader	18	26
Rörlig ersättning inkl. sociala avgifter	2	2
Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	**140**	**126**

Rörlig ersättning för 2023 utbetalades till 40 procent under 2024 och resterande del utbetalas under 2026. Från och med 1 januari 2024 är AP3s program för rörliga ersättningar avskaffat.

16 Fondkapital

Nettobetalningar mot pensionssystemet

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Ingående fondkapital	549 054	499 772
Inbetalda pensionsavgifter	91 695	89 186
Utbetalda pensionsmedel innevarande år	-95 959	-90 923
Överflyttning av pensionsrätter till EG	0	-1
Reglering av pensionsrätt	1	-2
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-301	-284
Summa nettobetalningar mot pensionssystemet	**-4 565**	**-2 024**
Årets resultat	**32 571**	**51 306**
Utgående fondkapital	**577 060**	**549 054**

17 Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

Ställda panter, ansvarsförbindelser och jämförliga säkerheter

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Panter för återköpstransaktioner		
Mottagna säkerheter	–	3 891
Avlämnade säkerheter	–	–
Panter för derivathandel		
Erhållen kontantsäkerhet	3 864	–
Ställd kontantsäkerhet	–	2 034
Utlånade värdepapper för vilka kontantsäkerheter erhållits		
Utlånade värdepapper	6 405	7 053
Erhållen kontantsäkerhet	6 398	7 049
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper		
Utlånade värdepapper	42 455	45 003
Erhållen säkerhet i form av värdepapper	42 508	45 047
Summa utställda säkerheter och värdepapper	**48 860**	**54 090**

Utestående åtaganden

Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Onoterade aktier	10 341	11 794
Fastighets-, infrastruktur- och skogsfonder	903	959
Teckningsåtaganden	16 185	16 418
Totala åtaganden	**27 429**	**29 171**
Summa poster inom linjen	**76 290**	**83 261**

Ovanstående säkerheter finns redovisade i not 10, 12 och 14.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 5

18 Valutaexponering

Valutaexponerade tillgångar per valuta per 31 dec 2025

Mkr	USD	EUR	GBP	JPY	Övrigt	Totalt
Aktier och andelar	180 896	33 782	8 157	11 068	25 419	259 321
Exponering genom SEK-noterade bolag med utländsk hemvist	–	2 061	–	–	–	2 061
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	56 935	16 324	7 961	9 788	479	91 487
Derivat	-4 800	82	3	0	31	-4 683
Övriga placeringstillgångar	6 745	370	97	67	5 261	12 541
Valutaexponering brutto	**239 776**	**52 619**	**16 218**	**20 923**	**31 190**	**360 727**
Kurssäkring	-159 889	-45 992	-12 271	-12 805	-7	-230 965
Total valutaexponering	**79 887**	**6 627**	**3 947**	**8 118**	**31 183**	**129 762**

Valutaexponerade tillgångar per valuta per 31 dec 2024

Mkr	USD	EUR	GBP	JPY	Övrigt	Totalt
Aktier och andelar	182 891	29 579	8 332	10 398	22 653	253 852
Exponering genom SEK-noterade bolag med utländsk hemvist	–	1 355	1 489	–	1 348	4 193
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	65 157	12 781	7 608	13 876	168	99 590
Derivat	-97	35	0	0	0	-62
Övriga placeringstillgångar	10 278	1 186	20	43	610	12 137
Valutaexponering brutto	**258 229**	**44 936**	**17 449**	**24 316**	**24 779**	**369 710**
Kurssäkring	-173 079	-41 660	-12 356	-13 409	1 771	-238 733
Total valutaexponering	**85 150**	**3 276**	**5 093**	**10 907**	**26 550**	**130 976**

19 Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Investeringstillgångar per värderingskategori per 31 dec 2025

Mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Noterade aktier och andelar	288 834	–	–	288 834
Onoterade aktier och andelar	43	12	144 267	144 322
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	123 289	7 297	7 628	138 215
Derivat, positiva marknadsvärden	0	5 554	–	5 554
Summa investeringstillgångar	**412 167**	**12 863**	**151 895**	**576 925**
Derivat, negativa marknadsvärden	0	-744	-301	-1 045
Summa	**412 167**	**12 119**	**151 594**	**575 880**

Investeringstillgångar per värderingskategori per 31 dec 2024

Mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Noterade aktier och andelar	271 761	–	–	271 761
Onoterade aktier och andelar	–	–	146 884	146 884
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	131 355	–	8 360	139 715
Derivat, positiva marknadsvärden	23	1 525	–	1 548
Summa investeringstillgångar	**403 139**	**1 525**	**155 244**	**559 907**
Derivat, negativa marknadsvärden	-297	-10 369	–	-10 667
Summa	**402 841**	**-8 845**	**155 244**	**549 241**

Forts. Not 19

Förändring av tillgångar i nivå 3 2024 till 2025

Mkr	Noterade aktier och andelar	Onoterade aktier och andelar	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Derivat	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	–	146 884	8 360	–	155 244
Investerat	–	8 854	270	–	9 125
Sålt/återbetalt under året	–	-3 195	-1 000	–	-4 195
Realiserad värdeförändring	–	-366	–	–	-366
Orealiserad värdeförändring	–	-7 910	-2	-8	-7 920
Förflyttning från nivå 1 eller 2	–	–	–	-293	-293
Förflyttning till nivå 1 eller 2	–	–	–	–	–
Redovisat värde vid årets utgång	**–**	**144 267**	**7 628**	**-301**	**151 594**

Förändring av tillgångar i nivå 3 2023 till 2024

Mkr	Noterade aktier och andelar	Onoterade aktier och andelar	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Derivat	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	–	137 343	9 255	–	146 598
Investerat	–	8 098	412	–	8 510
Sålt/återbetalt under året	–	-2 451	-563	–	-3 015
Realiserad värdeförändring	–	546	–	–	546
Orealiserad värdeförändring	–	3 348	-744	–	2 605
Förflyttning från nivå 1 eller 2	–	–	–	–	–
Förflyttning till nivå 1 eller 2	–	–	–	–	–
Redovisat värde vid årets utgång	**–**	**146 884**	**8 360**	**–**	**155 244**

AP3 värderar samtliga innehav till verkligt värde, vilket fastställs utifrån en hierarki i tre nivåer av priskällor och beräkningsmodeller. Verkligt värde definieras som det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas eller en skuld regleras i en normal transaktion mellan marknadsaktörer vid tillfället då värdering görs.

Nivå 1: Innehav som finns representerade i de index som fonden använder för likvida investeringar i aktier och räntebärande värdepapper värderas i första hand till indexleverantörernas värderingspriser. I de fall tillgången inte inkluderas i något index eller där indexleverantörens pris bedöms som icke tillförlitligt, sker värdering i stället till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Med aktiv marknad menas en handelsplats där priser ställs oftare än en gång i veckan. Att använda observerbara priser är alltid första valet vid val av värderingspris och omfattar merparten av AP3s tillgångar, men när dessa inte finns att tillgå tas priserna enligt nästa steg i värderingshierarkin.

Nivå 2: För vissa innehav, främst vissa räntebärande värdepapper samt flertalet derivat som inte handlas över börs eller hanteras av ett clearinghus, saknas tillförlitliga noterade priser. Värdering sker då utifrån vedertagna modeller vilka i sin tur använder observerbara marknadsdata för att fastställa ett verkligt värde. Värderingsrisken för denna grupp bedöms som begränsad. I denna grupp inkluderas också vissa typer av transaktioner där AP3 är beroende av prisuppgifter från en eller ett par externa motparter för att fastställa ett verkligt värde. För tillgångar där tillgängligt pris bedöms som mindre tillförlitligt, t ex på grund av låg marknadsaktivitet, görs en rimlighetsbedömning av fondens egen värdering baserad på värdering erhållen från tredje part.

Nivå 3: Slutligen finns innehav som måste modellvärderas där värderingen till stor del är beroende av icke observerbara marknadsdata och därmed innehåller en större grad av bedömning och högre osäkerhet. För AP3s del är det främst innehav i riskkapitalfonder samt onoterade innehav i fastighetsbolag som återfinns i denna kategori.

AP3s värdering av innehav i riskkapitalfonder baseras på den värdering som erhålls av externa förvaltare. AP3 ställer krav på att förvaltarna ska följa IPEVs principer för värdering samt att fonden revideras av en välrenommerad revisionsfirma. Värdering från förvaltarna erhålls vanligen inom 90 dagar efter kvartalsslut vilket innebär att värderingarna av AP3s innehav per 31 december baseras på rapporter från förvaltarna per 30 september, justerat för kassaflöden under fjärde kvartalet. En bedömning görs av värderingens tillförlitlighet för att fastställa om eventuella korrigeringar är nödvändiga för att uppnå ett mer rättvisande verkligt värde. Per 31 december 2025 hade inga sådana korrigeringar bedömts nödvändiga. Värderingen påverkas i första hand av de underliggande bolagens resultatutveckling, men också av aktiemarknadens värdering av jämförbara bolag. Förväntade diskonterade framtida kassaflöden har mindre betydelse för värderingen, då AP3s riskkapitalportfölj i första hand består av mogna bolag, s k buyouts.

I tabellen redovisas AP3s samtliga investeringstillgångar fördelade per värderingskategori. 72 (73) procent av fondens investeringstillgångar kan värderas till observerbara priser i en aktiv marknad. En nedvärdering med 10 procent av de tillgångar som är mest svårbedömda, dvs nivå 3, skulle påverka AP3s fondkapital med -2,6 (-2,8) procent. Fondens värderingsrisk bedöms som begränsad.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 5

20 Finansiella risker

Risk mätt som Value at Risk för AP3s portfölj

Mkr	Lägsta nivå	Högsta nivå	Genom-snitt	31 dec	31 dec[1]
2025	5 100	6 588	6 115	5 667	5 253
2024	5 705	6 671	6 244	5 741	4 107

1 Kolumnen visar VaR vid likaviktad historisk data.

Fondens innehav är exponerade mot marknads- och kreditrisker, vilka kan innebära värdeförändringar när t ex aktiekurser, räntor, kreditspreadar och valutakurser förändras. AP3 använder Value at Risk (VaR) för att aggregera risk över samtliga risktyper. Per årsskiftet uppgick fondens risk mätt som VaR för totalportföljen till 5 667 (5 741) miljoner kronor. AP3 beräknar VaR med en faktormodell där observationer viktas exponentiellt med en halveringstid på ett år, vilket innebär att det gångna årets marknadshändelser dominerar beräkningarna. Fonden använder en så kallad parametrisk VaR-modell. Val av beräkningsmodell motiveras av totalportföljens sammansättning. Tabellen ovan visar högsta och lägsta nivå på VaR samt risken i genomsnitt och vid slutet av året för AP3s portfölj. I tabellen visas också VaR per den 31 december där den historiska datan är likaviktad, varje dag under perioden väger lika tungt i beräkningen.

Fondens risk mätt som VaR har varierat mellan 5 100 (5 705) miljoner kronor och 6 588 (6 671) miljoner kronor under året. Skillnaderna i risknivå förklaras främst av förändrad marknadsvolatilitet och mindre av förändringar av portföljens sammansättning.

På sida 36 visas riskexponeringen fördelad på AP3s tillgångsslag.

Fondens likviditetsrisk begränsas bland annat genom kravet i AP-fondslagen avseende att AP-fonderna måste hålla minst 20 procent av fondkapitalet i räntebärande fordringar med låg kredit- och likviditetsrisk. Under 2025 har fondens andel i snitt legat på 22,8 (23,0) procent.

VaR per tillgångsslag

2025-12-31	Bidrag volatilitet ex-ante 1 dag (%)	VaR ex-ante 1 dag 95% (MSEK)	VaR ex-ante 1 dag 95% bidrag (MSEK)	VaR ex-ante 10 dagar 95% (MSEK)
Aktier	0,4	4 578	3 906	14 477
Alternativa investeringar	0,1	2 785	1 412	8 805
Övriga strategier	0,0	61	31	193
Räntor	0,0	268	28	846
AP3 totalt	**0,5**	**5 378**	**5 378**	**17 007**

2024-12-31	Bidrag volatilitet ex-ante 1 dag (%)	VaR ex-ante 1 dag 95% (MSEK)	VaR ex-ante 1 dag 95% bidrag (MSEK)	VaR ex-ante 10 dagar 95% (MSEK)
Aktier	0,3	3 106	3 028	9 821
Alternativa investeringar	0,1	777	642	2 457
Övriga strategier	0,0	72	37	227
Räntor	0,0	786	399	2 485
AP3 totalt	**0,4**	**4 107**	**4 107**	**12 986**

Exponering mot kreditrisk per 31 dec 2025[1]	**Kreditbetyg**				
Mkr	**AAA**	**AA**	**A**	**BBB**	**‹BBB-[2]**
Statsobligationer	25 702	49 232	13 325		
Bostadsobligationer	3 107	5 738	328		
Företagsobligationer	942	3 448	9 803	7 787	1 001
Depositioner och repor		157	2 072		
Derivat, nettofordran		2 364	2 436		
Bruttoexponering	**29 751**	**60 938**	**27 964**	**7 787**	**1 001**
Erhållna säkerheter		1 869	1 995		
Nettoexponering	**29 751**	**59 070**	**25 969**	**7 787**	**1 001**

Exponering mot kreditrisk per 31 dec 2024[1]	**Kreditbetyg**				
Mkr	**AAA**	**AA**	**A**	**BBB**	**‹BBB-[2]**
Statsobligationer	25 764	53 997	13 876	690	
Bostadsobligationer	7 715			157	
Företagsobligationer	1 129	1 516	8 016	12 714	3 665
Depositioner och repor			3 891		
Derivat, nettofordran	43		7		
Bruttoexponering	**34 651**	**55 513**	**25 790**	**13 562**	**3 665**
Erhållna säkerheter					
Nettoexponering	**34 651**	**55 513**	**25 790**	**13 562**	**3 665**

1 Inkluderar placeringar i noterade räntebärande värdepapper, depositioner och repor, icke clearade derivat där AP3 har en fordran på motparten samt återinvestering av erhållna kontantsäkerheter relaterade till värdepappersutlåning. Då tabellen endast visar exponering mot kreditrisk kan den ej avläsas mot balansräkningen.

21 Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under kvittningsavtal

2025-12-31

Tillgångar, Mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Mottagna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt[1]	Summa i balansräkningen
Derivat	5 554		5 554	542	3 864	1 148	0	5 554
Tillgångsrepor								
Summa	**5 554**	**0**	**5 554**	**542**	**3 864**	**1 148**	**0**	**5 554**

2025-12-31

Skulder, Mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Ställda säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt[1]	Summa i balansräkningen
Derivat	1 045		1 045	542		503	0	1 045
Skuldrepor								
Summa	**1 045**	**0**	**1 045**	**542**	**0**	**503**	**0**	**1 045**

1 Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

2024-12-31

Tillgångar, Mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Mottagna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt[1]	Summa i balansräkningen
Derivat	1 525		1 525	1 471		54	23	1 548
Tillgångsrepor								0
Summa	**1 525**	**0**	**1 525**	**1 471**	**0**	**54**	**23**	**1 548**

2024-12-31

Skulder, Mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Ställda säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt[1]	Summa i balansräkningen
Derivat	10 369		10 369	1 471	2 034	6 864	297	10 667
Skuldrepor								0
Summa	**10 369**	0	**10 369**	**1 471**	**2 034**	**6 864**	**297**	**10 667**

1 Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

22 Närstående

Syftet med noten är att upplysa om hur AP3s resultat och ställning har påverkats av transaktioner och utestående mellanhavanden, inklusive åtaganden, med närstående i enlighet med definitioner i IAS 24. Som närstående till AP3 betraktas företag där AP3 genom sin ägarandel har ett bestämmande eller betydande inflytande, eller där AP3 har nyckelpersoner i ledande ställning. AP3 hyr sina lokaler av Vasakronan AB till marknadsmässiga villkor. Avseende löner och ersättningar till AP-fondens styrelseledamöter och ledningsgrupp, se not 6.

Motpart, Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Vasakronan Holding AB		
Ränteintäkter	9	9
Lokalhyror	-14	-14
Åtagande om att på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om	4 500	4 500
Hemsö Fastighets AB		
Ränteintäkt	12	
Åtagande om att på Hemsö Fastighets ABs begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett maximalt likvidbelopp om	6 000	6 000
Aktieägartillskott under året	1 050	350
Hemsö Intressenter AB		
Ränteintäkter	170	121
Ägarlån	1 470	1 470
Aktieägartillskott under året	225	75
Trophi Fastighets AB		
Ränteintäkter	7	21
Ägarlån	–	–
Åtagande om att på Trophi Fastighets ABs begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om	3 000	2 000

Motpart, Mkr	2025-12-31	2024-12-31
Fastighets AB Regio		
Ägartillskott under året	–	40
Ellevio AB		
Ränteintäkter	270	360
Ägarlån	4 175	4 904
Trenum AB		
Ränteintäkter	63	96
Ägarlån	1 983	1 983
Åtagande om att på Trenum ABs begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om	700	700
Polhem Infra KB		
Ägartillskott under året	1 241	255
Investeringsåtagande	1 985	3 218
ThreeTree Holding LLC		
Aktietillskott under året	936	–
4 to 1 Investments AB		
Aktieägartillskott under året	0	0
4 to 1 Investments KB		
Ägartillskott under året	0	0

23 Händelser efter balansdagen

Till följd av en lagändring i lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) kommer myndighetsverksamheten i Första AP-fonden att upphöra varmed Första AP-fondens tillgångar och förpliktelser kommer att föras över vederlagsfritt till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Så långt det är möjligt kommer tillgångarna att fördelas lika mellan Tredje och Fjärde AP-fonderna.

Tredje AP-fonden har bedömt att den ekonomiska innebörden av överföringarna av tillgångarna ska ses om ett tillskott, vilket innebär att de överförda tillgångarna kommer att redovisas som en ökning av fondkapitalet med en motsvarande ökning av redovisade tillgångar. Redovisade värden kommer att baseras på verkligt värde (marknadsvärde) på överföringsdagen. Styrande för att fastställa överföringsdagen är den tidpunkt då avkastningen från de överförda tillgångarna tillfaller Tredje AP-fonden, d.v.s. ingen vinst eller förlust kommer att redovisas i samband med överföringen. Denna princip gäller såväl vid överföring direkt efter årsskiftet som framtida överföringar av avskilda tillgångar eller likvida medel från den avskilda förvaltningen till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Det innebär att de tillgångar som på grund av tekniska och administrativa begränsningar överförts till Tredje AP-fonden under de första arbetsdagarna 2026 likväl anses ha överförts vid ingången av räkenskapsåret 2026.

Av nedanstående tabell framgår de tillgångar som överförts till Tredje AP fonden, dels vid ingången av räkenskapsåret 2026, dels för perioden därefter till och med tidpunkten för avgivande av denna årsredovisning:

Post	Redovisade värden 2025-12-31	Justeringar för tillgångar som överförts vid årsskiftet 25/26	Justeringar ingående balans 2026 (inklusive överförda tillgångar)	Justering för tillgångar som förts över därefter fram till och med avgivande av ÅR	Justerad balansräkning inklusive tillgångar som förts över till och med avgivande av ÅR
Tillgångar					
Aktier och andelar, noterade	288 834	146 562	435 396	–	435 396
Aktier och andelar, onoterade	144 322	47 092	191 414	–	191 414
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	138 215	55 805	194 020	–	194 020
Derivat	5 554	1 904	7 458	–	7 458
Kassa och bankmedel	5 025	4 003	9 028	–	9 028
Övriga tillgångar	11 434	–	11 434	–	11 434
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 695	399	2 094	–	2 094
Summa tillgångar	**595 080**	**255 765**	**850 844**	**–**	**850 844**
Skulder					
Derivat	1 045	–	1 045	–	1 045
Övriga skulder	16 834	–	16 834	–	16 834
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	140	–	140	–	140
Summa skulder	**18 019**	**–**	**18 019**	**–**	**18 019**
Fondkapital	577 060	255 765	832 825	–	832 825
Summa fondkapital	**577 060**	**255 765**	**832 825**	**–**	**832 825**
Summa fondkapital och skulder	**595 080**	**255 765**	**850 844**	**–**	**850 844**

De tillgångar som överförts vid ingången av räkenskapsåret 2026 avser primärt noterade aktier, räntebärande värdepapper, onoterade investeringar, derivat och likvida medel. Överförda tillgångar avseende perioden därefter till och med tidpunkten för avgivande av denna årsredovisning avser primärt onoterade tillgångar, för vilka det vid årsskiftet ännu var utestående avtalsfrågor eller där AP-fonderna invantade godkännanden från myndigheter eller andra investerare.

Kvarvarande tillgångar i Första AP-fonden uppgick vid tidpunkten för avgivande av denna årsredovisning till 8 680 miljarder kronor. Dessa kvarvarande tillgångar kommer successivt att föras över vederlagsfritt till Tredje och Fjärde AP-fonderna enligt den fastställda fördelningsprincipen innebärande att 50 procent tillfaller Tredje respektive Fjärde AP-fonden, alternativt avvecklas/avyttras inom ramen för den avskilda förvaltning varmed eventuella överskott kommer att föras över i form av likvida medel. Således kommer värdet på dessa kvarvarande tillgångar att påverkas av framtida värdeförändringar av marknadsvärdet och de angivna beloppen ovan ska därför inte ses som en uppskattning av storleken på framtida överföringar till Tredje och Fjärde AP-fonden. Tidpunkten för när dessa tillgångar kan överföras är dessutom svår att bedöma på grund av avtalsmässiga, legala begränsningar eller andra marknadsmässiga förutsättningar.

Fjärde AP-fonden har fått i uppdrag att ansvara för förvaltningen av de kvarvarande avskilda tillgångar i Första AP-fonden som inte kan, inte bör eller inte hinner överföras till Tredje och Fjärde AP-fonderna vid årsskiftet. Tillgångar och medel som inflyter från tillgångar som förvaltas avskilt ska, efter avdrag för kostnaderna för förvaltningen, fördelas lika mellan Tredje och Fjärde AP-fonderna. Fjärde AP-fonden ansvarar för förvaltningen och beslutar utifrån vad som bedöms vara till största nytta för inkomstpensionssystemet om tillgångar ska överföras till Tredje och Fjärde AP-fonderna eller om tillgångar ska realiseras och likvida medel överföras till Tredje och Fjärde AP-fonderna.

Eventuellt överskott efter att samtliga tillgångar i Första AP fonden antingen förts över till Tredje och Fjärde AP fonden eller likviderats kommer efter avdrag för förvaltningskostnader att fördelas lika mellan Tredje och Fjärde AP-fonden. Fjärde AP-fonden ska svara för kostnader hänförliga till Första AP-fonden, om medel som inflyter från de tillgångar som förvaltas avskilt inte räcker för att täcka kostnaderna.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 5

Skr. 2025/26:130
Bilaga 5

Styrelsens och verkställande direktörens underskrifter

Stockholm den 25 februari 2026

Christina Lindenius
Ordförande

Johan Bygge
Vice ordförande

Maria Ferlin

Ylva Hedén Westerdahl

Torbjörn Höllö

Per Lindqvist

Christer Lördahl

Annelie Söderberg

Carina Wutzler

Staffan Hanegen
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har lämnats den 25 februari 2026

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Helena Kaiser de Carolis
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För Tredje AP-fonden, org.nr 802014-4120

Rapport om årsredovisningen

Uttalanden
Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Tredje AP-fonden för år 2025. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 30–56 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Tredje AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2025 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställes.

Grund för uttalanden
Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Tredje AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav. Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Annan information än årsredovisningen
Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och denna återfinns på sidorna 1–29 samt 59–67.

Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information.

Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är det vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar
Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift.

Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera fonden, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

Revisorns ansvar
Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på misstag, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller misstag och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom:

- identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på misstag, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- skaffar vi oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.
- drar vi en slutsats om lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi drar också en slut-

Skr. 2025/26:130
Bilaga 5

sats, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.
- utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de eventuella betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Tredje AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Tredje AP-fonden för 2025.

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Tredje AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för Tredje AP-fondens organisation och förvaltningen av Tredje AP-fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma Tredje AP-fondens ekonomiska situation och att tillse att Tredje AP-fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Tredje AP-fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att Tredje AP-fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisorns ansvar

Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Tredje AP-fonden för räkenskapsåret 2025.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna.

Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för Tredje AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Stockholm den 25 februari 2026

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Helena Kaiser de Carolis
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

4P
FJÄRDE AP-FONDEN
2025
Årsredovisning

Innehåll

Året 2025	**3**
Nyckeltal	3
Vd-ord	4
Portföljutveckling	6
Marknad och portfölj	8
Konsolidering av AP-fonder	10
Förändringar i pensionssystemet	11
Nytt portföljsystem	12
Det här är AP4	**13**
Pensionssystemet och AP4	14
Strategisk plattform	15
Strategi & verksamhet	**17**
Förvaltningsstruktur	18
Förvaltning per tillgångsslag	19
Hållbarhet i förvaltningen	25
Tillgångar som fondkapital inte placeras i	27
AP-fondernas etikråd	28
Fokusområde Klimat & miljö	30
Fokusområde Ägarstyrning	34
Hållbarhetssamarbeten	38
Årsredovisning	**40**
Förvaltningsberättelse	41
Resultaträkning	45
Balansräkning	45
Noter	46
Revisionsberättelse	65
Fondstyrning	**67**
Fondstyrningsrapport	68
Styrelse	73
Ledning	74
Verksamhetsdata	**75**
Avkastning över tid	76
Portföljallokering över tid	77
Nyckeltal HR & miljö	78
Intressentdialog	79
Risker i portföljen	80
Röstningsdata	83
Koldioxidavtryck	84
TCFD-tabeller	86

Fjärde AP-fondens (AP4) rapport för 2025 innehåller förutom årsredovisning även verksamhetsbeskrivning med hållbarhetsredovisning samt fondstyrningsrapport. AP4:s hållbarhetsredovisning utgår från AP-fondernas gemensamma riktlinjer för redovisning av hur målet om föredömlig förvaltning har uppnåtts. AP4 eftersträvar även att följa årsredovisningslagens riktlinjer för hållbarhetsrapportering i dess lydelse enligt SFS 2016:947 (som inkluderar direktivet om icke-finansiella upplysningar). Siffror inom parentes avser föregående år.

Året 2025

Nyckeltal

578,1
miljarder kronor i fondkapital.

34,4
miljarder kronor i resultat.

4,6
miljarder kronor har överförts netto från AP4 till pensionssystemet.

6,3 %
avkastning efter kostnader. Över utvärderingshorisonten tio år har avkastningen varit i genomsnitt 8,0 % per år.

0,08 %
i totala kostnader. Rörelsens kostnader uppgick till 0,06 % och provisionskostnader uppgick till 0,02 %.

42
valberedningar i svenska börsbolag har AP4 arbetat i.

82
investerarorgan i onoterade investeringar har AP4 verkat i.

1 334
stämmor i svenska och utländska börsbolag har AP4 röstat vid.

6 %
lägre koldioxidavtryck. Sedan 2010 har portföljens avtryck minskat med 72 %.

4,2
miljarder kronor i nya tematiska hållbarhetsinvesteringar.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Konsolidering av AP-fonder

Riksdagen beslutade under 2025 om förändringar i förvaltningen av buffertkapitalet i de allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna). Beslutet innebär att de tre Stockholmsbaserade buffertfonderna konsolideras till två genom att AP1:s tillgångar och förpliktelser överförs till AP3 respektive AP4, samtidigt som tillgångar och förpliktelser i Göteborgsbaserade AP6 förs över till AP2. Lagändringarna träder i kraft den 1 januari 2026.

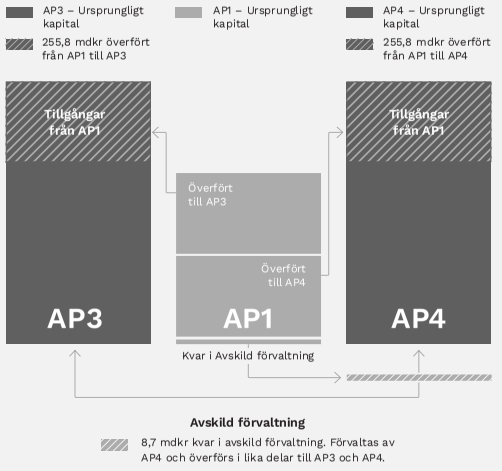
Året har i hög grad präglats av konsolideringsarbetet, där fokus har legat på att säkerställa en ordnad och ansvarsfull överlämning från AP1 till AP3 och AP4. Arbetet har varit omfattande och har genomförts i nära samverkan mellan de tre AP-fonderna, den av regeringen utsedde särskilde utredaren och Finansdepartementet. AP1 har under avvecklingsperioden 2025 fortsatt att bedriva den löpande förvaltningsverksamheten som oberoende myndighet.

Vid inledningen av 2026 överfördes AP1:s tillgångar och förpliktelser till AP3 och AP4. Av AP1:s utgående fondkapital 2025 om 520,2 miljarder kronor, överfördes i noterade aktier, räntebärande tillgångar och onoterade investeringar till ett värde om 511,5 miljarder kronor till AP3 och AP4. Det motsvarade mer än 98 procent av AP1:s utgående fondkapital 2025. En beskrivning av upplysningar med anledning av konsolideringen finns i not 1 på sidan 47. En sammanställning över överföringen återfinns i not 22 på sidan 63.

Regeringen har beslutat att vissa tillgångar kan förvaltas avskilt under en övergångsperiod. För den avskilda förvaltningen fortsätter den lag som styr AP1 att gälla i vissa delar, men de uppgifter som annars skulle ha utförts av AP1:s styrelse ska istället utföras av AP4:s styrelse. Det är mot denna bakgrund som AP4:s styrelse fastställer och undertecknar AP1:s årsredovisning för 2025. Efter överföringen av tillgångar från AP1 till AP3 och AP4 vid ingången av 2026 återstod ett fondkapital om 8,7 miljarder kronor i AP1, vilka kommer att förvaltas avskilt av AP4 från och med 2026. Avskilda tillgångar motsvarade mindre än 2 procent av AP1:s utgående fondkapital 2025. Avskilda tillgångar utgörs i huvudsak av onoterade fonder för vilka det inte bedöms vara kostnadseffektivt eller av annat skäl till nytta för pensionssystemet att överföra dessa tillgångar till AP3 och AP4. Vissa aktier, till ett mycket begränsat värde, är under sanktion eller är avnoterade och kan därför inte flyttas utan kvarstår i den avskilda förvaltningen.

AP4 ska förvalta dessa avskilda tillgångar till största nytta för pensionssystemet och när det är möjligt och lämpligt föra över de tillgångar som avskilts och de medel som inflyter från sådana tillgångar i lika delar till AP3 och AP4. AP3 och AP4 har överenskommit i delar om den samverkan som behövs för AP4:s uppdrag att förvalta och slutligen överföra de avskilda tillgångarna.

Överföring av tillgångar vid inledningen av 2026



Resultaträkning

Mnkr	Not	2025	2024
RÖRELSENS INTÄKTER			
Räntenetto	2	3 867	4 041
Erhållna utdelningar		7 132	5 744
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	3	36 893	32 184
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	4	3 034	1 466
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		651	-1 759
Nettoresultat, derivatinstrument		1 093	1 066
Nettoresultat, valutakursförändringar		-17 814	8 366
Provisionskostnader	5	-89	-104
SUMMA RÖRELSENS INTÄKTER		**34 767**	**51 004**
RÖRELSENS KOSTNADER			
Personalkostnader	6	-175	-170
Övriga administrationskostnader	7	-183	-121
SUMMA RÖRELSENS KOSTNADER		**-358**	**-291**
ÅRETS RESULTAT		**34 409**	**50 713**

Balansräkning

Mnkr	Not	2025-12-31	2024-12-31
TILLGÅNGAR			
Aktier och andelar, noterade	8, 19	337 152	330 690
Aktier och andelar, onoterade	9, 18, 19	105 428	102 405
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	10, 19	118 078	119 709
Derivatinstrument	11, 19, 21	10 856	6 050
Likvida medel		11 011	6 512
Övriga tillgångar	12, 21	50	183
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	1 779	2 179
SUMMA TILLGÅNGAR		**584 354**	**567 728**
SKULDER OCH FONDKAPITAL			
Skulder			
Derivatinstrument	11, 21	6 125	17 504
Övriga skulder	14, 21	119	444
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	26	1 540
Summa skulder		**6 270**	**19 488**
Fondkapital	16		
Ingående fondkapital		548 240	499 551
Nettoutbetalningar mot pensionssystemet		-4 565	-2 024
Årets resultat		34 409	50 713
Summa fondkapital		**578 084**	**548 240**
SUMMA SKULDER OCH FONDKAPITAL		**584 354**	**567 728**
Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden	17, 18		

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Noter

Fjärde AP-fonden (AP4), organisationsnummer 802005-1952, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsår 2025 har godkänts av styrelsen den 19 februari 2026. Resultat och balansräkning ska fastställas av regeringen.

Not 1. Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan.

AP-fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. AP4 uppfyller kravet på ett investmentföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys inte upprättas och att IFRS 16 inte tillämpas.

Affärsdagsredovisning
Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden samt onoterade aktier redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framförallt transaktioner avseende inlåning och utlåning, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning
Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när det finns en legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och det finns en avsikt att erlägga likvid netto eller realisera tillgången och erlägga likvid för skulden samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta
Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurser. Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterföretag/intresseföretag
Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas både aktier i och lån till dotterföretag/intresseföretag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte. Lån till dotter- respektive intressebolag som avses hållas till förfall värderas till verkligt värde via Fair value option i IFRS 9. Hela värdeförändringen redovisas dock som del av aktieinnehavet på raden Nettoresultat, onoterade aktier och andelar.

Värdering av finansiella instrument
AP4:s samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. Eget kapital-instrument innehas för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Skuldinstrument innehas för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Lån till dotter- respektive intressebolag avses att hållas till förfall, men här utnyttjas fair value option för att lagen om allmänna pensionsfonders krav på värdering till verkligt värde ska uppfyllas. AP fonderna följer alla sina tillgångar utifrån verkligt värde. Nedan beskrivs hur värdet fastställs för AP4:s olika placeringar.

Noterade aktier och andelar
För aktier och andelar, som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt AP4:s valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under Nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar
För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall AP4 på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering.

Värderingen avseende onoterade andelar följer IPEV:s (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserad på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

Värdering avseende onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdemetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. Innehav i onoterade fastighetsföretag värderas med beaktande av uppskjutna skatteskulder till det värde som användes vid fastighetstransaktioner vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetsföretagen.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar
För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt AP4:s valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntejusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt. Värdeförändringar till följd av ränteförändringar redovisas under Nettoresultatet för räntebärande tillgångar, medan värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under Nettoresultat valutakursförändringar.

Derivatinstrument
För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas i resultaträkningen under Nettoresultat valutakursförändringar medan övriga värdeförändringar redovisas som Nettoresultat derivatinstrument.

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

Värdepapperslån
Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper kan bestå av värdepapper och/eller kontanter. I de fall AP4 har rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I de fall AP4 inte förfogar över säkerheten redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat i not under rubriken "Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper, samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet
In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader
Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. De utgörs av externa kostnader för förvaltningstjänster, såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orealiserade resultatet.

Rörelsens kostnader
Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärvad programvara som inte är av väsentlig betydelse kostnadsförs i normalfallet löpande. Investeringar som ej uppfyller dessa kriterier aktiveras och skrivs av över den bedömda ekonomiska livslängden.

Skatter
AP4 är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Skatt på utdelningar och kupongskatter som påförs i vissa länder nettoredovisas i resultaträkningen under respektive intäktsslag.

AP4 är från och med 2012 registrerad till mervärdesskatt och därmed skattskyldig till mervärdesskatt för förvärv från utlandet. AP4 har inte rätt att återfå betald mervärdesskatt. Kostnadsförd mervärdesskatt inkluderas i respektive kostnadspost.

Belopp i miljoner kronor
Belopp i miljoner kronor (mnkr), där inget annat anges.

Upplysningar med anledning av konsolideringen av AP-fonder
Mot bakgrund av att lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) träder i kraft den 1 januari 2026 har denna inte någon direkt påverkan på redovisade tillgångar, skulder, intäkter och kostnader i bokslutet 2025-12-31. En beskrivning av den påverkan som lagändringen medför på den finansiella rapporteringen framåtriktat framgår av not 22.

Not 2. Räntenetto

	2025	2024
Ränteintäkter		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	3 682	3 629
Övriga ränteintäkter	224	412
Summa ränteintäkter	**3 906**	**4 041**
Räntekostnader		
Övriga räntekostnader	-39	0
Summa räntekostnader	**-39**	**0**
RÄNTENETTO	**3 867**	**4 041**

Not 3. Nettoresultat, noterade aktier och andelar

	2025	2024
Resultat noterade aktier och andelar	36 955	32 232
Avgår courtage	-62	-48
NETTORESULTAT, NOTERADE AKTIER OCH ANDELAR	**36 893**	**32 184**

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Not 4. Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

	2025	2024
Realisationsresultat	832	371
Orealiserade värdeförändringar	2 202	1 095
NETTORESULTAT, ONOTERADE AKTIER OCH ANDELAR	**3 034**	**1 466**

Externa förvaltarvoden till onoterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastar därmed orealiserat nettoresultat för onoterade tillgångar. Återbetald management fee påverkar följaktligen orealiserat resultat positivt. Under året har totalt 506 (347) mkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar, varav 506 (347) mnkr medger återbetalning. Under året har även 55 (42) mnkr återbetalts och det orealiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har därmed netto påverkats negativt med 451 (negativt med 305) mnkr.

Not 5. Provisionskostnader

	2025	2024
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	-74	-91
Övriga provisionskostnader, inklusive depåbanksarvoden	-15	-13
PROVISIONSKOSTNADER	**-89**	**-104**

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade arvoden. Prestationsbaserade arvoden har under året uppgått till 96 (147) mkr och påverkar nettoresultatet för respektive tillgångsslag.

Not 6. Personal

Antal anställda

	2025		2024	
	Totalt	Kvinnor	Totalt	Kvinnor
Medelantal anställda[1]	68	27	67	26
Antal anställda den 31 december[2]	72	28	69	26
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	8	3	7	3

1. Medelantalet anställda personer är omräknat till heltidstjänster.
2. Antal anställda per 31 december avser totalt antal anställda såväl tillsvidare som visstidsanställda.

Löner och arvoden

Styrelsearvoden fastställdes senast 2020 av regeringen enligt regeringsbeslut 2020-01-09 FI2020/00074/FPM. Styrelsen fastställer anställningsvillkoren för vd, efter beredning av ersättningsutskottet. En extern konsult gör årligen, på uppdrag av styrelsen och ersättningsutskottet, en utredning av ersättningsnivåerna för ledande befattningshavare inom AP4 och styrelsen kan härigenom verifiera att AP4 följer regeringens riktlinjer för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Läs mer om ersättningar i Fondstyrningsrapporten.

Rörliga ersättningar

Styrelsen har beslutat att från och med 2024 tillämpas inte rörlig ersättning. För 2024 har 138 tkr återförts avseende rörlig ersättning hänförlig till 2023.

Pensioner och liknande förmåner

Vd:s anställningsavtal innehåller särskilda bestämmelser om pensionsförmåner och avgångsvederlag. Ordinarie pensionsålder är 65 år, men den anställde har rätt att kvarstå i tjänst till utgången av den månad då 69 (69) års ålder uppnås.

Från och med 2023 har den anställde enligt Lag om anställningsskydd (LAS) rätt att vara kvar i tjänst till utgången av den månad 69 års ålder uppnås. För vd gäller en ömsesidig uppsägningstid om 6 månader. Vid uppsägning som är påkallad av fonden har vd dessutom rätt till avgångsvederlag motsvarande 18 månadslöner. Avgångsvederlaget utbetalas månadsvis och avräknas mot annan inkomst av lön, uppdrag eller egen verksamhet.

Ledningsgruppen samt övriga anställda har individuella anställningsavtal där uppsägningstiden är enligt gällande kollektivavtal mellan Finansarbetsgivarna och SACO. Pensionsrätten är antingen förmånsbestämd (BTP2) enligt gällande kollektivavtal mellan Finansarbetsgivarna och SACO eller premiebestämd (BTP1) enligt AP4:s pensionspolicy som innebär en pensionspremie om 30 procent på lönedelar över 7,5 inkomstbasbelopp. BTP2-planen är under avveckling, alla nyanställda från och med 2025-01-01 går in i BTP1-planen.

Alla anställda har rätt att göra löneväxling av bruttolön mot pensionspremie. Pensionspremieinbetalningen uppräknas då med 5,8 procent som motsvarar skillnaden mellan kostnad för löneskatt och sociala avgifter. Förfarandet är kostnadsneutralt för AP4.

AP4 har för samtliga anställda tecknat en sjukförsäkring som täcker upp del av inkomstbortfallet vid längre tid av sjukdom. Försäkringen aktiveras vid sjukdom över 90 dagar och är inkomstbaserad.

Övriga förmåner

Alla anställda har möjlighet att teckna en sjukvårdsförsäkring och en grupplivförsäkring som förmånsbeskattas.

AP4 har även 5 (5) stycken parkeringsplatser som anställda kunnat boka och blivit förmånsbeskattade för under året.

Förmånsvärdet av förmånerna ovan uppgick 2025 totalt till 368 (357) tkr.

Not 6. Forts. Personal

Personalkostnader i tkr, 2025	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensions-kostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader[2]	Summa
Styrelse och vd						
Styrelsens ordförande Johan Gyllenhoff	211	-	-	-	66	277
Övriga styrelseledamöter[1]	939	-	-	-	295	1 234
Verkställande direktör Niklas Ekvall	4 836	-	2 785	1 105	2 117	9 738
Övrig ledningsgrupp						
Chef Svenska aktier Jannis Kitsakis	2 828	-	1 468	13	1 204	5 500
Chef Risk & verksamhetsstöd Nicklas Wikström	1 927	-	1 253	444	874	4 054
Chefsjurist Theresa Einarsson[3]	936	-	446	63	390	1 772
Chef Hållbarhet, ekonomi & kommunikation Tobias Fransson	2 454	-	1 458	-	1 084	4 996
Head of Allokering, likvida marknader & analys Magdalena Högberg	2 954	-	1 022	-	1 147	5 123
Chef Alternativa investeringar Jenny Askfelt Ruud	2 543	-	949	-	1 003	4 495
Chef HR Anette Segercrantz	1 814	-	451	-	667	2 932
Övriga anställda	72 144		25 877	1 915	28 983	127 004
Summa	**93 586**	**-**	**35 709**	**3 540**	**37 830**	**167 125**
Övriga personalkostnader						8 277
SUMMA PERSONALKOSTNADER						**175 402**

1. Enskilda ledamöters arvode redovisas i fondstyrningsrapporten.
2. I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt.
3. Theresa Einarsson var medlem i ledningsgruppen t o m 2025-06-30. Max Mennfort tillträdde som interim chefsjurist på konsultbasis fr o m 2025-07-01.

Personalkostnader i tkr, 2024	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensions-kostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader[2]	Summa
Styrelse och vd						
Styrelsens ordförande Johan Gyllenhoff	217	-	-	-	68	285
Övriga styrelseledamöter[1]	871	-	-	-	273	1 144
Verkställande direktör Niklas Ekvall	4 580	-	2 730	1 105	2 101	9 411
Övrig ledningsgrupp						
Chef Svenska aktier Jannis Kitsakis	2 800	-	1 349	-	1 207	5 356
Chef Risk & verksamhetsstöd Nicklas Wikström	1 877	-	1 149	370	869	3 895
Chefsjurist Theresa Einarsson	1 869	-	882	127	801	3 552
Chef Hållbarhet, ekonomi & kommunikation Tobias Fransson	2 369	-	1 257	-	1 049	4 675
Head of Allokering, likvida marknader & analys Magdalena Högberg	2 828	-	993	-	1 129	4 950
Chef Alternativa investeringar Jenny Askfelt Ruud	2 500	-	923	-	1 009	4 432
Övriga anställda	72 469	-138[3]	26 291	2 246	28 872	127 494
Summa	**92 380**	**-138**	**35 574**	**3 848**	**37 379**	**165 195**
Övriga personalkostnader						5 157
SUMMA PERSONALKOSTNADER						**170 352**

1. Enskilda ledamöters arvode redovisas i fondstyrningsrapporten.
2. I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt.
3. Återföring avseende rörlig ersättning 2023.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Not 7. Övriga administrationskostnader

	2025	2024
Lokalkostnader	16	14
Informations- och IT-kostnader	119	84
Köpta tjänster	38	13
Övriga administrationskostnader	10	10
SUMMA ÖVRIGA ADMINISTRATIONSKOSTNADER	**183**	**121**
I posten köpta tjänster ingår ersättning till revisionsbolag		
Revisionsuppdrag, PwC	1,0	1,0
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget, PwC	0,1	0,1
Summa ersättning till revisionsbolag	**1,1**	**1,1**

Not 8. Aktier och andelar, noterade

	2025-12-31 Verkligt värde	2024-12-31 Verkligt värde
Svenska aktier	97 898	99 249
Utländska aktier	168 045	169 757
Andelar i svenska fonder	507	811
Andelar i utländska fonder	70 702	60 873
SUMMA AKTIER OCH ANDELAR, NOTERADE	**337 152**	**330 690**

Omfattningen av utlåning av värdepapper samt erhållna säkerheter för dessa framgår av not 17. Fullständig aktiespecifikation återfinns på AP4:s hemsida www.ap4.se.

Not 8. Forts. Aktier och andelar, noterade

Fem största innehaven i svenska aktier

2025-12-31	Antal aktier	Verkligt värde	Kapital, %	Röster, %
Lifco AB	23 240 000	8 180	5,12	3,19
Swedish Orphan Biovitrum AB	20 335 402	6 768	5,69	5,69
Atlas Copco AB	42 004 247	6 366	0,85	0,28
Getinge AB	21 000 000	4 595	7,71	4 81
Skandinaviska Enskilda Bank AB	19 400 000	3 785	0,95	0,96
2024-12-31				
Lifco AB	23 671 010	7 589	5,21	3,25
Swedish Orphan Biovitrum AB	20 763 106	6 590	5,83	5,83
Atlas Copco AB	41 281 227	6 305	0,84	0,3
Getinge AB	21 007 390	3 814	7,71	4,81
Beijer Ref AB	20 461 256	3 337	4,04	2,69

Fem största innehaven i utländska aktier

2025-12-31	Antal aktier	Verkligt värde
Nvidia Corp	4 211 049	7 240
Apple Inc	2 538 148	6 361
Microsoft Corp	1 267 509	5 651
Alphabet Inc-cl a	1 905 639	5 559
Astrazeneca Plc	1 914 270	3 264
2024-12-31		
Apple Inc	2 695 399	7 458
Nvidia Corp	4 458 449	6 615
Microsoft Corp	1 261 880	5 877
Alphabet Inc	2 051 893	4 304
Amazon.Com Inc	1 539 246	3 731

Not 9. Aktier och andelar, onoterade

	2025-12-31 Verkligt värde	2024-12-31 Verkligt värde
Aktier i svenska intresseföretag	50 074	46 944
Aktier i utländska intresseföretag	1 147	1 371
Aktier och andelar i övriga svenska onoterade företag	10 149	10 195
Aktier och andelar i övriga utländska onoterade företag	44 058	43 895
SUMMA AKTIER OCH ANDELAR, ONOTERADE	**105 428**	**102 405**

Not 9. Forts. Aktier och andelar, onoterade

Aktier i intresseföretag, 2025-12-31	Organisationsnummer	Säte	Antal aktier	Kapital, %	Röster, %	Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
Aktier i svenska intresseföretag								
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	25	25 613	83 692	2 991
Rikshem Intressenter AB	556806-2466	Stockholm	250	50	50	14 952	27 114	806
LSTH Svenska Handelsfastigheter AB	559009-2325	Stockholm	14 149 433	50	50	5 302	8 358	-1 233[4]
Polhem Infra KB	969789-2413	Stockholm	-	33	33	4 059	12 179	-128
Cinder Invest AB	559256-2630	Stockholm	10 000	20	20	148	605	3
4 to 1 Investments AB	559313-2490	Stockholm	6 250	25	25	0	1	-2
4 to 1 Investments KB	969795-3033	Stockholm	-	25	25	0	0	-2
AP4 Alternative Investments AB[1]	559386-5347	Stockholm	25 000	100	100	0	0	0[4]
AP4 Alternative Investments KB	969797-3965	Stockholm	-	100	100	0	0	0[4]
AP4 Investment AB[2]	559130-3929	Stockholm	50 000	100	100	0	0	0[4]
AP4 Investment KB	969784-9959	Stockholm	-	100	100	0	0	0[4]
Polhem Infra AB	559183-3917	Stockholm	20 000	33	33	0	1	0
Summa aktier i svenska intresseföretag						**50 074**		
Aktier i utländska intresseföretag								
ASE Holdings II S.à.r.l.		Luxemburg	479 928 632	45	45	707	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings III S.à.r.l.		Luxemburg	715 075 291	36	36	342	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings S.à.r.l.		Luxemburg	5 746 493	38	38	98	Ej publikt	Ej publikt
Summa aktier i utländska intresseföretag						**1 147**		

Övriga innehav, 2025-12-31	Organisationsnummer	Säte	Kapital, %	Röster, %	Anskaffningsvärde
Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, svenska onoterade företag[3]					
Proventus Capital Partners IV B AB	559116-2580	Stockholm	18	0	1 646
P Capital Partners V B AB	559344-9563	Stockholm	17	0	1 424
Infranode I (No. 1) AB	556982-5283	Stockholm	20	0	954
Alfvén & Didrikson AB	556954-4066	Stockholm	26	17	761
Gullspång Re:Food II Invest AB	559328-3467	Stockholm	25	9	700
Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, utländska onoterade företag[3]					
Infrastructure Alliance Europe 1 SCSp		Luxemburg	26	-	2 802
Infrastructure Alliance Europe 2 SCSp		Luxemburg	37	-	2 719
Bridgepoint Direct Lending III Unlevered B SCSp		Luxemburg	9	-	2 209
LCM Partners COPS 4 SLP		Luxemburg	19	-	1 662
ASP LUX RAIF - PC FUND II		Luxemburg	12	-	1 572

1. AP4 och AP4 Alternative Investments AB samäger AP4 Alternative Investments KB (969797-3965), där AP4 har ett väsentligt inflytande.
2. AP4 och AP4 Investment AB samäger AP4 Investment KB (969784-9959), där AP4 har ett väsentligt inflytande.
3. Avser AP4:s innehav i kommanditbolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP4 inte har ett väsentligt inflytande.
4. Avser siffror offentliggjorda per 2024-12-31.

Fullständig aktiespecifikation återfinns på www.ap4.se.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Not 9. Forts. Aktier och andelar, onoterade

Aktier i intresse-företag, 2024-12-31	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Kapital, %	Röster, %	Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
Aktier i svenska intresseföretag								
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	25	25 074	82 700	3 798
Rikshem Intressenter AB	556806-2466	Stockholm	250	50	50	14 555	26 307	1 005
LSTH Svenska Handelsfastigheter AB	559009-2325	Stockholm	14 149 433	50	50	4 364	8 358	-1 233[5]
Polhem Infra KB	969789-2413	Stockholm	-	33	33	2 804	8 410	375
Cinder Invest AB	559256-2630	Stockholm	10 000	20	20	147	601	22
4 to 1 Investments AB	559313-2490	Stockholm	6 250	25	25	0	1	-1
4 to 1 Investments KB[1]	969795-3033	Stockholm	-	25	25	0	1	-5 805
AP4 Alternative Investments AB[2]	559386-5347	Stockholm	25 000	100	100	0	0	0
AP4 Alternative Investments KB	969797-3965	Stockholm	-	100	100	0	0	0
AP4 Investment AB[3]	559130-3929	Stockholm	50 000	100	100	0	0	0
AP4 Investment KB	969784-9959	Stockholm	-	100	100	0	0	0
Polhem Infra AB	559183-3917	Stockholm	20 000	33	33	0	1	1
Summa aktier i svenska intresseföretag						**46 944**		
Aktier i utländska intresseföretag								
ASE Holdings II S.àr.l.		Luxemburg	479 928 632	46	46	878	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings III S.à.r.l.		Luxemburg	715 075 291	36	36	389	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings S.à.r.l.		Luxemburg	5 746 493	38	38	104	Ej publikt	Ej publikt
Summa aktier i utländska intresseföretag						**1 371**		

Övriga innehav, 2024-12-31	Organisations-nummer	Säte	Kapital, %	Röster, %	Anskaffnings-värde
Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, svenska onoterade företag[4]					
Proventus Capital Partners IV B AB	559116-2580	Stockholm	18	0	2 193
P Capital Partners V B AB	559344-9563	Stockholm	17	0	989
Infranode I (No. 1) AB	556982-5283	Stockholm	20	0	914
Alfvén & Didrikson AB	556954-4066	Stockholm	26	17	784
Areim Investment 3-5 AB	559111-1165	Stockholm	49	9	641
Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, utländska onoterade företag[3]					
Infrastructure Alliance Europe 2 SCSp		Luxemburg	37	-	2 703
Infrastructure Alliance Europe 1 SCSp		Luxemburg	26	-	2 688
Bridgepoint Direct Lending III Unlevered B SCSp		Luxemburg	9	-	2 069
ASP LUX RAIF – PC FUND II		Luxemburg	12	-	1 925
LCM Partners COPS 4 SLP		Luxemburg	19	-	1 660

1. Underliggande investering i Northvolt har skrivits ned till noll då bolaget är under rekonstruktion via en Chapter 11-process i USA och det i rådande läge är mycket svårt att bedöma eventuella kvarvarande värden.
2. AP4 och AP4 Alternative Investments AB samäger AP4 Alternative Investments KB (969797-3965), där AP4 har ett väsentligt inflytande.
3. AP4 och AP4 Investment AB samäger AP4 Investment KB (969784-9959), där AP4 har ett väsentligt inflytande.
4. Avser AP4:s innehav i kommanditbolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP4 inte har ett väsentligt inflytande.
5. Avser siffror offentliggjorda per 2023-12-31.

Fullständig aktiespecifikation återfinns på www.ap4.se.

Not 10. Obligationer och andra räntebärande tillgångar

	2025-12-31 Verkligt värde	2024-12-31 Verkligt värde
Fördelning per emittentkategori		
Svenska staten	148	176
Svenska bostadsinstitut	26 693	25 567
Övriga svenska finansiella företag	7 420	8 521
Svenska icke-finansiella företag	430	400
Utländska stater	64 075	64 612
Övriga utländska emittenter	19 311	20 433
SUMMA OBLIGATIONER OCH ANDRA RÄNTEBÄRANDE TILLGÅNGAR	**118 077**	**119 709**
Fördelning per instrumenttyp		
Övriga obligationer	110 992	113 105
Förlagslån	6 230	5 319
Reverslån	-	10
Aktieägarlån	-	-
Andelar i svenska räntefonder	-	-
Andelar i utländska räntefonder	855	1 275
Övriga instrument	-	-
SUMMA OBLIGATIONER OCH ANDRA RÄNTEBÄRANDE TILLGÅNGAR	**118 077**	**119 709**

Omfattningen av utlåning av värdepapper samt erhållna säkerheter för dessa framgår av not 17.

Not 11. Derivatinstrument

	2025-12-31 Verkligt värde		2024-12-31 Verkligt värde	
	Positivt	Negativt	Positivt	Negativt
Aktierelaterade instrument				
Terminer	-	-	-	-
Swappar	-	-	-	-
Summa aktierelaterade instrument	**-**	**-**	**-**	**-**
Varav clearat	-	-	-	-
Ränterelaterade instrument				
FRA/Terminer	-	-	-	-
Swappar	11	32	303	369
Summa ränterelaterade instrument	**11**	**32**	**303**	**369**
Varav clearat	-	-	-	-
Valutarelaterade instrument				
Optioner	641	337	620	196
Terminer	2 600	585	5 127	16 857
Swappar	7 604	5 171	-	82
Summa valutarelaterade instrument	**10 845**	**6 093**	**5 747**	**17 135**
Varav clearat	-	-	-	-
SUMMA DERIVATINSTRUMENT	**10 856**	**6 125**	**6 050**	**17 504**
Varav clearat	-	-	-	-

Angående derivatinstrumentens användningsområden och riskhantering, se not 20.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Not 11. Forts. Derivatinstrument

Löptidsanalys

Merparten av AP4:s derivat har en löptid kortare än ett år. Endast ett antal valutaterminer, valutaoptioner, ränteterminer, credit default swappar, cross currency basis swappar, inflationsswappar och en total return swap har en längre löptid. Av dessa är det 3 (5) kontrakt som har ett negativt verkligt värde. Dessa redovisas i tabellerna nedan.

Löptidsanalys derivatpositioner med negativt verkligt värde, överstigande 12 mån löptid, 2025

Förfallostruktur Löptid	> 1 < 3 år	> 3 < 5 år	> 5 < 10 år	> 10 år
Cross Currency Basis Swap	-32	-	-	-
Credit Default Swap	-	-	0	-
Inflation Swap	-	0	-	-
Summa	**-32**	**0**	**0**	**-**

Löptidsanalys derivatpositioner med negativt verkligt värde, överstigande 12 mån löptid, 2024

Förfallostruktur Löptid	> 1 < 3 år	> 3 < 5 år	> 5 < 10 år	> 10 år
Cross Currency Basis Swap	-	-83	-	-
Credit Default Swap	-	-373	-	-
Valutaterminer	-	0	-	-
Summa	**-**	**-456**	**-**	**-**

Not 12. Övriga tillgångar

	2025-12-31	2024-12-31
Fordringar sålda ej likviderade fordringar	45	176
Övriga tillgångar	5	7
SUMMA ÖVRIGA TILLGÅNGAR	**50**	**183**

Not 13. Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

	2025-12-31	2024-12-31
Upplupna ränteintäkter	1 108	1 647
Upplupna utdelningar och restitutioner	590	482
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter[1]	81	50
SUMMA FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER	**1 779**	**2 179**

1. I posten ingår förutbetalda licensavgifter som redovisas i resultaträkningen över 12 år om 64 (37) mkr.

Not 14. Övriga skulder

	2025-12-31	2024-12-31
Leverantörsskulder	35	20
Skulder för köpta ej likviderade tillgångar	75	417
Övriga skulder	9	7
SUMMA ÖVRIGA SKULDER	**119**	**444**

Not 15. Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

	2025-12-31	2024-12-31
Upplupna räntekostnader	0	1 522
Upplupna personalkostnader	13	13
Upplupna externa förvaltningsarvoden	-	1
Övriga upplupna kostnader	13	4
SUMMA FÖRUTBETALDA INTÄKTER OCH UPPLUPNA KOSTNADER	**26**	**1 540**

Not 16. Fondkapital

	2025-12-31	2024-12-31
INGÅENDE FONDKAPITAL	**548 240**	**499 551**
Nettobetalningar mot pensionssystemet		
Inbetalda pensionsavgifter	91 695	89 186
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	-95 959	-90 923
Överflyttning av pensionsrätter till EG	0	-1
Reglering av pensionsrätt	1	-2
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-301	-284
Summa nettoutbetalningar mot pensionssystemet	**-4 565**	**-2 024**
Årets resultat	**34 409**	**50 713**
UTGÅENDE FONDKAPITAL	**578 084**	**548 240**

Not 17. Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

	2025-12-31	2024-12-31
Ställda panter och ansvarsförbindelser		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper[1]	23 808	24 112
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	4 914	3 806
Ställda säkerheter avseende OTC-derivatavtal[2]	0	12 488
Åtaganden		
Investeringsåtaganden om framtida betalningar för alternativa och strategiska investeringar	31 455	30 450
Teckningsåtagande, se not 18	4 000	4 549
Övriga åtaganden, se not 18	5 000	5 000

1. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 24 860 (25 114) mnkr.
2. Erhållna säkerheter avseende OTC-derivatavtal uppgår till 5 089 (137) mnkr.

Not 18. Närstående

Syftet med noten är att upplysa om hur AP4:s resultat och ställning har påverkats av transaktioner och utestående mellanhavanden, inklusive åtaganden, med närstående i enlighet med definitioner i IAS 24. Avseende löner och ersättningar till styrelse och ledande befattningshavare, se not 6. Som närstående till AP4 betraktas samtliga intresseföretag, se även not 9.

	2025-12-31	2024-12-31
Vasakronan Holding AB		
Ränteintäkter	9	9
Erhållen utdelning	500	-
Åtagande[1]	4 500	4 500
Rikshem Intressenter AB		
Ränteintäkter	15	15
Åtagande[2]	5 000	5 000

Not 18. Forts. Närstående

	2025-12-31	2024-12-31
LSTH Svenska Handelsfastigheter AB		
Aktieägartillskott under året	-	564
Polhem Infra KB		
Tillskott under året	1 233	255
ASE Holdings II S.à.r.l.		
Erhållen utdelning	17	-
ASE Holdings III S.à.r.l.		
Ränteintäkter	1	1
Aktieägartillskott under året	-	68
Ägarlån	9	10
Cinder Invest AB		
Aktieägartillskott under året	-	5
Erhållen utdelning	-	-
ASE Holdings S.à.r.l.		
Aktieägartillskott under året	17	33
Åtagande	-	49
4 to 1 Investments AB		
Aktieägartillskott under året	0	0
4 to 1 Investments KB		
Tillskott under året	0	0

1. AP4 har åtagit sig att på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolaget upp till ett värde enligt ovan angivet belopp.
2. AP4 har åtagit sig att vid anmodan lämna lånefinansiering till Rikshem upp till ett värde enligt ovan angivet belopp.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Not 19. Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Verkligt värde	2025-12-31 Nivå 1	2054-12-31 Nivå 2	2025-12-31 Nivå 3	2025-12-31 Totalt
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar, noterade	308 721	28 431	0	337 152
Aktier och andelar, onoterade	-	-	105 428	105 428
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	113 959	3 263	855	118 078
Derivatinstrument	1	10 855	-	10 856
Summa finansiella tillgångar	**422 681**	**42 549**	**106 283**	**571 514**
Finansiella skulder				
Derivatinstrument	0	-6 125	-	-6 125
Summa finansiella skulder	**0**	**-6 125**	**-**	**-6 125**
NETTO FINANSIELLA TILLGÅNGAR OCH SKULDER	**422 681**	**36 424**	**106 283**	**565 389**

Verkligt värde	2024-12-31 Nivå 1	2024-12-31 Nivå 2	2024-12-31 Nivå 3	2024-12-31 Totalt
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar, noterade	284 725	45 965	-	330 690
Aktier och andelar, onoterade	-	-	102 405	102 405
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	113 736	4 688	1 285	119 709
Derivatinstrument	-	6 050	-	6 050
Summa finansiella tillgångar	**398 461**	**56 703**	**103 690**	**558 854**
Finansiella skulder				
Derivatinstrument	-	-17 504	-	-17 504
Summa finansiella skulder	**-**	**-17 504**	**-**	**-17 504**
NETTO FINANSIELLA TILLGÅNGAR OCH SKULDER	**398 461**	**39 199**	**103 690**	**541 350**

Förändringar i nivå 3	Aktier och andelar, onoterat	Aktier och andelar, noterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar
Ingående balans 2025-01-01	**102 405**	**-**	**1 285**
Investerat	9 103	-	21
Sålt/återbetalt	-4 212	-	-105
Realiserad värdeförändring	36	-	11
Orealiserad värdeförändring	-1 903	-	-356
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	0
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	0
Utgående balans 2025-12-31	**105 428**	**-**	**855**

Förändringar i nivå 3	Aktier och andelar, onoterade	Aktier och andelar, noterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar
Ingående balans 2024-01-01	**88 588**	**-**	**4 430**
Investerat	9 874	-	582
Sålt/återbetalat	-1 978	-	-715
Realiserad värdeförändring	489	-	32
Orealiserad värdeförändring	5 432	-	-3 044
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-
Utgående balans 2024-12-31	**102 405**	**-**	**1 285**

Not 19. Forts. Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Nivå 1. Instrument med publicerade prisnoteringar
Finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad. Marknaden bedöms aktiv om det finns noterade priser som regelbundet uppdateras med högre frekvens än en gång per vecka och om dessa priser används okorrigerat för avslut på marknaden. Här återfinns ca 75 procent av AP4:s placeringstillgångar.

Nivå 2. Värderingstekniker baserade på observerbara marknadsdata
Finansiella instrument som handlas på en marknad som inte bedöms aktiv men där det finns noterade priser som används okorrigerat för avslut, eller observerbar indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering med allmänt vedertagna modeller. I denna kategori återfinns hos AP4 främst marknadsnoterade aktiefonder som inte bedöms aktiva men där det finns observerbar indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering samt OTC-derivat såsom valutaterminer och ränteswappar, men även ränteinstrument och fonder, innehållande ränterelaterade instrument, med låg likviditet. OTC-derivat värderas med hjälp av diskonteringskurvor som indirekt baseras på regelbundet uppdaterad, observerbar indata vilken interpoleras eller extrapoleras för att beräkna ej observerbara räntor. Indata till dessa räntor som används för att diskontera instrumentets framtida kassaflöden för värdering uppdateras regelbundet och är observerbar vilket dock inte gäller för räntorna. Därför klassificeras dessa instrument till nivå 2.

Nivå 3. Värderingstekniker baserade på icke observerbara marknadsdata
Finansiella instrument som värderas med ett inte oväsentligt inslag av ej observerbara data eller som i övrigt ej kan klassificeras till nivå 1 eller 2. Här återfinns i huvudsak onoterade aktier och ägarlån i direktägda fastighetsbolag samt onoterade aktier i riskkapitalbolag. För riskkapitalbolag används främst IPEV:s principer som ramverk vilket innefattar ett flertal värderingsmetoder såsom värdering baserat på faktiska transaktioner, multipelvärdering, substansvärdering och diskonterat kassaflöde. För innehav i direktägda fastighetsbolag används främst principerna från IPD Svenskt Fastighetsindex som ramverk där två grundmetoder är rådande. Dessa är ortsprismetod och indirekt avkastningsmetod (nuvärdesmetod). Ortsprismetoden innebär att fastighetsinnehav jämförs med liknande objekt som sålts på öppen marknad medan indirekt avkastningsmetod innebär att framtida prognostiserade kassaflöden diskonteras.

Känslighetsanalys
Enligt IFRS ska en känslighetsanalys presenteras med hjälp av en alternativ värdering för tillgångar som återfinns under nivå 3. Ur ett värderingstekniskt perspektiv är en alternativ värdering av dessa tillgångar förenad med stora svårigheter. Generellt kan sägas att för onoterade fastigheter är direktavkastningskravet av central vikt, men även antaganden kring faktorer som vakanser, driftskostnader, marknads- och vinsttillväxt har stor betydelse. För riskkapitalbolag är vinsttillväxt och börsens multipelvärdering av betydelse.

Värderingarna i nivå 3 innehåller normalt en fördröjning som i positivt trendande marknad innebär en försiktig värdering och vice versa. En känslighetsanalys för AP4:s största fastighetsinnehav, Vasakronan, med ett verkligt värde för aktier och andelar på 25,6 mdkr, det vill säga närmare 25 procent av onoterade aktier inom nivå 3, har tagits fram av fastighetsbolaget. Enligt analysen skulle en förändring av direktavkastningskravet med +/- 0,25 procentenheter förändra värdet på aktieinnehavet i Vasakronan med cirka -2,3/+ 2,6 mdkr.

För värderingen av AP4:s investeringar i riskkapitalbolag under onoterade aktier, motsvarande 42,2 mdkr, görs väsentliga antaganden om värderingsmultiplar och framtida kassaflöden. Om antagandet för multipeln på EV/ EBITDA ändras med +/- 5 procent skulle värderingen av dessa investeringar förändras med -/+ 5,3 mdkr. Vad gäller AP4:s högavkastande räntebärande tillgångar under onoterade aktier samt obligationer och andra räntebärande tillgångar, motsvarande 14,2 mdkr, baseras värderingen väsentligen på diskonteringsräntor för ränteintäkter och återbetalning av lån. En förändring av diskonteringsräntor med +/- 1 procentenhet för alla löptider skulle medföra värderingsförändringar på -/+ 0,3 mdkr.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Not 20. Risker

Nedan följer en beskrivning av hanteringen av verksamhetens huvudsakliga risker som utgörs av operativa och finansiella risker.

Operativa risker
Med operativa risker menas "risken för förluster till följd av icke ändamålsenliga eller misslyckade processer, mänskliga fel, felaktiga system eller externa händelser". Definitionen inkluderar legal risk. Exempel på operativa risker kan vara medveten eller omedveten felaktig hantering, vilken kan vara orsakad av undermåliga rutiner eller instruktioner, inadekvata system, otillräcklig kontroll och revision samt genom brottsligt förfarande eller externa händelser.

Det övergripande målet med hanteringen av operativa risker är att uppnå och upprätthålla en god kontrollkultur samt att reducera väsentliga operativa risker inom AP4.

Fastställd och fondgemensam process och metodik
Operativa risker inom AP4 ska hanteras genom en fastställd och fondgemensam process och metodik. Denna process omfattar processkartläggning, identifiering och värdering av risker och ska genomföras för samtliga kartlagda processer. För alla väsentliga risker ska nyckelkontroller finnas, vilka så långt det är möjligt, minskar sannolikheten för att riskerna materialiseras eller lindrar konsekvenserna när oönskade händelser trots allt inträffar. Vid värdering av risker ska befintliga nyckelkontroller kvalitetssäkras för att säkerställa att de har önskad funktionalitet och är effektiva.

Inom riskhantering avseende operativa risker är det särskilt viktigt att utvärdera förändringsprocesser och dess effekter på verksamheten. Operativa risker utvärderas specifikt i samband med implementering av nya produkter, systemförändringar och organisationsförändringar

För att minimera operativa risker ska en tydlig fördelning av ansvar och befogenheter vara dokumenterad i skriftliga regelverk. Gällande processer och rutiner ska dessa säkerställa en god intern kontroll samt vara dokumenterade genom relevanta instruktioner.

Ansvar och organisation
I det dagliga arbetet ska samtliga chefer och medarbetare vara medvetna om verksamhetens risker, dess nyckelkontroller samt agera på ett sådant sätt att verksamheten, tillgångarna eller omvärldens förtroende för AP4 inte äventyras. Vidare ansvarar samtliga enheter för att i den dagliga verksamheten leva upp till de krav som ställs på god intern kontroll samt att avsätta tillräckliga resurser för detta.

Verksamheten, med processägare som ansvarig, ska identifiera, värdera och hantera riskerna inom sitt verksamhetsområde. Risk & verksamhetsstöd ansvarar för att stödja och samordna hanteringen av operativa risker inom hela AP4. I detta ansvar ingår att utveckla och tillhandahålla expert och metodstöd samt att följa upp, utvärdera och utveckla riskhanteringsprocessen. Vidare ansvarar Risk & verksamhetsstöd för att minst årligen följa upp att den gemensamma metoden för riskhantering avseende operativa risker har efterlevts för samtliga kartlagda processer inom AP4. Motsvarande gäller för väsentliga identifierade förändringsprocesser såsom t ex implementering av nya produkter, systemförändringar och organisationsförändringar.

AP4:s juridikenhet ansvarar bland annat för legala riskaspekter i avtal och liknande.

Finansiella risker
De finansiella riskerna, där främst marknads-, kredit- och likviditetsrisker ingår, följs upp och kontrolleras av den oberoende enheten Risk & verksamhetsstöd som rapporterar direkt till vd och styrelse. Förvaltningens mål är att endast ta positioner som förväntas generera god avkastning inom fastställda riskmandat. Därför bör de huvudsakliga risker som AP4 exponerar sig mot bestå av transparenta finansiella risker och då främst marknadsrisker där det finns goda möjligheter för riskpremier att prognostiseras.

Marknadsrisker
Marknadsrisk utgörs av risken för att värdet av ett instrument påverkas negativt på grund av variationer i aktiekurser, valutakurser eller marknadsräntor. Då AP4:s innehav i huvudsak består av noterade instrument med daglig prissättning på likvida marknader finns goda möjligheter att löpande mäta och rapportera marknadsrisker genom både prognostiserade och realiserade risktal. AP4 har som mål att hålla en hög andel noterade aktier och räntebärande instrument.

Aktieprisrisk
Med aktieprisrisk avses förväntad variation i marknadsvärdet hos aktier. Aktieprisrisk hanteras genom diversifiering över regioner, länder och sektorer.

Ränterisk
Endast AP4:s räntebärande tillgångar ingår vid mätning av ränterisk som avser förväntad variation i marknadsvärdet på AP4:s räntebärande tillgångar orsakad av nominella ränterörelser på räntemarknaderna. AP4 hanterar ränterisk genom diversifiering över olika regioner och räntekurvor.

Valutarisk
Valutarisk avser förväntad variation i valutakurser avseende tillgångar noterade i utländsk valuta. Valutarisk uppstår i samband med investeringar noterade i utländsk valuta. Lagen om allmänna pensionsfonder begränsar den totala valutaexponeringen i AP4 till maximalt 40 procentenheter. AP4:s placeringspolicy fastställer slutlig valutaexponering i DNP.

Fastighetsprisrisk
Med fastighetsprisrisk avses förväntad variation i marknadsvärdet hos fastigheter. Fastighetsprisrisk hanteras genom diversifiering över fastighetstyper, såsom kontor, bostäder, industri etc. samt över regioner, i huvudsak inom Sverige men också via andra länder.

Placeringstillgångarnas risk
För beräkning av finansiella risker används riskmåttet Value at Risk (VaR). Value at Risk definieras som den maximala förlust, som kan uppstå med en given sannolikhet under en given tidsperiod. I tabellen nedan används tidsperioden 1 år och konfidensgraden 95 procent om inget annat anges.

Not 20. Forts. Risker

Tillgångsklass, 2025-12-31	VaR, ex-ante innehavsperiod 12 mån	Bidrag volatilitet % 12 mån portfölj	VaR innehavsperiod 1 dag[2]
Globala aktier[1]	40 526	4,3	1 909
Svenska aktier	16 956	1,8	960
Defensiva aktier	6 473	0,7	284
Globala räntor[1]	1 426	0,1	57
Svenska räntor	399	0,0	6
Reala tillgångar[1]	11 856	1,2	90
Valuta och Övrigt	-1 392	-0,1	72
Summa placeringstillgångar	**76 244**	**8,0**	**3 378**

Tillgångsklass, 2024-12-31	VaR, ex-ante innehavsperiod 12 mån	Bidrag volatilitet % 12 mån portfölj	VaR innehavsperiod 1 dag[2]
Globala aktier[1]	38 337	4,2	1 449
Svenska aktier	21 823	2,4	682
Defensiva aktier	5 135	0,6	194
Globala räntor[1]	3 454	0,4	125
Svenska räntor	390	0,0	16
Reala tillgångar[1]	24 110	2,7	105
Valuta och Övrigt	-2 852	-0,3	-20
Summa placeringstillgångar	**90 397**	**10,0**	**2 551**

1. För vissa av AP4:s tillgångar saknas marknadsnoteringar av tillgångspriser med god periodicitet eller också saknas underliggande innehav till ett index. Detta försvårar möjligheten till att prognosticera riskerna för dessa tillgångar i AP4:s risksystem Axioma. AP4 har därför valt att använda alternativa noterade värdepapper eller andra approximationer för dessa innehav. Totalt är det för 18,5 procent av tillgångarna som approximationer används. Approximationer har gjorts enligt följande. Onoterade tillgångar inom globala räntor (2,5 procent), globala aktier (2,2 procent) samt reala tillgångar (13,8 procent) modelleras genom att vardera investering tilldelas en viss känslighet mot en av risksystemets fördefinierade s.k. PE-faktorer samt en kurvfaktor. Varje PE-faktor har i sin tur tilldelats känslighet mot en uppsättning av systemets övriga riskfaktorer, exempelvis Country, Growth etc.
2. För att möjliggöra jämförelse med AP1, AP2 och AP3 har AP4 även skattat VaR utifrån en endagsinnehavsperiod, 95 procents konfidensnivå samt en datalängd om ett år där observationerna ges lika vikt. Här har en simuleringsmetod med historisk avkastningsfördelning använts för beräkningen.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Not 20. Forts. Risker

Valutaexponering

AP4 valutasäkrar placeringstillgångarna med hjälp av valutaderivat i syfte att kontrollera AP4:s öppna valutaexponering. AP4:s öppna valutaexponering var vid årets utgång 23,1 (19,4) procent. I nedanstående tabell presenteras AP4:s valutaexponering.

Valutaexponering 2025-12-31	USD	JPY	TWD	HKD	CHF	INR	Övriga	Summa
Aktier och andelar	153 639	11 973	6 948	8 666	6 160	5 177	92 869	285 432
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	51 630	9 679	-	-	-	-	24 154	85 463
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	0	-	-	-	-	-	0	0
Övriga fordringar och skulder, netto	6 597	463	-	49	94	-	1 735	8 938
Valutaderivat	-163 682	19 888	-821	-3 059	-784	-264	-97 589	-246 311
Valutaexponering, netto	**48 184**	**42 003**	**6 127**	**5 656**	**5 470**	**4 913**	**21 169**	**133 522**

Valutaexponering 2024-12-31	USD	JPY	NOK	HKD	CHF	INR	Övriga	Summa
Aktier och andelar	154 359	11 176	1 067	7 730	5 779	6 658	91 724	278 493
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	52 192	9 711	-	-	-	-	26 182	88 085
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	-	-	-	-	-	-	-67	-67
Övriga fordringar och skulder, netto	2 274	319	-371	91	141	-	2 095	4 549
Valutaderivat	-160 117	4 519	6 298	-1 859	-633	-1 518	-111 338	-264 648
Valutaexponering, netto	**48 708**	**25 725**	**6 994**	**5 962**	**5 287**	**5 140**	**8 596**	**106 412**

Kreditrisker

Med kreditrisk avses risken att en emittent eller motpart inte kan fullgöra sina betalningsförpliktelser. Kreditexponering avser det värde som, genom avtal med motpart eller emittent, är utsatt för kreditrisk, d v s kreditexponering omfattar både emittent- och motpartsexponering. Den totala kreditrisken begränsas genom val av ränteindex i DNP och limiter per ratingkategori. Kreditrisk per emittentgrupp/emittent begränsas av limiter vilka omfattar både emittent- och motpartsrisk.

Vd godkänner samtliga motparter med vilka AP4 kan göra affärer (avseende både standardiserade och icke-standardiserade instrument). Vidare fastslås att vid handel med OTC-derivat ska ISDA (International Swaps and Derivatives Association) och CSA (Credit Support Annex) finnas med samtliga större motparter.

		Icke standardiserade derivat		
Ratingklasser[1], 2025-12-31	Obligationer[2], exponering	Verkligt värde[2]	Pant / säkerhet	Resterande risk
AAA	30 565	-	-	-
AA	53 983	2 702	-2 986	-284
A	17 897	1 977	-3 381	-1 404
BBB	15 896	-	-	-
BB	-	-	-	-
Saknar rating[3]	-	-	-	-
Summa kreditriskexponering	**118 341**	**4 679**	**-6 367**	**-1 688**

		Icke standardiserade derivat		
Ratingklasser[1], 2024-12-31	Obligationer[2], exponering	Verkligt värde[2]	Pant / säkerhet	Resterande risk
AAA	66 594			
AA	9 239	-7 673	4 811	-2 862
A	16 369	-4 737	6 558	1 821
BBB	26 357	-	798	798
BB	279	-	-	-
Saknar rating[3]	607	-	-	-
Summa kreditriskexponering	**119 445**	**-12 410**	**12 167**	**-243**

1. Presenterad kreditriskklassificering (så kallad rating) avser en intern standard. Bedömningen i denna standard är baserad på vald ratingleverantörs (Moody´s Analytics UK Ltd) ratingbedömning.
2. Verkligt värde, inklusive upplupen ränta.
3. Avser förlagslån, obligationer samt aktieägarlån inom Alternativa investeringar och Fastigheter.

Not 20. Forts. Risker

Hantering av derivat

AP4 använder derivat inom de flesta förvaltningsmandaten. Derivaten har flera olika användningsområden och syften där de viktigaste är följande:

- Valutasäkring av AP4:s utländska placeringar, för vilket derivat är det enda alternativet.
- Effektivisering av indexförvaltningen, där derivat används för att minimera transaktionskostnader och förenkla hantering.
- Effektivisering av den aktiva förvaltningen, där derivat används för att de dels minimerar transaktionskostnader och förenklar hanteringen, dels ger möjlighet att ta positioner som inte kan skapas med andra instrument (korta positioner, volatilitetspositioner med mera).
- Reglering av den operativa portföljens risk med hjälp av strategiska derivatpositioner.

Användningen av derivat begränsas både med avseende på nominellt underliggande värde och med avseende på marknadsrisk. Alla derivatpositioner och därmed sammanhängande risker ingår i den dagliga positions- och riskbevakningen.

Vd godkänner samtliga motparter med vilka AP4 kan göra affärer, avseende både standardiserade och icke-standardiserade instrument.

Vidare fastslås att vid handel med OTC-derivat ska ISDA och CSA finnas med samtliga större motparter. ISDA-avtal avser ett standardavtal för att reglera handel med derivat mellan två motparter. CSA-avtal avser en bilaga till ett ISDA-avtal. CSA-avtalet reglerar hur säkerheter ska ställas för utestående skulder i form av likvida medel eller värdepapper.

Likviditetsrisker

Likviditetsrisker omfattar dels likviditetsrisker som avser kassaflöden dels likviditetsrisker i finansiella instrument.

Likviditetsrisk i ett finansiellt instrument utgörs av risken för att instrumentet inte kan säljas eller endast kan säljas till ett väsentlig lägre pris än det marknadsnoterade priset. En stor del av AP4:s värdepapper är omedelbart omsättningsbara och belåningsbara. Illikvida finansiella instrument förekommer främst i form av tillgångar i onoterade bolag och fastigheter men även OTC-derivat och kreditpapper kan från tid till annan vara illikvida och/eller uppvisa stora skillnader mellan köp- och säljkurser.

Likviditetsrisken kan även vara hög om det krävs stora nettoutbetalningar från skuldsidan eftersom AP4 har betalningsförpliktelse mot Pensionsmyndigheten. Det är då nödvändigt att hålla en stor andel likvida instrument. I dagsläget gör AP4 månatliga utbetalningar till Pensionsmyndigheten som i relation till befintligt kapital är relativt små men eventuella förluster på valutaterminer och aktieindexterminer kan vara av betydande storlek och dagliga prognoser över likviditet i SEK och valuta ska upprättas.

AP4:s likviditetsrisk i finansiella instrument begränsas av placeringsuniversum samt limiter för aktiv risk i kombination med val av referensindex för räntebärande värdepapper och noterade aktier. Genom lagen om allmänna pensionsfonder begränsas likviditetsrisken dessutom genom att minst 20 procent av AP4:s totala marknadsvärde måste vara placerat i fordringsrätter med låg kredit-och likviditetsrisk.

I styrelsens regelverk begränsas likviditetsrisker genom särskilda regler för investeringar i räntebärande tillgångar och genom noggrann uppföljning av kassatillgodohavanden. AP4 investerar en stor andel av portföljen i noterade aktier och statsobligationer med god likviditet. Sammantaget bedöms likviditetsrisken i AP4 som låg.

I tabellen nedan presenteras en sammanställning över AP4:s likviditetsrisk i enlighet med förfallostruktur. Obligationer och räntebärande instrument upptagna till verkligt värde, inklusive upplupen ränta.

Förfallostruktur 2025-12-31, Löptid	< 1 år	1 < 3 år	3 < 5 år	5 < 10 år	> 10 år	Total
Nominellt stat	2 129	11 453	5 382	18 109	27 475	64 548
Nominellt kredit	5 684	-	14 003	31 544	2 562	53 793
Total	**7 813**	**11 453**	**19 385**	**49 653**	**30 036**	**118 341**

Förfallostruktur 2024-12-31, Löptid	< 1 år	1 < 3 år	3 < 5 år	5 < 10 år	> 10 år	Total
Nominellt stat	1 334	5 504	8 567	38 185	11 298	64 888
Nominellt kredit	11 740	13 449	23 861	5 507	-	54 557
Total	**13 074**	**18 953**	**32 428**	**43 692**	**11 298**	**119 445**

Samtliga skulder har en löptid understigande ett år förutom ett antal credit default swappar, cross currency basis swappar och inflationsswappar se not 11. Det sammanlagda marknadsvärdet på dessa kontrakt är dock begränsat och de har därför utelämnats i ovanstående tabell.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Not 21. Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under nettningsavtal

				Belopp som inte nettas i balansräkningen				
2025-12-31	Brutto-belopp	Nettade belopp i BR	Netto-belopp i BR	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna/ lämnade säkerheter	Netto-belopp efter kvittning	Övrigt[1]	Summa i BR
Tillgångar								
Derivatinstrument	10 856	-	10 856	6 124	4 631	101	-	10 856
Summa	**10 856**	**-**	**10 856**	**6 124**	**4 631**	**101**	**-**	**10 856**
Skulder								
Derivatinstrument	6 125	-	6 125	6 124	-	1	-	6 125
Summa	**6 125**	**-**	**6 125**	**6 124**	**-**	**1**	**-**	**6 125**

				Belopp som inte nettas i balansräkningen				
2024-12-31	Brutto-belopp	Nettade belopp i BR	Netto-belopp i BR	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna/ lämnade säkerheter	Netto-belopp efter kvittning	Övrigt[1]	Summa i BR
Tillgångar								
Derivatinstrument	6 050	-	6 050	5 926	110	14	-	6 050
Summa	**6 050**	**-**	**6 050**	**5 926**	**110**	**14**	**-**	**6 050**
Skulder								
Derivatinstrument	17 504	-	17 504	5 926	11 315	263	-	17 504
Summa	**17 504**	**-**	**17 504**	**5 926**	**11 315**	**263**	**-**	**17 504**

1. Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

Tabellen ovan visar finansiella tillgångar och skulder som presenteras netto i balansräkningen eller som har rättigheter förknippade med rättsligt bindande ramavtal om kvittning eller liknande avtal. Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när AP4 har en legal rätt att netta under normala affärsförhållanden och i händelse av insolvens, och om det finns en avsikt att erlägga likvid netto eller realisera tillgången och erlägga likvid för skulden samtidigt. Finansiella tillgångar och skulder som lyder under rättsligt bindande ramavtal om kvittning eller liknande avtal som inte presenteras netto i balansräkningen är arrangemang som vanligtvis träder i laga kraft i händelse av insolvens men inte under normala affärsförhållanden eller arrangemang där AP4 inte har intentionen att avveckla positionerna samtidigt.

Not 22. Händelser efter balansdagen

Till följd av en lagändring i lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) kommer verksamheten i AP1 att upphöra varmed AP1:s tillgångar och förpliktelser kommer att föras över vederlagsfritt till AP3 och AP4. Så långt det är möjligt kommer tillgångarna att fördelas lika mellan AP3 och AP4.

AP4 har bedömt att den ekonomiska innebörden av överföringarna av tillgångarna ska ses om ett tillskott, vilket innebär att de överförda tillgångarna kommer att redovisas som en ökning av fondkapitalet med en motsvarande ökning av redovisade tillgångar. Redovisade värden kommer att baseras på verkligt värde (marknadsvärde) på överföringsdagen.

Styrande för att fastställa överföringsdagen är den tidpunkt då avkastningen från de överförda tillgångarna tillfaller AP4, det vill säga ingen vinst eller förlust kommer att redovisas i samband med överföringen. Denna princip gäller såväl vid överföring direkt efter årsskiftet som vid framtida överföringar av avskilda tillgångar eller likvida medel från den avskilda förvaltningen till AP4. Det innebär att de tillgångar efter årsskiftet som på grund av tekniska och administrativa begränsningar överförts till AP3 och AP4 under de första arbetsdagarna 2026 likväl anses ha överförts vid ingången av räkenskapsåret 2026.

Av tabellen i denna not framgår de tillgångar som överförs till AP4 vid ingången av räkenskapsåret 2026.

Post	Redovisade värden 2025-12-31	Justering för tillgångar som överförts vid årsskiftet 2025/26	Justerad ingående balans 2026 (inklusive överförda tillgångar)
Tillgångar			
Aktier och andelar, noterade	337 152	146 564	483 716
Aktier och andelar, onoterade	105 428	47 092	152 520
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	118 078	55 854	173 932
Derivatinstrument	10 856	1 956	12 812
Likvida medel	11 011	3 899	14 910
Övriga tillgångar	50	-	50
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 779	400	2 179
Summa tillgångar	**584 354**	**255 765**	**840 119**
Skulder			
Derivatinstrument	6 125	-	6 125
Övriga skulder	119	-	119
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	26	-	26
Summa skulder	**6 270**	**-**	**6 270**
Fondkapital	578 084	255 765	833 849
Summa fondkapital	**578 084**	**255 765**	**833 849**
Summa Skulder och Fondkapital	**584 354**	**255 765**	**840 119**

De tillgångar som överförts vid ingången av räkenskapsåret 2026, uppgående till 255 765 miljoner kronor, avser primärt noterade aktier, räntebärande värdepapper, onoterade investeringar, derivat och likvida medel. Efter den överföring av tillgångar som skedde vid ingången av räkenskapsåret 2026 har inga ytterligare tillgångar överförts från AP1 till AP3 och AP4 till och med tidpunkten för avgivande av denna årsredovisning.

Kvarvarande tillgångar i AP1, uppgick vid tidpunkten för avgivande av denna årsredovisning till 8 680 miljoner kronor. Dessa kvarvarande tillgångar kommer successivt under 2026 att föras över vederlagsfritt till AP4 enligt den fastställda fördelningsprincipen innebärande att 50 procent tillfaller AP3 respektive AP4 vardera, alternativt kvarstanna i den juridiska personen AP1 och vara föremål för avskild förvaltning. AP4 har fått i uppdrag att ansvara för förvaltningen av de kvarvarande avskilda tillgångarna i AP1 som inte kan, inte bör eller inte hinner överföras till AP3 respektive AP4 vid årsskiftet. Det innebär att AP4 ansvarar för förvaltningen och beslutar utifrån vad som bedöms vara till största nytta för inkomstpensionssystemet om tillgångar ska överföras till AP3 och AP4 eller om tillgångar ska realiseras och likvida medel ska föras över i stället.

Eventuellt överskott efter att samtliga tillgångar i AP1 antingen förts över till AP3 respektive AP4 eller avyttrats inom ramen för den avskilda förvaltningen kommer efter avdrag för förvaltningskostnader att fördelas lika mellan AP3 och AP4. AP4 ska svara för kostnader hänförliga till AP1 om medel som inflyter från de tillgångar som förvaltas avskilt inte räcker för att täcka kostnaderna.

Således kan värdet på dessa kvarvarande tillgångar i denna not komma att påverkas av framtida värdeförändringar av marknadsvärdet och de angivna beloppen ovan ska därför snarast ses som en uppskattning av storleken på framtida överföringar. Tidpunkten för när dessa tillgångar kan överföras är dessutom svår att bedöma på grund av avtalsmässiga, legala begränsningar eller andra marknadsmässiga förutsättningar.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

Styrelsens underskrifter

Stockholm den 19 februari 2026

Johan Gyllenhoff
Ordförande

Henrik Rättzén
Vice ordförande

Helén Eliasson

Monika Elling

Lars Fresker

Per Strömberg

Roine Vestman

Ingrid Werner

Aleksandar Zuza

Niklas Ekvall
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har lämnats den 19 februari 2026

Helena Kaiser de Carolis
Auktoriserad revisor,
förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor,
förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För Fjärde AP-fonden, org.nr 802005-1952

Rapport om årsredovisningen

Uttalanden
Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Fjärde AP-fonden för år 2025. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 40-64 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Fjärde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2025 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar. Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställes.

Grund för uttalanden
Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Fjärde AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav. Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Annan information än årsredovisningen
Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och denna återfinns på sidorna 1–39 samt 67-88.

Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information.

Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är det vårt ansvar att läsa den information som identifierats ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar
Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift.

Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera fonden, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

Revisorns ansvar
Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på misstag, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller misstag och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen.

Dessutom:
- identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på misstag, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- skaffar vi oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 6

- utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.
- drar vi en slutsats om lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi drar också en slutsats, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorer eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.
- utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de eventuella betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden
Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Fjärde AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Fjärde AP-fonden för 2025. Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grund för uttalanden
Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Fjärde AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar
Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för Fjärde AP-fondens organisation och förvaltningen av Fjärde AP-fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma Fjärde AP-fondens ekonomiska situation och att tillse att Fjärde AP-fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Fjärde AP-fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att Fjärde AP-fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisorns ansvar
Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Fjärde AP-fonden för räkenskapsåret 2025.
Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna.

Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för Fjärde AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Stockholm den 19 februari 2026

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av Regeringen

Helena Kaiser de Carolis
Auktoriserad revisor
Förordnad av Regeringen

Årsberättelse 2025
AP6
Sjätte
AP-fonden
1996–2025 · Framgångsrikt och långsiktigt värdeskapande

Innehåll

Introduktion och översikt

H 6 Detta är AP6
8 Året i korthet
12 VD-ord
16 AP6 1996 - 2025

Strategi

H 20 Strategi
23 Vad är onoterat/private equity?

Så investerar AP6

H 26 Investeringsprocess
H 34 Ägandefas
38 Avyttring

Avkastning och Risk

42 Avkastningsmål
H 43 Riskhantering

Portfölj

46 Portfölj

Hållbarhet

H 49 En attraktiv arbetsplats
H 51 Hållbarhet 2025

Styrelse och ledning

60 Styrelse
61 Ledning

Fondstyrning

H 63 Fondstyrningsrapport
67 Ersättningsnivåer mm

Appendix

H 69 Hållbarhet
83 Definitioner och förklaringar

Årsberättelse för AP6

Den 20 maj 2025 tog Riksdagen beslut om att AP6 den 1 januari 2026 skulle införlivas i AP2. Därmed blir 2025 Sjätte AP-fondens sista verksamhetsår och verksamheten läggs ned den 31 december. Vd och anställda är uppsagda och lämnar fonden per denna dag då även AP6:s styrelses förordnande upphör.

Mot denna bakgrund lämnar styrelse och vd en årsberättelse för 2025 redan i december 2025. Resultatsiffror utgår ifrån Sjätte AP-fondens tertialbokslut per den 31 augusti kompletterat med kommentarer som rör väsentliga transaktioner eller andra väsentliga händelser som avser årets sista månader. Då investeringsportföljen i huvudsak omfattar onoterade indirekta investeringar vars värderingar baseras på fondernas rapportering per den 30 juni kommer resultatet till stor del att spegla helårsårsresultatet. I årsberättelsen för 2025 ingår även en integrerad hållbarhetsredovisning enligt GRI Standards.

Sjätte AP-fonden kommer även per den 31 december ta fram en lagstadgad årsredovisning vilken styrelsen för AP2 skriver under. I årsredovisningen kommer en hållbarhetsrapport med inspiration från ÅRL 6 kap. 11–12 §§ i dess lydelse enligt SFS 2016:947 att ingå.

H Hållbarhetsredovisningen är integrerad i årsredovisningen, markerad med H.

integrerade i ett gemensamt flöde för en komplett bedömning av varje investeringsmöjlighet.

Vi är internationellt kända för vårt hållbarhetsarbete i private equity-marknaden och för vår investeringsansats med ett fondprogram av hög kvalité skapat av en mycket aktiv investeringsprocess i kombination med den interna kompetensen att snabbt utvärdera och exekvera på co-investeringsmöjligheter. Vi har vidareutvecklat prognosmodeller, utvärderings-/scorecardmodeller och vår löpande uppföljning av portföljen med genomlysning på underliggande bolagsnivå. Det som AP6 gör är unikt. Det är få "peers" internationellt som arbetar på samma sätt. Det är detta som utgör AP6:s strukturkapital. Det bygger på investeringsfilosofin att välja ut högkvalitativa förvaltarteam med bevisad förmåga att över tid skapa långsiktigt värde i sina investeringar och utfästa till

> **AP6 är näst största investerare i private equity i Sverige efter Skandia och femte största investerare i Norden enligt Arkwrights utvärdering av AP-fonderna för 2024. "**

deras fonder samt selektivt investera i co-investeringar tillsammans med de externa förvaltarteamen i en systematisk och kvalitetssäkrad process där ett stort antal specialister är involverade i beslutsprocessen på olika nivåer.
AP6 har gått från att vara en mycket duktig investerare i fond- respektive co-/direktinvesteringar till att vara en högkvalitativ institutionell förvaltare specialiserad mot internationell private equity.

Det är denna position som har gjort att vi har följt med våra svenska/nordiska förvaltare, såsom EQT, Nordic Capital, FSN, Atomico, Northzone för att nämna några, ut i Europa och världen. Vi har tillsammans med Skandia varit medgrundare till Creandum och var tidigt med som investerare i uppbyggnaden av Spotify, en mycket god investering för Sveriges pensionstagare via AP6. Vi har adderat fondrelationer som Hg Capital, Cinven, Permira, LGT och AlpInvest och många fler i Europa och Nordamerika. Vi har gjort framgångsrika co-investeringar såsom Envirotainer, Anticimex, Visma, Kyriba. Vi har noterat Apotea.

AP6 är näst största investerare i private equity i Sverige efter Skandia och femte största investerare i Norden enligt Arkwrights utvärdering av AP-fonderna för 2024.

Vi är stolta över det som vi har åstadkommit på AP6 till nytta för buffertfondsystemet och den roll vi har spelat i riskkapitalmarknaden vilket har bidragit till Sveriges framgångar inom området.

AP6 Sjätte AP-fonden

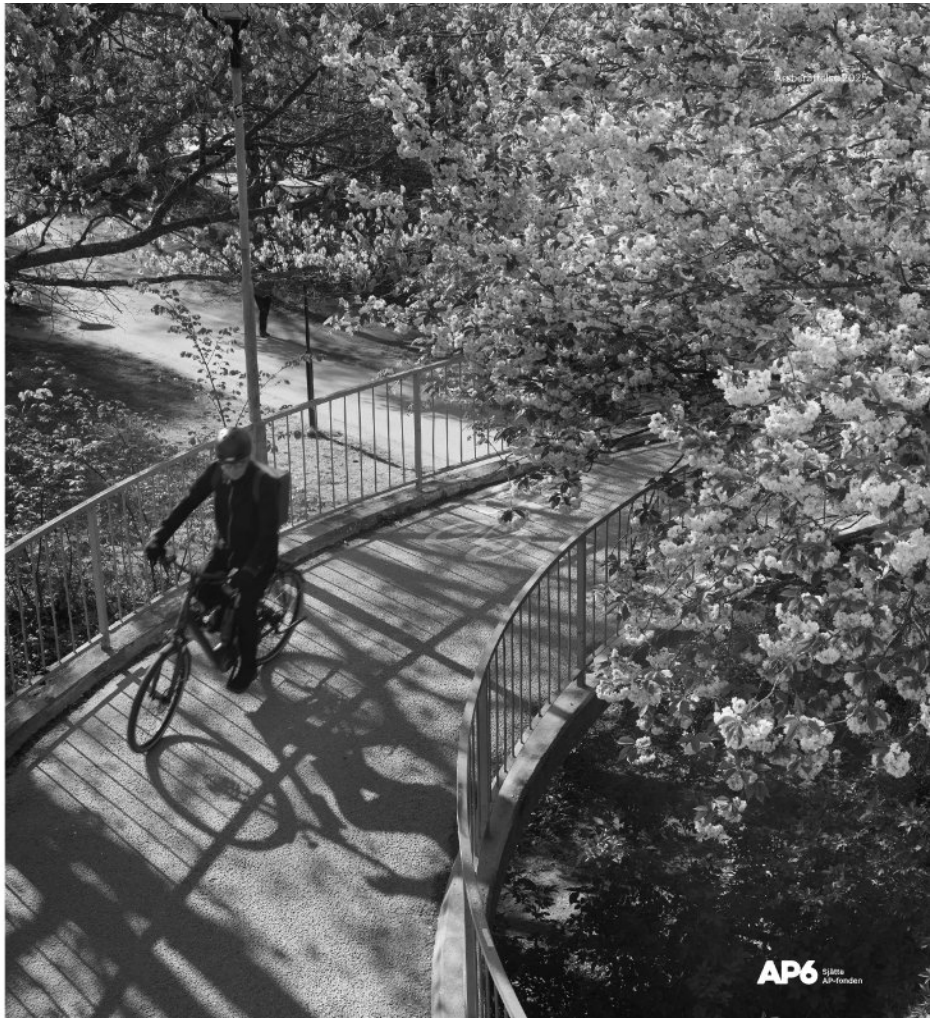
Skr. 2025/26:130
Bilaga 7

Jag vill med dessa ord tacka alla medarbetare för det fantastiska arbete ni har gjort för att skapa detta. Utan er kompetens, engagemang och klokskap hade aldrig AP6 blivit den internationellt kända investerare som vi är. Jag vill även tacka den engagerade och kunniga styrelse som AP6 haft förmånen att ha. Slutligen vill jag tacka för att jag haft förmånen att leda denna verksamhet under 6,5 år.

Tack från oss på AP6!

Göteborg i december 2025

Katarina Staaf
VD Sjätte AP-fonden



AP6 1996–2025

Framgångsrikt och långsiktigt värdeskapande

1996:
AP6 bildas med ett startkapital på 10,4 miljarder kr.

1998:
AP6 är tidigt ute med fondinvesteringar, främst till EQT och Nordic Captial.

2003:
AP6 och Skandia deltar som med-grundande investerare i den svenska venture-fonden Creandum.

2007:
Ny lag utifrån förändrade marknadsförutsättningar gör att AP6 kan investera internationellt.

2011:
Ny strategi som innebär en renodling av uppdraget att investera i onoterade bolag.

Investeringar i buyout (mogna bolag) görs genom fond-investeringar och co-investeringar. Investeringar i venture (omogna bolag) görs enbart genom fondinvesteringar. Kombinationen av fondinvesteringar och co-investeringar skapar konkurrensfördelar och flexibilitet. Försäljning av MECA-koncernen (helägt av AP6) till Mekonomen ger en vinst på 800 miljoner kronor.

2014:
Utvecklar ramverk för hållbarhets-utvärdering av private equity-fonder. Integrering av hållbarhet i investeringsbeslutsmaterial.

2015:
Avyttring av fastighetsbolaget Norrporten, som ett led i strategi-omställningen, resulterar i en vinst på nära 6,5 miljarder kronor. Det innebär en avkastning på 15 % varje år, i 15 år.

2016:
- Avyttring av Volvofinans, som ett led i omställningen, resulterar i en vinst på nära 1,2 miljarder kronor.
- Avyttringen av äldre innehav i portföljen är avslutad. Sedan 2011 har det pågått en omställning av portföljen, som en följd av beslut i styrelsen om ny investeringsinriktning. Innehav som inte legat i linje med ny inriktning har successivt avyttrats.

2016-2023:
AP6 samlar och genomför under perioden fem rundabordssamtal om hållbarhet i private equity på teman som jämställdhet och mångfald, klimat, samt mänskliga rättigheter. Deltagarna är internationella private equity-förvaltare som ingår i AP6:s portfölj och syftet är att dela och utbyta kunskap och erfarenheter.

2018:
Starkt resultat för fondinvestering i Creandum. Flera bolag skapar hög avkastning till AP6, där Spotify sticker ut. AP6:s andel i Spotify efter Creandums framgångsrika börsnoteringen i USA, resulterar i en vinst på 2,4 miljarder kronor och en genomsnittlig årlig avkastning på 68% vilket motsvarar 98 gånger investerat kapital.

AP6:s bidrag till pensionssystemet

• 10,4 Mdr kr → 82,9 Mdr kr
Sedan starten 1996 har AP6:s fondkapital vuxit från 10,4 miljarder kronor till att per sista augusti 2025 uppgå till 82,9 miljarder kronor.

• 72,5 miljarder kronor
Har AP6 bidragit med till det allmänna pensionskapitalet.

• 697 procents tillväxt
Total värdetillväxt från 1996 - 2025 Här inkluderas såväl den gamla som den nya strategin.

• Hållbarhetsarbete
Skräddarsydda utvärderings- och uppföljningsmodeller för investeringar i private equity.

• 7,5 procent genomsnittlig årlig avkastning
Sedan starten 1996 har AP6 haft en årlig genomsnittlig avkastning på 7,5 procent. Detta inkluderar såväl den gamla som den nya strategin.

• Positivt nettoresultat varje år sedan 2011
AP6 har skapat ett positivt nettoresultat varje år under de senaste 14 åren.

AP6 Sjätte AP-fonden

Topp 5 fondförvaltare - Avkastning över 5 år

Årlig genomsnittlig avkastning - IRR

Cinven	32,4%
EQT	31,6%
HgCapital	28,2%
Creandum	27,2%
Northzone	19,3%

Topp 5 realiserade Co-investeringar 2011-2025

Årlig genomsnittlig avkastning - IRR

Asker Healthcare Group Resultat: 4,3 miljarder kr	46,7%
Anticimex Resultat: 1,4 miljarder kr	31,7%
Visma Resultat: 1,2 miljarder kr	29,2%
Envirotainer Resultat: 1,4 miljarder kr	28,1%
Kyriba Resultat: 1 miljard kr	23,4%

apotea.se

2019:

- Flera avyttringar av större innehav genererar ett stort inflöde av kapital, sammanlagt 2,7 miljarder kronor. Bland de större innehaven kan nämnas AP6:s co-investering i Apotea som gav en vinst på 806 miljoner kronor och en avkastning på 49,1 %
- AP6 valdes ut att ingå i PRI Leaders' Group (totalt 46 kapitalägare globalt) för arbetet med ansvarsfulla investeringar.

2020:
AP6 gör ett starkt årsresultat där avkastningen uppgår till 20,4% med 7,6 miljarder kronor i resultat. Flera realiseringar av innehav har genomförts mycket framgångsrikt, till exempel Visma, Allegro och Bygghemma. Inflödet av kapital från co-investeringar uppgick under året till 4,9 miljarder kronor. Till detta kommer en stark värdetillväxt bland flera innehav i portföljen. Den mycket positiva utvecklingen inom co-investeringar har en stor del i det starka resultat som AP6 uppvisar för året.

2021

49,1%
Årets avkastning

22,2 miljarder kr
Årets resultat

2021:
Högsta årsresultatet någonsin!
Avkastningen blir mer än dubbelt så stor som för rekordåret 2020.

Den höga avkastningen är ett resultat av den framgångsrika strategin och den överträffar avkastningsmålet både på kort och lång sikt. Såväl resultat som avkastning för 2021 blev det högsta någonsin med drygt 22 miljarder kronor i resultat och drygt 49 % i avkastning. En långsiktig och konsekvent strategi har varit en förutsättning för det starka resultatet. Alla delar av portföljen bidrog till årets starka resultat.

Distributioner till följd av att fonder avyttrat investeringar, uppgick till nära 8 miljarder kronor. Distributioner från avyttrade co-investeringar uppgick under året till drygt 7 miljarder kronor.

2023:
Utveckling och lansering av utvärderingsmodell för mänskliga rättigheter i private equity.

ASKER

2025:
Co-investeringen i Asker Healthcare Group avyttras och ger ett resultat på 4,3 miljarder kronor och en avkastning på 46,7 %. AP6 investerade mindre än 500 miljoner kronor i bolaget 2019.

AP6 Sjätte AP-fonden

Årsberättelse 2025
17 Strategi
Strategi
AP6

AP6:s strategi

Den långsiktiga strategiska inriktningen är att investera internationellt i private equity-fonder inom buyout, venture/growth och secondary samt co-investeringar inom buyout, i en välbalanserad portföljsammansättning.

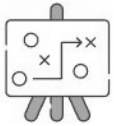
Inom denna inriktning är investeringsfilosofin att bygga en väldiversifierad portfölj av högkvalitativa förvaltare inom buyout, venture/growth och secondary för att tillsammans med buyout-fonderna investera i kvalitativa co-investeringar.

Såväl fond- som co-investeringar sker genom indirekta investeringar.

Investeringsstrategi

Investeringar i onoterade bolag, private equity, förutsätter en mycket långsiktig ansats och strategi. Tillgångsslagets illikvida egenskaper förutsätter en lång placerings-horisont. Det handlar om bolag som ska ställas om och utvecklas, inte sällan i branscher där det finns möjligheter att förstärka eller uppnå skalfördelar. För detta krävs kunskap, tid och resurser. Den investeringsstrategi som AP6 driver har visat sig framgångsrik och har bidragit med god avkastning till AP-fondssystemet. En grundläggande komponent i strategin är att identifiera och välja ut de bästa förvaltarna inom respektive segment. Syftet är att etablera en långsiktig investerarrelation och fortsätta investera med de utvalda förvaltarna, under förutsättning att samarbetet dels uppfyller krav på avkastning, dels ger möjlighet för AP6 att tillsammans med förvaltarna genomföra co-investeringar. Till detta kommer samsyn inom hållbarhet och värdegrund. AP6:s syn på ett förvaltarsamarbete är att det ska präglas av ett långsiktigt investerarperspektiv och samarbete, till nytta för båda parter.

> **”En grundläggande komponent i strategin är att identifiera och välja ut de bästa förvaltarna inom respektive segment.”**



Strategiförändringen som implementerades 2012 innebar en tydlig inriktning mot en kombination av investeringar i fonder och co-investeringar. Sedan starten 1996 till och med augusti 2025 har AP6 bidragit med 72,5 miljarder kronor till det allmänna pensionskapitalet, merparten inom ramen för strategin som inleddes från 2012. AP6:s fondkapital har vuxit från 10,4 miljarder kronor till att per sista augusti 2025 uppgå till 82,9 miljarder kronor vilket motsvarar en total värdetillväxt sedan starten på 697 procent och en årlig genomsnittlig tillväxt på 7,5 procent. Motsvarande tillväxttakt för senaste tio åren om 12,3 procent, respektive senaste fem åren om 16,0 procent illustrerar vad strategin har för avkastningsförmåga. AP6 har skapat ett positivt nettoresultat varje år under det senaste decenniet. Hösten 2020 genomförde AP6 en utvärdering av investeringsportföljen och den strategiska inriktningen. Översynen bekräftade den befintliga investeringsstategin, vilket även verifierades av extern part. AP6:s portföljuppbyggnad bedömdes som stark och den rådande investeringsinriktningen skulle ligga fast med vissa mindre justeringar.

Mot bakgrund av översynen fastställde AP6:s styrelse en strategisk inriktning mot 2030 som tydligt styr mot en allokering inom buyout, venture/growth och secondary. Inom buyout är allokeringen en kombination av fondutfästelser och co-investeringar. Inom venture/growth och secondary sker allokering enbart genom fondutfästelser. Kombinationen av de olika segmenten i AP6:s portfölj skapar en god och långsiktig avkastning till en balanserad risk, vilket är AP6:s uppdrag. Parallellt med att AP6:s portfölj mognar och växer i storlek, sker en löpande översyn och utvärdering. Över tid uppkommer förändrade krav och prioriteringar vid val av förvaltare. Långsiktiga relationer och ett utvecklat samarbete med potential till fördjupning över tid, är några av de viktiga komponenter som AP6 identifierat vid valet av förvaltare. Ytterligare viktiga komponenter i utvärderingen är möjligheter för AP6 att genomföra co-investeringar och att förvaltare delar AP6:s syn på hållbarhet. AP6:s fokus i prioriteringsarbetet vid val av förvaltare innefattar en helhetssyn där delportföljer bidrar till att skapa högsta möjliga riskjusterade nettoavkastning för totalportföljen. Långsiktighet är ett centralt begrepp för att fullfölja investeringsinriktningen inom både strategin och portföljuppbyggnaden. Den omfattande strategiomläggning som inleddes 2012 sträckte sig över flera år och kunde sägas vara avslutad först 2019. Det tar många år att ställa om en portfölj inom private equity. Att hållbarhet är integrerat i investeringsverksamheten är en utgångspunkt i arbetsättet sedan många år tillbaka. Arbetet med hållbarhet är en central och självklar del i strategin och en förutsättning för att skapa värde på lång sikt. Utifrån den långsiktiga och illikvida karaktär som är utmärkande för private equity, blir hållbarhetsarbetet särskilt viktigt eftersom möjligheten att avyttra investeringar som inte visar sig motsvara AP6:s krav på hållbarhet, är begränsad. Utvärdering av potentiella investeringar innefattar bedömningar av en rad hållbarhetsaspekter.

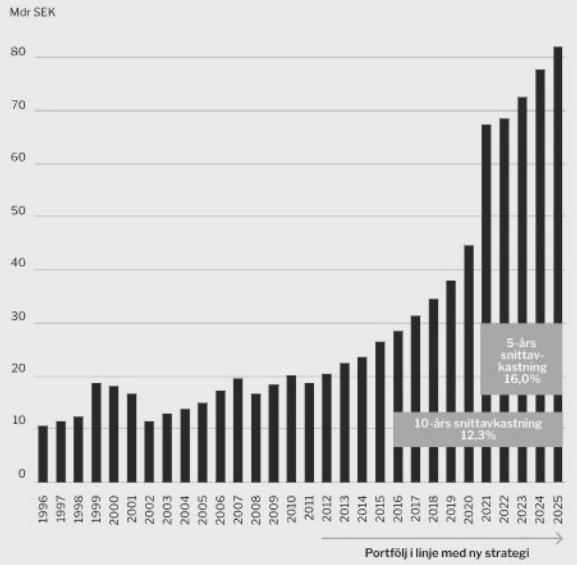
Skr. 2025/26:130
Bilaga 7

Hållbarhetsarbetet utgår från internationella ramverk för hållbarhet och omfattar mänskliga rättigheter, arbetsrätt, miljö och anti-korruption. Arbetet baseras på AP6:s förhållningssätt som innefattar kravställning, utvärdering, uppföljning och dialog. Hållbarhetsbedömningen inför en investering är särskilt angelägen, men även under ägarfasen finns stora möjligheter att bedriva hållbarhetsarbete i en bransch vars affärsmodell är ägarstyrning. AP6:s selektiva urval av fondrelationer möjliggör att driva prioriterade frågor och därigenom indirekt påverka de dryga tusen underliggande bolagen i portföljen. AP6:s investeringsstrategi har visat sig framgångsrik och bidragit med god avkastning till pensionssystemet.

> **Att hållbarhet är integrerat i investeringsverksamheten är en utgångspunkt i arbetssättet sedan många år tillbaka. Arbetet med hållbarhet är en central och självklar del i strategin och en förutsättning för att skapa värde på lång sikt ”**

Fondkapitalets utveckling sedan start

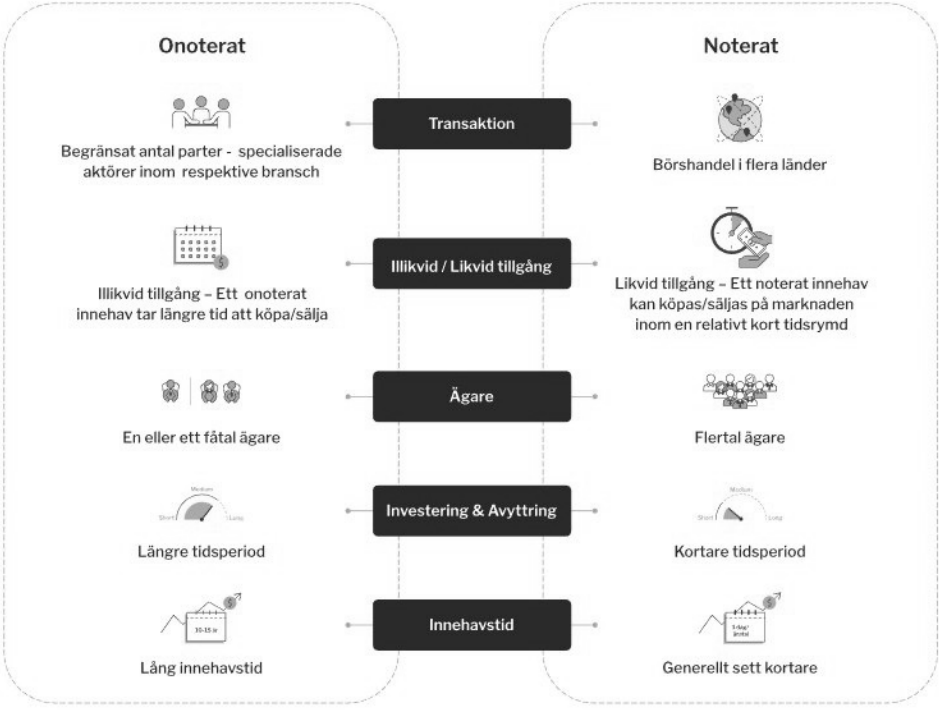
Förvaltat kapital har vuxit från 10,4 Mdr SEK till 82,9 Mdr



AP6 Sjätte AP-fonden

Vad är onoterat/ private equity?

Investeringar i onoterade aktier eller private equity, som är ett vanligt förekommande engelskt uttryck, skiljer sig väsentligt från investering i och förvaltning av noterade aktier. Då ett onoterat bolag inte är noterat på en handelsplats (börs) kan bolagets aktier inte handlas på samma sätt. Detta gör att onoterade bolag är att betrakta som en illikvid placering. Uttrycket private equity beskriver att det handlar om privat kapital vilket skiljer sig från publikt kapital som riktar sig till en bred allmänhet. Ett bolag som börsnoteras blir publikt genom den ägarspridning som sker genom att såväl institutionella investerare som allmänhet ges möjlighet att förvärva aktier i bolaget. Ett privat bolag ägs i stället av ett mindre antal ägare, eller ibland endast en, som driver och utvecklar bolaget. Om ägaren/ägarna vill sälja bolaget eller sina aktier i bolaget, tecknas avtal direkt mellan inblandade parter som en konsekvens av att det saknas en handelsplats (börs) för bolagets aktier. Investeringar i private equity riktas till övervägande del mot stora privatägda bolag, framför allt när det handlar om institutionella investerare som AP6. För att hantera den illikviditet som investeringar i privatägda bolag innebär, har en private equity-fond en mycket lång placeringshorisont. Investering i en private equity-fond benämns fondutfästelse.



Skr. 2025/26:130
Bilaga 7

Investerarna utfäster ett bestämt belopp som tillförs fonden i takt med att fonden förvärvar bolag. Allteftersom fonden avyttrar bolag sker utdelningar, så kallade distributioner, till investerarna. Det kan ta 10-15 år innan bolagen i en fond är helt avyttrade och investerarna har fått utdelning på det insatta kapitalet. Utöver att en private equity-fond ensamt förvärvar bolag, kan förvärv av bolag även ske tillsammans med andra investerare, genom en så kallad co-investering. Generellt genomför AP6 co- investeringar tillsammans med private equity-fonder där AP6 är befintlig investerare. Det förekommer även att AP6 genomför co-investeringar med en private equity-fond som AP6 inte har utfäst kapital till. Investeringar i onoterade bolag genom private equity-fonder innebär helt andra förutsättningar än kapitalförvaltning av noterade aktier. För en investerare inom private equity innebär det att hanteringen av likviditet blir särskilt viktig. Att inte kunna uppfylla sina åtaganden till en fond kan bli mycket kostsamt och i extrema fall komma att riskera hela den återstående investeringen. Härav följer att investeringar i private equity normalt passar bäst för större institutionella investerare som har en lång placeringshorisont. Det är bakgrunden till att AP6 är en så kallad stängd fond där lagstiftaren tagit hänsyn till att det inte är möjligt att löpande ta ut likviditet på samma sätt som sker från övriga AP-fonder. Behovet av långsiktiga och stabila förutsättningar är en grundläggande förutsättning för uppdraget att investera i private equity. Investeringar i private equity handlar om att utveckla bolag från ett läge till ett annat. Det kan vara att ställa om en affärsmodell, effektivisera processer eller skapa en bättre marknads-position genom förvärv av konkurrenter eller leverantörer. Värdeskapandet inom private equity sker till övervägande del i mogna bolag (buyout) med en etablerad marknadsposition. En mindre del av värdeskapande inom private equity utgörs av att utveckla och skala upp unga bolag (venture). De har inte sällan tagit fram nya tjänster eller produkter som står i begrepp att introduceras på marknaden.
Segmentet venture kan delas in i sådd, tidig fas och sen fas. Den sistnämnda benämns "later stage venture" och är det segment som är störst inom venture. Det finns ytterligare ett segment som benämns för tillväxtkapital "growth". Segmentet är mindre och berör bolag som lämnat venturefasen och där fokus är på tillväxt. Såddinvesteringar för helt nystartade bolag är en liten del av venture.

I denna beskrivning används uttrycket private equity som ett samlingsbegrepp för onoterade bolag i olika faser: buyout, venture och growth. Ibland delas onoterade bolag upp i två kategorier - private equity och venture capital. I det sammanhanget syftar begreppet private equity på segmentet buyout.

Så investerar AP6
Årsberättelse 2025
AP6

Investeringsprocess - översikt

1. Investeringsprocess

Sourcing och urval
Beslut om fondinvestering föregås av ett omfattande arbete som kan sträcka sig över flera år. Ett selektivt urval av fonder tillämpas med fokus på högavkastande aktörer som prioriterar arbetet med hållbarhet. Vid co-investeringar (AP6 investerar tillsammans med en private equity-fond i ett av fondens bolag) sker affärsgenerering dels utifrån partner-perspektiv, dels utifrån bolagsperspektiv. Dedikerade resurser i form av specialistkompetens följer och analyserar marknaden i syfte att identifiera attraktiva bolag.

Utvärderingsfas
Inom fondinvesteringar tillämpas inledningsvis en bred urvalsprincip i syfte att säkerställa att bedömningen görs utifrån ett tillräckligt stort antal aktörer. Därefter smalnas urvals-processen av. I takt med att marknads-kartläggningen fortskrider faller fonder successivt bort. För co-investeringar är tidsramen för utvärdering relativt snäv vilket ställer höga krav på specialistkompetens vid utvärdering och analys.

2. Ägandefas

Påverkan och uppföljning
AP6 ser ägandefasen som en möjlighet att bygga kunskap, förståelse och utöva påverkan genom att följa upp och bevaka att investeringarna utvecklas enligt plan avseende avkastning, strategi och hållbarhet.

Modell för ESG-utvärdering
AP6 har lång erfarenhet av att utvärdera fonders arbete med hållbarhet. Detta kommer till uttryck i den modell som AP6 utvecklat för att mäta, analysera och utvärdera förvaltarnas ESG-arbete. Påverkan utövas genom samarbete, dialog och återkoppling.

LPAC
Ett viktigt forum vid investeringar i private equity-fonder är LPAC (Limited Partner Advisory Committee) som är en kommitté med representanter från ett antal investerare. Antalet platser i LPAC är begränsat och tilldelas generellt utifrån storlek på investerat belopp. AP6 har representation i LPAC i ett flertal av fonderna i portföljen. LPAC ger möjlighet till fördjupade investerarrelationer.

3. Avyttring

Avyttringar ger distributioner
I takt med att fonder och medinvesterare realiserar innehav sker distribution till investerare. AP6:s strategi är att följa med fondpartners och medinvesterare vid avyttring.

Stängd fond
AP6 är en stängd fond utan in- och utflöden till inkomstpensionssystemet. Detta medför höga krav på att hantera en likviditetsreserv för att kunna balansera dels framtida åtaganden i form av fondutfästelser, dels löpande in- och utflöden i investeringsverksamheten.

Likviditetsprognos
Genom portföljens successiva mognad skapas en portfölj där distributioner/avyttringar från portföljen balanserar neddragningar av kapital/nyinvesteringar väl, även om bruttoflödena kan vara omfattande. Verksamheten arbetar löpande med att vidareutveckla likviditetsprognosmodeller skapade utifrån långsiktiga kassaflödesdata från marknaden i syfte att så noggrant som möjligt monitorera framtida likviditetssituationer.

Samlad kompetens, egna modeller och processer samt strategi utgår från AP6:s strukturkapital

Investering

Unik specialistkompetens som byggts upp under drygt två decennier genom investeringar i onoterade tillgångar.

Brett kontaktnät och långa relationer med samarbetspartners.

Egna modeller och metoder för utvärdering av potentiella investeringar.

Hållbarhet

Hållbarhet är integrerat i investeringsverksamheten.

Väl utarbetade modeller och verktyg används för utvärdering inför en investering och under ägandefasen.

Resurser allokeras löpande utifrån identifierade frågeställningar och behov.

Ekonomi

I egenskap av stängd fond har AP6 utvecklat detaljerade modeller för att prognostisera och hantera likviditet.

Resurser från ekonomiavdelningen deltar i investeringsprocessen bland annat för att säkerställa transaktionssäkerhet.

Juridik

Juristenheten arbetar tillsammans med investeringsteamet under hela utvärderingsfasen.

Tidigt i processen identifieras prioriterade frågeställningar inför kommande avtalsförhandling.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 7

Investeringsprocess

Fondinvestering

Investering i en fond sker genom utfästelse av ett visst belopp som betalas ut i takt med att den aktuella fonden investerar i bolag. Utfästelser görs till utvalda fonder inom marknadssegmenten buyout (large och mid cap), venture/growth och secondary. Merparten (cirka 80 procent) av utfästelserna görs inom buyout (large och mid cap). Det handlar om både fonder och co-investeringar (AP6 investerar tillsammans med en private equity-fond i ett av fondens bolag). Segmentet buyout utgörs av mogna bolag med en etablerad affärsmodell och marknadsposition.

En mindre del av utfästelserna görs till marknadssegmenten venture/growth och secondary. Venturefonder investerar i bolag som befinner sig i tidig utvecklingsfas, som kräver kapital över en längre tidsperiod för att generera vinst. Segmentet karaktäriseras av väsentligt högre risk än buyout. AP6 genomför inte co-investeringar inom detta segment. Secondary-transaktioner sker när investerare i en fond önskar avyttra sina andelar innan det att fonden avslutats. Secondaries har en väsentligt lägre risk än buyout genom den stora diversifiering som segmentet har.

AP6:s strukturkapital

Organisationens samtliga kompetenser nyttjas vid varje utvärdering av en potentiell investering. Ett integrerat samarbete utgår från en gemensam målbild där varje funktion och medarbetare har en förståelse för de olika delar och parametrar en utvärdering består av. I egenskap av stängd statlig pensionsfond utan flöden vare sig från eller till det statliga pensionssystemet arbetar ekonomienheten med detaljerade modeller för likviditeten som sätter ramen för AP6:s investeringsvolym. Beslut att utfästa kapital till en fond innebär en diskretionär förvaltning under drygt tio år eller längre. För att säkerställa att förvaltningen sker i överensstämmelse med AP6:s villkor krävs en avancerad juridisk dokumentation som täcker in ett antal scenarier och frågeställningar som incitament, avgifter, intressegemenskap, transaktionsstruktur liksom exkluderingskriterier för att nämna några. Juristenheten innehar specialistkompetens med lång erfarenhet av förhandling med förvaltare verksamma inom olika segment och geografier. Juristenheten arbetar tillsammans med investeringsteamet under utvärderingsfasen. Den interna juridiska specialistkompetensen kompletteras med ett externt nätverk av juristtjänster.

AP6 ser fondutfästelser som byggandet av långsiktiga relationer med syftet att generera stabil och långsiktig avkastning. Generellt är livslängden för en fond mellan 10-15 år. Givet det långa tidsperspektivet väljer AP6 att investera tid och energi i syfte att följa och lära känna en fond när det gäller investeringsteam och värdeskapande. Denna process kan sträcka sig över ett antal år. Genom en löpande översyn av den befintliga portföljens sammansättning identifieras behov av förändringar som bedöms bidra till ett fortsatt långsiktigt värdeskapande och god riskspridning.

> **Generellt är livslängden för en fond mellan 10-15 år. Givet det långa tidsperspektivet väljer AP6 att investera tid och energi i syfte att följa och lära känna en fond när det gäller investeringsteam och värdeskapande."**

Marknadskartläggning

Beslut om att addera en fond till portföljen föregås av en process som inleds med en marknadskartläggning. Inledningsvis tillämpas en bred urvalsprincip i syfte att säkerställa att bedömningen görs utifrån ett tillräckligt stort antal aktörer. Marknadskartläggningen utgörs av en omfattande kunskapsinhämtning som bygger på egen analys i kombination med erfarenhetsutbyte med investerare aktiva inom onoterade tillgångar. Det handlar dels om befintliga nätverk, dels om byggandet av nya nätverk utifrån aktuella behov. Syftet är att samla in och bearbeta olika investerares erfarenheter.

AP6 Sjätte AP-fonden

Års- och hållbarhets-
redovisning 2025
Sjunde AP-fonden
+4,2%
+4,3%
3,2
AP7 Räntefond
AP7 Aktiefond

Innehåll

VERKSAMHETEN
4 Vd-ord
6 Detta är AP7
9 Spararna i fokus

ANSVARSFULL KAPITALFÖRVALTNING
12 AP7:s kapitalförvaltning
19 AP7:s roll för en hållbar utveckling
20 AP7 arbetar för klimatomställning
21 Natur och biologisk mångfald
22 Hållbarhetsmål
23 AP7:s metoder för ägarstyrning
29 AP7:s temaarbeten

ORGANISATION
30 Medarbetare
32 Styrelsens arbete och fondens styrning
34 Intern och extern kontroll
35 Styrelse
37 Ledning

HÅLLBARHETSINFORMATION
38 Hållbarhetsinformation
43 GRI-index
45 TCFD- och TNFD-index

ÅRSREDOVISNING OCH ÅRSBERÄTTELSER
47 Årsredovisning för Sjunde AP-fonden
58 Årsberättelse för AP7 Aktiefond
69 Årsberättelse för AP7 Räntefond
78 Definitioner och förklaringar
91 AP7 under 25 år

Avkastningshistorik
sidan 8

Spararna i fokus
sidan 9

Ansvarsfull kapitalförvaltning
sidan 12

AP7:s temaarbeten
sidan 29

Medarbetare och organisation
sidan 30

25 Sjunde AP-fonden och premiepensionen 2000–2025

Text: Sjunde AP-fonden
Projektledning: Mikael Lindh Hök och Emma Sjöström, AP7
Foto: Peter Knutson: sidorna 4–6, 13–15, 17–18, 24, 28, 31, 34–37; iStock: sidorna 19, 26, 40; Shutterstock: sid 27; AP7: sidorna 9, 29.
Illustration: Sid 21 (J Lokrantz/Azote), sid 23 Azote.
Grafisk formgivning och original: Griller grafisk form AB
Tryck: Elanders

AP7 förvaltar premiepensionen åt cirka sex miljoner svenskar

AP7:s vision

Ett globalt föredöme för ansvarsfulla pensionslösningar.

AP7:s mission

God pension från generation till generation.

AP7:s avkastningsmål

Ett kontinuerligt sparande i förvalsalternativet ska ge en långsiktig överavkastning i förhållande till inkomstpensionen om minst 2 procentenheter per år.

Sjunde AP-fonden, AP7, har sedan år 2000 i uppdrag att förvalta premiepensionskapitalet i det statliga förvalsalternativet.

Förvaltat kapital

1 500

miljarder kronor

AP7:s förvaltning sker uteslutande i pensionsspararnas intresse.

Fler än

6 miljoner sparare

Med investeringar i cirka 2 000 bolag världen över kan vi agera som ägare på bred front och med ett långsiktigt perspektiv.

Investeringsportfölj

2 000

bolag världen över

Förvaltningen ska ske genom ansvarsfulla investeringar och ett ansvarsfullt ägande utan att ge avkall på avkastningen.

2000–2025

11,0%

genomsnittlig årlig kapitalviktad avkastning

Samtliga siffror per 31 december 2025

Skr. 2025/26:130
Bilaga 8

Sjunde AP-fonden Årsredovisning 2025

Organisationsnummer 802406-2302

FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Samtliga belopp anges i tusental kronor

Sjunde AP-fondens uppdrag

I det svenska allmänna pensionssystemet avsätts en del av pensionsavgiften till premiepension och förvaltas i fonder efter pensionsspararnas individuella val. Premiepensionssystemet administreras av den statliga Pensionsmyndigheten. Sjunde AP-fonden (AP7), som också är en statlig myndighet, har som uppdrag att utveckla och förvalta de statliga alternativen inom premiepensionssystemet, framför allt det statliga förvalsalternativet.

Premiepensionssparare får sina medel placerade i AP7 Såfa (statens årskullsförvaltningsalternativ) och kan därefter aktivt välja att placera dessa i någon annan fond inom premiepensionssystemet.

Denna förvaltningsberättelse behandlar verksamheten i "fondbolaget" AP7, inklusive de investeringsalternativ AP7 tillhandahåller via de två byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond.

Det statliga erbjudandet – sex investeringsalternativ

Det statliga erbjudandet består av sex olika investeringsalternativ; förvalsalternativet AP7 Såfa, de två byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond samt tre fondportföljer med olika risknivå, AP7 Försiktig, AP7 Balanserad och AP7 Offensiv. Alla investeringsalternativen är valbara hos Pensionsmyndigheten och kan kombineras med andra fonder i premiepensionssystemet.

Byggstensfonderna

AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är de byggstensfonder som de övriga fyra investeringsalternativen AP7 Såfa och de tre fondportföljerna skapas med hjälp av. Fonderna tillförs årligen kapital, främst genom att Pensionsmyndigheten för över föregående års fastställda pensionsrätter i fonder. För detaljerad information om utvecklingen för dessa fonder hänvisas till särskilda årsberättelser för fonderna.

AP7 Såfa

AP7 Såfa är ingen fond utan en instruktion till Pensionsmyndigheten hur placeringar för respektive sparare ska fördelas mellan byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. AP7 Såfa består av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond i olika proportioner som förändras över tid enligt en livscykelprofil som bestäms av spararens ålder. Fram till och med 55 års ålder består AP7 Såfa till 100 procent av AP7 Aktiefond. Mellan 56 och 75 års ålder trappas andelen AP7 Aktiefond årligen ned och ersätts med AP7 Räntefond. Från 75 års ålder är fördelningen mellan fonderna konstant: 33 procent i AP7 Aktiefond och 67 procent i AP7 Räntefond.

Tre statliga fondportföljer

Genom olika kombinationer av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond skapas också tre fondportföljer med olika risknivå. De tre statliga fondportföljerna är AP7 Försiktig, AP7 Balanserad och AP7 Offensiv.

- AP7 Försiktig består till 33 procent av AP7 Aktiefond och 67 procent AP7 Räntefond
- AP7 Balanserad består till 50 procent av AP7 Aktiefond och 50 procent AP7 Räntefond
- AP7 Offensiv består till 75 procent av AP7 Aktiefond och 25 procent AP7 Räntefond

Förvaltat kapital och avkastning

Förvaltat kapital 2025

Under 2025 placerade Pensionsmyndigheten premiepensionsmedel för 2024 års pensionsrätter. Totalt uppgick nettoinflödet av kapital till 30,7 miljarder kronor (35,6 miljarder kronor).

Vid utgången av 2025 förvaltade AP7 sammanlagt 1 529 miljarder kronor (1 440 miljarder kronor), varav 1 366 miljarder kronor i AP7 Aktiefond och 163 miljarder kronor i AP7 Räntefond.

Ökningen av det totala förvaltade kapitalet förklaras, utöver ett nettoinflöde på 30,7 miljarder, av en positiv värdeutveckling under året till följd av uppgångar på de globala aktiemarknaderna, samt fallande räntor.

Avkastning 2025

2025 inleddes med optimism på de globala finansmarknaderna. I början av april förändrades dock marknadsläget när USA aviserade omfattande tullhöjningar, vilket utlöste kraftiga börsfall och ledde till nedreviderade tillväxtprognoser. Våren präglades därmed av betydande turbulens, men under hösten stabiliserades marknadsutvecklingen. Sett över helåret utvecklades de globala aktiemarknaderna relativt starkt. Avkastningen i AP7 Aktiefond påverkades dock negativt av en förstärkning av den svenska kronan, framför allt gentemot den amerikanska dollarn.

Räntemarknaden kännetecknades under året av hög volatilitet, där perioder av oro och lättnad avlöste varandra. Politiska utspel, oro kring de amerikanska och franska statsfinanserna samt förändrade inflationsförväntningar bidrog till att driva räntorna i olika riktningar. Inflationstakten dämpades successivt under året, Riksbanken och europeiska centralbanken genomförde flera styrräntesänkningar, medan den amerikanska centralbanken inledde sina räntesänkningar först under hösten. Ytterligare ett par sänkningar i USA väntas under 2026.

AP7 Såfa har en livscykelprofil. Det innebär att fördelningen mellan aktie- och ränteplaceringar är olika för olika årskullar och därför varierar också avkastningen för sparare i olika åldrar. För en rättvisande bild av värdetillväxten på individuella pensionskonton hänvisas sparare till sitt pensionskonto hos Pensionsmyndigheten [1]. Utvecklingen av AP7:s totala kapital under förvaltning, där AP7 Såfa utgör 95 procent, har under 2025 haft en avkastning på 4,2 procent.

Risken (mätt som standardavvikelse i fondens avkastning under den senaste 24-månadersperioden) har för AP7 varit 12,3 procent. En sparare som investerar i aktiemarknaden förväntas ha en avkastning som långsiktigt överstiger en ränteplacering. En typisk premiepensionssparare som sedan år 2000 haft sitt kapital investerat hos AP7 har fått en kapitalviktad avkastning på 11,0 procent per år. Kapitalviktad avkastning anger genomsnittlig årlig utveckling för en genomsnittlig spararens konto och kan jämföras med utvecklingen för inkomstpensionen. AP7:s långsiktiga avkastningsambition är att ett kontinuerligt sparande i förvalsalternativet under hela arbetslivet ska ge en långsiktig överavkastning i förhållande till inkomstpensionen om minst 2 procentenheter per år. Inkomstpensionens utveckling under perioden hade inneburit en utveckling motsvarande 3,4 procent per år. Under förvalsalternativets hittillsvarande livstid har denna avkastningsambition därmed överträffats.

Statens fondportföljer har under 2025 gett följande avkastning:

- AP7 Försiktig 3,6 procent (137,5 procent sedan starten i maj 2010)
- AP7 Balanserad 3,7 procent (230,7 procent sedan starten i maj 2010)
- AP7 Offensiv 4,0 procent (431,8 procent sedan starten i maj 2010)

Byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har under 2025 gett följande avkastning:

- AP7 Aktiefond 4,3 procent (jämförelseindex 2,5 procent)
- AP7 Räntefond 3,2 procent (jämförelseindex 3,1 procent)

Ytterligare information om AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond ges i årsberättelserna för respektive fond.

[1] www.pensionsmyndigheten.se

Verksamheten

Resultat

Under 2025 uppgick AP7:s intäkter av rörelsen till 692,4 miljoner kronor (629,4 miljoner kronor). Ökningen av intäkterna beror på att det genomsnittliga förvaltade kapitalet har ökat med 133,4 miljarder kronor under 2025 jämfört med 2024. Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 488,3 miljoner kronor (408,9 miljoner kronor). Resultatet blev således 204,1 miljoner kronor (220,5 miljoner kronor). Eget kapital vid årets slut var 1 019,6 miljoner kronor (1 273,0 miljoner kronor).

AP7:s intäkter är helt beroende av det förvaltade kapitalets storlek medan kostnaderna är det till lite mindre än hälften. De kapitalberoende kostnaderna utgörs av avgifter till externa kapitalförvaltare och till depåbank. Andelen kapitalberoende kostnader har minskat något under 2025, vilket beror på att AP7 förstärkt organisationen och tagit hem en del förvaltning internt.

Eftersom AP7 saknar vinstintresse överför AP7 eventuella överskott i kapitalförvaltningsverksamheten till premiepensionsspararna. Överskott har tidigare reglerats genom gradvis sänkning av förvaltningsavgifterna i de fonder som förvaltas av AP7. Förvaltningsavgifterna utgör AP7:s enda intäktskälla och intäkternas storlek beror helt på det förvaltade kapitalets storlek. Vid en kraftig och ihållande nedgång på aktiemarknaderna kan intäkterna minska så mycket att verksamheten inte kan bedrivas vidare utan att förvaltningsavgifterna höjs eller kostnaderna sänks kraftigt. För att minska denna risk har AP7:s styrelse beslutat att bygga upp en buffert motsvarande tre gånger genomsnittet av de tre tidigare årens utfall avseende fasta kostnader. Det målet har uppnåtts, men då det är svårt att på förhand avgöra den globala marknadsutvecklingen och kostnaden för fondernas expansion in i alternativa tillgångar har styrelsen, i december 2025, beslutat om oförändrade förvaltningsavgifter för AP7 Aktiefond (0,05 procent) och AP7 Räntefond (0,04 procent) för 2026. Under 2025 återförde AP7 457,4 mkr till spararna enligt den regleringsfunktion som innebär att AP7 kan återföra överskott från eget kapital som överstiger den buffert som byggts upp. Eventuell återföring beslutas årsvis.

Året 2025

Övergripande

Under 2025 tog AP7 flera viktiga steg i sin fortsatta utveckling, med ett tydligt fokus på att stärka förutsättningarna för en långsiktigt hållbar och effektiv förvaltning till gagn för spararna. Året präglades både av historiska milstolpar och framåtblickande satsningar. En särskilt betydelsefull händelse var att premiepensionssystemet fyllde 25 år – ett tillfälle att uppmärksamma hur systemet mognat och samtidigt fördjupa arbetet med att anpassa förvaltningen till den ökade roll som premiepensionen förväntas få inom den allmänna pensionen i framtiden.

Nyckeltal för AP7:s produkter – översikt

	Avkastning 2025-01-31–2025-12-31	Genomsnittlig årsavkastning sedan start (2010-05-21)	Total risk (standardavvikelse 24-mån, %)
AP7 Aktiefond	4,3	14,6	13,7
AP7 Räntefond	3,2	1,1	2,1
AP7 Såfa [2]	4,2	13,5	12,3
AP7 Försiktig	3,6	5,7	5,1
AP7 Balanserad	3,7	8,0	7,2
AP7 Offensiv	4,0	11,3	10,4

Som ett led i denna utveckling har AP7 fortsatt att modernisera och bredda ränteförvaltningen. Under året har ränteportföljen kompletterats med nya instrument som skapar bättre möjligheter till effektiv riskhantering, förbättrad avkastningspotential och ökad flexibilitet. Detta är särskilt viktigt i takt med att fonden i allt större utsträckning investerar och handlar på internationella marknader, där kraven på operativ effektivitet och anpassningsförmåga är höga.

Organisationen har samtidigt stärkts genom omfattande kompetensuppbyggnad. Under 2025 anställdes 25 nya medarbetare som ett led i förberedelserna inför att AP7 successivt kommer att förvalta en större andel av kapitalet internt. För att stödja denna utveckling har en tydligare ledningsstruktur etablerats inom kapitalförvaltningen, där mellanchefer utsetts med ansvar för allokering, aktieförvaltning, ränteförvaltning och alternativa investeringar. Detta skapar bättre förutsättningar för specialisering, ansvarstagande och effektiv styrning.

Parallellt har AP7 vidareutvecklat sin analysförmåga av spararkollektivet. Fördjupade analyser av spararnas sammansättning och förutsättningar ger ett bättre beslutsunderlag för produktutveckling och förvaltning, vilket är centralt i ett system som fortsätter att mogna över tid. Utöver dessa större initiativ har AP7 under året drivit ett stort antal större och mindre projekt med syftet att stärka verksamheten ytterligare och långsiktigt skapa ett ännu bättre AP7 för spararna.

Strategisk plan och milstolpar

Grunden för verksamhetens arbete under 2025 är den strategiska plan som fastställts av styrelsen och som gäller till 2027. För att nå de strategiska målen har ett antal mål, milstolpar och prioriterade aktiviteter fastställts för 2025. I allt väsentligt har verksamheten uppnått de fastställda målen.

De strategiska målen består av fyra övergripande mål:

1. *Ett värdeskapande med tydligt spararfokus.* En analysram för generationsanpassad sparar nytta genom så kallade "personas" som inkluderar analys, styrning och utvärdering av verksamheten ska vara införd senast 2027. Investeringsprocessen är då uppdaterad och möjliggör tydligt värdeskapande, integrerar hållbarhet och expansion in i alternativa tillgångar samt är anpassad för dagens och framtidens stora förvaltade kapital.
2. *En förvaltning som integrerar hållbarhet fullt ut.* En övergripande hållbarhetsstrategi är fullt integrerad i investeringsprocessen, är implementerad i alla delar av verksamheten och styrs på en fondövergripande nivå senast 2027. AP7 har aktivt förvaltade mandat för klimatiösningar och omställning i linje med klimathandlingsplanen.
3. *En professionell förvaltare av alternativa tillgångar.* Andelen alternativa investeringar uppgår 2027 till cirka 10 procent av AP7 Aktiefonds kapital. För att nå målet har AP7 byggt upp en professionell förvaltningsorganisation för alternativa tillgångar med en djup egen kompetens inom området.
4. *En attraktiv arbetsgivare och en arbetsplats präglad av en stark samarbetskultur.* Detta är en förutsättning för att AP7 ska nå sina långsiktiga mål. AP7 måste under kommande år växa och bredda den interna kompetensen för att kunna utföra det utökade uppdrag som följer av ändrad lagstiftning och växande volymer på bästa sätt. Under denna tillväxtfas är det viktigt att tillvarata medarbetares erfarenheter och att attrahera och välkomna nya medarbetare till en öppen och inkluderande arbetsplats. Utvecklingen följs upp löpande, bland annat genom årliga medarbetarundersökningar.

För 2025 identifierades, med utgångspunkt i de strategiska målen, nio målsättningar som skulle prioriteras på fondövergripande nivå under året:

1. Förstärkt spararfokus, med syfte att förstå spararkollektivet bättre
2. Stärkt OP-risk och Change Approval Process, utveckla ramverk för hantering och uppföljning av operativa risker.
3. Översyn av AP7 Räntefond, bland annat i syfte att bredda investeringsmöjligheterna till valuta- och räntederivat
4. Utveckling av AP7:s interna aktieförvaltning
5. Upphandling och implementering av system för alternativa tillgångar
6. AP7 25 år

[2] Avser AP7:s samtliga sparare som grupp och inkluderar inte rabatter eller återföring.

7. Operationalisering av AP7:s klimathandlingsplan
8. Upphandling och implementering av depåbank
9. Upphandling av driftleverantör

Samtliga avdelningar och enheter har under året varit involverade i arbetet med ovanstående milstolpar. Framdriften har varit mycket god inom samtliga områden. Inom några områden fortlöper arbetet och utgör en del av verksamhetsplanen för 2026.

Organisation och ledning

Verkställande direktören (vd) har inrättat en ledningsgrupp för verksamheten. Ledningsgruppen har ett strategiskt fokus och består av:

- Vd
- Chef Kapitalförvaltning, tillika vice vd
- Chef Utveckling och affärstöd
- Chef Ekonomi och risk
- Chef Kommunikation
- Chef Personalenheten
- Chef Juridikenheten

Vd fattar beslut i ledningsgruppen efter samråd med övriga deltagare. Ledningsgruppens medlemmar utgör AP7:s ledande befattningshavare.

Kapitalförvaltning

Chefen för Kapitalförvaltningsavdelningen ansvarar inom ramen för styrelsens riktlinjer och vd:s instruktioner för all intern och extern förvaltning vid AP7. Ansvaret inbegriper analys, allokering och handel som följer av förvaltningsansvaret. Ansvaret omfattar även hållbarhets- och ägarstyrningsfrågor kopplade till fondens investeringar.

2025 har präglats av förändringsarbete på avdelningen. Under året har de tidigare teamen inom kapitalförvaltningen övergått till att bli enheter, chefer har tillsats och en ledningsgrupp för kapitalförvaltningen bildats. Rekryteringar har gjorts för att förstärka både förvaltning, handel och hållbarhetsanalys.

Uppdaterade investeringsprocesser för samtliga tillgångsslag finns på plats och arbetet med att möjliggöra intern aktieförvaltning i större utsträckning har tagit stora steg; bland annat har inriktningsbeslut fattats avseende systemmiljö för kapitalförvaltningen. Även ränteförvaltningen har utvecklats genom att handel i kreditobligationer möjliggjorts. En internt aktivt förvaltad omställningsportfölj har startats under året och AP7:s process för norm- och klimatexkluderingar har setts över och gjorts om. AP7:s klimathandlingsplan har uppdaterats och innehåller nu klimatmål för samtliga tillgångsslag.

Kapitalförvaltningsorganisationen bestod vid utgången av 2025 av 29 tillsvidareanställda. Stora delar av det förvaltade kapitalet förvaltas fortsatt av externa förvaltare. Den interna förvaltningen arbetar, förutom med ett internt förvaltat omställningsmandat, huvudsakligen med att upprätthålla beslutad exponeringsnivå, ränteförvaltning samt hantering av AP7:s private equity-portfölj.

Utveckling och affärsstöd

Chefen för avdelningen Utveckling och affärsstöd ansvarar inom ramen för styrelsens riktlinjer och vd:s instruktioner för AP7:s övergripande utvecklingsagenda, IT-verksamhet, informationssäkerhet samt fond- och värdepappersadministration. Ansvaret innefattar även projektadministration och affärsstöd till ansvariga i utvecklingsfrågor, IT och informationssäkerhet.

Under 2025 har målet för avdelningen varit att fortsatt utvecklas med långsiktig ambition att etablera en flexibel, stabil och robust plattform som ger AP7 de bästa förutsättningarna att fortsätta bygga upp och utveckla en effektiv och säker operationell verksamhet med ändamålsenlig infrastruktur som kan möta den ökade utvecklingstakten i förvaltningen och verksamheten i övrigt, i enlighet med AP7:s strategiska plan 2027. Under året har avdelningen utvecklat och implementerat processer och rutiner inom värdepappersadministrationen för hantering av instrument och förvaltningsstrategier som tillkommit. En ny utvecklingsmodell för AP7:s övergripande utvecklingsagenda har implementerats. Vidare har arbetet med informationssäkerhet utvecklats, och inriktningen för AP7:s arbete med AI har påbörjats.

Vid utgången av 2025 var 20 personer tillsvidareanställda inom avdelningen Utveckling och affärsstöd, varav åtta personer inom fond- och värdepappersadministration, åtta inom IT och fyra inom verksamhetsstöd och projektledning.

Ekonomi och risk

Chefen för avdelningen Ekonomi och risk ansvarar inom ramen för styrelsens riktlinjer och vd:s instruktioner för den övergripande ekonomiska och riskmässiga styrningen av AP7. Ansvaret innefattar all analys, uppföljning och rapportering som följer av detta.

Avdelningens övergripande uppgift är att skapa en stark, stödjande och dynamisk ekonomi- och riskfunktion för hela AP7 för att säkerställa framdriften mot fondens strategiska mål. Avdelningen utgörs av funktionerna ekonomi och rapportering, risk och avkastning, samt värdering. Under året har avdelningen utvecklat AP7:s hantering av operativa risker och tagit fram en process för hantering av verksamhetskritiska förändringar. Därutöver har AP7 tagit hem ekonomiadministrationen, som tidigare sköttes av en extern leverantör. Avdelningen har även bidragit till genomförandet av fondövergripande projekt inom investeringsprocesser, utveckling av ränteförvaltningen och hemtagning av aktieförvaltningen. Vidare har avdelningen utvecklat värderingsprocessen, processer för riskidentifiering och riskhantering samt finansiell rapportering, liksom rapportering till myndigheter, styrelse och ledning. Avdelningen har även tagit fram verktyg för beslutsstöd som gör det möjligt att justera förvaltningsstrategin baserat på insikter om sparares situation.

Vid utgången av 2025 var nio personer tillsvidareanställda inom avdelningen.

Enheten för kommunikation

Chefen för Kommunikationsenheten ansvarar inom ramen för styrelsens riktlinjer och vd:s instruktioner för all extern och intern kommunikation på AP7. Enhetens övergripande uppdrag är att utveckla och skydda AP7:s förtroendekapital. Ansvarsområdet innefattar huvudansvar för fondens varumärke, intressentdialog och krishanteringsberedskap. Chefen för Kommunikationsenheten är också senior rådgivare till vd och kapitalförvaltningschefen i hållbarhets- och ägarstyrningsfrågor.

Under året har stort fokus lagts på AP7:s och premiepensionssystemets 25-årsjubileum. Syftet med arbetet har varit att stärka förtroendet för, och öka kunskapen om, förvalet och premiepensionssystemet. Relationen till Pensionsmyndigheten och Fondtorgsnämnden har stärkts genom utökat samarbete för kunskapsspridning kring premiepensionen.

För såväl intern- som externkommunikation har en tydlig överblick över AP7:s och premiepensionens historik skapats digitalt. Målsättningen har bland annat varit att öka kunskapen om systemet. Vidare har enheten deltagit i arbetet med att utveckla AP7:s klimathandlingsplan, vilken publicerades under året. En rapport avseende temat universell ägarstyrning har också publicerats.

Vid utgången av 2025 var fyra personer tillsvidareanställda inom kommunikation.

Enheten för juridik

Chefen för Juridikenheten ansvarar inom ramen för styrelsens riktlinjer och vd:s instruktioner för alla löpande juridiska frågor på AP7. Ansvarsområdet omfattar även huvudansvar för utformning och processer kring fondens styrande dokument samt inköps- och upphandlingsfrågor, liksom övergripande dokumentations- och arkivhantering.

Inom enheten finns även en självständig funktion som dataskyddsombud som organisatoriskt ingår i enheten, men som får instruktioner av vd och rapporterar direkt till vd och styrelsen i dataskyddsfrågor.

Den övergripande målsättningen för 2025 har varit att stötta verksamheten i de fondövergripande projekt som bedrivits samt att utveckla enhetens kompetens, rutiner och processer för att möta verksamhetens krav i övrigt. Det gäller inte minst AP7:s investeringar i alternativa tillgångsslag, men också frågor rörande dataskydd, inköp och upphandling samt övergripande dokumenthanteringsfrågor.

Vid utgången av 2025 var fem personer tillsvidareanställda inom enheten.

Enheten för personal

Chefen för Personalenheten ansvarar inom ramen för styrelsens riktlinjer och vd:s instruktioner för AP7:s övergripande personalpolitik och personaladministration. Ansvaret innefattar även stöd till personalansvariga chefer i alla löpande personalfrågor. Enheten ansvarar även för lokalfrågor och löpande kontorsservice.

Personalenheten har under året gett stöd till chefer vid ett antal rekryteringar som genomförts i syfte att stärka AP7:s kompetens inom kapitalförvaltning, kommunikation, utveckling och affärsstöd, personal samt juridik.

Vid utgången av 2025 var tre personer tillsvidareanställda inom enheten.

Kontrollfunktioner

AP7 arbetar utifrån principen om "tre försvarslinjer", vilket innebär att verksamhetens risker ägs och kontrolleras av verksamheten själv, och att det riskarbete som utförs följs upp av fondens självständiga funktioner för risk och regelefterlevnad. Som tredje försvarslinje fungerar fondens internrevisorer, vilka rapporterar till AP7:s styrelse. Vid utgången av 2025 upprätthölls riskkontrollfunktionen av en heltidsanställd. Regelefterlevnadsfunktionen bemannades till och med september av en extern konsult till 40 procent. Från och med den 1 september bemannas regelefterlevnadsfunktionen av en heltidsanställd. Ansvariga för kontrollfunktionerna rapporterar direkt till vd och styrelsen. I kontrollfunktionernas uppdrag ingår att ge rådgivning och stöd till verksamheten i frågor som rör risk och regelefterlevnad.

Medarbetare

AP7 är en relativt liten men högt kvalificerad organisation. Det innebär att det är av stor betydelse att AP7 kan attrahera och bibehålla personal med rätt kompetens för uppdraget. Stor vikt läggs vid kompetensutveckling, vilket uppnås dels genom att anställda i stor utsträckning erbjuds externa utbildningar, dels genom en uttalad målsättning att stärka kunskap och förståelse för verksamheten via internt kompetensutbyte. Genom en väl utvecklad process för medarbetarsamtal dokumenteras de anställdas utvecklingsbehov och utvecklingsplaner fastställs.

Stor vikt läggs också vid de anställdas fysiska och psykiska hälsa, liksom vid en god arbetsmiljö. För att förebygga ohälsa erbjuds samtliga anställda ett friskvårdsbidrag på maximalt 5 000 kronor per år.

AP7 eftersträvar en jämn könsfördelning i verksamheten. Lönesättningen får inte påverkas av kön, könsöverskridande identitet, etnisk tillhörighet, religion eller annan trosuppfattning, funktionsnedsättning, sexuell läggning, ålder eller annan grund som åtnjuter skydd enligt tillämplig lag.

Under året har 25 personer anställts samtidigt som sju anställda har lämnat organisationen. Vid utgången av 2025 var antalet tillsvidareanställda 74 personer (40 kvinnor och 34 män). Av dessa var två timanställda och en visstidsanställd. Personalomsättningen uppgick under året till 10,8 procent och sjukfrånvaron till 1,8 procent.

Samverkan mellan AP-fonderna

AP-fondernas Samverkansråd bildades 2016 för att utveckla samarbetet och samverkan mellan AP1–AP4 samt AP7. Från och med 2023 har även AP6 deltagit i samverkansarbetet. Ordförandeskapet för Samverkansrådet roterar mellan fonderna och under 2025 har AP3 innehaft rollen. Syftet är samverkan inom områden utanför investeringsverksamheten med målet att uppnå kostnadseffektivitet, effektivt resursutnyttjande samt erfarenhets- och kunskapsutbyte. Samarbetet sker i etablerade forum i form av samordningsgrupper med varierad sammansättning av representanter från de olika AP-fonderna. Gemensamt för dessa samarbeten är att de drivs utifrån det mervärde som skapas både för varje enskild fond och för fonderna gemensamt. Varje samverkansgrupp formulerar årligen en egen uppdragsbeskrivning och handlingsplan, vilken följs upp och rapporteras halvårsvis till Samverkansrådet. I slutet av året sammanfattas arbetet i en rapport till fondernas vd:ar, vilken även används som underlag i Regeringens årliga utvärdering av AP-fonderna. Till följd av den förändring i AP-fondssystemet som trädde i kraft den 1 januari 2026, där AP1 och AP6 upphört med sin verksamhet, har samverkansarbetet till viss del fått stå tillbaka för de större frågor som behövt hanteras under året. Under 2026 kommer AP4 att ta över samordningsansvaret och en återgång till ordinarie samverkansformer kommer att ske.

Styrning och kontroll

Styrelsens arbete

Styrelsen hade under 2025 sex sammanträden. Styrelsen har inrättat ett arbetsutskott som består av ordföranden, vice ordföranden och vd. Arbetsutskottet beslutar i de frågor som styrelsen delegerar till utskottet. Arbetsutskottet fungerar också som ersättningskommitté, vilken har till uppgift att säkerställa att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor till ledande befattningshavare efterlevs. I ersättningskommittén deltar inte vd i frågor som rör ersättning till vd och är i övriga frågor enbart adjungerad. Även AP7:s personalchef är adjungerad till ersättningskommitténs sammanträden, men deltar inte i frågor som rör den egna ersättningen.

Ett kapitalförvaltningsutskott är inrättat som stöd och rådgivare åt vd vid olika verksamhetsbeslut och som rådgivande organ åt den interna kapitalförvaltningen. Kapitalförvaltningsutskottet bestod vid utgången av 2025 av fem styrelseledamöter och två anställda (vd och vice vd/kapitalförvaltningschefen). Styrelsens ordförande, Per Frennberg, är ordförande i utskottet.

Styrelsen har vidare inrättat ett revisionsutskott, som även bereder risk- och regelverksfrågor av väsentlig betydelse. Revisionsutskottet bestod under 2025 av fyra styrelseledamöter. Ledamoten Susanne Ekblom är ordförande i utskottet. Vid revisionsutskottets möten deltar intern- och externrevisorer när de har något att avrapportera, vd, chefen Ekonomi och risk, riskkontrollansvarig samt regelefterlevnadssansvarig.

Under 2025 var de externa revisorerna närvarande vid ett styrelsesammanträde.

Ägarfrågor

Med ägarfrågor avses hur AP7 ska utöva den ägarfunktion som följer av aktieinnehaven i AP7 Aktiefond. Som en del av verksamhetsplanen fastställs årligen Riktlinjer för placeringsverksamheten. I riktlinjerna anges hur AP7 ska utöva sin ägarfunktion i kraft av de stora aktieinnehaven.

AP7 tillämpar sedan 2012 riktlinjer som innebär att ägarstyrning genom röstning på bolagsstämma kan göras för utländska aktier. AP7 röstar regelmässigt på de bolagsstämmor där så är möjligt.

AP7 är enligt lag normalt förhindrad att rösta för svenska aktier. Läs mer på **www.ap7.se/proxy-votingrostning/**.

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2025

RESULTATRÄKNING

Not		2025	2024
	Rörelsens intäkter		
	Förvaltningsavgifter	692 206	629 207
	Övriga rörelseintäkter	222	173
		692 428	**629 380**
	Rörelsens kostnader		
1	Personalkostnader	–160 447	–119 865
2	Övriga externa kostnader	–142 707	–134 603
	Externa förvaltare och depåbank	–203 181	–197 855
	Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	–125	–178
		–506 460	**–452 501**
	Rörelseresultat	**185 968**	**176 879**
	Resultat från finansiella poster		
3	Ränteintäkter och liknande	17 990	44 037
4	Räntekostnader och liknande	96	–418
		18 086	**43 619**
	Resultat efter finansiella poster	**204 054**	**220 498**
	Årets resultat	**204 054**	**220 498**

Samtliga belopp anges i tusental kronor

BALANSRÄKNING

Not		2025	2024
	Tillgångar		
	Materiella anläggningstillgångar		
5	Inventarier	223	348
	Summa materiella anläggningstillgångar	**223**	**348**
	Finansiella anläggningstillgångar		
	Kapitalförsäkring	600	–
	Summa finansiella anläggningstillgångar	**600**	**–**
	Summa anläggningstillgångar	**823**	**348**
	Omsättningstillgångar		
6	Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	80 930	116 511
7	Övriga fordringar	4 949	4 072
	Kassa och bank	1 032 381	1 231 748
	Summa omsättningstillgångar	**1 118 261**	**1 352 331**
	Summa tillgångar	**1 119 084**	**1 352 679**
	Eget kapital och skulder		
8	*Eget kapital*		
	Konst	40	40
	Balanserat resultat	815 545	1 052 426
	Årets resultat	204 054	220 498
	Summa eget kapital	**1 019 639**	**1 272 964**
	Skulder		
9	Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	59 852	58 600
	Leverantörsskulder	23 012	8 665
	Övriga avsättningar	600	–
	Övriga skulder	15 981	12 450
	Summa skulder	**99 445**	**79 715**
	Summa eget kapital och skulder	**1 119 084**	**1 352 679**
	Ställda panter	600	Inga
	Ansvarsförbindelser	Inga	Inga

Redovisningsprinciper

AP7 följer de regler som finns i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Redovisningsprinciperna har inte ändrats i förhållande till föregående år.

Intäktsredovisning
Intäkterna består av förvaltningsavgifter som erhålls från de förvaltade fonderna. Dessa intäktsförs löpande i den period de avser.

Avskrivningsprinciper för anläggningstillgångar
Anläggningstillgångar värderas till anskaffningsvärde med avdrag för ackumulerade avskrivningar. Avskrivning görs med procentsatser enligt nedan:

	2025	2024
Inventarier	20%	20%
Ombyggnad av hyrd lokal	30%	30%

Avskrivningar framgår av not för balansposten.

Värderingsprinciper med mera
Tillgångar och skulder har värderats till anskaffningsvärden om inget annat anges nedan. Fordringar och skulder i utländsk valuta har upptagits till balansdagens kurs.

Fordringar
Fordringar har upptagits till de belopp varmed de beräknas inflyta.

Samtliga belopp anges i tusental kronor

Not 1 Personalkostnader

	2025	2024
Antal anställda		
Medeltal anställda	64	50
Anställda per 31 december	74	56
Antal ledande befattningshavare (per 31 december)	7	7
Löner och arvoden		
Styrelseordförande	218	218
Styrelsen exkl. ordförande	931	881
VD	4 636	4 320
Ledningsgrupp exkl. VD	12 332	12 293
Övriga anställda	68 015	45 004
Summa	**86 132**	**62 716**
Pensionskostnader		
VD	2 071	2 428
Ledningsgrupp exkl. VD	6 991	7 667
Övriga anställda	21 984	14 640
Summa	**31 046**	**24 735**
Sociala kostnader		
Styrelseordförande	68	68
Styrelse exkl. Ordförande	293	276
VD	1 462	1 951
Ledningsgrupp exkl. VD	3 887	5 735
Övriga anställda	21 247	17 588
Summa	**26 957**	**25 618**
Ledande befattningshavare		
Kvinnor	3	3
Män	4	4

Ersättning till ledande befattningshavare 2025

	Fast lön	Övriga förmåner	Pensions-kostnader	-varav löneväxling	Summa
Verkställande direktör	4 636	6	2 072	500	6 714
Vice verkställande direktör/chef förvaltning	3 912	6	1 424	120	5 342
Chef Utveckling & Affärsstöd	2 021	6	1 025	209	3 052
Chef Kommunikation	1 484	7	483	103	1 974
Chef Juridik	1 727	9	1 382		3 118
Chef Ekonomi & Risk	1 671	6	1 548	152	3 225
Chef Personal	1 517	6	1 128		2 651
	16 968	**46**	**9 062**	**1 084**	**26 076**

Ersättning till ledande befattningshavare 2024

	Fast lön	Övriga förmåner	Pensions-kostnader	-varav löneväxling	Summa
Verkställande direktör	4 320	16	2 428*	480	6 764
Vice verkställande direktör/chef förvaltning	3 720	6	1 360	120	5 086
Chef Utveckling & Affärsstöd	2 000	13	999	209	3 012
Chef Kommunikation	1 861	6	1 516	174	3 383
Chef Juridik	1 667	6	1 271		2 944
Chef Ekonomi & Risk	1 581	6	1 432	152	3 019
Chef Personal	1 464	6	1 089		2 559
	16 613	**59**	**10 095**	**1 135**	**26 767**

* varav 480 avser belopp för 2023

AP7 tillämpar koliektivavtalet mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO) samt regeringens riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare. Styrelsen för AP7 har beslutat om riktlinjer för ersättningar och övriga anställningsvillkor.

Ingen anställd har lön som innehåller någon rörlig komponent. För vd, vice vd och chef Utveckling och affärsstöd gäller därutöver följande. Pensionsåldern är 65 år. Vd, vice vd och chef Utveckling och affärsstöd undantas från den pensionsplan som gäller enligt kollektivavtalet och erhåller i stället individuella pensionsförsäkringar till en kostnad motsvarande 30 procent av den fasta lönen, i enlighet med regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna.

Skr. 2025/26:130
Bilaga 8

Not 1 Personalkostnader, forts.

För vd, vice vd och chefen för Utveckling och affärsstöd är uppsägningstiden sex månader. Om uppsägning sker från arbetsgivarens sida kan, efter uppsägningstiden, avgångsvederlag utbetalas under 12 månader motsvarande den fasta månadslönen. Avräkning sker mot utgående lön och inkomst av förvärvsverksamhet.

För övriga ledande befattningshavare, dvs. förutom vd, vice vd och chef Utveckling och affärsstöd, kan pensionsavsättningarna överstiga 30 procent av lön. Detta följer av tillämplig kollektivpensionsplan, BTP1 alternativt BTP2. BTP1 är premiebestämd medan BTP2 huvudsakligen är förmånsbestämd.

I regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna anges att ersättningar ska vara måttfulla och inte löneledande, samtidigt som de behöver vara konkurrenskraftiga för att inte bli ett hinder i kompetensförsörjningen. Denna målsättning uppnås genom en tydlig process där AP7:s ersättningskommitté, ordförande, vice ordförande samt vd (adjungerad) bereder löneramen för samtliga medarbetare och ersättningar till AP7:s ledande befattningshavare, samt förhandlar lön och övriga villkor med vd. Hela styrelsen fattar beslut i ersättningsfrågor efter beredning av ersättningskommittén. Den nedre gränsen för ersättningarnas konkurrenskraft påverkas bland annat av krav på senioritet och beställarkompetens. Kraven är i sin tur en följd av att verksamheten sköts av en liten organisation och många underleverantörer. Ersättningsnivåerna för AP7:s anställda kan inte heller väsentligt understiga de nivåer som erbjuds av privata kapitalförvaltningsbolag. Under 2025 genomfördes en jämförelsestudie av det oberoende konsultföretaget Allshares. Studien omfattar finansiella aktörer i Sverige i stort, däribland storbanker och övriga AP-fonder. Resultaten visade att AP7:s ersättningsnivåer är måttfulla och inte löneledande. Kontrollfunktionerna har också granskat efterlevnaden av ersättningsriktlinjerna utan anmärkning.

Generellt ligger ersättningsnivån på medianen. AP7:s styrelse gör därför bedömningen att AP7:s ersättningsnivåer total sett ligger i nivå med de som erbjuds av de privata marknadsaktörerna och att regeringens riktlinjer därmed har följts under 2025.

Styrelsens arvoden beslutas av regeringen. Utöver de av regeringen fastställda arvodena har sammanlagt 100 000 kronor utbetalats till de styrelseledamöter som också ingår i kapitalförvaltningsutskottet eller revisionsutskottet.

[1] 18 månader för anställningsavtal som ingåtts senast den 31 december, 2016

Not 2 Övriga externa kostnader

	2025	2024
Revisionsuppdrag PwC	766	739
Lokalhyra	10 624	8 288
Information och data	75 760	71 991
Övriga externa tjänster	44 663	41 595
Övriga kostnader	10 894	11 990
Summa övriga externa kostnader	**142 707**	**134 603**

Arvoden till revisionsbolag		
Revisionsuppdrag	766	739
Skatterådgivning	–	60
Övrig rådgivning	142	243
Summa arvoden	**908**	**1 042**

Med revisionsuppdrag avses revisors arbete med den lagstadgade revisionen.

Not 3 Ränteintäkter och liknande

	2025	2024
Realiserat resultat försäljning värdepapper	17 990	44 037
Summa ränteintäkter och liknande	**17 990**	**44 037**

Not 4 Räntekostnader och liknande

	2025	2024
Räntekostnader	–10	–418
Valutakursförluster	106	–
Summa räntekostnader och liknande	**96**	**–418**

Not 5 Inventarier

	2025	2024
Ingående anskaffningsvärde	3 567	5 104
Inköp	–	125
Utrangering inventarier	–	–1 662
Utgående ackumulerade anskaffningsvärden	**3 567**	**3 567**
Ingående avskrivningar	–3 219	–4 670
Återförda avskrivningar utrangerade inventarier	–	1 629
Årets avskrivningar	–125	–178
Utgående ackumulerade avskrivningar	**–3 344**	**–3 219**
Utgående bokfört värde	**223**	**348**

Not 6 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

	2025	2024
Upplupna fondavgifter	63 264	60 465
Övriga interimsfordringar	17 666	56 046
Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	**80 930**	**116 511**

Not 7 Övriga fordringar

	2025	2024
Skattefordran	4 941	4 072
Övriga fordringar	8	–
Summa övriga fordringar	**4 949**	**4 072**

Not 8 Eget kapital

	Konst	Balanserat resultat	Periodens resultat	Summa eget kapital
Ingående balans	40	1 052 427	220 498	1 272 964
Vinstdisposition		220 498	-220 498	-
Återföring Pensionsmyndigheten		-457 379		-457 379
Årets resultat			204 054	204 054
Utgående balans	40	815 546	204 054	1 019 639

Not 9 Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter

	2025	2024
Upplupna personalkostnader	3 966	4 952
Upplupna kostnader externa förvaltare och depåbank	37 976	43 115
Skatteskuld	8 608	5 991
Övriga interimsskulder	9 302	4 542
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	**59 852**	**58 600**

Stockholm den 16 februari 2026

Per Frennberg
Ordförande

Emma Ihre
Vice ordförande

Susanne Ekblom

Ossian Ekdahl

Elisabeth Frayon

Henrik Saxborn

Mikaela Valtersson

Magnus Vesterlund

Anders Wihlborn

Pål Bergström
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 16 februari 2026

Helena Kaiser de Carolis
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2025

Revisionsberättelse

För Sjunde AP-fonden, organisationsnummer 802406-2302

Revisionsberättelsen avser den fullständiga lagstadgade årsredovisningen för Sjunde AP-fonden och är en kopia av den revisionsberättelse som lämnades den 2026-02-16.

Rapport om årsredovisningen

Uttalande

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Sjunde AP-fonden för år 2025.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Sjunde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2025 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställes.

Grund för uttalande

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjunde AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Styrelsen och den verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lag om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och den verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och den verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller misstag och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom:

- identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller misstag, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på misstag, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.

- skaffar vi oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.

- utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsen och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.

- drar vi en slutsats om lämpligheten i att styrelsens och den verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi drar också en slutsats, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.

- utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de eventuella betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalande

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Sjunde AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsen och den verkställande direktörens förvaltning av Sjunde AP-fonden för 2025. Enligt vår uppfattning finns inget att anmärka.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjunde AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Styrelsen och den verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma fondens ekonomiska situation och att tillse att fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisorns ansvar

Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande, är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om någon det finns någon anmärkning mot styrelsen och den verkställande direktörens förvaltning för Sjunde AP-fonden för räkenskapsåret 2025.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna. Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för Sjunde AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande.

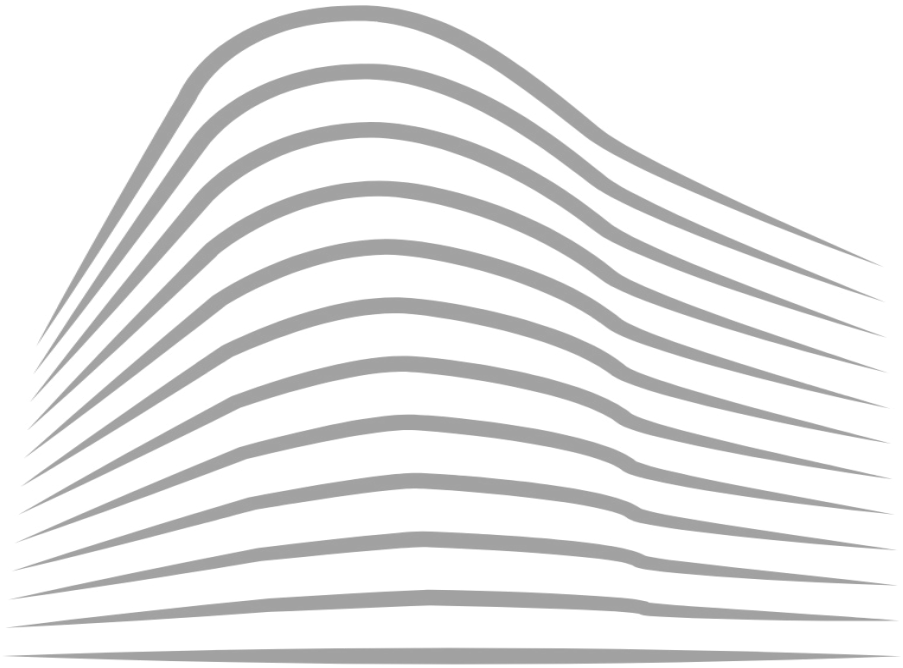
Den 16 februari 2026

Helena Kaiser de Carolis
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Skr. 2025/26:130
Bilaga 8

Skr. 2025/26:130
Bilaga 9



Utvärdering av AP-fondernas förvaltning till och med 2025

Finansdepartementet
12 mars 2026

Arkwright

Innehåll

1. Introduktion **4**
1.1 Förord och uppdragsbeskrivning 4
1.2 Metod för den årliga utvärderingen 4
2. Sammanfattning **6**
2.1 Buffertfonderna 6
2.2 Sjunde AP-fonden 9
2.3 Rekommendationer och övergripande observationer från årets utvärdering 11
3. AP-fondernas roll och omvärld **14**
3.1 AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet 14
3.2 AP-fondernas uppdrag och styrning 16
3.3 AP-fondernas omvärld 2021–2025 17
3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder 21
3.5 Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag 24
4. Buffertfondernas gemensamma utveckling **25**
4.1 Buffertfondernas avkastning 2001–2025 25
4.2 Första till Fjärde AP-fondens gemensamma utveckling 27
4.3 AP-fondernas hållbarhetsarbete 35
4.4 Samarbeten mellan fonderna 40
5. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden **42**
5.1 Första AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025 42
5.2 Första AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025 44
5.3 Första AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025 50
5.4 Slutsatser och bedömningar 54
6. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden **55**
6.1 Andra AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025 55
6.2 Andra AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025 57
6.3 Andra AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025 63
6.4 Slutsatser och bedömningar 68
7. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden **71**
7.1 Tredje AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025 71
7.2 Tredje AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025 73
7.3 Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025 79
7.4 Slutsatser och bedömningar 84
8. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden **85**
8.1 Fjärde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025 85
8.2 Fjärde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025 87

8.3 Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025 ... 92
8.4 Slutsatser och bedömningar ... 98
9. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden ... 99
9.1 Sjätte AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025 ... 99
9.2 Sjätte AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025 ... 102
9.3 Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025 ... 108
9.4 Slutsatser och bedömningar ... 114
10. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden – Premiepensionens förval 115
10.1 Sjunde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025 ... 115
10.2 Sjunde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025 ... 118
10.3 Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025 ... 129
10.4 Slutsatser och bedömningar ... 134
11. Övergripande observationer och förslag ... 137
11.1 Avvecklingar och tillgångsflyttar inom AP-fonderna ... 137
11.2 Samordnad ALM-analys för buffertfonderna ... 137
11.3 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet ... 138
11.4 Begränsade nettoinvesteringar i illikvida tillgångar trots ökade möjligheter ... 138
11.5 Stora valutakursförändringar som haft påverkan på avkastningen ... 139
11.6 Utökat hållbarhetsarbete och målsättningar ... 139
11.7 Utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden ... 139

1. Introduktion

1.1 Förord och uppdragsbeskrivning

Arkwright har på uppdrag av Regeringskansliet genomfört en årlig utvärdering av AP-fondernas förvaltning av fondmedel till och med 2025. Uppdraget inkluderar analys och bedömning av förvaltning av fondmedel, med utgångspunkt i respektive AP-fonds uppdrag och krav på kapitalförvaltning enligt lag och förarbeten. Utvärderingen omfattar både perioden sedan fonderna inledde verksamheten, den senaste fem- respektive tioårsperioden samt år 2025.

Bedömningar är gjorda av AP-fondernas förvaltningsresultat med hänsyn till AP-fondernas avkastning, portföljer och risker utifrån fondernas egna avkastningsmål, alternativt avkastningsförväntningar, samt med beaktande av marknadens förutsättningar. Utvärderingen innehåller beskrivningar av respektive fonds mål eller förväntningar, strategier, eventuella förändringar av dessa och bedömning av implikationer för pensionssystemet, samt beskrivning av AP-fondernas investeringsfilosofier, -modeller och källor till avkastning. En jämförelse med internationella pensionsfonder med likartade uppdrag ingår även i underlaget. Utvärderingen innehåller en uppföljning av AP-fondernas samlade hållbarhetsarbete, uppfyllnad av hållbarhetsmål samt bedömning om AP-fondernas har uppnått lagstiftade hållbarhetsmål och krav. Utvärderingen sker för respektive fond och vid jämförelser mellan fonderna ska jämförbarhet säkerställas.

Inom ramen för årets utvärdering har en '*fördjupning i formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar*' genomförts, vilken refereras till i redovisningen och återfinns i sin helhet i bilaga *Tilläggsuppdrag*.

Strukturen för rapporten är som följer: **Kapitel 1:** Introduktion till uppdraget och beskrivning av metoden för utvärderingen. **Kapitel 2:** En sammanfattning som lyfter fram utvärderingens primära innehåll. **Kapitel 3:** En genomgång av AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet, deras uppdrag, styrning och omvärld. Här jämförs även buffertfonderna (AP1-6) med utländska pensionsfonder samt svenska pensions- och försäkringsbolag. **Kapitel 4:** En analys av den gemensamma utvecklingen för buffertfonderna samt Första till Fjärde AP-fonden isolerat, samt alla AP-fonders hållbarhetsarbete. **Kapitel 5–10:** Utvärdering av respektive fonds verksamhet och fondspecifika slutsatser. **Kapitel 11:** Arkwrights övergripande observationer och slutsatser från årets utvärdering, inklusive förslag.

1.2 Metod för den årliga utvärderingen

Arkwrights metodik för utvärderingen baseras på material från fondernas interna resultatuppföljning, proprietär datainsamling samt publika informationskällor. Syftet är att möjliggöra en rättvis och objektiv kartläggning av fondernas organisationer, tillgångsslag och deras bidrag till den redovisade avkastningen.

Det kan förekomma avvikelser från de siffror som fonderna rapporterar årligen, exempelvis på grund av periodiseringar eller andra justeringar vid datainsamlingen. Dessa avvikelser påverkar dock inte de övergripande slutsatserna eller bedömningarna i rapporten. Det kan även finnas variationer i hur fonderna rapporterar vissa specifika uppgifter. Utgångspunkten för rapporten har därför varit att säkerställa så hög jämförbarhet som möjligt mellan information och nyckeltal.

I utvärderingen görs vissa jämförelser mellan fonderna, detta trots att Arkwright är medvetet om att fondernas verksamheter är separata och oberoende av varandra. Dessa jämförelser anses dock

nödvändiga för att ge ytterligare insikter och bredare perspektiv. Vidare syftar kapitlet om fondernas gemensamma utveckling till att skapa en helhetssyn och belysa nya perspektiv.

Vidare är denna utvärdering en ex-post-analys, vilket innebär att slutsatserna enbart baseras på historiska data och händelser fram till och med 2025. Förändringar som genomförts under 2025 beaktas enbart utifrån det faktum att de har inträffat, utan möjlighet att analysera deras framtida effekter.

Den grundläggande utvärderingen av **Första till Fjärde AP-fondernas** verksamheter under 2025 omfattar en redogörelse av fondernas organisation, verksamhet, investeringsfilosofi och väsentliga händelser under året. Därutöver behandlas fondernas kapitalförvaltning och uppnådda resultat sedan deras etablering 2001. Rapporten utvärderar även i vilken utsträckning fonderna uppfyller det lagstadgade målet att förvalta fondmedel i enlighet med principen om *föredömlig förvaltning*, vilket inkluderar ansvarsfulla investeringar och ägande.

Sjätte AP-fonden fokuserar på investeringar i onoterade tillgångar och ser samtliga åtaganden till nya fonder som strategiska beslut. Fonden, som inledde sin verksamhet i slutet av 1996, utvärderas från den 1 januari 1997 till den 31 december 2025. Den samlade effekten av Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna på inkomstpensionssystemet bedöms för perioden 1 januari 2001 – 31 december 2025.

Sjunde AP-fonden jämförs delvis mot andra, av Fondtorgsnämnden, upphandlade fonder samt mot inkomstindex. Utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2025 inkluderar en analys av fondens förvaltningsmodell från den 24 maj 2010 till den 31 december 2025, samt en bedömning av fondens olika förvaltningsalternativ från den 1 januari 2001 till den 31 december 2025.

Från och med den 1 januari 2026 avvecklas Första och Sjätte AP-fonden, varvid deras tillgångar och förpliktelser överförs till Tredje och Fjärde respektive Andra AP-fonden. Eftersom detta genomförs efter den 31 december 2025 omfattas dess utfall inte av årets utvärdering, utan kommer att behandlas i nästkommande utvärdering av AP-fonderna. Under den utvärderade perioden har dock interna projekt och arbetsgrupper med koppling till avveckling och tillgångsflytt bedrivits inom AP-fonderna, vilka därmed omfattas av årets utvärdering.

Inom ramen för årets utvärdering har analysen av alternativa tillgångar, med särskilt fokus på illikvida investeringar, fördjupats. I samband med detta har historiska finansiella data för de illikvida innehaven justerats i syfte att förbättra precisionen i avkastningsberäkningarna och säkerställa metodmässig konsistens över tid. Bakgrunden till justeringen är att den värderingsinformation som är tillgänglig vid räkenskapsårets utgång typiskt avser rapportering per utgången av tredje kvartalet, snarare än faktiska värden per balansdagen. Detta medför en tidsmässig diskrepans mellan rapporterat värde och faktiskt värde vid årsskiftet. Samtidigt föreligger fullständig information avseende nettoflöden (kapitalanrop och distributioner) under fjärde kvartalet. I avsaknad av rapporterat fjärde kvartalsvärde har därför värdet per tredje kvartalet justerats med realiserade nettoinvesteringar under fjärde kvartalet för att approximera ett mer rättvisande värde per balansdagen. Enligt nuvarande metod tillämpas historiskt rapporterat värde per fjärde kvartalet i den utsträckning sådant finns tillgängligt. För räkenskapsåret 2025, där fjärde kvartalsvärdering ännu inte föreligger, har senast tillgängliga rapporterade värde (Q3) justerats med nettoflöden under Q4 i enlighet med ovan beskriven metodik.

Inom de illikvida tillgångarna används den modifierade Dietzmetoden för att uppskatta avkastningen per tillgångsslag. Detta skiljer sig från Sjätte AP-fonden, som redovisar avkastning enligt internräntemetoden (IRR). Metoderna är inte direkt jämförbara, men ger en övergripande indikation på avkastningsnivåerna inom respektive portfölj.

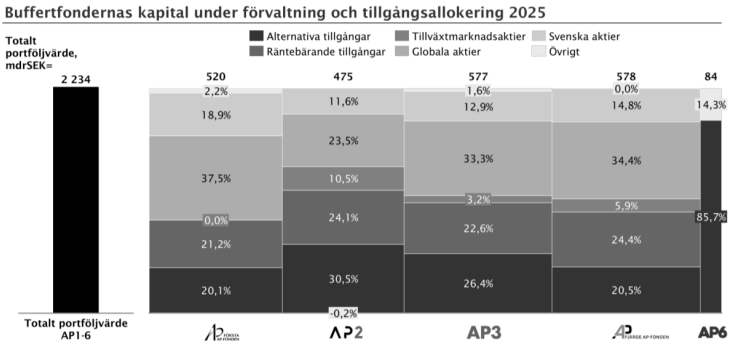
2. Sammanfattning

I följande avsnitt presenteras en sammanfattning av den årliga utvärderingen av AP-fondernas förvaltning av fondmedel till och med 2025. AP-fonderna är sex pensionsfonder som utgör basen i det svenska pensionssystemet, allmän pensionen. Första till Sjätte AP-fonden benämns som buffertfonder och hanterar inkomstpensionen medan Sjunde AP-fonden skiljer sig helt från de övriga AP-fonderna genom sitt uppdrag som förvalsalternativ inom premiepensionen.

Under de senaste åren har AP-fonderna verkat i en turbulent omvärld präglad av pandemi, krig, hög inflation, samt räntehöjningar och -sänkningar. Den svenska kronan har stärkts, vilket påverkat fondernas internationella innehav. Vidare har globala aktiemarknader utvecklats väl under 2025, men som efter valutaeffekter dämpar avkastningen.

2.1 Buffertfonderna

Första till Sjätte AP-fonden, de så kallade buffertfonderna, förvaltade vid utgången av 2025 totalt 2 234 miljarder kronor, en ökning med 104 miljarder kronor jämfört med utgången av 2024. Totalt transfererades 18 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet under 2025. Fonderna hade sammanlagt 299 anställda, varav 148 som arbetade inom kapitalförvaltningen, vilket är något färre än föregående år.



Källa: Första till Sjätte AP-fonden.
Not: Tillgångsallokeringen som presenteras är nettoallokeringen per tillgångsslag vilket betyder att derivat och andra finansiella instrument som används för hävstångseffekter i portföljen, är nettade mot det tillgångsslag som derivatet är hänförbart till.

Figur 1: Buffertfondernas kapital under förvaltning och tillgångsallokering 2025

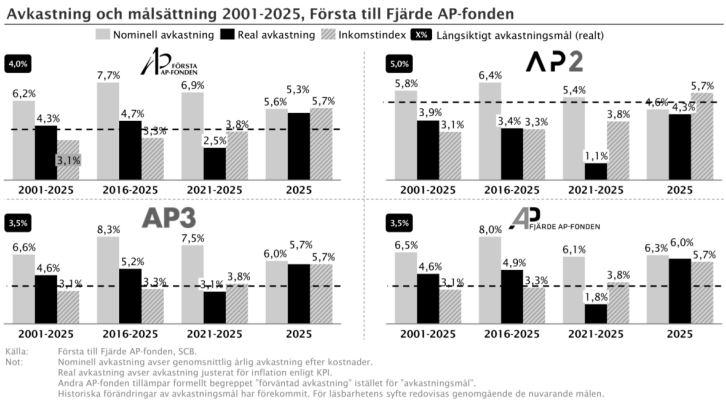
Första till Fjärde AP-fonden har en mer likartad tillgångsallokering, men det finns fortfarande variationer mellan fonderna (se Figur 1 ovan). Sett till tillgångsslaget globala aktier har Andra AP-fonden, i jämförelse med de övriga fonderna, en relativt låg exponering (23,5%). För resterande fonder är detta det största tillgångsslaget (33–37%). Vidare har Första AP-fonden den största allokeringen mot den svenska noterade aktiemarknaden (18,9%), men är också den enda fonden utan allokering i tillväxtmarknadsaktier där de andra tre fonderna har en allokering mellan 3–10%. Den räntebärande allokeringen är relativt lik fonderna emellan (21–24%). Inom alternativa tillgångar har Andra och Tredje AP-fonden den största allokeringen.

Den sammanlagda avkastningen för Första till Sjätte AP-fonden under 2025 var positiv och uppgick i genomsnitt till 6,2% efter kostnader, motsvarande 122 miljarder kronor vilket är 66 miljarder kronor lägre än föregående år. Avkastningen för 2025 är lägre än den genomsnittliga nominella avkastningen för de senaste fem och tio åren, som uppgår till 7,6% respektive 8,4%. Sedan start 2001 har buffertfonderna en sammanlagd avkastning på 6,3%.

Under 2025 uppgick den nominella avkastningen för Första AP-fonden till 5,6%, för Andra AP-fonden till 4,6%, för Tredje AP-fonden till 6,0%, för Fjärde AP-fonden till 6,3% samt för Sjätte AP-fonden till 8,3%. Se Figur 2 och Figur 3 för årets avkastning, samt avkastningen för de senaste fem- och tioårsperioderna samt sedan starten 2001 eller 1997.

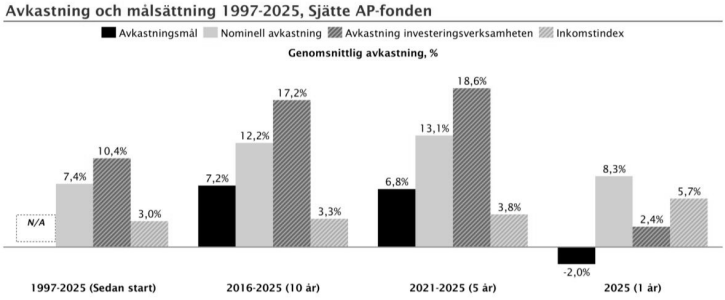
Samtliga AP-fonder har individuellt fastställda reala avkastningsmål, med undantag för Andra AP-fonden, som i stället har en långsiktig förväntad avkastning. Första AP-fonden har ett långsiktigt realt avkastningsmål på 4,0%. Andra AP-fonden har en långsiktig förväntad real avkastning på 5,0%. Tredje och Fjärde AP-fonden har ett långsiktigt realt avkastningsmål på 3,5%. Sjätte AP-fondens avkastningsmål speglar utvecklingen för en medianfond som investerar i onoterade tillgångar. Avkastningsmålet beräknas som 90% av målavkastningen för den onoterade portföljen (Burgiss, senaste femårsperioden) och 10% av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill).

Avkastningsmålen, respektive Andra AP-fondens avkastningsförväntan, som buffertfonderna fastställer har förändrats över tid. I utvärderingen används det senast fastställda målet respektive den senast fastställda förväntan per AP-fond.



Källa: Första till Fjärde AP-fonden, SCB.
Not: Nominell avkastning avser genomsnittlig årlig avkastning efter kostnader.
Real avkastning avser avkastning justerat för inflation enligt KPI.
Andra AP-fonden tillämpar formellt begreppet "förväntad avkastning" istället för "avkastningsmål".
Historiska förändringar av avkastningsmål har förekommit. För läsbarhetens syfte redovisas genomgående de nuvarande målen.

Figur 2: Första till Fjärde AP-fondens avkastning och målsättning, 2001–2025



Figur 3: Sjätte AP-fondens avkastning och målsättning, 1997–2025

Sedan starten 2001 har Första, Tredje och Fjärde AP-fonden överträffat sina avkastningsmål, medan Andra AP-fondens avkastning har varit lägre än sin långsiktiga förväntade avkastning. Sjätte AP-fonden har inget jämförbart avkastningsmål för denna period.

Sett ur ett tioårigt perspektiv (2016–2025) överträffar samtliga fonder sina långsiktiga mål, med undantag för Andra AP-fonden som hade en avkastning som var 1,6 procentenheter lägre än sin förväntade avkastning på 5,0%.

Under de senaste fem åren (2021–2025) är det ingen AP-fond som överträffar sina långsiktiga avkastningsmål. Den Tredje AP-fonden, med en avkastning på 3,1% per år, är närmast sitt mål, medan Andra AP-fonden är längst ifrån.

Jämfört med 11 utvalda och jämförbara pensionsfonder i länder som Norge, Finland, Danmark, Kanada och Australien har Första till Sjätte AP-fonden uppvisat goda avkastningsresultat. Under 2025 avkastade Första till Sjätte AP-fonden lägre än jämförelsegruppen, men sett över fem- samt tioåriga perioder har de presterat bättre än genomsnittet av de internationella pensionsfonderna.

Vidare, jämfört med svenska pensions- och försäkringsbolag, har Första till Fjärde AP-fonden överträffat jämförelsegruppens avkastning under 2025. Även sett över fem- och tioårsperioder har fondernas avkastning överstigit genomsnittet för svenska pensions- och försäkringsbolag. Första till Fjärde AP-fondernas relativa överavkastning gentemot jämförelsegruppen minskar dock över tid.

AP-fonderna fastställer själva, inom de ramar som anges i lagstiftningen, fördelningen av tillgångsslag i sina investeringsportföljer. Sjätte AP-fonden skiljer från de övriga buffertfonderna, då fonden har som uppdrag att investera i onoterade tillgångar och består därmed till 86% av alternativa investeringar. Vidare är fonden en stängd fond, utan in- eller utbetalningar till pensionssystemet och måste därför aktivt planera sin likviditet. Resterande allokering hänförs därmed till fondens likviditetsförvaltning och valutasäkringar.

Under 2025 bidrog aktier, räntor och alternativa tillgångar i genomsnitt positivt till fondernas avkastning. I absoluta tal hade globala aktier det största bidraget om 106,1 miljarder kronor för Första till Fjärde AP-fonden. Fondernas valutaexponering, efter valutasäkringarnas effekt, hade det starkaste negativa bidraget om cirka -69 miljarder kronor.

Första till Fjärde AP-fondens allokering inom alternativa tillgångar har under året minskat med -2,5 procentenheter till fördel för aktieallokeringen, och främst tillväxtmarknadsaktier. I övrigt har allokeringen, sett till buffertfonderna som helhet, inte haft några större förändringar.

Sett till buffertfondernas hållbarhetsarbete så präglas det av ett flertal gemensamma teman: (1) Ansvarsfullt och aktivt ägande som ett verktyg för klimatomställning, (2) Integration av hållbarhet i kapitalförvaltningen, (3) Sektorspecifika hållbarhetsrisker och tematiska investeringar som bidrar till omställningen, (4) Ökat engagemang, en aktiv roll och ledarskap i internationella och svenska samarbetsinitiativ samt (5) Iteration och uppföljning av målsättningar. Buffertfonderna har under året fortsatt med att vidareutveckla hållbarhetsarbetet inom deras verksamheter.

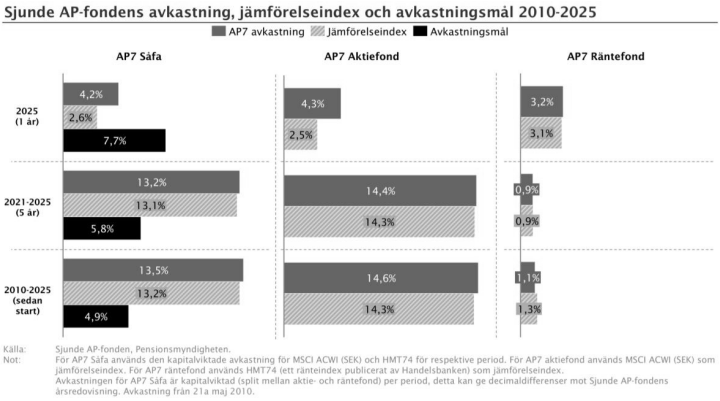
Under 2025 uppgick de totala uppmätta koldioxidutsläppen (Scope 1 och 2) inom buffertfondernas investeringar till 2,4 miljoner tCO_2e, vilket motsvarar en ökning med 0,47 miljoner tCO_2e jämfört med 2024.

2.2 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltade vid utgången av 2025 totalt 1 529 miljarder kronor, en ökning med 89 miljarder kronor jämfört med utgången av 2024. Av detta var 1 366 miljarder kronor placerade i AP7 Aktiefond och 163 miljarder kronor i AP7 Räntefond. Fondens organisation bestod av totalt 74 medarbetare, varav 29 personer inom kapitalförvaltningen, vilket är en relativt stor ökning jämfört med föregående år.

Till skillnad från Första till Sjätte AP-fonden (buffertfonderna) är Sjunde AP-fonden inte en del av inkomstpensionssystemet, utan är förvaltare av det statliga förvalsalternativet för premiepensionen. Fondens förvalsalternativ, AP7 Såfa, är en fondportfölj vars tillgångsallokering och riskprofil är generationsmodellbaserad och justeras beroende på spararens ålder. Portföljen består av en kombination av Sjunde AP-fondens två fonder, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, vilka även utgör valbara alternativ på premiepensionens fondtorg.

AP7 Såfa har ett långsiktigt avkastningsmål om minst 2 procentenheter över inkomstpensionen, vilket sedan 2010 motsvarar en årlig målavkastning på 4,9%, där 2,9% utgörs av genomsnittlig inkomstindexering. Sett till sedan start (2010–2025) har AP7 Såfa överträffat sitt avkastningsmål samt jämförelseindex med en genomsnittlig kapitalviktad avkastning om 13,5%.



Figur 4: Sjunde AP-fondens avkastning, jämförelseindex och avkastningsmål, 2010–2025

Sjunde AP-fonden integrerar hållbarhet i sin investeringsstrategi och arbetar aktivt för att påverka realekonomin genom ansvarsfullt ägande. Klimatfrågan är en prioritet, och fonden har en klimathandlingsplan för att nå netto noll utsläpp till 2050.

De totala koldioxidutsläppen från Sjunde AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 3,6 miljoner tCO_2e under 2025. Detta är en minskning med 0,4 miljoner tCO_2e jämfört med 2024.

2.3 Rekommendationer och övergripande observationer från årets utvärdering

Rekommendationer och observationer per fond

Första AP-fonden: Arkwrights bedömning är att Första AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten. Arkwright har i övrigt inga ytterligare rekommendationer.

Andra AP-fonden: Arkwrights bedömning är att Andra AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

Arkwright fortsätter notera att Andra AP-fonden saknar ett tydligt definierat avkastningsmål. Arkwright anser att Andra AP-fonden ska ha ett explicit avkastningsmål som är anpassat till fondens riskprofil, åtagandestruktur och styrningskapacitet, för att skapa tydlighet i uppföljning och ansvar.

Arkwright uppmärksammar även att Andra AP-fonden har inlett en ompositionering inom globala aktier och tillväxtmarknadsaktier. Arkwright ser positivt på ambitionen att stärka aktieförvaltningen och anpassa portföljen till en förändrad marknadsstruktur, givet att fondens historiska faktorallokering kan ha bidragit till den svaga avkastningen. Samtidigt menar Arkwright att en ny indexstrategi, som motiveras av ett tematiskt argument, bär på en inneboende inkonsekvens.

Vidare konstaterar Arkwright att Andra AP-fonden inte når upp till sin långsiktiga avkastningsförväntan över senaste tioårsperioden.

Tredje AP-fonden: Arkwrights bedömning är att Tredje AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten. Arkwright har i övrigt inga ytterligare rekommendationer.

Fjärde AP-fonden: Arkwrights bedömning är att Fjärde AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

Arkwright anser att fondens hållbarhetsmål bör revideras för att konkretisera kvantitativa målnivåer enligt tidsmässiga hållpunkter.

Sjätte AP-fonden: Arkwrights bedömning är att Sjätte AP-fondens förvaltning av fondmedel har uppfyllt kraven på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

Sjunde AP-fonden: Arkwrights bedömning är att Sjunde AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

Arkwright noterar att Sjunde AP-fonden har utvecklat ett mer segmenterat fokus per generation, vilket bedöms vara centralt för generationsmodeller som AP7 Såfa.

Året 2025 har påvisat att AP7 Såfa är en förhållandevis komplicerad pensionsprodukt, med bakgrund till hävstång, glidbanan och valutakurseffekter. I första anblick kan AP7 Såfa verka som en enkel och intuitiv pensionsprodukt, men året 2025 påvisar motsatsen.

Arkwright vidhåller sin bedömning av AP7 Såfas generationsmodell från tidigare utvärderingar.

Arkwright anser att nuvarande modell innebär en förvaltningsineffektivitet då hävstången kvarstår samtidigt som kapital successivt allokeras till räntefonden, vilket innebär att kapital indirekt lånas till högre ränta för att investeras i tillgångar med lägre förväntad avkastning.

Arkwright ser AP7 Räntefonds breddade mandat som positivt, men fondens historiska avkastning har varit lägre än både inkomstindex och inflation sedan 2010 vilket aktualiserar frågan om ränteallokeringens realvärdesäkring och roll i AP7 Såfa i nuvarande konstruktion.

Kronförstärkningen under 2025 dämpade avkastningen, medan hävstången i amerikanska dollar delvis fungerade som en valutasäkring. Arkwright bedömer att en hävstång finansierad i amerikanska dollar skapar en ändamålsenlig valutasymmetri vilket är särskilt viktigt då pensionsutbetalningar sker i svenska kronor.

Arkwright noterar även att det är centralt att beakta att marknadsindex inte är utformade som optimala sparportföljer, utan som mått på marknadens värdering och utveckling.

I jämförelse med upphandlade globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg har AP7 Aktiefond överträffat genomsnittet både 2025 och över fem år, delvis drivet av hävstångseffekten.

Omställningsportföljen uppgick vid utgången av 2025 till 0,9% av kapitalet, jämfört med målet om 10% till 2027. Arkwright noterar att allokeringen till portföljen fortskrider i relativt långsam takt.

I varje fondspecifikt avsnitt återfinns fullständiga slutsatser och bedömningar för respektive AP-fond.

Övergripande observationer och förslag

Sammantaget anser Arkwright att AP-fonderna är professionellt drivna pensions- och kapitalförvaltningsorganisationer med välutvecklade verksamheter och investeringsprocesser som tillämpar moderna och relevanta metoder och verktyg inom portföljförvaltning, riskhantering och hållbarhetsanalys. Inom ramen för den grundläggande utvärderingen har sju övergripande observationer identifierats:

Första och Sjätte AP-fondernas avveckling och tillgångsflytt
Första till Sjätte AP-fonderna har under året lagt betydande och resurskrävande arbete på verksamhetsavvecklingar och tillgångsflyttar, vilket har medfört ökade förvaltningskostnader, främst i form av engångskostnader. Trots detta har fonderna i stor utsträckning upprätthållit fokus på kapitalförvaltningen, och avkastnings- samt riskarbetet har inte påtagligt påverkats.

Samordnad ALM-analys för buffertfonderna
Arkwright anser fortsatt att en samordnad och gemensam ALM-process är nödvändig för att skapa en meningsfull och robust strategi med ett helhetsperspektiv av pensionssystemets riskprofil.

Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet
Buffertfonderna har under 2025 samt över tid bidragit positivt till pensionssystemets långsiktiga syfte och stabilitet. Arkwright påpekar fortsatt att det föreligger en komplexitet i att mäta exakt hur mycket och på vilket sätt enskilda fonder har bidragit. En djupare förståelse för sambandet mellan fondernas resultat och systemets övergripande och samlade finansiella ställning kräver en noggrann analys av osäkerhetsfaktorer och deras potentiella påverkan på framtida pensioner.

Begränsade nettoinvesteringar i illikvida tillgångar trots ökade möjligheter
Arkwright fortsätter notera begränsade nettoinvesteringar i illikvida tillgångar i Första till Fjärde AP-fonden, trots möjligheten att allokera upp till 40% av totala tillgångarna. Under perioden 2018–2025 ökade andelen illikvida tillgångar med endast 3 procentenheter, varav ca 90% kan tillskrivas värdestegring och endast 10% nettoinvesteringar.

Stora valutakursförändringar som haft påverkan på avkastningen
Arkwright observerar att valutakursrörelser under 2025 haft en tydlig påverkan på AP-fondernas avkastning. Första till Fjärde AP-fonderna får ha en valutaexponering om högst 40%, men kan valutasäkra mer vid behov. Eftersom pensionsutbetalningarna sker i svenska kronor, och kronan är en liten och konjunkturkänslig valuta, är valutarisk centralt.

Utökat hållbarhetsarbete och målsättningar
AP-fonderna har senaste åren stärkt sitt hållbarhetsarbete genom ökad transparens, mer omfattande rapportering och djupare integration i investeringsprocessen. År 2025 har dock präglats av olika resurskrävande arbeten, vilket tillfälligt påverkat delar av målsättningsarbetet. Flera mål är antingen redan uppfyllda eller saknar tydliga kvantitativa delmål och definierade milstolpar, vilket försvårar uppföljning och styrning.

Utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden
Sjunde AP-fonden förvaltar vid utgången av 2025 ett kapital om 1 529 miljarder kronor och utgör därmed Sveriges största enskilda pensionsportfölj. Fonden har i övrigt mycket stora skillnader gentemot buffertfonderna. Det föreslås därför att en dedikerad utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden utarbetas, anpassad till fondens uppdrag, struktur och relevanta jämförelsegrupper. En sådan modell är en förutsättning för att Regeringen och Riksdagen ska kunna göra välgrundade bedömningar av hur denna centrala del av det svenska pensionssystemet förvaltas.

För en utvecklad detaljering av övergripande observationer, se *avsnitt 11. Övergripande observationer och förslag.*

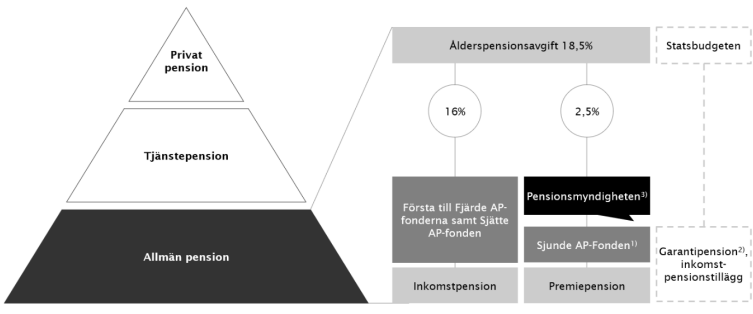
3. AP-fondernas roll och omvärld

3.1 AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet

Det svenska pensionssystemet består av tre delar; allmän pension, tjänstepension och privat pension. AP-fonderna är sex pensionsfonder som utgör basen i det svenska pensionssystemet, **allmän pensionen**. De andra två delarna i det svenska pensionssystemet är tjänstepensionen som är en tjänsteförmån från arbetsgivaren och privat pensionen som består av privat sparande. Detta illustreras i Figur 5 nedan.

Den allmänna pensionen är uppdelad i två delar: **inkomstpension och premiepension**. Inkomstpensionen hanteras av Första till Fjärde AP-fonden samt Sjätte AP-fonden. Premiepensionen är ett individuellt och premiebaserat system där förvaltningen utförs av Sjunde AP-fonden och privata fondbolag. Syftet med premiepensionen är att möjliggöra högre avkastning genom investeringar på kapitalmarknaden och att bidra till riskspridning inom den allmänna pensionen. Ett annat syfte är att göra det möjligt för enskilda individer att själva kunna påverka sin pension genom egna val av fonder.

Översikt av pensionssystemet



Källa: Försäkringskassan.
Not: 1) Ett alternativ till Sjunde AP-fonden (AP7 Såfa) är att använda sig av ett privat fondbolag.
2) Garantipension för de med låg eller ingen inkomst som finansierar ur skattesystemet.
3) I januari 2020 togs premiepensionsmyndighetens uppgifter över av Pensionsmyndigheten.

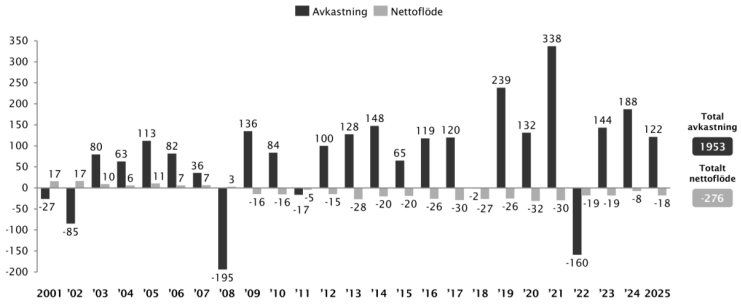
Figur 5: Översikt av pensionssystemet

Första till Sjätte AP-fonden benämns som buffertfonder, men skiljer sig åt i deras syfte. Första till Fjärde AP-fonden har som syfte är att jämna ut perioder av löpande över- och underskott mellan inbetalda pensionsavgifter och utbetalda pensioner samt att långsiktigt generera avkastning för att öka stabiliteten i inkomstpensionssystemet. Utjämningen beskriven ovan uttrycks ofta i termer av nettoflödet mellan buffertfonderna och pensionssystemet, och är ett mått på den del av det förvaltade kapitalet hos buffertfonderna som betalas ut som inkomstpensioner varje år.

Sjätte AP-fonden som också är en buffertfonderna i inkomstpensionssystemet, skiljer sig från Första till Fjärde AP-fonden genom att främst investera i onoterade tillgångar. Dessutom är Sjätte AP-fonden en stängd fond, vilket innebär att den varken tar emot eller betalar ut medel till pensionssystemet. Detta innebär att fonden noggrant måste planera sin likviditet. Fonden har även en striktare begränsning avseende valutaexponering än övriga buffertfonder.

Nettoflödet till pensionssystemet har varit negativt sedan 2009. Ett negativt nettoflöde innebär summan som betalas ut som inkomstpension är större än vad fonderna får in form av pensionsavgifter. Buffertfonderna hjälper således till att finansiera pensionssystemets utbetalningar. Sedan starten 2001 har fondernas totala avkastning i absoluta termer överstigit nettoflödet, vilket illustreras i Figur 6 nedan. Det totala kapitalet under förvaltning av buffertfonderna har därmed ökat. 2025 uppgick nettoflödet till -18 miljarder kronor.

Total avkastning efter kostnader samt nettoflöde till pensionssystem 2001-2025, Buffertfonderna, mdrSEK

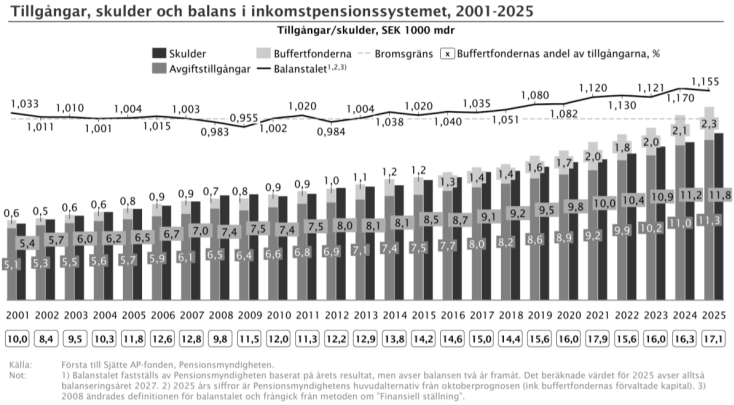


Källa: Första till Sjätte AP-fonden.
Not: Totalt nettoflöde till pensionssystemet avser betalningar från AP1-4, AP6 är en stängd fond och gör således inga utbetalningar.

Figur 6: Buffertfondernas totala avkastning efter kostnader samt nettoflöde till pensionssystemet, 2001–2025

Målsättningen är att pensionssystemet ska vara självfinansierande och helt finansieras med inbetalda avgifter. De årliga inbetalningarna till inkomstpensionen finansierar pensionsutbetalningar till dagens pensionärer (ett så kallat ”pay-as-you-go”-system). Om skulderna i systemet överstiger tillgångarna genomförs en balansering för att säkerställa framtida pensionsutbetalningar. Då justeras pensionsutbetalningarna inom inkomstpensionen beroende på systemets finansiella ställning som uttrycks i ett så kallat balanstal och definieras som inkomstpensionssystemets tillgångar dividerat med inkomstpensionssystemets skulder. Tillgångarna består av värdet av framtida inbetalningar, d.v.s. avgiftstillgången, och buffertfonderna medan skulderna består av upparbetade pensionsrätter (Se Figur 7 nedan).

Om balanstalet överstiger 1,0 skrivs värdet av pensionsrätterna upp med den genomsnittliga löneökningstakten, uttryckt i inkomstindex. Om balanstalet däremot understiger 1,0 är skulderna större än tillgångar och en automatisk balansering aktiveras (refereras vanligen till som bromsen). Det innebär att värdet av pensionsrätterna skrivs upp med en lägre faktor än löneökningen, eller temporärt inte skrivs upp alls. Detta innebär att inkomstpensionen kan sänkas om inkomstpensionssystemet inte balanserar.



Figur 7: Tillgångar, skulder och balans i inkomstpensionssystemet, 2001–2025

Pensionssystemet har varit i balans sedan 2013 då tillgångarna har varit större än skulderna. År 2008 var det första tillfället i buffertfondernas historia sedan starten 2001 som balanstalet understeg 1, se figur 7 ovan. Detta var en effekt av en global finanskris och en generell obalans mellan skulder och tillgångar. Detta resulterade i att inkomstpensionen för efterföljande år, 2010 och 2011, skrevs ned. Sedan 2012 har balanstalet uppvisat en växande trend till en stabil nivå över gränsvärdet.

Den andel av totala pensionssystemtillgångar som utgörs av buffertfonderna har historiskt sett varit relativt låg och avgiftstillgångarna har utgjort merparten av tillgångssidan. Dock har buffertfondernas betydelse för systemet ökat över tid då och fonderna utgör en ökande andel av tillgångarna. När nuvarande buffertfondstruktur implementerades 2001, utgjorde buffertfonderna cirka 10% av tillgångarna medan år 2025 utgör de 17,1% av totala tillgångarna. Buffertfonderna har därmed sedan start bidragit positivt till balansen i det övergripande pensionssystemet.

3.2 AP-fondernas uppdrag och styrning

AP-fondernas verksamhet styrs av Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder samt lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden, vilka säkerställer en stabil och långsiktig förvaltning av pensionskapitalet. Regelverken definierar fondernas uppdrag, mål och begränsningar för att trygga pensionssystemets hållbarhet.

Första till Fjärde AP-fondens uppdrag:

- Förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.
- Den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.
- Förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet.

- Ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten.

Sjätte AP-fondens uppdrag

- Inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, förvalta anförtrodda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden.
- Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses.
- Förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet.

Sjunde AP-fondens uppdrag:

- Förvalta fonder för de ändamål som framgår av bestämmelserna om premiepension i socialförsäkringsbalken. Förvaltningen ska ske uteslutande i pensionsspararnas intresse.
- De medel som förs över till fonder som Sjunde AP-fonden förvaltar ska placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås vid den valda risknivån.
- Medlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska Sjunde AP-fonden fästa särskild vikt vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet.

Riksdagen ger fonderna deras mandat och operationella ramverk, inklusive kravet på föredömlig förvaltning, som sedan 1 juli 2022 även omfattar Sjätte AP-fonden. Regeringen utvärderar årligen fondernas resultat för att säkerställa att de agerar inom sitt uppdrag, vilket bidrar till transparens och ansvarsutkrävande.

Varje AP-fonds styrelse ansvarar för att fastställa investeringsstrategier och mandat, baserade på fondens investeringsfilosofi och övertygelser. Dessa styr kapitalallokering, riskhantering och avkastningsmål. Styrelserna har det strategiska ansvaret för att säkerställa att fondernas verksamhet stödjer pensionssystemets långsiktiga mål. För en mer detaljerad analys av AP-fondernas styrning, se bilaga *Tilläggsuppdrag* från utvärderingen 2024.

Trots regeringens roll i utvärderingen har Regeringskansliet ingen operativ påverkan på förvaltningen i AP-fonderna, i enlighet med principen om oberoende förvaltning. Detta garanterar att investeringsbeslut grundas på finansiella och strategiska överväganden, fria från politisk påverkan. AP-fondernas styrningsmodell bidrar därmed till ett stabilt och hållbart pensionssystem för nuvarande och framtida generationer.

AP-fonderna bedrivs dessutom separat och oberoende av varandra och därmed fastställs deras respektive mål utan hänsyn till de övriga fondernas ALM-strategi, portföljsammansättning eller risknivå. Detta är viktigt att beakta vid jämförelser samt utvärdering av fonderna.

3.3 AP-fondernas omvärld 2021–2025

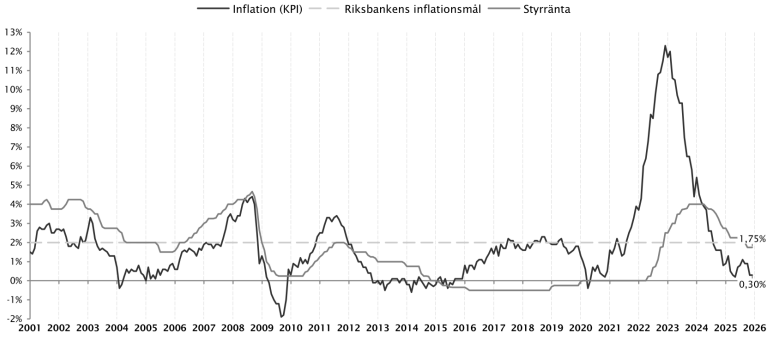
Under de senaste fem åren har AP-fonderna navigerat genom ett komplext och utmanande makroekonomiskt och geopolitiskt landskap, vilket har haft en direkt inverkan på fondernas verksamheter och investeringsstrategier. Dessa förändringar har krävt anpassningar för att fortsätta leverera en långsiktigt stabil avkastning och upprätthålla pensionssystemets finansiella stabilitet.

År 2021 präglades fortsatt av den globala covid-19-pandemin, vilket hade en betydande påverkan på det internationella investeringsklimatet. Nedstängningar av samhällen och ökad ekonomisk osäkerhet bidrog till kraftiga börsnedgångar under 2020. Marknaderna återhämtade sig dock relativt snabbt, och utvecklingen kulminerade i att 2021 blev ett historiskt starkt börsår med en stark börsutveckling och omfattande transaktionsaktivitet. Återhämtningen stöddes i stor utsträckning av omfattande finans- och penningpolitiska stimulanser från regeringar och centralbanker, vilket bidrog till en relativt snabb ekonomisk återgång.

De omfattande finans- och penningpolitiska stimulanserna, i kombination med Rysslands invasion av Ukraina, bidrog till en kraftig uppgång i inflationen och en försvagad konjunkturutveckling i Sverige. I februari 2022, samtidigt som de sista pandemirestriktionerna avvecklades i Sverige, inledde Ryssland sin fullskaliga invasion av Ukraina. Invasionen innebar en påtaglig förändring av det internationella makroekonomiska läget och fick betydande konsekvenser för den svenska ekonomin och penningpolitiken. Globala leveranskedjor påverkades negativt, energipriserna steg kraftigt och inflationen i Sverige nådde den högsta nivån på tre decennier (se Figur 8). Mot denna bakgrund redovisade AP-fonderna under 2022 sina lägsta reala avkastningar sedan finanskrisen 2008.

För att hantera den stigande inflationen höjde Riksbanken styrräntan i omgångar från 0% i början av 2022 till 4% i slutet av 2023, vilket är den högsta nivån på 15 år. Detta resulterade i en markant förändring av investeringsklimatet, vilket hade en negativ inverkan på skuldsatta branscher som bygg- och fastighetssektorn. Samtidigt blev investeringar i räntebärande värdepapper mer attraktiva. Globala räntehöjningar, genomförda av bland annat den amerikanska centralbanken (Federal Reserve) och Europeiska centralbanken, påverkade likaså de internationella investeringsutsikterna.

Sveriges inflationstakt och styrränta 2001-2025



Källa: SCB, Riksbanken.

Figur 8: Sveriges inflationstakt och styrränta, 2001–2025

Riksbankens räntehöjningar gav effekt under 2023, vilket ledde till en stadig nedgång i inflationen. Som en följd började Riksbanken successivt sänkt styrräntan under 2024, från en högstanivå om 4% (Se Figur 8 ovan). I december 2025 låg årsinflationen på 0,3%, vilket är under Riksbankens mål på 2%, drivet av dessa räntesänkningar. Även globalt har centralbankerna fortsatt sina räntesänkningar, men osäkerheten kring inflationens långsiktiga utveckling kvarstår.

De höga räntorna under 2023 satte press på bolag och industrier som finansieras av större andel lån, medan de lägre räntorna under 2025 har stärkt attraktionskraften för investeringar i aktier och alternativa tillgångar. Fallande räntor under 2025 har också fortsatt stärkt marknadsvärdet på obligationer. Dessa marknadssvängningar har varit en central faktor för AP-fondernas strategiska anpassningar där en välbalanserad portfölj har varit avgörande.

Under 2025 har svenska kronan stärkts mot euron med 6,2% och 19,5% gentemot amerikanska dollarn, vilket illustreras i Figur 9 nedan. För året 2024 var effekten motsatt då kronan försvagades med -8,7% mot amerikanska dollarn, och -3,4% mot euron.

En stärkt svensk krona stärker svenska importberoende företag samt bolag med hög andel av utländska lån samtidigt som det missgynnar svenska exportbolag och utländska tillgångar. Svenska kronkursen har direkt och indirekt påverkan på värderingen av fondernas tillgångar, såväl räntor som aktier. Värdet på AP-fondernas internationella investeringar har därmed minskat i relation till deras innehav i svenska kronor till följd av kronstärkningen.

Figur 9: Indexerad växelkursutveckling, SEK mot EUR och USD, 2021–2025

Första till Fjärde AP-fonden får enligt lag inte ha en öppen valutaexponering (den del av portföljen som är utsatt för valutakursförändringar utan valutasäkring) som överstiger 40%. Valutaförändringarnas påverkan minskas genom valutasäkringar som begränsar effekten av kronans utveckling mot andra valutor. Under tider då svenska kronan försvagas mot internationella valutor innebär kravet om valutasäkring att fonderna går miste om en del av avkastningen i sina internationella innehav som genereras av kronans försvagning, i förhållande till om fonden inte tillämpade någon valutasäkring. På motsvarande sätt innebär valutasäkring att effekten av en förstärkning av den svenska kronan mot internationella valutor reduceras, vilket skyddar avkastningen i fondens internationella innehav.

Frågan om valutasäkringskravet har diskuterats i tidigare utredningar och utvärderingar. Kravet kan anses vara begränsande eftersom det gäller på årsbasis trots att valutakurser naturligt fluktuerar över fondernas långa investeringshorisont. Ett slopat krav skulle ge ökad flexibilitet men också innebära utmaningar, exempelvis hur fonderna skulle prognosticera utvecklingen av valutakurser och anpassa sin valutaexponering vid rätt tidpunkt.

Sett till aktiemarknaden under 2025 präglades de globala aktiemarknaderna av betydande volatilitet. Efter en inledande period med kraftiga svängningar och en markant nedgång under årets första hälft, stabiliserades marknadsläget successivt. Under andra halvåret utvecklades marknaderna mer positivt, med en bred och ihållande uppgång som innebar att nivåer i linje med 2024 åter nåddes mot slutet av året (se Figur 10 nedan).

Denna utveckling skedde trots fortsatt geo- och penningpolitisk osäkerhet, kopplad till inflation, ränteläge och det amerikanska tullkriget. Även om tullrelaterad osäkerhet periodvis påverkade marknadssentimentet under året, visade de globala aktiemarknaderna motståndskraft och avslutade 2025 med en tydlig återhämtning.

På den amerikanska börsen ökade S&P 500 (de 500 största amerikanska börsnoterade företagen) med cirka 16% i aktiepriser och 18% i total avkastning under 2025, där "Magnificent Seven" bolagen (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia och Tesla) bidrog i varierande grad och stod i slutet av 2025 för 35% av S&P 500 marknadsvärde. Mätt i amerikanska dollar hade USA ett starkt börsår som överträffar det 10-åriga geometriska medelvärdet, men som med exponering mot svenska kronan reducerar avkastningen.

De svenska storbolagsaktierna utvecklades i linje med den amerikanska aktiemarknaden, om än med något lägre avkastning för börsen som helhet. Under 2025 överträffade storbolagsindexet OMXS30GI, som omfattar de 30 mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen inklusive utdelningar, det bredare indexet OMXSGI, som inkluderar samtliga noterade aktier inklusive utdelningar. Avkastningen uppgick till 18,5% för OMXS30GI respektive 12,8% för OMXSGI, vilket indikerar att större bolag hade en starkare utveckling än mindre bolag på Stockholmsbörsen. På den europeiska aktiemarknaden genererade det breda marknadsindexet STOXX 600, mätt i euro och omfattande stora, medelstora och små börsnoterade bolag i 17 europeiska länder, en avkastning om 16,8% under 2025.

Marknadens historiska utveckling och förutsättningar medför potentiella koncentrationsrisker för AP-fonderna, som har betydande investeringar inom amerikanska teknikbolag (se avsnitt *4.2.1 Risknivå* för en detaljerad genomgång av koncentrationsrisker). Samtidigt börjar allt fler investerare ifrågasätta hur länge de stora amerikanska teknikbolagen kan upprätthålla sin tillväxt och överträffa de högt ställda vinstförväntningarna. På sikt kommer faktorer som konjunkturutvecklingen, inflationen, styrräntorna och bolagens vinstutveckling vara avgörande för aktiemarknaden riktning.

Källa: Nasdaq, MSCI, S&P.
Not: Index = 100 per 2021-01-04. Total indexutveckling inklusive utdelningar.
Svenska aktier (OMXSGI) i SEK, Globala aktier (MSCI World) i SEK, Tillväxtmarknadsaktier (MSCI Emerging Markets) i SEK, US statsobligationer (amerikanska statsobligationer 5 år) i SEK, Svenska statsobligationer (svenska statsobligationer 5 år) i SEK.

Figur 10: Utveckling på underliggande marknader 2021–2025

Aktiviteten på marknaden för onoterade tillgångar ökade under 2025, efter att ha bottnat under 2023. Transaktionsaktiviteten steg, både i termer av antal transaktioner och totalt transaktionsvärde, vilket i sin tur bidrog till ökade distributioner. Det samlade transaktionsvärdet under 2025 var det högsta sedan toppåret 2021, vilket indikerar en tydlig vändning i marknadsaktiviteten vilket särskilt kan hänföras till Nordamerika där flertalet mycket stora transaktioner genomförts. Samtidigt fortsatte fondernas oallokerade kapital (eng: dry powder) att öka och nådde rekordnivåer under året. Den globala fondresningen uppvisade däremot ingen motsvarande uppgång utan låg kvar på relativt stabila nivåer. Marknaden präglades fortsatt av en tilltagande polarisering, där de största och mest etablerade aktörerna attraherade en allt större andel av det tillgängliga kapitalet. [1,2]

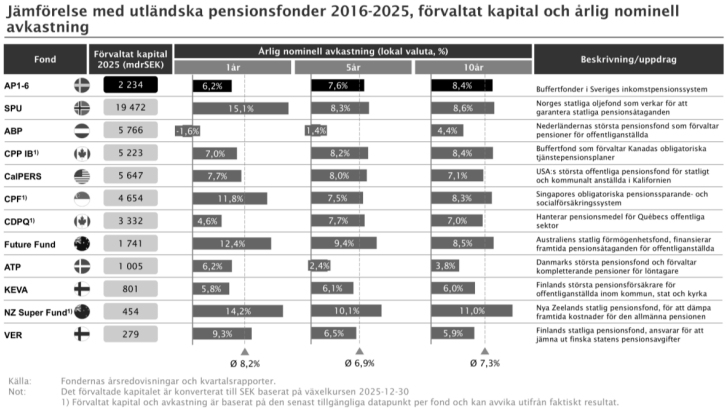
Secondary-marknaden har fortsatt varit förhållandevis aktiv, med ett ökande inflöden av kapital. Situationen är fortsatt lik 2024 där många investerare har sett möjligheter att göra attraktiva affärer då flera Limited Partners (LPs)[3] har tvingats minska sina allokeringar till onoterade aktier (private equity). Som en konsekvens har flera stora program sålts på andrahandsmarknaden, vilket har bidragit till en fortsatt fungerande marknad inom secondary-segmentet.

3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder

Buffertfondernas utveckling kan jämföras med utländska pensionsfonder för att ge en indikation på skillnader i avkastning, tillgångsallokering och andel extern förvaltning. En direkt jämförelse av avkastningen ska dock göras med försiktighet då fonderna skiljer sig åt i dess grunduppdrag, placeringsregler, risktolerans, valutaeffekter och marknadsutveckling på respektive hemmamarknader, men utgör en intressant referens.

Under 2025 uppnådde de svenska buffertfonderna (Första till Sjätte AP-fonden) en lägre genomsnittlig avkastning än den internationella jämförelsegruppen[4]. Detta var drivet av att svenska kronan stärktes under året. Buffertfonderna hade en genomsnittlig avkastning på 6,2% jämfört med snittet på 8,4% (Se Figur 11 nedan), vilket är 2,2 procentenheter lägre än det totala internationella snittet för 2025. Ett motsatt mönster framträder sett till ett längre perspektiv. Buffertfondernas genomsnittliga årliga avkastning uppgick till 7,6% över fem år och 8,4% över tio år vilket överstiger det totala internationella snittet på 6,9% respektive 7,2%.

[1] KPMG, Q4'25 Pulse of Private Equity
[2] Bain & Company, Global Private Equity Report 2026
[3] LP står för *Limited Partner* och är en benämning för en investerare i en riskkapitalfond såsom private equity- (PE) eller venture capital (VC) fonder
[4] Den internationella jämförelsegruppen är en mycket selektiv grupp och jämförelser ska därför göras med försiktighet



Figur 11: Jämförelse med utländska pensionsfonder, 2016–2025, förvaltat kapital och årlig nominell avkastning[5]

Precis som de svenska AP-fonderna har även de utländska pensionsfonderna i regel definierade avkastningsmål över tid. Detta kan antingen vara en specifik procentuell nivå eller baseras på en sammansättning av olika index som syftar till att ge en rättvisande jämförelseavkastning för fonderna att förhålla sig till. Arkwrights bedömning är att de flesta internationella pensionsfonderna över tid tenderar att överträffa sina mål, men graden av överavkastning varierar. Denna överavkastning i förhållande till målen ger en indikation på fondernas relativa avkastning, även om det är viktigt att ta hänsyn till flera faktorer vid jämförelse av olika fonders avkastning.

Sjätte AP-fonden som förvaltar onoterade tillgångar skiljer mot de utvalda internationella pensionsfonderna och jämförs mer rättvisande med riskkapitalinvesterare. På tio års sikt har jämförbara riskkapitalinvesterare en genomsnittlig avkastning (internräntemetoden) på cirka 15% inom buyout-segmentet, vilket är i linje med Sjätte AP-fonden som har något högre avkastning. På fem års sikt har dessa fonder en genomsnittlig avkastning på cirka 14%, vilket något lägre än Sjätte AP-fondens avkastning under perioden.[6] I denna jämförelse är Sjätte AP-fondens *avkastning från investeringsverksamhet* mest jämförbar då det exkluderar fondens likviditetshantering, likt jämförelseavkastningen.

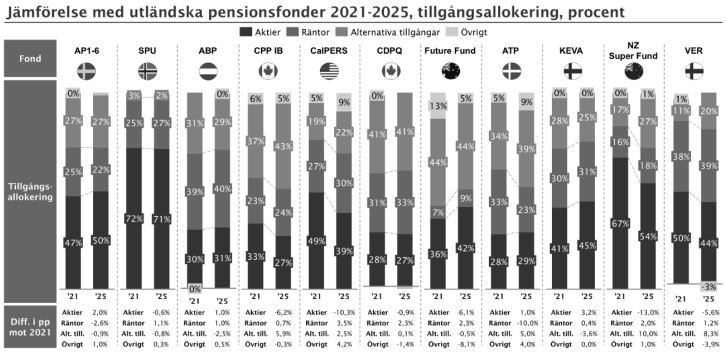
Tillgångsallokeringen skiljer sig markant mellan pensionsfonder i olika länder, vilket framgår av Figur 12. En tydlig trend under de senaste fem åren är att allt fler institutionella pensionsfonder har ökat sin allokering mot alternativa tillgångar, såsom fastigheter, onoterade aktier (eng: private equity) och infrastruktur.

Samtidigt har andelen noterade aktier minskat hos merparten av de utländska pensionsfonderna, i kontrast till de svenska buffertfonderna. Bland de fonder som tydligt reducerat sin aktieallokering har andelen alternativa tillgångar i stället ökat. Future Fund och Keva är de enda fonderna som under de

[5] ATP har synligt svagt resultat på alla tidshorisonter. I januari 2025 initierades ett arbete med omfattande extern utvärdering och omprövning av investeringsstrategin.
[6] Bain & Company, Global Private Equity Report 2026

senaste fem åren har ökat sin exponering mot noterade aktier i mer betydande omfattning. En möjlig förklaring är att flera pensionsfonder redan har haft en hög aktieandel och därför prioriterat ökad diversifiering.

SPU utmärker sig genom en väsentligt större andel investeringar i noterade aktier än övriga fonder, medan de svenska buffertfonderna också har en relativt hög aktieallokering. CPP Investments, Future Fund och ATP särskiljer sig samtidigt genom sina betydande exponeringar mot alternativa tillgångar.



Figur 12: Jämförelse med utländska pensionsfonder, 2021–2025, tillgångsallokering

Andelen av totalt förvaltat kapital som hanteras internt inom pensionsfonder eller via externa mandat varierar mellan länder och fonder. Data visar att många internationella pensionsfonder väljer att lägga ut en betydande del av sin förvaltning på externa kapitalförvaltare; endast en av tjugo stora pensionsfonder förvaltar sin portfölj internt, medan 28% inte har någon intern förvaltning alls. Förvaltningen har även geografiska skillnader där extern förvaltning är vanligast i USA och Storbritannien.[7]

Denna preferens för extern förvaltning kan förklaras av flera faktorer, såsom begränsade interna resurser och kompetens för att hantera vissa tillgångsklasser, särskilt inom onoterade tillgångar som private equity. Dessutom kan en extern förvaltning minska de interna risker som följer av att hantera stora tillgångar.

I jämförelse med internationella pensionsfonder utmärker sig buffertfonderna, tillsammans med SPU (Norge), genom att ha en hög andel av kapitalet förvaltat internt. Detta speglas även i deras förvaltningskostnader. Future Fund (Australien) utmärker sig på motsatt vis från SPU då fonden har en stor andel extern förvaltning koncentrerat till relativt få förvaltare över hela världen. Under 2025 beslutade fonden att öka sin interna förvaltning motiverat av att sänka sina förvaltningskostnader.

[7] Mercer, Large Asset Owner Barometer 2025

3.5 Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag

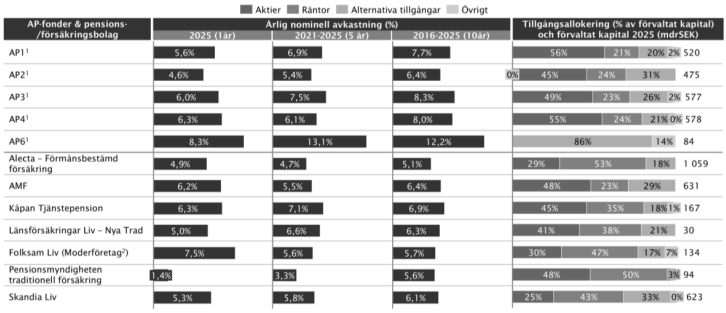
Första till Fjärde AP-fondernas avkastning och tillgångsallokering kan även sättas i relation till svenska pensions- och försäkringsbolag. Urvalet är subjektivt och syftar till att ge en översiktlig bild samt tillföra ytterligare perspektiv. Jämförelsen omfattar inte fondförsäkring utan fokuserar huvudsakligen på traditionell försäkring. Inom Alecta har exempelvis Alecta Optimal Pension exkluderats, då det är en premiebestämd produkt och därmed inte bedöms vara jämförbar.

Pensions- och försäkringsbolagen skiljer sig från AP-fonderna genom att deras produkter och portföljer omfattas av andra regler och restriktioner som påverkar avkastningen. Investeringsutrymmet begränsas bland annat av solvensregler, likviditetskrav och Finansinspektionens regelverk. Flera aktörer erbjuder dessutom produkter med individuella försäkringsavtal. En direkt jämförelse bör därför göras med försiktighet, mot bakgrund av skillnader i lagstiftning, regelverk och placeringsinriktning.

Första till Fjärde AP-fondernas avkastning är relativt god jämfört med svenska pensions- och försäkringsbolag. Under 2025 uppgick den genomsnittliga avkastningen till 5,6%, jämfört med 5,2% för jämförelsegruppen. Även över fem år (6,5% mot 5,5%) och tio år (7,6% mot 6,0%) överträffar buffertfonderna jämförelsegruppen. På tio års sikt uppgår buffertfondernas överavkastningen till 1,6 procentenheter, men skillnaden har minskat över tid.

Tillgångsallokeringen skiljer sig mellan aktörerna. Pensions- och försäkringsbolagen har generellt lägre aktieandel och högre ränteandel än Första till Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden avviker genom sin tydliga inriktning mot onoterade tillgångar. Andra AP-fonden har lägst aktieandel bland buffertfonderna och uppvisar en genomsnittlig avkastning som är något lägre än jämförelsegruppen på fem års sikt (5,4% mot 5,5%), men högre på tio års sikt (6,4% mot 6,0%).

Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag 2016-2025, årlig nominell avkastning och tillgångsallokering



Källa: Första till Sjätte AP-fonden, pensions- och försäkringsbolagens årsredovisningar, kvartalsrapporter, nyckeltalsrapporter och hemsidor
Not: Jämförelsen med pensions- och försäkringsbolagen avser ej Fondförsäkring.
1) Buffertfondernas avkastning avser genomsnittlig avkastning efter kostnader
2) Avser Folksam Liv som är moderföretaget i Folksam Liv-koncernen, inkluderar ej koncernföretag

Figur 13: Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag 2016–2015, årlig nominell avkastning och tillgångsallokering

4. Buffertfondernas gemensamma utveckling

Detta avsnitt redogör för buffertfondernas (Första till Sjätte AP-fonden) gemensamma utveckling under 2025, den senaste fem- och tioårsperioden samt sedan starten 2001. Avsnittet redovisar även Första till Fjärde AP-fondens risknivå, tillgångsallokering, innehav av illikvida tillgångar samt fördelningen mellan intern och extern kapitalförvaltning. Avsnittet belyser även buffertfondernas hållbarhetsarbete och samarbeten, där Sjunde AP-fonden även inkluderas till del.

Det är viktigt att notera att varje enskild AP-fond agerar självständigt och varken har skyldighet eller rätt att samordna sin förvaltning med de övriga buffertfonderna eller att anpassa sina investeringsbeslut utifrån deras strategier.

4.1 Buffertfondernas avkastning 2001–2025

Den sammanlagda avkastningen för Första till Sjätte AP-fonden under 2025 uppgick till 6,2%, motsvarande 122 miljarder kronor. Samtliga buffertfonder hade en positiv realavkastning under året. Vid utgången av 2025 uppgick det totala förvaltade kapitalet för Första till Sjätte AP-fonden till 2 234 miljarder kronor. Avkastningen för året 2025 har till stor del präglats av stora valutakursförändringar som efter valutasäkringar uppgick till -69 miljarder kronor för Första till Fjärde AP-fonden.

Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har långsiktiga reala avkastningsmål, medan Andra AP-fonden har en långsiktig förväntad avkastning. Dessa mål vägleder respektive fonds investeringsstrategi och risktagande men används inte som jämförelsetal på årsbasis. Avkastningsmålen, respektive Andra AP-fondens avkastningsförväntan, som buffertfonderna fastställer har förändrats över tid. I utvärderingen används det senast fastställda målet respektive den senast fastställda förväntan per AP-fond.

- Första AP-fondens långsiktiga reala avkastningsmål: 4,0%
- Andra AP-fondens långsiktiga förväntade reala avkastning: 5,0%[8]
- Tredje och Fjärde AP-fondernas långsiktiga reala avkastningsmål: 3,5%

Sjätte AP-fondens avkastningsmål speglar avkastningen för en medianfond som investerar i onoterade tillgångar. Det består av 90% av målavkastningen för den onoterade portföljen (Burgiss, senaste femårsperioden) och 10% av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill).

Skillnaderna i avkastningsmål och förväntad avkastning mellan fonderna beror på deras individuella och självständiga investerings- och förvaltningsstrategier. Detta speglar även den lagstadgade autonomi som varje fond har.

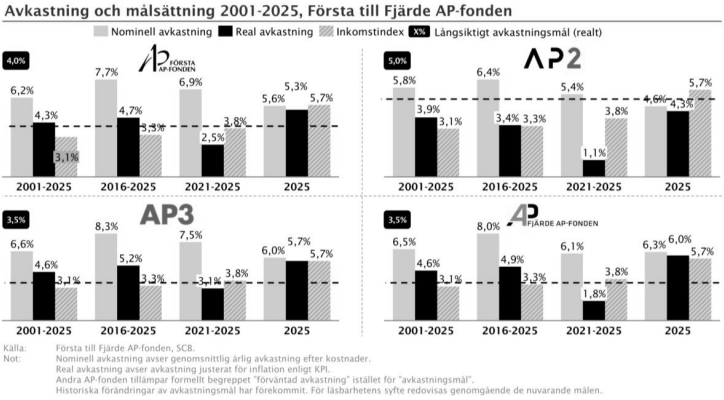
Under 2025 uppnår samtliga buffertfonder sina reala avkastningsmål, förutom Andra AP-fonden som avkastat lägre än avkastningsförväntan. Se Figur 14 och Figur 15 nedan.

Sett till jämförelseperioden på fem år (2021–2025) är det ingen AP-fond som överträffar sina långsiktiga avkastningsmål. Den tredje AP-fonden, med en avkastning på 3,1% per år, är närmast målet, medan Andra AP-fonden är längst ifrån.

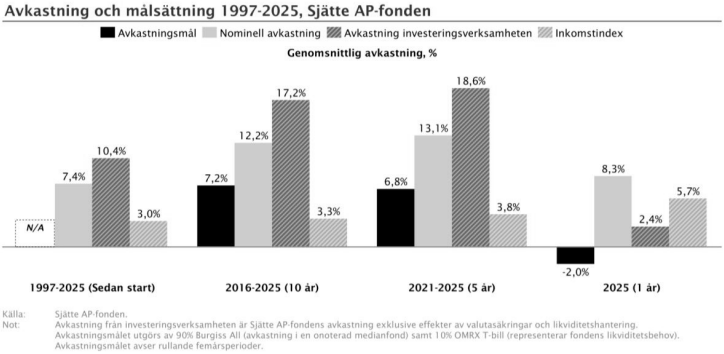
[8] Andra AP-fondens långsiktiga förväntade reala avkastning ändrades under 2024 från 4,5% till 5,0%.

Ur ett tioårsperspektiv (2016–2025) överträffar samtliga fonder sina långsiktiga mål, med undantag för Andra AP-fonden, som hade en avkastning som var 1,6 procentenheter lägre än den förväntade avkastning på 5,0%.

Den längsta jämförelseperioden, sedan AP-fondsystemets ombildning (2001–2025), visar en liknande utveckling. Första AP-fonden tangerar sitt långsiktiga reala avkastningsmål medan Tredje och Fjärde AP-fonden överträffar sina. Andra AP-fonden, som har det högsta förväntan för real avkastning, har fortsatt en lägre avkastning än sin långsiktigt förväntade avkastning men också lägst avkastning av samtliga buffertfonder. För denna tidsperiod har Sjätte AP-fonden inget jämförbart avkastningsmål. Alla fonder överträffar inkomstindex på längre tidsperioder.



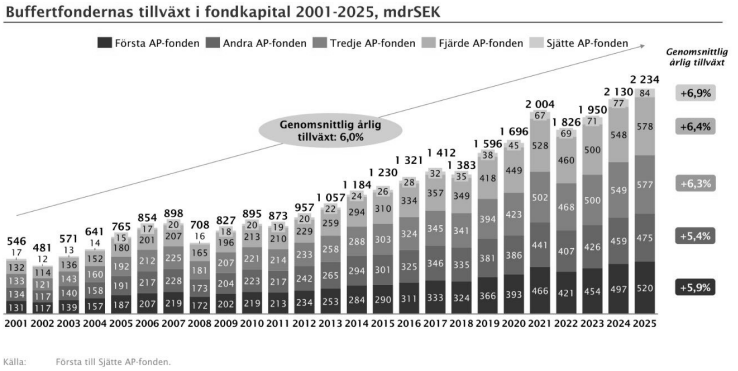
Figur 14: Första till Fjärde AP-fondens avkastning och målsättning, 2001–2025



Figur 15: Sjätte AP-fondens avkastning och målsättning, 1997–2025

Sett till fondernas tillväxt av fondkapital sedan starten 2001, har kapitalet gått från 546 miljarder kronor år 2001 till 2 234 miljarder kronor 2025. Detta innebär en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 6,0%. Sjätte

AP-fondens fondkapital har haft högst tillväxttakt på 6,9%, medan Andra AP-fonden har haft lägst tillväxttakt på 5,4%. Tillväxten av kapitalet är ett utfall av avkastning, och nettoflöden till systemet.



Källa: Första till Sjätte AP-fonden.

Figur 16: Buffertfondernas tillväxt i fondkapital, 2001–2025

4.2 Första till Fjärde AP-fondens gemensamma utveckling

4.2.1 Risknivå

Första till Fjärde AP-fonderna ska enligt lag ha en låg total risknivå och placera kapitalet så att en långsiktigt hög avkastning kan uppnås. Begreppet låg risk är dock inte närmare definierat i lag, utan bedöms individuellt av varje respektive fond och dess styrelse.

Vissa riskaspekter är däremot reglerade genom lagstadgade begränsningar. Exempelvis får Första till Fjärde AP-fonden inte ha en öppen valutaexponering, det vill säga den del av portföljen som är utsatt för valutakursförändringar utan valutasäkring, som överstiger 40%. Dessutom får högst 40% av tillgångarna investeras i illikvida tillgångar. Vidare måste minst 20% av fondkapitalet placeras i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.

Risk kan analyseras utifrån flera perspektiv, främst volatilitet och risken för betydande värdeförluster. Den viktigaste faktorn för AP-fonderna är dock pensionssystemets stabilitet, då fonderna fungerar som en buffert vid underskott.

En för hög risknivå i portföljen kan leda till värdefall och instabilitet i pensionssystemet, vilket kan utlösa bromsen och sänka pensionerna på kort sikt. För låg risk kan däremot resultera i otillräcklig avkastning, vilket på sikt också kan aktivera bromsen. På lång sikt finns också en risk att AP-fondernas avkastning understiger inkomstindex, hur mycket lönerna i samhället ökar, vilket kan leda till obalans i framtida pensionsutbetalningar. Därför måste risknivån balansera både kortsiktiga och långsiktiga behov av pensionssystemet.

ALM-analys

För att fastställa risknivån i sina portföljer använder AP-fonderna ALM-analys (Asset and Liability Management). Syftet är att minimera risken för att bromsen aktiveras, vilket skulle leda till lägre

pensionsutbetalningar. Analysen baseras på Pensionsmyndighetens scenarier för Sveriges demografiska utveckling, en central faktor för att säkerställa pensionssystemets långsiktiga stabilitet.

Varje AP-fond utgår i sin riskanalys från Pensionsmyndighetens pessimistiska scenario, där andelen arbetande i förhållande till pensionärer minskar. I en ALM-analys modelleras ett stort antal scenarier för att bedöma vilken avkastning som kan uppnås vid olika risknivåer. Utifrån detta dras slutsatser om den mest fördelaktiga risknivån för pensionssystemets stabilitet, vilket också vägleder AP-fondernas långsiktiga avkastningsmål.

Sharpekvot

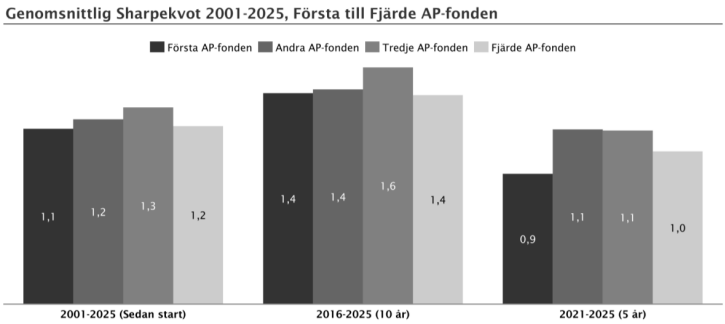
Ett vanligt mått på portföljvolatilitet är Sharpekvoten, som mäter avkastningen i relation till standardavvikelsen (volatiliteten), vilken i detta sammanhang likställs med risk. Trots dess utbredda användning vid bedömning av riskjusterad avkastning har måttet vissa begränsningar när det tillämpas på AP-fonderna.

Sharpekvoten baseras på dagliga portföljvärden, vilket är mindre relevant för AP-fonderna givet deras långsiktiga uppdrag. Fondernas risktagande i form av kortsiktig volatilitet speglar inte nödvändigtvis prestationen i relation till det långsiktiga målet, och en låg volatilitet eller hög riskjusterad avkastning är inte alltid eftersträvansvärd över tid. Dessutom påverkas måttet av fondernas betydande illikvida tillgångar, som inte värderas dagligen och därmed tekniskt sett sänker volatiliteten i portföljen.

Trots dessa begränsningar används Sharpekvoten i denna utvärdering, eftersom den är ett vedertaget mått inom kapitalförvaltning. Den bör dock ses som en vägledning snarare än en exakt indikator. Vid framtida utvärderingar kan dess relevans behöva omprövas för att säkerställa en mer ändamålsenlig bedömning av AP-fondernas riskjusterade avkastning.

En Sharpekvot över 1,0 indikerar en god riskjusterad avkastning, där avkastningen mer än väl kompenserar för den risk som tagits. Figur 17 visar Sharpekvoten för Första till Fjärde AP-fonden över olika tidsperioder. Samtliga fonder uppvisar en Sharpekvot som överstiger eller motsvarar 1,0 i samtliga redovisade tidsintervall, med undantag för Första AP-fonden under den senaste femårsperioden. Sammantaget indikerar detta att fonderna har genererat en stabil och effektiv avkastning i relation till den risk som tagits, med ett tydligt mervärde relativt den riskfria räntan och en volatilitet som varit hanterbar över tid.

Under den senaste femårsperioden har Sharpekvoten generellt sjunkit för samtliga fonder, vilket speglar ett mer volatilt investeringsklimat där avkastningen inte fullt ut kompenserat för den ökade marknadsrisken och högre riskfria räntan. I detta perspektiv utmärker sig Andra och Tredje AP-fonden med den högsta Sharpekvoten, vilket indikerar en effektiv riskhantering i relation till uppnådd avkastning. Över längre tidshorisonter är det i stället Tredje AP-fonden som uppvisar den högsta Sharpekvoten, vilket tyder på en stark och konsekvent riskjusterad avkastning över tid.



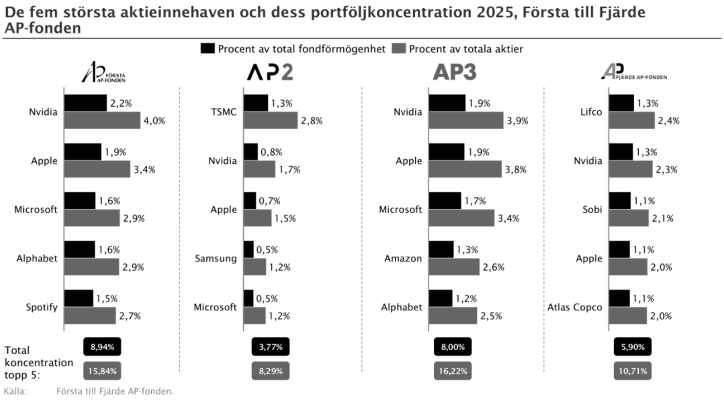
Figur 17: Första till Fjärde AP-fondens genomsnittliga Sharpekvot, 2001–2025

Koncentrationsrisk

Risken i AP-fondernas investeringar och förvaltning kan även analyseras genom att bedöma koncentrationsrisken, det vill säga hur stor andel av portföljen som utgörs av vissa specifika tillgångar och därmed hur pass känslig portföljen är för svängningar i enskilda innehav. Utöver köp och försäljning av värdepapper kan marknadsrörelser leda till att vissa tillgångsslag eller specifika innehav får en oproportionerligt stor vikt i portföljen, till följd av värdeökningar eller -minskningar.

Jämfört med 2024 har koncentrationen av de fem största aktieinnehaven ökat för Andra och Fjärde AP-fonden. Andra AP-fonden har haft störst ökning av koncentration, från 2,64% år 2024 till 3,77% år 2025. Buffertfondernas koncentration för 2025 har ytterligare centrerats hos amerikanska teknikbolag där bolag som Investor, Assa Abloy och Volvo inte längre är bland de fem största innehaven hos någon av fonderna. Fjärde AP-fonden sticker ut särskilt ut då tre av 5 innehav återfinns på Stockholmsbörsen, medan övriga fonder inte har några svensknoterade aktier bland de fem största aktieinnehaven, se Figur 18 nedan.

I likhet med 2024 var koncentrationen till amerikanska teknikbolag fortsatt hög under 2025. Exempelvis utgjorde ”Magnificent Seven”, sju ledande amerikanska teknikbolagen, cirka 20% av det globala indexet MSCI ACWI vid utgången av året. Denna koncentration medför en potentiell risk i AP-fondernas portföljer, då ett begränsat antal innehav kan komma att representera en oproportionerligt stor andel av kapitalet. En kraftig värdenedgång i dessa bolag skulle därmed kunna få en betydande negativ påverkan på det totala portföljvärdet.



Figur 18: Första till Fjärde AP-fondens fem största aktieinnehaven och dess portföljkoncentration, 2025

Första AP-fonden har den högsta koncentrationen av sina fem största aktieinnehav i förhållande till den totala fondförmögenheten. Dessa fem innehav utgör 8,94% av den totala portföljen, vilket innebär en högre exponering mot ett begränsat antal bolag. Tredje AP-fonden har den näst högsta koncentrationen, där de fem största innehaven utgör 8,00% av portföljen. Samtliga av Tredje AP-fondens fem största innehav består av amerikanska teknikbolag inom gruppen ”Magnificent Seven”[9]. Dessa bolag särillustreras under utvärderingen då de representerar en stor andel av ett marknadsviktat globalindex, och bidrar därmed till koncentrationsrisk.

Generellt domineras de största aktieinnehaven i Första och Tredje AP-fonderna av ”Magnificent Seven”, vilket tyder på en bred exponering mot amerikanska tekniksektorn. Denna koncentration kan vara fördelaktig i perioder av stark tillväxt inom sektorn, men innebär samtidigt en sårbarhet vid marknadsnedgångar, förändringar i regulatoriska förutsättningar eller disruptiv teknologi.

Andra AP-fonden skiljer sig från övriga fonder genom att ha en betydligt lägre koncentration av sina största innehav samt större skillnad i aktieinnehaven. Detta innebär en lägre bolag- eller sektorspecifik risk men kan också påverka möjligheten till hög avkastning från enskilda framgångsrika bolag.

Den övergripande trenden med en hög koncentration av investeringar i några få teknikbolag understryker vikten av att kontinuerligt utvärdera riskspridningen i portföljerna. En eventuell nedgång i sektorn kan få breda konsekvenser för flera av AP-fonderna, vilket kan motivera en strategi för att minska koncentrationen av enskilda bolag och sektorer.

Utifrån aktieportföljens sammansättning har ingen av fonderna en tydlig övervikt mot teknikssektorn baserat på sina fem största innehav i jämförelse med globalindex. Andra och Fjärde AP-fonden uppvisar däremot en relativ undervikt mot teknik samt en lägre koncentration jämfört med MSCI ACWI-index, där de fem största innehaven, samtliga bolag inom Magnificent Seven, tillsammans utgör mer än 16% av indexets totala vikt.

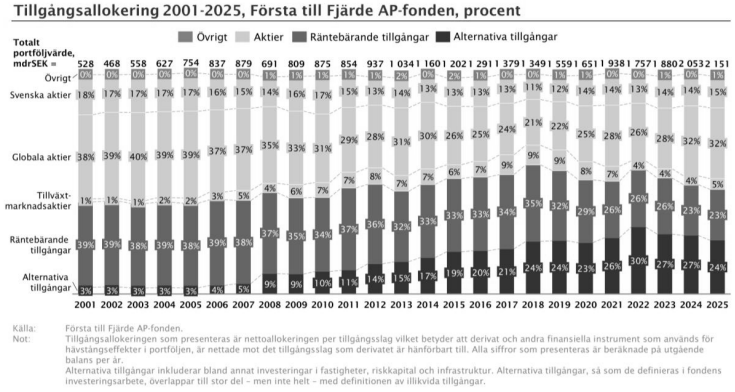
[9] Bolagen som ingår är Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta, Tesla och Nvidia, Magnificent Seven är en vedertagen benämning på dessa amerikanska teknikbolag vars aktiekurser har vuxit betydande under senaste åren

4.2.2 Tillgångsallokering

Tillgångsallokeringen för Första till Fjärde AP-fonden är relativt oförändrad jämfört med 2024. Den största förändringen, som framgår av Figur 19, är allokeringen i alternativa tillgångar som minskat med 2,5 procentenheter under året. Andelen har ökat inom samtliga andra tillgångsslag men främst för aktier på tillväxtmarknader som ökat med 0,8 procentenheter. Fonderna äger tillsammans cirka 2,4% av aktier noterade på svenska marknadsplatser, vilket motsvarar ett individuellt ägande på mellan 0,4 och 0,8% per fond.

Dessa omallokeringar bedöms vara en kombination av taktiska beslut inom fonderna, en konsekvens av den kommande förflyttningen av kapital från Första och Sjätte AP-fonden under 2026, samt den svaga utvecklingen inom alternativa tillgångar vilket naturligt lett till minskande positioner i denna tillgångsklass.

Över tid har andelen räntebärande tillgångar minskat från 39% vid starten 2001 till 23% år 2025. Samtidigt har alternativa tillgångar successivt ökat som andel av portföljerna, från 3% vid starten till 24% år 2025. Andelen alternativa tillgångar har dock minskat sedan 2022, då allokeringen uppgick till 30%. Aktieandelen har minskat något sedan starten, men utgör fortsatt den dominerande tillgångsklassen och uppgår till 52% av Första till Fjärde AP-fondernas sammantagna tillgångsallokering.

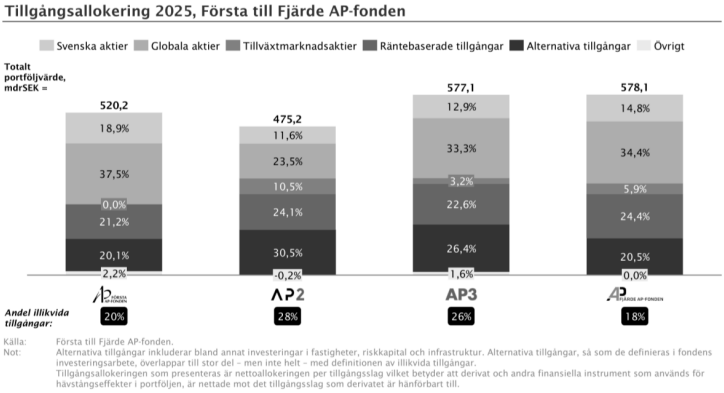


Figur 19: Första till Fjärde AP-fondens tillgångsallokering 2001–2025

På en fondspecifik nivå skiljer sig tillgångsallokeringen tydligt mellan AP-fonderna, vilket illustreras i Figur 20 nedan. Första, Tredje och Fjärde AP-fonden har en relativt snarlik allokering. Tredje AP-fonden har en högre andel alternativa investeringar, medan Första AP-fonden har en högre andel svenska aktier. Den fjärde AP-fonden har högst andel räntetillgångar av de tre nämnda fonderna.

Den största skillnaden återfinns hos Andra AP-fonden, som har den mest särpräglade allokeringen. En av de mest framträdande skillnaderna är andelen globala aktier, där Andra AP-fonden 2025 hade den lägsta andelen bland fonderna (23,5%) vilket är betydligt lägre än Första AP-fonden (37,5%). Vidare har Andra AP-fonden lägst andel svenska aktier (11,6%), men också högst andel alternativa tillgångar (30,5%).

Dessutom har Andra AP-fonden, tillsammans med Fjärde AP-fonden, den högsta allokeringen mot tillväxtmarknadsaktier. Andra AP-fonden har 10,5% av sin portfölj allokerad till denna tillgångsklass, och Fjärde AP-fonden har 5,9%. Under året har Tredje AP-fonden ökat sin allokering mot tillväxtmarknadsaktier från 1,0% till 3,2%, samtidigt som Första AP-fonden fortsatt har ingen allokering alls.



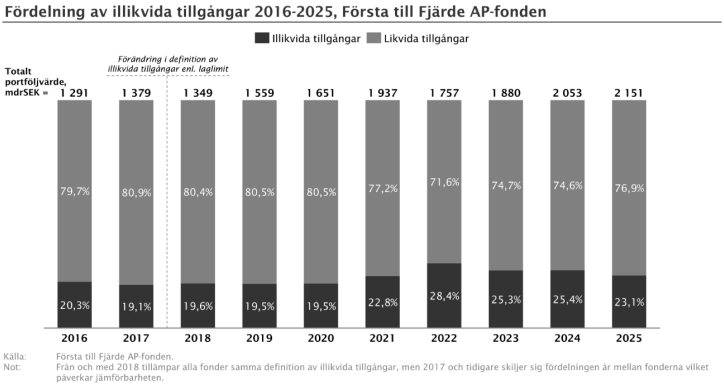
Figur 20: Första till Fjärde AP-fondens tillgångsallokering 2025

4.2.3 Illikvida tillgångar

Sedan 2019 medger lagstiftningen att Första till Fjärde AP-fonden får investera upp till 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, inklusive fastigheter. Som framgår av Figur 21 har andelen illikvida tillgångar i den samlade portföljen för Första till Fjärde AP-fonden ökat sedan 2019, men har minskat med 2,3 procentenheter under 2025 jämfört med föregående år. En betydande del av ökningen i illikvida tillgångar kan tillskrivas värdestegring snarare än nettoinvesteringar.

Illikvida tillgångar överlappar definitionsmässigt med alternativa investeringar, men är inte helt identiska[10]. Sedan 2021 har Första till Fjärde AP-fonderna en gemensam definition av illikvida tillgångar, vilket bör beaktas vid jämförelser över tid, som därefter har räknats tillbaka till 2018.

[10] Ett exempel på skillnader mellan alternativa och illikvida tillgångar är aktier i noterade fastighetsbolag, som likt övriga noterade aktier anses likvida, men förvaltas tillsammans med andra fastighetstillgångar

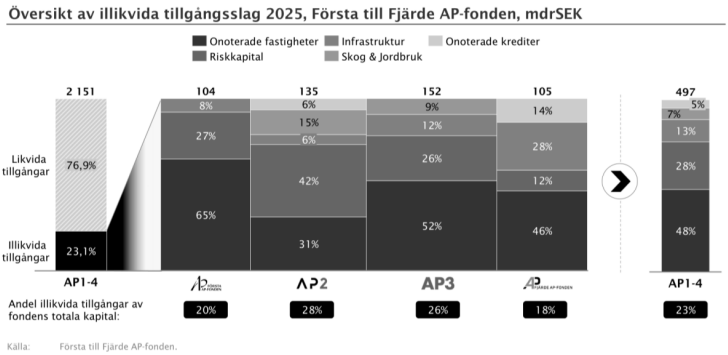


Figur 21: Första till Fjärde AP-fondens fördelning av illikvida tillgångar, 2016–2025

De illikvida tillgångarna är fördelade på kategorierna onoterade fastigheter, riskkapital (eng: private equity, co-investment, secondaries), infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade krediter (eng: private debt) och high-yield-krediter. Andelen illikvida tillgångar varierar mellan de enskilda fonderna, från 18,2% i Fjärde AP-fonden till 28,4% i Andra AP-fonden, vilket illustreras i Figur 22.

En djupare analys av Första till Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar visar att fonderna sammantaget har den största exponeringen mot onoterade fastigheter, som utgör cirka 48% av den illikvida portföljen. Därefter följer riskkapital (28%), infrastruktur (13%), skog och jordbruk (7%), och till sist onoterade krediter (5%). Detta illustreras i Figur 22 nedan. I detta avsnitt är riskkapital en bredare benämning som Sjätte AP-fondens avsnitt skiljer på typer av riskkapital; exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment), andrahandsinvesteringar (eng: secondaries) samt tillväxtfonder (eng: growth/venture).

För en mer detaljerad genomgång av respektive fonds allokering inom illikvida tillgångar, hänvisas till den grundläggande utvärderingen av varje fond.

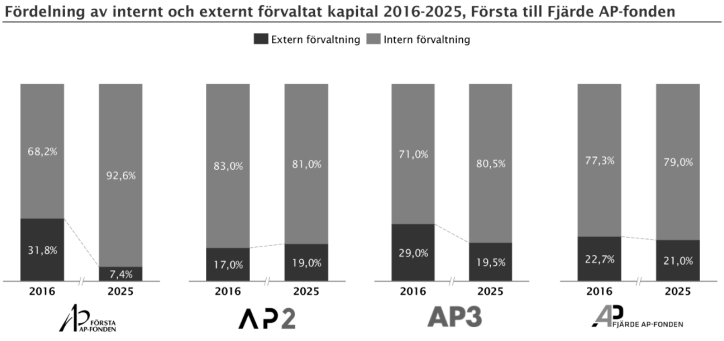


Figur 22: Första till Fjärde AP-fondens illikvida tillgångsslag 2025

4.2.4 Intern och extern kapitalförvaltning

Under de senaste tio åren har Första till Fjärde AP-fonden som helhet tydligt ökat andelen intern kapitalförvaltning; framför allt Första men också Tredje AP-fonden som successivt flyttat mer av förvaltningen internt. Andra AP-fonden har däremot utvecklats i motsatt riktning, drivet av ökande allokering i illikvida tillgångar som förvaltas av externa förvaltare, och har således en högre andel externt förvaltat kapital 2025 jämfört med för tio år sedan.

Trots dessa skillnader förvaltar samtliga fonder fortfarande en övervägande majoritet av sitt kapital internt, snarare än genom externa mandat, vilket framgår av Figur 23 nedan.



Källa: Första till Fjärde AP-fonden.

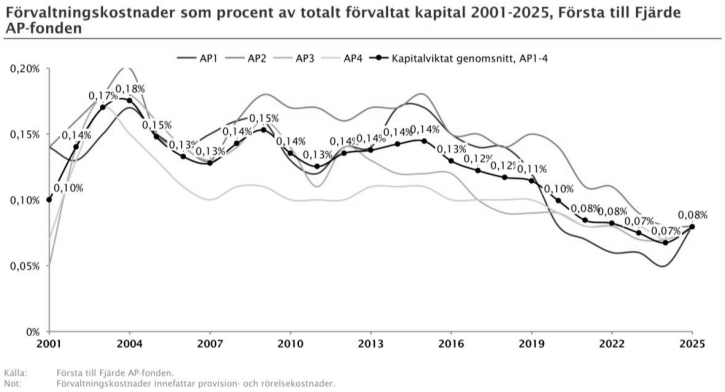
Figur 23: Första till Fjärde AP-fondens fördelning av internt och externt förvaltat kapital, 2016–2025

De huvudsakliga drivkrafterna bakom den ökade andelen intern förvaltning bedöms vara ambitionen att uppnå högre kostnadseffektivitet, bättre resursutnyttjande samt att realisera skalfördelar. Detta återspeglas i utvecklingen av fondernas förvaltningskostnader, som under den senaste tioårsperioden generellt har minskat för samtliga fonder, men kan också förklaras av skalfördelar i takt med att det förvaltade kapitalet vuxit (se Figur 24).

Under året har avvecklingskostnader och nya systemplattformar präglat förvaltningskostnaderna för fonderna. Med anledning av detta har förvaltningskostnaderna ökat, i relation med det förvaltade kapitalet, till 2022 års nivåer om 0,08%.

Genom att successivt stärka den interna kapitalförvaltningen har fonderna byggt upp och konsoliderat egen kompetens, operativ kapacitet och analytiska resurser. AP-fonderna framstår därmed som institutioner med en tydlig strategisk inriktning mot intern expertis och långsiktig kunskapsuppbyggnad.

Avvägningen mellan intern och extern förvaltning analyserades i 2023 års utvärdering och är fortsatt en central fråga i bedömningen av fondernas förvaltningsmodell och effektivitet.



Figur 24: Första till Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltat kapital, 2001–2025

4.3 AP-fondernas hållbarhetsarbete

AP-fondernas långsiktiga värdeskapande bygger på föredömlig förvaltning samt principerna för ansvarsfulla investeringar och aktivt ägande. Hållbarhet är en integrerad del av fondernas strategi och omfattar bland annat klimat, biologisk mångfald, mänskliga rättigheter, bolagsstyrning och DEI (Diversity, Equity, Inclusion). Dessa områden, ofta samlade under begreppet ESG (Environmental, Social, Governance), genomsyrar den löpande verksamheten och beaktas systematiskt i investeringsbeslut.

Hållbarhetsperspektivet är en central del i investeringsprocessen, och fonderna arbetar strukturerat för att ytterligare fördjupa och bredda integrationen i hela förvaltningen. Detta kompletteras av regelbunden mätning, uppföljning och rapportering av relevanta hållbarhetsdata, både i årsredovisningar och i separata hållbarhetsrapporter. AP-fonderna samarbetar dessutom med svenska och internationella kapitalförvaltare och andra aktörer för att utveckla mer hållbara investeringsstrategier och gemensamma standarder. AP-fonderna arbetar också mycket med aktivt ägande och har betydande inflytande över portföljbolagen och stor möjlighet att påverka deras hållbarhetsarbete.

Precis som kapitalförvaltningen skiljer sig hållbarhetsarbetet mellan de olika AP-fonderna, men präglas samtidigt av ett omfattande samarbete. Första–Fjärde AP-fonden (Sjätte AP-fonden omfattas inte) har ett gemensamt initiativ i Etikrådet, som är fondernas centrala forum för samordning och utveckling av arbetet med miljö- och etikfrågor.

Även om Etikrådet formellt avser Första–Fjärde AP-fonden samverkar Sjunde AP-fonden delvis med rådet där gemensamma perspektiv och erfarenheter kan bidra till ökad genomslagskraft i hållbarhetsarbetet.

Genom Etikrådet granskas portföljbolagen, och fonderna får vägledning kring hur de kan stärka hållbarheten i sina investeringar. För en mer detaljerad beskrivning av Etikrådets arbete, se avsnittet *4.3.3 Etikrådet och samverkan kring hållbarhet.*

4.3.1 Principer och trender för fondernas hållbarhetsarbete

Precis som i den övergripande kapitalförvaltningen bedrivs hållbarhetsarbetet självständigt inom respektive AP-fond. Strategier, prioriteringar och operativa aktiviteter beslutas och genomförs på fondnivå, vilket innebär skillnader i fokusområden, mål och hur hållbarhet integreras i investeringsprocessen. Samtidigt finns tydliga gemensamma teman vilka beskrivs nedan och är i stort oförändrade gentemot föregående år.

Ansvarsfullt och aktivt ägande som ett verktyg för klimatomställning
Den lagstadgade principen om föredömlig förvaltning är central i fondernas arbete. I praktiken innebär det att de använder sitt ägarinflytande, exempelvis genom bolagsstämmor och dialoger, för att påverka bolag i en mer hållbar riktning. Klimatfrågan är särskilt prioriterad och ansvarsfullt ägande används för att minska portföljernas klimatavtryck och driva omställning.

Integration av hållbarhet i kapitalförvaltningen
AP-fonderna strävar efter att fullt ut integrera hållbarhetsfaktorer i investeringsprocessen. Detta sker genom både kvantitativa indikatorer och kvalitativa analyser. Under senare år har samarbetet mellan hållbarhetsexperter och förvaltare fördjupats, vilket stärkt kompetensen och effektiviteten i arbetet.

Sektorspecifika hållbarhetsrisker och tematiska investeringar som bidrar till omställningen
Fonderna identifierar hållbarhetsrisker och möjligheter i särskilt utsatta sektorer, såsom energi och gruvdrift, delvis i samordning via Etikrådet. Samtidigt allokeras kapital till investeringar med tydlig hållbarhetsprofil, exempelvis gröna obligationer och hållbara tillgångar. Dessa investeringar omfattas av samma avkastnings- och riskkrav som övriga placeringar.

Ökat engagemang, aktiv roll och ledarskap i internationella och svenska samarbetsinitiativ
Samarbeten med andra investerare och deltagande i internationella initiativ är en central del av AP-fondernas hållbarhetsstrategi. Genom ramverk som Principles for Responsible Investment (PRI) och utvalda branschallianser stärker de sitt kollektiva inflytande och möjligheten att driva förändring.

Fonderna prioriterar ett begränsat antal strategiskt viktiga samarbeten där de kan ta en aktiv och påverkande roll, snarare än att vara passiva medlemmar. Detta bedöms ge störst genomslag och strategisk effekt.

Iteration och uppföljning av målsättningar
Ambitionsnivån och kapaciteten i hållbarhetsarbetet har stärkts de senaste åren, bland annat genom en utökad roll för Etikrådet och lagändringar rörande Sjätte AP-fonden. Samtidigt har ökade regulatoriska krav medfört att mål och arbetssätt löpande ses över och uppdateras.

I vissa fall har fonderna satt mål även där etablerade mätmetoder ännu saknas, med förväntan om förbättrad datatillgång framöver. Inriktningen är en kontinuerlig utveckling av mål och uppföljning, med ambitionen att successivt öka graden av mätbarhet och transparens.

En mer detaljerad beskrivning av varje fonds specifika hållbarhetsarbete återfinns i respektive fonds utvärderingsavsnitt.

4.3.2 Fondernas koldioxidutsläpp

Koldioxidutsläpp är en av de mest centrala mätpunkterna för AP-fonderna vid utvärderingen av portföljernas klimatpåverkan. Därför mäter och redovisar varje fond regelbundet sina koldioxidutsläpp, både i absoluta tal och i koldioxidintensitet per miljon kronor i omsättning. Särskild

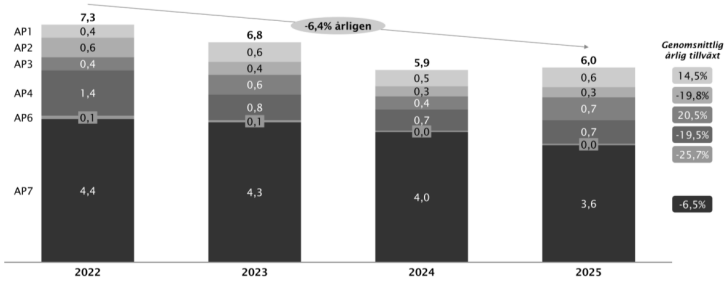
vikt läggs vid att analysera förändringar över tid för att säkerställa en positiv utveckling i linje med hållbarhetsmålen.

De flesta fonder har även integrerat ett långsiktigt mål om netto-noll utsläpp, ofta kompletterat med delmål som möjliggör löpande uppföljning och justering av strategin. Dessa målsättningar fungerar som vägledande riktlinjer för att säkerställa att fonderna successivt minskar sin klimatpåverkan och rör sig i rätt riktning mot en koldioxidneutral portfölj.

Under 2025 uppgick de totala uppmätta koldioxidutsläppen (Scope 1 och 2) inom Första till Sjunde AP-fondernas investeringar till 6,0 miljoner tCO_2e, vilket motsvarar en ökning om 0,07 miljoner tCO_2e jämfört med 2024. Som framgår av Figur 25 nedan, har de sammanlagda koldioxidutsläppen i buffertfondernas portfölj minskat med cirka 6,4% årligen sedan 2022.

Buffertfondernas totala koldioxidutsläpp (Scope 3) uppgick till 43,2 miljoner tCO_2e under 2025. Sjunde AP-fondens Scope 3 utsläpp uppgick till 36,5 miljoner tCO_2e under samma tidsperiod.

Totala koldioxidutsläpp i portföljen 2022-2025, Första till Sjunde AP-fonden, miljoner tCO_2e



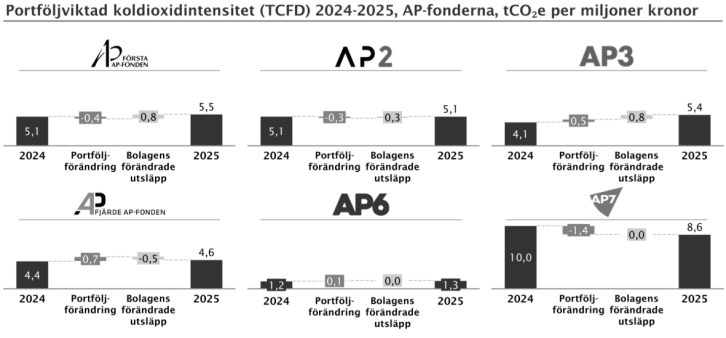
Källa: Första till Sjunde AP-fonden.
Not: Avser totala koldioxidutsläpp för noterade aktier, Scope 1 & 2. Notera att AP-fonderna har olika stora noterade innehav, som i huvudsak förklarar skillnad i absoluta tal mellan fonderna.

Figur 25: Första till Sjunde AP-fonden, totala CO2-utsläpp i portföljen, 2022–2025

Det är dock viktigt att tolka dessa siffror med viss försiktighet, eftersom enbart portföljens totala utsläpp kan ge en missvisande bild av den faktiska utvecklingen. Den redovisade nivån påverkas av flera faktorer: (1) *Förändring i förvaltat kapital*: En ökning av fondförmögenheten kan medföra högre absoluta utsläpp, även om de underliggande innehaven minskar sina utsläpp. (2) *Förändrad portföljallokering*: Om fonderna avyttrar innehav med höga utsläpp och i stället investerar i bolag med lägre utsläpp kan de totala utsläppen minska, utan att utsläppen nödvändigtvis minskar i den reella ekonomin. (3) *Utveckling av mät- och redovisningsmetoder*: Förbättrade beräkningsmodeller, större datatäckning och mer omfattande rapportering kan leda till förändringar i de uppmätta utsläppen över tid, även utan att den underliggande klimatpåverkan förändras i motsvarande grad. (4) *Icke fullständig data:* Särskilt för fondernas illikvida innehav finns ofta en större tidsfördröjning i rapporteringen, vilket påverkar jämförbarheten över tid. Därtill är Scope 3-data inte komplett för samtliga innehav per fond, vilket kan innebära att de rapporterade utsläppen delvis speglar datatillgång snarare än reell utveckling. Dessa utsläpp aggregeras dock upp till det fullständiga förvaltade kapitalet.

För att få en mer nyanserad bild av portföljens klimatpåverkan kompletteras därför analysen med Figur 26 nedan, som visar den portföljviktade koldioxidintensiteten, det vill säga genomsnittliga utsläpp per miljon i omsättning, per fond för 2025, jämfört med 2024.

De nedanstående måtten ska ses som en indikator på portföljens exponering mot koldioxidintensiv verksamhet. Under 2025 har detta mått ökat för samtliga buffertfonder, förutom för Andra AP-fonden som är på samma nivå som föregående år. En stark drivkraft till ökningen är årets valutakursförändringar då portföljbolagens omsättning översätts till svenska kronor. I övrigt beror ökningen på en kombination av förändringar i portföljens sammansättning och utsläppsökningar hos de ingående bolagen. Sjunde AP-fonden har under året minskat koldioxidintensiteten från 10,0 till 8,6 tCO_2e per miljon kronor.



Figur 26: AP-fondernas portföljviktade koldioxidintensitet, 2024–2025

4.3.3 Etikrådet och samverkan kring hållbarhet

Första till Fjärde AP-fonden samarbetar inom flera områden av den fondövergripande hållbarhetsagendan, inklusive hållbarhetsredovisning, rapportering och utveckling av gemensamma principer. Huvudforumet för hållbarhet är AP-fondernas **Etikråd** som bildades 2007 och syftar till att bidra till ett hållbart värdeskapande i AP-fondernas portföljer och samtidigt upprätthålla ramarna för vad AP-fonderna anser vara en ansvarsfull kapitalförvaltning. AP-fondernas Etikråd består av tre medarbetare (en chef och två hållbarhetspecialister) samt en styrelse med en ledamot från respektive fond. Ordförandeskapet roterar årligen mellan fonderna. Etikrådets verksamhet och uppdrag påverkas inte av Första AP-fondens avveckling vid årsskiftet 2026, annat än att styrelsen minskar med en ledamot i och med att Första AP-fondens plats tas bort.

Sjunde AP-fonden ingår inte i Etikrådets styrelse. Trots detta sker en samverkan mellan fonden och Etikrådet inom arbetet med bolag med kopplingar till konfliktområden, bland annat genom informationsinhämtning och bolagsdialoger. Genom denna samverkan kan fonderna agera med en starkare och mer samlad röst, även om arbetet i vissa fall kan leda till olika bedömningar och åtgärder.

Samverkan genom Etikrådet syftar till att:

- Stärka fonderna som föredömliga förvaltare och ansvarsfulla ägare.

- Uppnå positiv påverkan på portföljbolag och portföljbolagens värdekedjor utifrån ett ekonomiskt, miljömässigt och socialt perspektiv.
- Hantera hållbarhetsrisker resurseffektivt.
- Stötta AP-fonderna i komplexa hållbarhetsfrågor.
- Påverka med en starkare röst.

Etikrådets arbete vägleds av AP-fondslagen (APL) och ett antal internationella ramverk som Sverige ställer sig bakom. Samarbetet möjliggör ett strategiskt och resurseffektivt hållbarhetsarbete samt ett utökat fokus på kvalitativa aspekter där Etikrådet kan arbeta dedikerat med komplexa och systembetonade sakfrågor. AP-fonderna och Etikrådet har valt ut fem fokusområden för Etikrådets proaktiva arbete. Dessa fokusområden är: 1) Antimikrobiell resistens (AMR), 2) Barn- och tvångsarbete, 3) Klimatomställning, 4) Techbolag och mänskliga rättigheter, 5) Vatten.

Etikrådet har tre arbetsområden:

1. **Reaktivt arbete:** Identifiera, analysera och agera på signaler om allvarliga kränkningar i AP-fondernas portföljer. Målet med de reaktiva dialogerna är att bolagen vidtar åtgärder och förhindrar att liknande incidenter inträffar igen. Etikrådet kan rekommendera AP-fonderna att exkludera bolag där rimliga förbättringar inte sker eller där möjligheten att påverka bedöms som begränsad. Etikrådet kan även rekommendera exkludering och åter-inkludering av bolag. Under 2025 genomlystes 3 007 bolag, vilket är färre än 2024 som beror på att antalet innehavsbolag i AP-fondernas portföljer minskade. Etikrådet agerade på samtliga signaler i genomlysningen och totalt 67 reaktiva bolagsdialoger genomfördes. 7 dialoger avslutades under året då målen uppnåddes. Etikrådet rekommenderade ingen exkludering av bolag under 2025. Tidigare rekommenderade exkluderingar finns publikt tillgängliga på Etikrådets hemsida.
2. **Proaktivt påverkansarbete:** Förhindra kränkningar och incidenter, skapa positiv förändring i komplexa hållbarhetsfrågor samt adressera systemrisker. Antal proaktiva projekt under 2025 uppgick till 9, varav 1 nytt för året. 18,4% av AP-fondernas innehav i utländska noterade aktier och krediter omfattas av proaktiva projekt. Detta påvisar det proaktiva arbetets väsentlighet för AP-fonderna.
3. **Gemensamma ställningstaganden:** Stödja, samordna och i förekommande fall regelbundet följa upp AP-fondernas position i hållbarhetsfrågor när det är önskvärt av fonderna.

Händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har flera centrala händelser och förändringar ägt rum:

- **Ökad polarisering i omvärlden kring viktiga sakfrågor:** Året har kännetecknats av en fortsatt polarisering i centrala samhälls- och hållbarhetsfrågor. Detta märks såväl inom enskilda hållbarhetsområden som i synen på investerares möjligheter att påverka, särskilt på den amerikanska marknaden. I detta klimat har AP-fonderna och Etikrådet stått fast vid sina ambitioner att agera ansvarsfullt och långsiktigt.
- **Prioriterat arbete kring konflikt- och högriskområden:** Under 2025 har Etikrådet intensifierat arbetet kopplat till konflikt- och högriskområden genom att uppdatera AP-fondernas gemensamma ställningstagande, stärka analys och konfliktvägledning till AP-fonderna, fördjupa granskningen av bolag och leverantörskedjor samt vidareutveckla samarbetet med AP7.
- **Fortsatt stöd i komplexa hållbarhetsfrågor:** Både inom Etikrådets fem fokusområden och i andra av AP-fonderna identifierade frågor arbetar etikrådet proaktivt för att ligga steget före

och bistå fonderna med vägledning som kan aktualiseras vid AP-fondernas eventuella investeringar. Exempelvis påbörjades ett arbete inom militärteknologi (eng: defence tech) under året.

- **Flertalet positiva bolagsförflyttningar:** Flera bolag som Etikrådet för dialog med har uppvisat positiva framsteg. Under 2025 har sju dialoger avslutats efter att uppsatta mål uppnåtts, och totalt har 30 delmål nåtts under året.

4.3.4 Medlemskap i organisationer, initiativ och samarbeten

Utöver Etikrådet engagerar sig AP-fonderna i ett flertal organisationer, initiativ, standarder och allianser för att främja hållbar utveckling och stärka institutionell förvaltning. Fonderna deltar som undertecknare, sponsorer eller ledare, beroende på initiativens syfte och strategiska relevans.

Deltagandet omfattar både svenska samarbeten, såsom Institutionella Ägares Förening (IÄF), och internationella ramverk som TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures). Engagemangsnivån varierar för respektive fond och vissa initiativ stöds av samtliga fonder, medan andra drivs av enskilda fonder. Insatsen i form av tid och resurser beror till stor del på samarbetets struktur och omfattning.

Det är upp till ledningen och styrelsen på varje enskild fond att involvera sig i dessa initiativ där AP-fondernas strategi, i linje med Etikrådets rekommendationer, är att prioritera färre men mer djupgående åtaganden för att maximera påverkan och effektivitet i hållbarhetsarbetet.

4.4 Samarbeten mellan fonderna

AP-fondernas uppdrag bygger på en ambition att upprätthålla en diversifierad kapitalförvaltning och riskspridning gentemot varandra. Samtidigt samarbetar fonderna i strategiska och operationella frågor där det kan bidra till kostnadseffektivitet och kunskapsutbyte utan att äventyra självständighet eller diversifiering. Förutom Etikrådet är **Samverkansrådet** det främsta forumet för formellt samarbete mellan fonderna. Vissa av fonderna samäger även ett flertal bolag, exempelvis bolagen 4 to 1 Investments och Polhem Infra.

4.4.1 Samverkansrådet

AP-fondernas Samverkansråd bildades 2016 och är det samlande forumet för fondernas operativa arbete. Syftet är att identifiera och effektivisera samarbeten inom områden som inte påverkar investeringsstrategin, med fokus på kostnadssynergier, kunskapsdelning och gemensamma utmaningar.

Arbetet bedrivs inom elva funktionsinriktade samverkansgrupper med målet att identifiera områden där det finns tydlig samarbetspotential och möjlighet att skapa ytterligare kostnadseffektivitet för pensionssystemet. AP-fonderna unika uppdrag och struktur innebär att organisationerna delar många gemensamma utmaningar som Samverkansrådet kan bistå med. Varje samverkansgrupp formulerar årligen en uppdragsbeskrivning och handlingsplan. Handlingsplanen följs upp två gånger per år, och i slutet av varje år delas en sammanfattande rapport med respektive fonds ledning.

4.4.2 Gemensamt ägda bolag

Första till Fjärde AP-fonderna får enligt lag individuellt äga högst 35% av ett onoterat bolag, med undantag för fastighetsbolag. Denna regel främjar diversifiering och minskar riskexponeringen men har också drivit fonderna till att utveckla innovativa samarbetsmodeller för riskkapitalinvesteringar.

Ett exempel är det gemensamma investeringsbolaget **4 to 1 Investments**, som möjliggör samägda investeringar i onoterade bolag och därmed utökar fondernas investeringsmöjligheter. På fastighetssidan illustrerar ägandet av **Vasakronan**, Sveriges största fastighetsbolag, fondernas strategiska tillgångsallokering. Vasakronan förvärvades 2008 av AP Fastigheter, ett bolag samägt av Första till Fjärde AP-fonderna sedan deras bildande 2001, och har sedan dess stärkt portföljens diversifiering och stabila avkastning.

Ett annat exempel är **Polhem Infra**, som investerar i infrastrukturtillgångar. Bolaget representerar en långsiktig satsning på både finansiell avkastning och samhällsnytta, i linje med fondernas hållbarhetsprinciper.

5. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

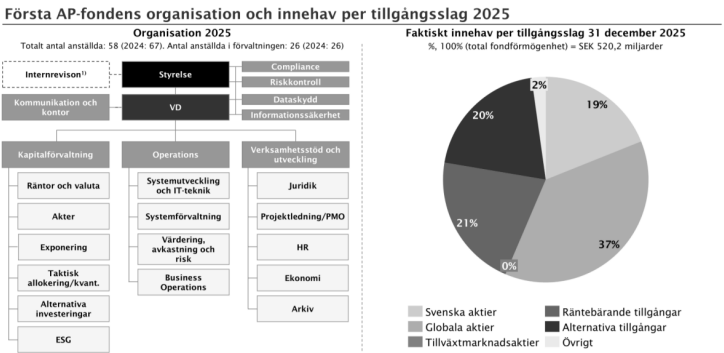
I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Första AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse. Vid utgången av 2025 upphörde Första AP-fondens verksamhet och dess tillgångar och förpliktelser fördes över till Tredje och Fjärde AP-fonden.

5.1 Första AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod vid utgången av 2025 av 58 personer (2024: 67), varav 26 som arbetar inom kapitalförvaltning. Under året skedde ingen förändring i organisationsstrukturen förutom att antalet anställda minskade.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 520,2 miljarder kronor. Allokeringen av det totala förvaltade kapitalet bestod till 37% av globala aktier, 21% av räntebärande tillgångar, 20% av alternativa tillgångar, 19% av svenska aktier och 2% av övrigt.

Exponeringen mot globala aktier uppgick till 48%, 11 procentenheter högre än allokeringen till globala aktier, medan exponeringen på posten övrigt var -9%, 11 procentenheter lägre än allokeringen till övrigt. Skillnaden mellan exponering och allokering förklaras av användning av derivatinstrument i förvaltningen. Exponeringsmässigt kan det liknas vid att fonden lånar pengar och investerar dessa medel i globala aktier, även om inget lån tas upp. I stället används ett derivat där en finansiell motpart tillhandahåller exponeringen mot en avgift, motsvarande kostnaden för ett lån. Effekten blir att den ekonomiska exponeringen mot aktier blir högre än allokeringen till aktier. Allokeringsprocessen inklusive bland annat beslutsnivåer, delegation, hantering av risk och exponeringar samt uppföljning beskrivs i regeringens redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2024 (Skr. 2024/25:10, sid. 380 och framåt).



Källa: Första AP-fonden.
Not: 1) Extern roll
Tillgångsallokeringen är nettoallokeringen per tillgångsslag vilket betyder att derivat och andra finansiella instrument som används för hävstångseffekter i portföljen, är nettade mot det tillgångsslag som derivatet är hänförbart till.

Figur 27: Första AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Första AP-fondens avkastningsmål

- Första AP-fonden har ett långsiktigt realt årligt avkastningsmål mål på 4,0% över 40 år sikt, samt ett medelsiktigt mål på 3,0% realt efter kostnader under rullande tioårsperioder.

Första AP-fondens investeringsfilosofi

Första AP-fondens investeringsfilosofi, som fonden själv benämner som sina investeringsövertygelser, består av sju centrala principer som utgör ett ramverk för portföljsammansättningen. Dessa principer vägleder både nya investeringar och förvaltningen av befintliga innehav. Principerna uppdaterades under 2024 och har legat fasta sedan dess. Komponenterna av investeringsfilosofin är:

1. **Diversifiering:** Balanserad risk och förutsägbarhet genom bred allokering inom tillgångar, strategier och riskfaktorer möjliggör förbättrad riskjusterad avkastning.
2. **Horisont:** Långsiktigt risktagande och möjlighet att utnyttja marknadens svängningar för högre avkastning.
3. **Effektiva marknader:** Aktiv förvaltning kan skapa mervärde, särskilt på ineffektiva marknader och inom onoterade investeringar.
4. **Riskpremier:** Systematiskt risktagande genererar avkastning över tid; kräver disciplin och likviditet för att utnyttja marknadsmöjligheter.
5. **Kostnadseffektivitet:** Optimering av kostnader för maximal avkastning; internt och externt samarbete för bättre förvaltning.
6. **Hållbart värdeskapande:** ESG-faktorer påverkar långsiktig avkastning; ansvarsfullt ägande och hållbarhetsarbete minskar risker och skapar möjligheter.
7. **Styrning och kultur:** Effektiv styrning, tydliga mandat och en stark organisationskultur säkerställer långsiktig framgång och flexibilitet i investeringsbeslut.

5.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Första AP-fonden fortsatt utvecklat verksamheten och arbetat utifrån placeringsstrategin och investeringsfilosofi. Parallellt med detta har förberedelser genomförts inför avvecklingen av fonden.

- **Förberedelser för fondens avveckling:** Riksdagen beslutade under 2025 att Första AP-fondens verksamhet skulle avvecklas och tillgångar ska införlivas i Tredje och Fjärde AP-fonden per den 1 januari 2026. Under 2025 har därför betydande resurser lagts på förberedelser inför avvecklingen. Samtidigt som resurser har behövt avsättas för detta arbete har fonden aktivt säkerställt att avvecklingsarbetet hållits tydligt åtskilt från den löpande kapitalförvaltningen. Risktagandet har i huvudsak koncentrerats till noterade aktier, då ränteportföljen har behövt anpassas till de mottagande fondernas kapacitet. Durationspositionerna har därmed varit mer neutrala och mindre aktivt förvaltade än under ett normalt år. Den onoterade portföljen har fokuserat på att fullfölja redan gjorda åtaganden, vilket har resulterat i vissa nya investeringar inom riskkapital men med en lägre aktivitetsnivå än normalt. Utgångspunkten för avvecklingen har varit att minimera utestående frågor och pågående åtaganden i syfte att underlätta en effektiv överföring av kapitalet.
- **Utvecklingsprojekt inom kapitalförvaltningen:** Under året har utvecklingen av totalportföljsansatsen fortsatt, inklusive interaktiva beslutsstödsverktyg. Maskinlärning har vidareutvecklats inom systematiska aktiestrategier, och användningen av beslutsträd har utökats för att strukturera positionstagande i perioder av marknadsturbulens. Fonden har även

ökat fokus på hur motparter och andra kapitalförvaltare använder AI, i syfte att inhämta kunskap och erfarenheter.

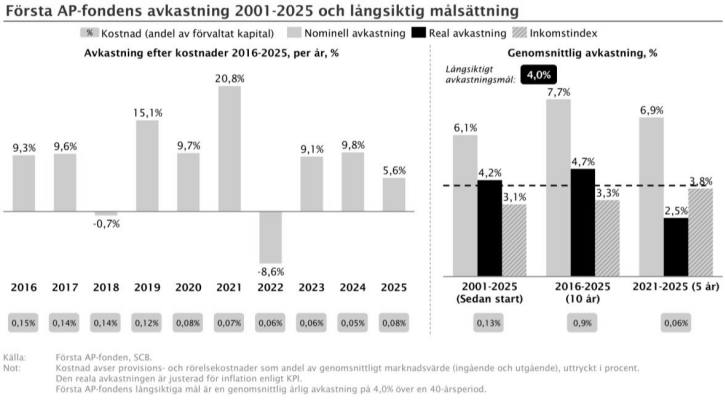
5.2 Första AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

5.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Första AP-fonden har ett långsiktigt realt avkastningsmål på 4,0% efter kostnader, beräknat över rullande 40-årsperioder. Målet baseras på två huvudsakliga komponenter: utvecklingen av inkomstindex samt det avkastningsbehov som krävs för att minimera balansrisken i pensionssystemet.

Utöver det långsiktiga målet har fonden även fastställt ett medelfristigt mål på 3,0% realt efter kostnader, beräknat över rullande tioårsperioder. Detta mål revideras regelbundet utifrån rådande ränteläge och sänktes 2020 från 4,0% till 3,0%. Dessa mål har beslutats av Första AP-fondens styrelse och har legat kvar sedan dess.

Under 2025 uppgick fondens nominella avkastning till 5,6% efter kostnader och 5,3% justerat för inflation, vilket överträffade både de medelfristiga och långsiktiga avkastningsmålen. Avvecklingskostnaderna från avvecklingen och tillgångsflytten till Tredje och Fjärde AP-fonden hade en effekt på årets avkastning. Exklusive dessa kostnader hade fonden en avkastning om 5,7%, eller 5,4% justerat för inflation.



Figur 28: Första AP-fondens avkastning och långsiktiga målsättning, 2001–2025

Sedan 2001 har fonden uppnått en real avkastning på 4,2% vilket är i linje med det långsiktiga avkastningsmålet på 4,0%, som illustreras i Figur 28. I nominella termer har fonden uppnått en genomsnittlig årlig avkastning på 6,1% sedan start och därmed överträffar fondens avkastning även inkomstindex med 3,0 procentenheter. Under de senaste tio åren har fonden överträffat sitt mål genom att uppnå en genomsnittlig real avkastning på 4,7%.

Den genomsnittliga reala avkastningen för de senaste fem åren uppgår till 2,5%, vilket är 1,5 procentenheter under det långsiktiga målet. Detta kan delvis förklaras av att inflationen har varit hög

sedan 2021, med en total prisökning om 23% till och med 2025, vilket starkt dämpat den reala avkastningen.

5.2.2 Avkastning per tillgångsslag

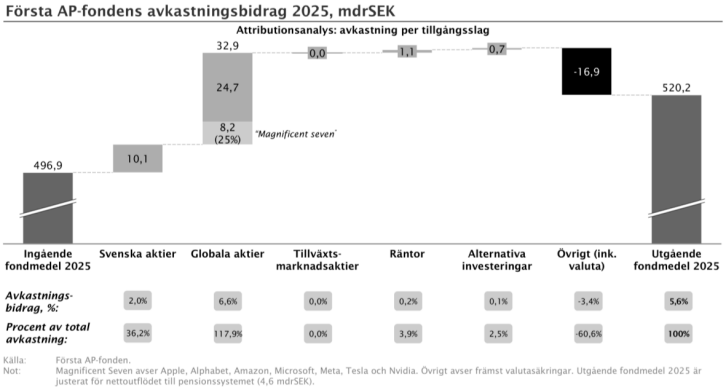
Under 2025 uppgick fondens totala avkastning till 27,9 miljarder kronor (5,6%) efter kostnader. Exklusive avvecklingskostnader uppgick den totala avkastningen till 28,1 miljarder kronor (5,7%) efter kostnader. De noterade innehaven i globala aktier stod för den största delen av avkastningsbidraget. Denna tillgångsklass bidrog med 6,6 procentenheter i avkastningsbidrag, motsvarande 32,9 miljarder kronor. Svenska aktier bidrog med 2,0 procentenheter avkastningsbidrag, motsvarade 10,1 miljarder kronor. Tillsammans motsvarade detta ett avkastningsbidrag på 43,0 miljarder kronor inom aktieportföljen.

En betydande del av avkastningen inom globala aktier kom från de så kallade ”Magnificent Seven” som är sju ledande amerikanska teknikbolag[11]. Dessa bolag stod för 8,2 miljarder kronor (2024: 14,1) av det totala avkastningsbidraget på 32,9 miljarder kronor inom globala aktier. ”Magnificent Seven” stod därmed för 25% (2024: 41%) av avkastningsbidraget inom globala aktier och 29% av det totala avkastningsbidraget.

Räntebärande tillgångar gav under 2025 ett positivt avkastningsbidrag på 0,2 procentenheter, motsvarande 1,1 miljarder kronor. Även alternativa tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, hade ett positivt avkastningsbidrag. Övrigt-posten, som främst avser valutaeffekt-och säkringar samt alternativa strategier, är den enda kategorin med negativt bidrag vilket var -16,9 miljarder kronor under 2025. Detta var främst drivet av valutaförändringar genom den stärkta svenska kronan.

Figur 29 nedan visar en fullständig attribution av samtliga tillgångsslag till den totala fondvärderingen efter kostnader per den 31 december 2025. Avkastningsbidraget per tillgångsslag redovisas exklusive årets valutaeffekter. Dessa beaktas i stället under posten ”Övrigt (inklusive valuta)”, där även effekter från valutasäkring ingår.

[11] Bolagen som ingår är Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta, Tesla och Nvidia, Magnificent Seven är en vedertagen benämning på dessa amerikanska teknikbolag vars aktiekurser har vuxit betydande under senaste åren.



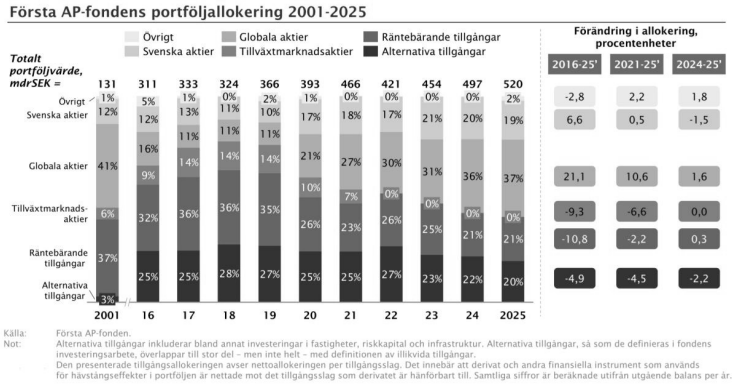
Figur 29: Första AP-fondens avkastningsbidrag 2025 i alla tillgångsklasser

5.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Första AP-fondens portfölj bestod 2025 av 56% aktier, 21% räntebärande tillgångar och 20% alternativa tillgångar. Aktierna i total portföljen utgörs av 37% globala aktier, 19% svenska aktier och 0% tillväxtmarknadsaktier (Se Figur 30).

Under 2025 förändrades portföljallokeringen genom en ökad andel i globala aktier, en trend som pågått sedan 2019. Under 2025 minskade andelen svenska aktier något, medan exponeringen mot tillväxtmarknader var oförändrad och fortsatt uppgick till 0%, vilket innebär att ingen allokering gjordes till tillväxtmarknadsaktier. Allokeringen till räntebärande tillgångar ligger kvar på samma nivå som 2024, men har successivt minskat sedan fondens start och är fortsatt den lägsta nivån sett över de senaste tio åren.

Vidare har andelen alternativa tillgångar minskat med 2,2 procentenheter jämfört med 2024. Detta beror främst på den negativa värdeutvecklingen inom tillgångsslaget. På längre sikt har dock allokeringen till alternativa tillgångar ökat sedan fondens start 2001. Sett till de senaste tio åren har denna tillgångsklass legat på en relativt stabil nivå, mätt som andel av det totala förvaltade kapitalet, på 20-28% men har minskat något senaste åren.

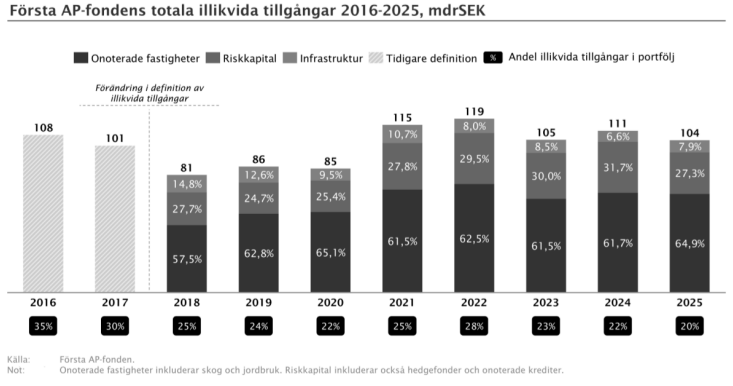


Figur 30: Första AP-fondens tillgångsallokering och förändringar, 2001–2025

5.2.4 Illikvida tillgångar

AP-fonderna får enligt lag investera högst 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, det vill säga tillgångar som inte är noterade på en marknadsplats med kontinuerlig prissättning och som därför inte förväntas kunna likvideras snabbt. Definitionen av illikvida tillgångar överlappar till stor del med Första AP-fondens egen definition av alternativa tillgångar, men de är inte helt identiska.

År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 20% av Första AP-fondens totala portfölj, motsvarande 104 miljarder kronor. Den största delen bestod av onoterade fastigheter (65%), följt av riskkapital-fonder (eng: private equity) (27%) och infrastruktur (8%). Andelen onoterade fastigheter och infrastruktur har ökat sedan 2024, medan riskkapital-fonder har minskat. Sedan 2018 har allokeringen i infrastruktur minskat till fördel för onoterade fastigheter. Riskkapitalet i Första AP-fonden är endast investerat genom fonder, alltså inte via exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment).



Figur 31: Första AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2016–2025

Som framgår av Figur 32 nedan har därmed portföljen vuxit från 81 miljarder kronor 2018 till 104 miljarder kronor vid slutet av 2025 vilket motsvarar en ökning om 23 miljarder kronor.

Kapitalets tillväxt kan helt tillskrivas värdestegring, då nettoinvesteringarna varit negativa under perioden. Uppgången har drivits av värdeutveckling i onoterade fastigheter och riskkapitalfonder då både flöden och värdeutveckling inom infrastruktur varit negativa. I relation till det förvaltade kapitalet har riskkapital haft högst årlig avkastning sedan 2019[12] med ett genomsnitt på 12,9% per år. Sedan 2019 har avkastningen på illikvida tillgångar varit cirka 7,4% per år. Över tid har andelen illikvida tillgångar som andel av den totala portföljen minskat från 25% 2018 till 20% 2025.

Figur 32: Första AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018–2025

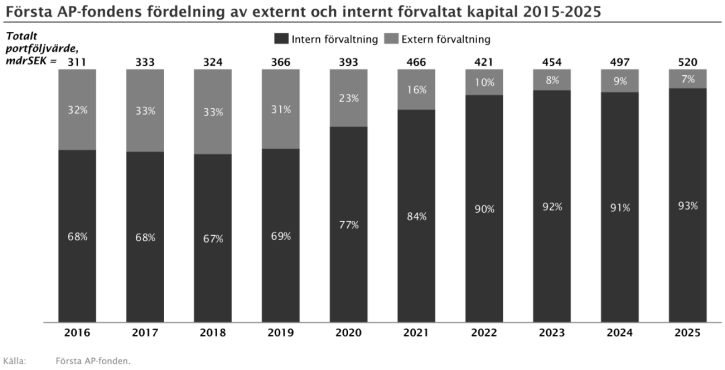
5.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Första AP-fonden betonar själva att en väl utförd intern förvaltning erbjuder flera strategiska fördelar. En av de främsta är möjligheten till en mer flexibel och dynamisk kapitalallokering mellan olika strategier och tillgångsslag, vilket skapar bättre förutsättningar att utnyttja uppkommande investeringsmöjligheter.

Fonden ser även intern förvaltning som ett sätt att skapa en integrerad värdekedja inom organisationen, vilket i sin tur kan leda till lägre kostnader och förbättrad riskkontroll. Samtidigt ställs höga krav på att intern förvaltning ska leverera lika bra eller bättre resultat än extern förvaltning.

Den absoluta majoriteten av kapitalet förvaltas internt med 92,6% under 2025. Detta innebär en ökning med 1,6 procentenheter från 2025, då 91,0% av kapitalet var internt förvaltat. På längre sikt har andelen internt förvaltat kapital ökat stadigt vilket illustreras i Figur 33 nedan.

[12] 2018, i figuren, avser utgående balans. Därav är avkastningsmåttet för perioden 2019-2025.



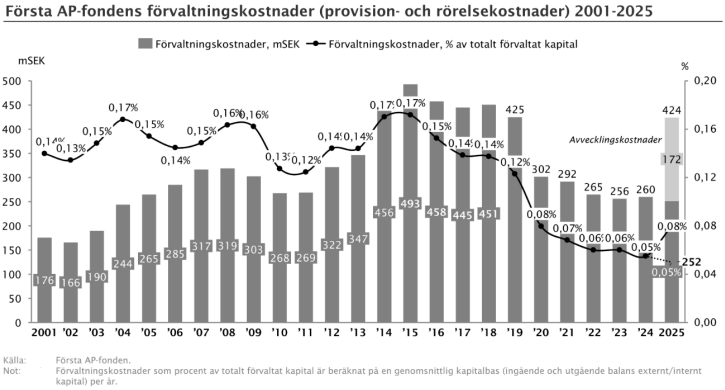
Figur 33: Första AP-fondens kapitalförvaltning uppdelat på intern och extern förvaltning, 2016–2025

5.2.6 Förvaltningskostnader

Första AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna förvaltningskostnaderna avser utgifter kopplade till den kapitalförvaltning som genomförs av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna uppstår däremot när fonden anlitar externa förvaltare för specifika mandat och tillgångsslag, där kostnaderna regleras enligt kontraktuella villkor. Ett exempel på detta är fondens investeringar i riskkapitalfonder.

Under det senaste decenniet har den strategiska övergången till ökad intern förvaltning tydligt avspeglats i kostnadsutvecklingen, vilket framgår i Figur 34 nedan. Sedan 2015 har förvaltningskostnaderna successivt minskat, delvis som en följd av att intern förvaltning visat sig vara mer kostnadseffektiv än extern förvaltning. Dessutom har ökade stordriftsfördelar ytterligare stärkt kostnadseffektiviteten, då den andel av kapitalet som förvaltas internt har vuxit i en snabbare takt än de interna kostnaderna. Sedan starten 2001 är den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvaltat kapital 0,13%.

Under 2025 ökade de totala förvaltningskostnaderna med 164 miljoner kronor, från 260 miljoner kronor 2024 till 424 miljoner kronor. Den stora ökningen kan härledas till avvecklingskostnader kopplade till tillgångsflytten till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Dessa engångskostnader uppgick till 172 miljoner kronor och bestod under 2025 bland annat av extra resurser, externa utredare, juridiska kostnader och andra avvecklingskostnader. Huvudsaklig kostnad utgörs av avsättning för avveckling av personal om 107 mnkr och avsättning för övriga förvaltningskostnader om 45 mnkr (främst avveckling av IT och kontor). Exklusive avvecklingskostnaderna så uppgick förvaltningskostnaderna som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,05%, vilket är i linje med 2024. Överlag ligger Första AP-fondens förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet på en mycket låg nivå sett ur ett internationellt perspektiv (se avsnitt *3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder*).



Figur 34: Första AP-fondens förvaltningskostnader, 2001–2025

5.3 Första AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

5.3.1 Principer och strategi för hållbarhetsarbetet

Första AP-fondens hållbarhetsstrategi är en integrerad och naturlig del av det operationella arbetet, investeringsprocessen och fondförvaltningen. Fondens VD ansvarar för att säkerställa denna integration, med stöd av hållbarhetsfunktionen, som är en del av förvaltningsorganisationen. Hållbarhetsfunktionen bistår VD genom att genomföra delar av arbetet och säkerställa att hållbarhetsaspekter beaktas inom samtliga investeringsområden. Arbetsmetoden har inte förändrats under 2025.

Inom kapitalförvaltningen anpassas hållbarhetsarbetet efter respektive tillgångsslag och förvaltningsstrategi, vilket möjliggör en bred ansvarsallokering till berörda avdelningschefer. Exempel på tillgångsslagsspecifika hållbarhetsåtgärder inkluderar beaktanden av klimatrisker och resurseffektivitet i kvantitativa strategier samt fundamental hållbarhetsanalys inom svenska småbolagsstrategin.

Fondens hållbarhetsinriktning styrs av policyn för ansvarsfulla investeringar som infördes under 2024. Denna policy fastställer de övergripande principerna för hållbarhet och ägarstyrning i fondförvaltningen. Den betonar vikten av föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarfullt ägande. Första AP-fonden har tron att välskötta bolag, som integrerat identifierar och hanterar strategiskt materiella risker och möjligheter, har bättre förutsättningar att skapa långsiktigt värde. Särskilt betonas betydelsen av ansvarsfullt agerande och effektiv användning av naturkapital, humankapital och finansiellt kapital; faktorer som bedöms bidra till högre avkastning till lägre risk över tid.

Klimatförändringar har identifierats som ett särskilt fokusområde, då de anses ha en direkt påverkan på fondens långsiktiga värdeskapande. Första AP-fonden har därför satt upp ett övergripande klimatmål om att reducera portföljens koldioxidutsläpp till netto-noll senast år 2050. Detta mål omsätts

operativt i investeringsprocesser och ägarstyrningsarbetet samt i en rad projekt och initiativ med syfte att minska klimatutsläpp i den reala ekonomin på lång sikt.

5.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under året har Första AP-fonden fortsatt med sitt hållbarhetsarbete:

- **Fortsatt hållbarhetsarbete:** Enligt den sedan tidigare satta hållbarhetsstrategin har fonden fortsatt med initiativen, men med hänsyn till att 2025 är fondens sista verksamhetsår.
- **Frånträtt valberedningar:** Under året att fonden frånträtt valberedningar och inte heller tagit nya valberedningspositioner i och med fondens avveckling.

5.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

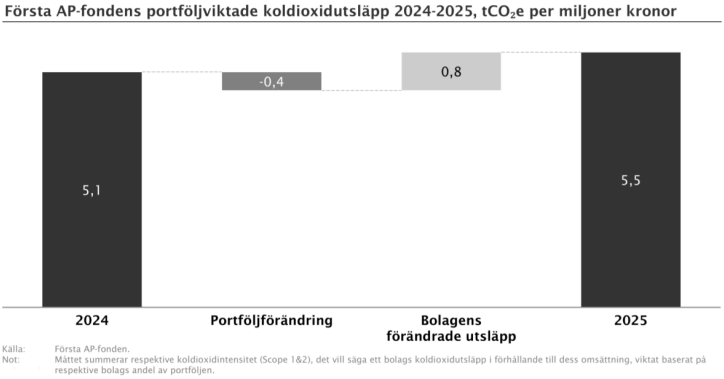
Under 2025 har arbetet fortsatt med att öka investeringarna i tillgångar som bedöms bidra till en hållbar utveckling och möter fondens avkastningskrav. Under året har andelen hållbara investeringar i portföljen ökat, från 82 miljarder kronor i slutet på 2024 till 85 miljarder kronor 2025.

Av de hållbara investeringarna utgör onoterade fastigheter den största andelen med en allokering om 73%, vilket är en minskning från 76% år 2024. Riskkapitalfonder hade en allokering om 11% vilket är 2 procentenheter högre än 2024. Övriga mindre tillgångar består av infrastruktur (10%), gröna obligationer (6%) och sociala obligationer (0,2%).

5.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Första AP-fondens noterade aktieportfölj (scope 1 och 2) uppgick under 2025 till 0,6 miljoner tCO_2e. Detta är en ökning med 0,1 miljoner tCO_2e jämfört med 2024 då de totala utsläppen uppgick till 0,5 miljoner tCO_2e. Utifrån Scope 3 uppgick fondens totala utsläpp till 15,9 tCO_2e. Utsläppen beräknas genom portföljbolagens utsläpp multiplicerat med fondens ägda andel.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som mäter fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, uppgick till 5,5 tCO_2e per miljoner kronor, en ökning med 0,4 tCO_2e jämfört med föregående år, vilket illustreras i Figur 35. Ökningen kan främst härledas till en högre koldioxidintensitet i portföljbolagen, vilket bidrog med 0,8 tCO_2e per miljoner kronor. Samtidigt påverkade förändringar i portföljallokeringen koldioxidintensiteten i motsatt riktning med -0,4 tCO_2e. En bidragande förklaring till den totala ökningen är att portföljbolagens omsättning räknas om från amerikanska dollar till svenska kronor, vilket, mot bakgrund av kronans förstärkning, leder till en högre redovisad koldioxidintensitet. Denna effekt var motsatt till föregående år då kronan försvagades och förbättrade de relativa koldioxidintensitetsmåtten.



Figur 35: Första AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024–2025

5.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Första AP-fonden arbetar aktivt med att sätta upp och följa upp målsättningar inom ramen för sitt hållbarhetsarbete. Dessa mål är utformade för att integreras i fondens långsiktiga uppdrag utan att kompromissa med dess övergripande investeringsstrategi.

Fonden har en primär kvantitativ målsättning inom hållbarhetsområdet: att portföljen ska vara netto-noll avseende koldioxidutsläpp senast 2050, i linje med Parisavtalet. Som ett första delmål ska aktieportföljens koldioxidintensitet halveras till 2030 jämfört med 2019 års nivåer. Utöver detta följer fonden upp ett antal aspekter kopplade till hållbarhetsstrategin.

I Figur 36 presenteras den historiska utvecklingen för fondens utsläppsrelaterade målsättning samt progressionen för övriga relevanta mätpunkter.

Första AP-fondens hållbarhetsmål och relevanta nyckeltal, utfall 2021-2025

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	**Målsättning**	**Mätetal**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
1	*Reducera portföljens koldioxidavtryck till netto-noll år 2050 (jmf. 2019)*	Scope 1&2 EVIC (mtCO2e)	0,60	0,40	0,61	0,5	0,6
	Delmål halvera koldioxidintensiteten till 2030 (jmf. 2019)	Scope 1&2	8,2 tCO2e per mSEK	7,1 tCO2e per mSEK	5,9 tCO2e per mSEK	5,1 tCO2e per mSEK	5,5tCO2e per mSEK
		Utveckling sen basår 2019			64% jmf. 2019	69% jmf. 2019	67%[1)] jmf. 2019

Nyckeltal och uppföljning

KPI	**Uppföljning**	**Mätetal**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
1	*Bolag som har godkända vetenskapligt baserade klimatmål enligt SBTi*	Andel av totala utsläpp	n/a	n/a	49%	46%	55%
2	*Tillgångar som motsvarar fondens kriterier för investeringar som främjar en hållbar utveckling*	Marknads-värde (mSEK)	84 476	86 548	78 117	82 079	85 367
3	*Rösta på bolagsstämmor*	Antal stämmor i Sverige	84	82	88	92	98
		Antal stämmor utomlands	1 037	1 289	1 154	1 463	1467
4	*Jämställda styrelser i de bolag där fonden arbetar i valberedningen*	Andel män/kvinnor	39%	41%	38%	39%	42%

Källa: Första AP-fonden.
Not: 1) Motsvarar 57% justerat för inflation.

Figur 36: Första AP-fondens hållbarhetsmål och relevanta nyckeltal, 2021–2025

5.4 Slutsatser och bedömningar

5.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Första AP-fonden har uppnått sina reala avkastningsmål över flera utvärderade tidsperioder: sedan start, under den senaste tioårsperioden samt för 2025.

Första AP-fonden nådde inte sitt avkastningsmål under den senaste femårsperioden. Dock hade fonden under denna tidsperiod den näst högsta genomsnittliga avkastningen bland Första till Fjärde AP-fonden. Fonden har således genererat en högre avkastning än genomsnittet, trots ett utmanande marknadsklimat präglat av hög inflation och geopolitiska oroligheter.

Samtidigt hade fonden en hög andel svenska aktier, motsvarande 19% av den totala portföljen. Detta ger en viss home-bias; tendensen hos investerare att övervägande placera kapital i inhemska tillgångar. Vidare har fonden fortsatt den högsta koncentrationen av sina fem största aktieinnehav i förhållande till det totala förvaltade kapitalet av Första till Fjärde AP-fonden. Dessa fem innehav utgör 8,94% av den totala portföljen, vilket dock är minskning från 2024 nivån om 9,15%.

År 2025 markerar Första AP-fondens sista verksamhetsår och därmed avslutningen för Sveriges äldsta AP-fond med en lång period i det svenska pensionssystemets tjänst. Sedan 2001 har fonden uppnått en genomsnittlig årlig avkastning om 6,2%, vilket överträffar såväl inkomstindex som det långsiktiga avkastningsmålet. Under denna period har fonden spelat en roll i att stärka buffertkapitalet och bidra till pensionssystemets finansiella stabilitet.

5.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Första AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

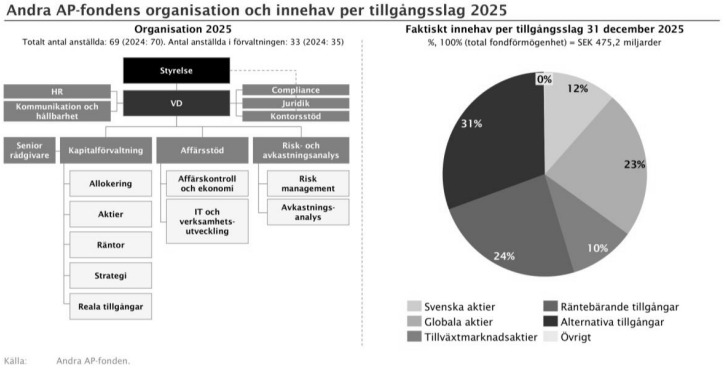
6. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Andra AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

6.1 Andra AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod vid utgången av 2025 av 69 personer (2024: 70), varav 33 som arbetar direkt inom kapitalförvaltning. Fonden har under året inte genomfört några organisationsförändringar.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 475,2 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 31% av alternativa tillgångar, 24% av räntebärande tillgångar, 23% av globala aktier, 12% av svenska aktier och 10% av tillväxtmarknadsaktier.



Figur 37: Andra AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Andra AP-fondens avkastningsmål

- Andra AP-fonden saknar ett fastställt avkastningsmål. Istället anger de en "långsiktig förväntad avkastning"[13].
- Fondens förväntade långsiktiga avkastning är 7,0% nominellt per år, vilket motsvarar 5,0% realt per år. Denna reviderades upp 2024, i samband med införandet av en ny förvaltningsmodell.

Andra AP-fondens investeringsfilosofi

Andra AP-fondens investeringsfilosofi och strategi bygger på en analys av pensionssystemets behov av en effektiv kapitalförvaltning. Detta innebär en portfölj som inte bara optimerar avkastning och risk

[13] Inom ramen för denna utvärdering betraktas den långsiktiga avkastningsförväntningen som ett avkastningsmål vid jämförelser.

utan även integrerar hållbarhet för att främja en långsiktigt hållbar utveckling. Under 2023 skedde det en översyn av investeringsövertygelserna som sedan implementerades under 2024 och som sedan dess står fast. Fondens syn på de viktigaste framgångsfaktorerna och dess investeringsfilosofi sammanfattas i förkortningen SHARPE:

1. **Samarbete och medarbetare är kritiska framgångsfaktorer:** För att nå framgång krävs medarbetare och ledare med hög kompetens och en organisationskultur med tydliga värderingar som främjar innovation och samarbete.
2. **Hållbarhet lönar sig:** Genom att integrera hållbarhet i förvaltningen förbättras förutsättningarna att nå det övergripande målet samtidigt som en hållbar utveckl
3. ing kan främjas.
4. **Aktiv förvaltning skapar mervärde:** Genom aktiva och dynamiska investeringsbeslut kan portföljens riskjusterade avkastning förbättras.
5. **Risktagande som är uthålligt krävs:** Det största långsiktiga värdeskapandet kommer från exponering mot systematiska riskpremier. Fondens långa placeringshorisont möjliggör uthålligt risktagande med mindre påverkan av marknadens kortsiktiga svängningar.
6. **Pensionärernas bästa ska avgöra strategin:** För att investera fondkapitalet till så stor nytta som möjligt för pensionssystemet behövs en gedigen ALM-analys.
7. **Effektiva processer är en förutsättning för bra resultat:** Effektiva, stabila och disciplinerade processer hjälper fonden att hålla fast vid sina grundläggande övertygelser och investeringsstrategier.

6.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Andra AP-fonden fortsatt att utveckla sin organisation samt förberett verksamheten inför det kommande kapitalet från Sjätte AP-fonden.

- **Nya strategier per tillgångsslag:**
  - *Globala & Tillväxtmarknadsaktier:* Fonden har uppdaterat sitt internt utvecklade index för utländska aktier. Det nya indexet ligger närmare ett marknadsviktat index, vilket innebär en förskjutning mot en mer indexnära förvaltning jämfört med tidigare strategi, men med fortsatt justering för hållbarhetsaspekter samt en optimering utifrån faktorer. Detta innebär i praktiken att fonden gör en förflyttning mot utökat ägande i teknikbolag exponerade mot AI, teknik och digitalisering.
  - *Statsobligationer:* De interna portföljerna har konsoliderats från fyra till två i syfte att förenkla strukturen och öka effektiviteten.
  - *Reala tillgångar:* En uppdaterad allokeringsstrategi har implementerats.
- **Förberedelser inför kapital flytten från Sjätte AP-fonden:** Riksdagen beslutade under 2025 att Sjätte AP-fondens tillgångar och förpliktelser ska införlivas i Andra AP-fonden per den 1 januari 2026. Mot denna bakgrund har fonden under året avsatt betydande resurser till ett omfattande förberedelsearbete för att möjliggöra ett ordnat övertagande av Sjätte AP-fondens tillgångar och åtaganden. Inför kapitalövertagandet har ett flertal praktiska och organisatoriska åtgärder vidtagits, däribland rekryteringar, i syfte att säkerställa en effektiv hantering av det tillkommande kapitalet.
- **Ny policy och riktlinjer för tillgångar som förvaltas avskilt i Sjätte AP-fonden:** I samband med tillgångsflytten kommer vissa tillgångar att förvaltas avskilt. Styrelsen har därför beslutat om en ny policy och nya riktlinjer för denna förvaltning.

- **Uppdaterad verksamhetsplan:** Styrelsen beslutade i december 2025 om en ny verksamhetsplan för 2026.
- **Ny ALM analys:** Med det inkommande kapitalet från Sjätte AP-fonden har Andra AP-fonden genomfört en ny ALM analys för att optimera risknivån gentemot balanstalet. En konsekvens av detta är nya målvikter per tillgångsslag men också uppdaterade strategier per tillgångsslag.
- **Ökad allokering till riskkapital:** Målvikten för riskkapital har höjts med 5 procentenheter, från 10 till 15%. Förändringen innebär en motsvarande minskning av målvikten för reala tillgångar från 18 till 13%.
- **Ny chef för kapitalförvaltningen:** Fonden har under året anställt en ny chef för kapitalförvaltningen och fortsatt med implementeringen av den nya förvaltningsstrategi som lanserades 2024.

6.2 Andra AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

6.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Andra AP-fonden har inget formellt avkastningsmål utan kommunicerar i stället en ”långsiktig förväntad avkastning”. För att möjliggöra jämförbarhet mellan fonderna och en relevant utvärdering har den långsiktiga avkastningsförväntningen inom ramen av denna utvärdering betraktats som ett avkastningsmål. Fondens övergripande mål är ”att minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen på 30 års horisont genom att bedriva föredömlig förvaltning av kapitalet”.

Den långsiktiga förväntade avkastningen fastställs genom att styrelsen beslutar om en strategisk allokering som tar sin utgångspunkt i ALM analysen. Detta innefattar att besluta om portföljfördelningen av nio olika breda tillgångsslag. För att kunna utvärdera och definiera tydliga riskramar av den faktiska portföljen krävs ett ankare; i detta fall ett strategiskt utvärderingsindex. Det består av olika standardiserade marknadsindex för vart och ett av de nio tillgångsslagen.

Det strategiska utvärderingsindexet har en förväntad nominell avkastning på cirka 6%. Målet vid beslut om strategival, dynamisk allokering och värdepappersval är att öka totalavkastningen med cirka 1 procentenhet, vilket ger en sammantagen förväntad nominell avkastning på 7,0%. Efter justering för en förväntad långsiktig inflation på 2,0% återstår en förväntad real avkastning på cirka 5,0%. Fondens långsiktiga avkastningsförväntan uppgår därmed till 5,0% realt per år efter kostnader och utvärderas över 10-årsperioder. Avkastningsförväntan är därmed kopplad till den portfölj som ALM-analysen genererar, det vill säga den avkastning som krävs för att uppfylla uppdraget och minimera det förväntade pensionsbortfallet, såväl som från målet om att öka avkastningen ytterligare genom bland annat dynamisk allokering.

Under 2025 uppgick fondens nominella avkastning till 4,6% efter kostnader och 4,3% justerat för inflation, vilket understiger den långsiktiga avkastningsförväntan.

Figur 38: Andra AP-fondens avkastning och långsiktiga målsättning, 2001–2025

Sedan starten 2001 har fonden haft en genomsnittlig real avkastning på 3,9% vilket är lägre än den långsiktiga reala avkastningsförväntan på 5,0% (Figur 38 ovan). Under samma period har fonden i nominella termer uppvisat en genomsnittlig årlig avkastning på 5,8% och fondens avkastning har därmed i genomsnitt överträffat inkomstindex sedan start.

Sett till de senaste tio åren har den genomsnittliga reala avkastning varit 3,4%, vilket är 1,6 procentenheter lägre än den långsiktiga förväntade reala avkastningen.

Sett till den senaste femårsperioden uppgår fondens genomsnittliga reala avkastning till 1,1%. Detta är 3,9 procentenheter lägre än den långsiktiga avkastningsförväntan. Detta kan delvis förklaras av att inflationen har varit hög sedan 2021, med en total prisökning om 23% till och med 2025, vilket starkt dämpat den reala avkastningen.

6.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Under 2025 uppgick fondens totala avkastning till 20,9 miljarder kronor (4,6%) efter kostnader, där de noterade innehaven i globala aktier samt tillväxtmarknader stod för de största delarna av avkastningsbidraget.

Aktieportföljen genererade totalt ett avkastningsbidrag om 28,9 miljarder kronor. Globala aktier stod för 3,2 procentenheter av avkastningsbidraget, motsvarande 14,6 miljarder kronor. Tillväxtmarknadsaktier svarade för 2,4 procentenheter, vilket motsvarade 10,9 miljarder kronor. Dessutom, i relation till det förvaltade kapitalet, hade tillväxtmarknadsaktier en mycket stark avkastning om 28,0% för 2025. Svenska aktier bidrog med 0,8 procentenheter till avkastningsbidraget, motsvarande 3,5 miljarder kronor.

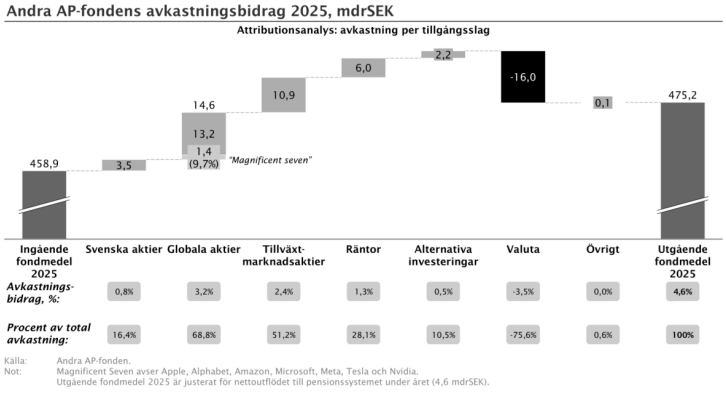
Inom tillgångsslaget globala aktier uppgick avkastningsbidraget från ”Magnificent Seven”, sju ledande amerikanska teknikbolagen, till 1,4 miljarder kronor (2024: 2,9). Detta motsvarade 9,7% av det totala avkastningsbidraget inom globala aktier och 6,64% av fondens samlade avkastningsbidrag. Som

jämförelse utgjorde ”Magnificent Seven” cirka 20% av världsindexet MSCI ACWI i slutet av 2025 och uppvisade en god utveckling under 2025 i amerikanska dollar. Utfallet illustrerar Andra AP-fondens breda diversifiering och därmed en relativt låg exponering mot amerikanska teknikaktier jämfört med marknaden i stort.

Räntebärande tillgångar gav under 2025 ett positivt avkastningsbidrag på 1,3 procentenheter, motsvarande 6,0 miljarder kronor. Även investeringar i alternativa tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, hade ett positivt bidrag vilket var 2,2 miljarder kronor, motsvarande 0,5 procentenheter, under 2025.

Under året gav valutaförändringar, inklusive valutasäkringen, ett negativt avkastningsbidrag om -16,0 miljarder kronor, motsvarande -3,5 procentenheter. I slutet på 2025 hade fonden en valutaexponering om 29,5%. Den största exponeringen mot en enskild valuta var mot den amerikanska dollarn (cirka 8%). Detta, tillsammans med att kronan stärktes, resulterade i att valutaeffekten hade en starkt negativt bidragande faktor.

Figur 39 nedan visar en fullständig attribution av tillgångsslagens bidrag till den totala fondvärderingen före kostnader per den 31 december 2025. Avkastningsbidraget per tillgångsslag redovisas exklusive valutaeffekter. Dessa beaktas i stället under posten ”valuta” där alla valutaeffekter hänförs inklusive valutasäkringen.



Figur 39: Andra AP-fondens avkastningsbidrag 2025 i alla tillgångsklasser

6.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

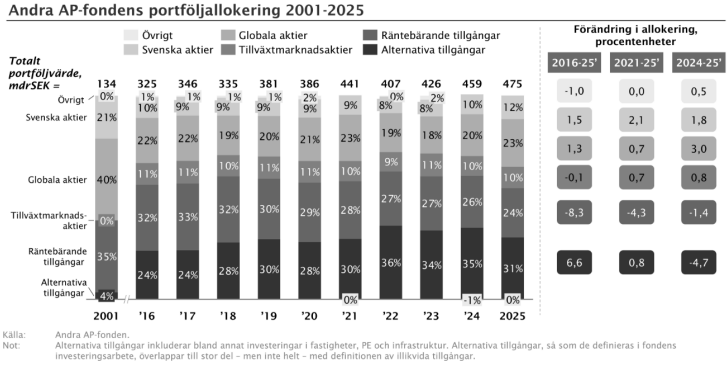
Andra AP-fondens portfölj 2025 bestod av 45% aktier, 31% alternativa tillgångar och 24% räntebärande tillgångar. Aktieexponeringen utgjordes av 23% globala aktier, 12% svenska aktier och 10% tillväxtmarknadsaktier. Andra AP-fonden har ett starkt fokus på diversifiering, både mellan och inom tillgångsslag.

Under 2025 ökade fondens exponering mot noterade aktier ytterligare i procentuella termer, med högre vikt inom aktier i Sverige, utvecklade marknader (globala) och tillväxtmarknad, i likhet med

utvecklingen under 2024. Utvecklingen drevs av dynamiska omallokeringar, i bakgrund till förflyttningen inom aktieallokeringen.

Exponeringen mot räntebärande tillgångar minskade under 2025 med 1,4 procentenheter jämfört med 2024. Detta ligger i linje med den nedåtgående trend som observerats över de senaste fem och tio åren.

Andelen alternativa tillgångar minskade markant under året med 4,7 procentenheter jämfört med 2024. Sett över ett längre tidsperspektiv har dock andelen alternativa tillgångar ökat med drygt 27 procentenheter sedan fondens start 2001. Även under de senaste tio åren har allokeringen inom tillgångsslaget successivt ökat som andel av det totala förvaltade kapitalet.



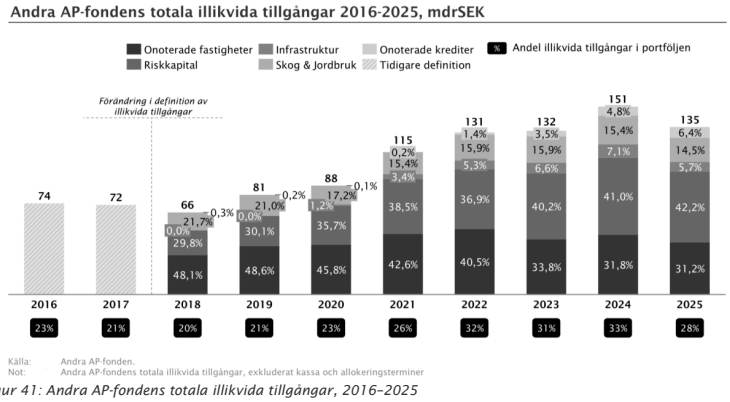
Källa: Andra AP-fonden.
Not: Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i fastigheter, PE och infrastruktur. Alternativa tillgångar, så som de definieras i fondens investeringsarbete, överlappar till stor del – men inte helt – med definitionen av illikvida tillgångar.

Figur 40: Andra AP-fondens portföljallokering, 2001–2025

6.2.4 Illikvida tillgångar

Enligt lag får AP-fonderna ha maximalt 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, det vill säga tillgångar som inte är noterade på en marknadsplats med kontinuerlig prissättning och som därför inte kan likvideras relativt snabbt. Definitionen av illikvida tillgångar överlappar till stor del med Andra AP-fondens egen definition av alternativa tillgångar, men inte helt.

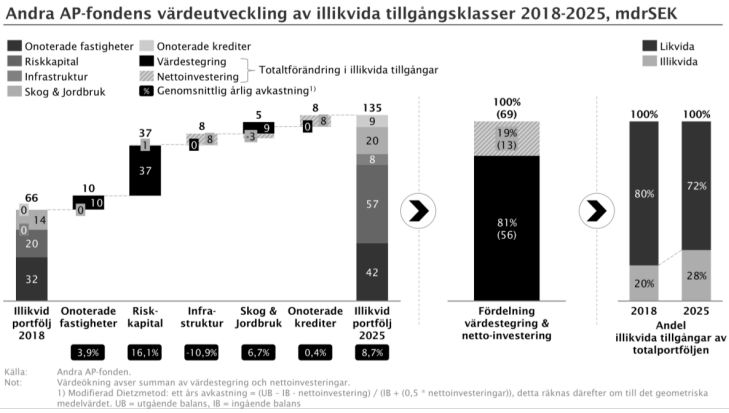
År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 28% av Andra AP-fondens totala portfölj, motsvarande 135 miljarder kronor. Jämfört med föregående år så har andelen illikvida tillgångar i portföljen minskat från 33% 2024 till 28% 2025. Allokeringen i de illikvida tillgångarna bestod av riskkapitalfonder (eng: private equity) (42,2%), onoterade fastigheter (31,2%), skog och jordbruk (14,5%), onoterade krediter (6,4%), samt infrastruktur (5,7%). Över tid har riskkapitalfonder blivit en större andel av den illikvida portföljen och är sedan 2023 den största tillgångsklassen samtidigt som onoterade fastigheter har en minskande andel av den illikvida portföljen. Riskkapitalet i Andra AP-fonden är endast investerat genom fonder, alltså inte via exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment).



Figur 41: Andra AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2016–2025

Som framgår av Figur 42 nedan har portföljen ökat från 66 miljarder kronor 2018 till 135 miljarder kronor vid slutet av 2025 vilket motsvarar en tillväxt på 69 miljarder kronor.

Denna ökning drivs huvudsakligen av värdestegring, som står för 81% av tillväxten eller 56 miljarder kronor. Särskilt framträdande är utvecklingen inom riskkapital som har en årlig avkastning om 16,1% sedan 2019[14] vilket motsvarar mer än hälften av det totala avkastningsbidraget under tidsperioden. Infrastruktur, med ett relativt litet förvaltat kapital, har gått sämre under tidsperioden med en negativ avkastning. Totalt ha de illikvida tillgångarna haft en avkastning på 8,7% sedan 2019. Andelen illikvida tillgångar i den totala portföljen har också ökat, från 20% år 2018 till 28% vid utgången av 2025.

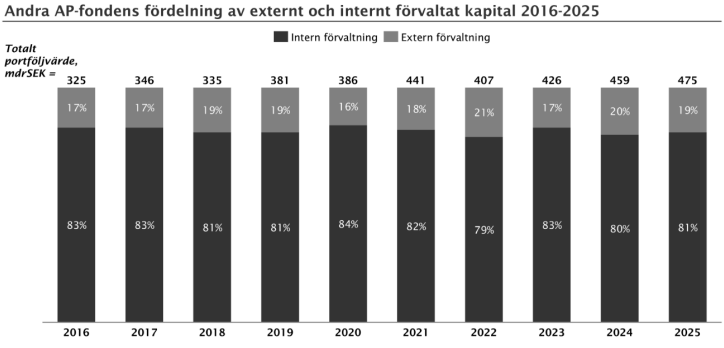


Figur 42: Andra AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018–2025

[14] 2018, i figuren, avser utgående balans. Därav är avkastningsmåttet för perioden 2019-2025.

6.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

En majoritet av Andra AP-fondens kapital förvaltas internt där externa förvaltare används främst för illikvida tillgångsslag. År 2025 förvaltades 81% av kapitalet internt, en minskning med 1 procentenhet sedan 2024. På tio års sikt har denna andel varit relativt oförändrad. Detta illustreras i Figur 43 nedan.



Källa: Andra AP-fonden.

Figur 43: Andra AP-fondens kapital under intern och extern förvaltning, 2016–2025

6.2.6 Förvaltningskostnader

Andra AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna förvaltningskostnaderna avser utgifter som uppstår i samband med kapitalförvaltning som bedrivs av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna uppkommer när fonden anlitar externa förvaltare för specifika mandat och tillgångsslag, där kostnaderna regleras genom kontraktuellt fastställda villkor. Exempelvis använder fonden externa förvaltare inom onoterade aktier.

Under de senaste tio åren har fondens strategi att successivt internalisera kapitalförvaltningen haft en tydlig påverkan på kostnadsutvecklingen (illustrerad i Figur 44 nedan). Denna utveckling har bidragit till lägre totala förvaltningskostnader, då intern förvaltning generellt är mer kostnadseffektiv än extern. Därutöver har fonden kunnat dra nytta av stordriftsfördelar, vilket ytterligare har reducerat kostnaden per förvaltad krona i takt med att en större andel av kapitalet hanteras internt. Sedan fondens start 2001 uppgår den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvaltat kapital till 0,15%.

Under 2025 uppgick förvaltningskostnaderna som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,08%, vilket är oförändrat jämfört med 2024. De totala förvaltningskostnaderna uppgick till 371 miljoner kronor, vilket innebär en mindre ökning jämfört med föregående år. Sett över en tioårsperiod motsvarar detta dock en minskning om 111 miljoner kronor. I jämförelse med utländska pensionsfonders förvaltningskostnader som andel av totalt förvaltat kapital är denna kostnadsnivå låg (se avsnitt *3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder*)

Figur 44: Andra AP-fondens förvaltningskostnader, 2001–2025

6.3 Andra AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

6.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Andra AP-fondens hållbarhetsarbete grundar sig i det lagstadgade uppdraget att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande, där särskild vikt läggs vid att främja hållbar utveckling. Detta utan att göra avkall på det övergripande målet att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet. Hållbarhetsarbetet styrs av principen om dubbel väsentlighet, vilket innebär att både hållbarhetsrelaterade risker och möjligheter beaktas i investeringarna, samt fondens påverkan på människa och miljö. Detta integreras i hela organisationen, investeringsprocessen och förvaltningen, genom en hållbarhetsagenda fastställd av styrelsen.

Fonden har en hållbarhetspolicy baserad på svenska statens värdegrund och en strategi med sex fokusområden: *(1) integrering, (2) väsentlighet, (3) analys, (4) påverkansarbete, (5) samarbete och (6) transparens*. Hållbarhetsaspekter integreras på olika sätt beroende på tillgångsslag, exempelvis genom exkludering av bolag eller sektorer som inte uppfyller hållbarhetskriterier. Fonden fokuserar sina insatser på de mest väsentliga hållbarhetsfrågorna, där den har störst påverkan, och använder detaljerad, data-driven analys som grund för beslut.

Som ansvarsfull ägare arbetar fonden aktivt med påverkansarbete och positiv förändring i de bolag den investerar i. Vidare är samarbete med Etikrådet och andra investerare en viktig aspekt som förstärker påverkansarbetet och skapar en större hävstång. Slutligen är transparens centralt för fondens hållbarhetsarbete, vilket påvisar både engagemang och ansvar gentemot intressenter.

Arbetet fokuserar på fyra huvudområden: *klimat, biologisk mångfald, mänskliga rättigheter och bolagsstyrning.* Dessa har valts för deras påverkan på portföljens långsiktiga avkastning och fondens möjlighet att göra skillnad genom aktiv förvaltning.

6.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Andra AP-fonden genomfört ett flertal aktiviteter kopplade till fondens prioriterade hållbarhetsområden, med fokus på att stärka organisation, processer och integrering i förvaltningen.

- **Förstärkning av hållbarhetsteamet:** Under året har hållbarhetsteamet förstärkts genom nyrekryteringar. Syftet har varit att öka kapaciteten inom ägarstyrning och bolagsdialoger samt att stärka kompetensen avseende onoterade tillgångar på grund av det tillkommande kapitalet från Sjätte AP-fonden.
- **Processutveckling och dialog med identifierade högriskbolag:** Fonden har vidareutvecklat sina processer för identifiering och uppföljning av bolag med förhöjd hållbarhetsrisk. En utvärdering av bolagens riskhantering har genomförts och påverkansdialoger har förts med samtliga bolag som klassificerats som högrisk.
- **Fortsatt integrering av hållbarhet i kapitalförvaltningen:** Arbetet med att integrera hållbarhetsaspekter i förvaltningen har fördjupats. Detta inkluderar analyser av exponering mot konfliktområden, utveckling av nya verktyg för förvaltares självutvärdering av reala tillgångar, införande av ramverk för bedömning av länders klimatanpassning inom statsobligationer samt utvärdering och uppföljning av externa förvaltare inom onoterade krediter (eng: private debt).
- **Uppfyllt flera mål och delmål:**
    - **Uppfyllt delmål för växthusgaser:** Med 2019 som basår för växthusgasutsläpp (Scope 1–3) har fonden uppfyllt målet om -35% till 2025. Nästkommande mål är -55% till 2030.
    - **Uppfyllt klimatmål om klimatplaner:** Samtliga tillgångsslag har numera klimatplaner.
    - **Avskogningsfri portfölj:** En ny process är implementerad för åtagandet om en avskogningsfri portfölj. Detta var även ett mål för 2025 som därmed är uppfyllt med syfte att ha en portfölj som inte bidrar till avskogning.
    - **Implementering av FN:s vägledande principer:** Mål uppfyllt om att implementera FN:s vägledande principer till 2025.
    - **Röstat på stämmor:** Under året har fonden röstat på 1 315 stämmor.

6.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Förutom den strategiska ambitionen att integrera hållbarhet i hela investeringscykeln och förvaltningsarbetet, genomför Andra AP-fonden även riktade hållbarhetsinvesteringar. Under året har andelen hållbara investeringar i portföljen minskat, från 60 miljarder kronor under 2024 till 46 miljarder kronor under 2025. Detta är delvis drivet av en minskning av gröna obligationer och naturliga klimatinvesteringar (skog- och jordbruk).

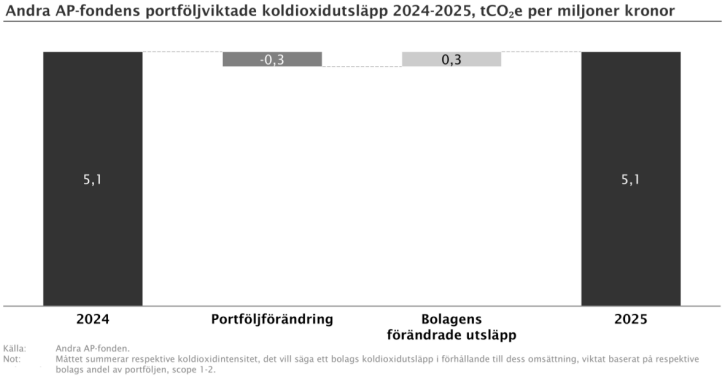
Av de hållbara investeringarna utgjorde naturliga klimatinvesteringar (jord- och skogsbruk) den största andelen (43%), följt av gröna obligationer (20%), riskkapitalfonder (19%), hållbar infrastruktur (17%), sociala obligationer (1%) samt hållbara- och resultatobligationer (1%).

6.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Andra AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 0,3 miljoner tCO_2e under 2025, vilket är oförändrat jämfört med 2024. Portföljens Scope 3 koldioxidutsläpp var 5,0 miljoner tCO_2e vilket är en minskning om 0,1 miljoner tCO_2e jämfört med

2024. På en längre tidshorisont, sedan 2019, har Scope 3 minskat med 39% från 10,9 till 5,0 miljoner tCO_2e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som visar fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, uppgick till 5,1 tCO_2e/mkr vilket är oförändrat från föregående år, vilket illustreras i Figur 45 nedan. Detta berodde på att den minskade förändringen i portföljallokeringen om -0,3 tCO_2e motverkades av bolagens förändrade utsläpp, som ökade koldioxidintensiteten med 0,3 tCO_2e.



Figur 45: Andra AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024–2025

6.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Andra AP-fondens hållbarhetsmålsättningar är kopplade till fondens fyra fokusområden, vilka beskrivits ovan.

Fonden har formulerat sina mål med en medel- till långsiktig horisont. Samtliga mål är definierade utifrån kvantitativa mätetal och består av en kombination av aktivitets- och resultatmål. Aktivitetsmål avser exempelvis genomförandet av ett visst antal aktiviteter inom en given tidsram, medan resultatmål syftar till att uppnå en specifik nivå, exempelvis en viss utsläppsreduktion. Inga av målen har förändrats under 2025, och flertalet har uppnåtts under året.

Fyra av åtta mål har uppnåtts i år. Dessa gäller växthusgaser, Parisavtalet, illegal avskogning samt implementering av FN:s vägledande principer. En sammanställning av fondens målsättningar och måluppfyllelse presenteras i Figur 46 och 47 nedan.

Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

AP2

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
			Klimat				
1	*Nettonoll-utsläpp av växthusgaser i portföljbolagen senast 2045* *2025: -35%* *2030: 55%*	Utläpp av växthus-gaser, mtCO2e (scope 1-3)	n/a	8,7 (-29%)[1)]	7,4 (-40%)[1)]	7,64 (-38%)[1)]	7,65 (-38%)
2	*Alla tillgångsslag i linje med Parisavtalet 2025*	% av strategisk portfölj i linje med Paris-avtalet	60%	70%	76%	94%	100%
			Biologisk mångfald				
3	*Bidra till en positiv nettoutveckling för naturen 2030. Målsättning och mätetal kommer utvecklas*	Ännu odefinierat	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
4	*En portfölj som inte bidrar till illegal avskogning 2025*	% av högrisk-bolag med aktivt påverkansarbete	n/a	n/a	n/a	91%	100%
			Mänskliga rättigheter				
5	*Implementering av FN:s vägledande principer 2025*	% av strategisk portfölj med en DD-process i linje med principer	59%	59%	71%	100%	100%
6	*Mänskliga rättighetsperspektiv ska genomsyra alla delar av AP2:s verksamhet år 2030*	Ännu odefinierat	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: Andra AP-fonden.
Not: 1) Korrigeras historiskt på grund av ny inkommen Scope 3 data

Figur 46: Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021–2025 (I/II)

Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

AP2

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
			Bolagsstyrning				
7	*Fondens noterade innehav ska i genomsnitt ha minst 40% av vardera kön i styrelsen 2030*	Genom-snitt kvinnor i styrelsen, %	n/a	n/a	Sverige: 38% Utland: 29%	Sverige 37%, Utland 31%	Sverige 38%, Utland 32%
8	*Fonden ska agera aktivt genom röstning i relevanta frågor i samtliga noterade bolag*	% av fondens ägande, stämmor man röstat på	n/a	n/a	Sverige: 87% Utland: 76%	Sverige: 96% Utland: 89%	Sverige: 85% Utland: 73%

Källa: Andra AP-fonden.

Figur 47: Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021–2025 (II/II)

6.4 Slutsatser och bedömningar

6.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Förflyttning av aktieförvaltningen
Andra AP-fonden har under 2025 påbörjat övergången från ett internt faktorbaserat index till en mer marknadsviktad exponering för utländska noterade aktier. Det är ett strategiskt vägval som fonden bedömer som en relativt stor förändring av aktieförvaltningen.

Som skäl för förändringen anges bland annat att fonden i högre utsträckning vill fånga möjligheter inom tech, digitalisering och AI. Det är ett legitimt argument, men det väcker en omedelbar metodfråga. Exponering mot specifika investeringsteman eller sektorer motiverar typiskt riktade aktiva mandat eller tematiska strategier, inte ett övergripande byte av index. Ett brett marknadsviktat index är ett trubbigt verktyg för den som vill fånga mer precisa, strukturella marknadsmöjligheter. Val av övergripande jämförelseindex bör i stället styras av strategiska överväganden såsom marknadstäckning, likviditet, diversifiering och investeringsuniversumet. Dessutom förändras indexsammansättningen över tid. Det som idag domineras av till exempel av tech kan om tio år domineras av något annat. En indexstrategi som motiveras av ett tematiskt argument bär därmed en inneboende inkonsekvens. Det är även centralt att beakta att marknadsindex inte är utformade som optimala investeringsportföljer, utan som mått på marknadens värdering och utveckling.

Arkwright ser positivt på ambitionen att stärka den globala aktieförvaltningen. Fondens historiska faktorallokering kan ha bidragit till den svaga avkastningen över alla mätperioder, och en anpassning till en förändrad marknadsstruktur framstår som rimlig. Det befriar inte styrelsen från att explicit motivera varför förändringen sker nu.

Arkwright anser vidare att styrelsen bör motivera varför den tidigare strategin vidmakthölls under år av svagare resultat och vilka lärdomar som dras. Frånvaron av ett tydligt avkastningsmål har inte bara försvårat utvärdering och ansvarsutkrävande i efterhand. Det har sannolikt också förlängt den period under vilken en suboptimal strategi tilläts fortleva, eftersom ingen formell tröskel existerade som tvingade fram åtgärder och beslut.

Arkwright noterar även att Andra AP-fondens beslut att höja den strategiska allokeringen till private equity från 10 till 15% sammanfaller med att exponeringen mot riskkapital har minskat samt att Sjätte AP-fondens omfattande private equity-portfölj ska överföras till Andra AP-fonden.

Andra AP-fonden saknar ett definierat avkastningsmål
Andra AP-fonden saknar ett formellt avkastningsmål, vilket Arkwright tidigare påtalat, trots att fondens egen analytiska process genererar de komponenter som krävs för att formulera ett sådant. ALM-analysen härleder ett avkastningskrav ur åtagandet, den strategiska allokeringen kalibreras mot detta krav, och utvärderingen sker över tioårsperioder. Att benämna resultatet av denna process en förväntan snarare än ett mål skapar en styrningsdiskrepans mellan uppdrag, krav och ansvarsutkrävande som ett tydligt mål innebär. Sammantaget innebär detta att fondens governancestruktur inte fullt ut lever upp till de krav man kan ställas på en institutionell pensionsförvaltare av Andra AP-fondens storlek och kompetens.

Avsaknaden av ett tydligt avkastningsmål försvagar kopplingen mellan huvudmannen (Riksdagen), styrelsen och förvaltningen. Ett mål innebär en mätbar förpliktelse som kan följas upp och ligga till grund för ansvarsutkrävande. En förväntan kan uppfattas mer vägledande än bindande och ger större utrymme för tolkning. Skillnaden kan framstå som marginell i goda tider, men blir avgörande när resultaten är svagare och styrning samt ansvar prövas.

Andra AP-fonden har underpresterat sin egen förväntade avkastning över samtliga mätperioder. Hade det varit ett mål hade styrelsen behövt förklara för Regeringen och Riksdagen varför målet underpresterats konsekvent, och den förklaringen hade sannolikt inneburit åtgärder långt tidigare.

Arkwrights generella uppfattning är fortsatt att Andra AP-fonden, i enlighet med etablerade principer för pensionsfonder, ska ha ett tydligt definierat avkastningsmål anpassat efter fondens riskprofil, åtaganden och styrningskompetens. Enligt lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska verksamhetsplanen innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten inklusive strategier för hur målen ska uppnås. Detta inkluderar målet om att uppnå långsiktig hög avkastning till vald risknivå, vilket är en central del av buffertfondernas uppdrag.

Andra AP-fonden uppnår inte sin långsiktiga avkastningsförväntan
Andra AP-fondens portfölj har inte uppnått sin långsiktiga förväntade avkastning över de utvärderade tidsperioderna, vare sig sedan start när fonderna inledde verksamheten, under den senaste tio-,fem- eller ettårsperioden. Arkwright noterar samtidigt en inledande strategisk förflyttning i Andra AP-fonden, i linje med den strategiska översynen av kapitalförvaltningen som efterfrågades i föregående års utvärdering. Detta återspeglas delvis i fondens nya aktieallokering, genomförda förändringar i den övergripande tillgångsallokeringen, och i kapitalförvaltningsorganisationen.

I en internationell jämförelse har Andra AP-fonden också haft en lägre avkastning än genomsnittet för den internationella jämförelsegruppen, en grupp som har använts i utvärderingen i flera år.[15] Andra AP-fonden har en tioårsavkastning på 6,4% jämfört med snittet på 7,2%, och en femårsavkastning på 5,4% jämfört med 6,9%. Även i jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag har fondens avkastning varit lägre på femårssikt med en avkastning på 5,4% jämfört med 5,5%. På tioårssikt har Andra AP-fondens avkastning däremot varit högre med 6,4% mot snittet på 6,0%. AP-fonderna har dock ett relativt fritt investeringsmandat jämfört med flera av dessa aktörer, vars investeringsförutsättningar begränsas av faktorer som till exempel solvensregler, likviditetskrav och Finansinspektionens regelverk. Detta innebär att AP-fonderna har en större frihet i sin riskförmåga och kan nyttja sin verkligt långsiktiga tidshorisont.

Andra AP-fondens har en diversifierad portfölj
Andra AP-fondens portföljallokering har en högre grad av diversifiering, både mellan och inom tillgångsslag. Fondens portföljkonstruktion baseras på en specifik tolkning av uppdraget, med betoning på målet att minimera den förväntade negativa effekten på framtida pensioner som en aktivering av den automatiska balanseringen medför.

En ytterligare indikator på fondens diversifiering är koncentrationen i de fem största innehaven. Vid utgången av 2025 uppgick dessa till 3,77% (2024: 2,64%) av det totala förvaltade kapitalet och 8,29% av aktieportföljen, vilket är lågt jämfört med ett marknadsviktat globalindex. Under 2025 har Andra AP-fondens koncentration ökat något bland de största innehaven; en konsekvens av den nya

[15] För en mer djupgående redogörelse för jämförelsen och förklaring till jämförbarheten mellan AP-fonderna och de utländska pensionsfonderna se avsnitt *3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder.*

aktieallokeringen. I och med att den förändrade allokeringen av globala aktier inte är helt genomförd kan det förväntas att koncentrationen kommer fortsätta öka.

6.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Andra AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

Arkwright anser fortsatt att Andra AP-fonden, i enlighet med etablerade principer för pensionsfonder, ska ha ett tydligt definierat avkastningsmål anpassat efter fondens riskprofil, åtaganden och styrningskompetens.

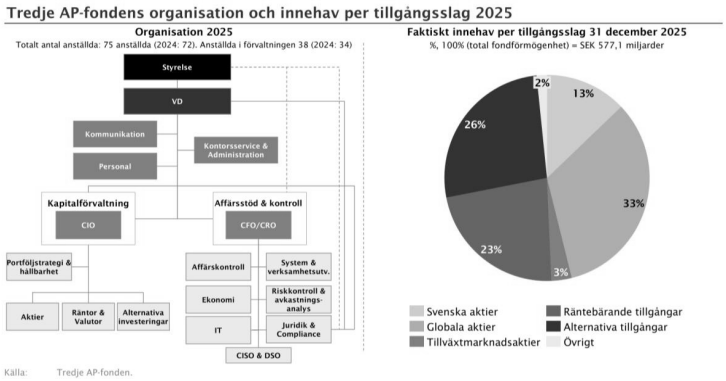
7. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Tredje AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

7.1 Tredje AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Tredje AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Organisationen bestod 2025 i genomsnitt av 75 personer (2024: 72), varav 38 som arbetar inom kapitalförvaltning. Till följd av kapitaltillskottet från Första AP-fonden under 2026 har organisationen förstärkts genom nyrekryteringar för att hantera förvaltningen av det tillkommande kapitalet. Organisationsstrukturen under 2025 har förändrats gentemot föregående år. Största skillnaden är att DSO och Compliance är numera en del av affärsstöd & kontroll vilka tidigare var direkt under VD, samt att hållbarhet integreras i portföljstrategi-enheten.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 577,1 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 33% av globala aktier, 26% av alternativa tillgångar, 23% av räntebärande tillgångar, 13% av svenska aktier, 3% av tillväxtmarknadsaktier samt övrigt om 2% (övriga strategier).



Figur 48: Tredje AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Tredje AP-fondens avkastningsmål

- Tredje AP-fonden har ett avkastningsmål om 3,5% real avkastning efter kostnader som mäts över löpande 10-årsperioder.

Tredje AP-fondens investeringsfilosofi

Tredje AP-fondens strategi för kapitalförvaltningen bygger på en ALM-analys, vilken utgör grunden för hur fonden ska uppnå målet ”största möjliga nytta för det allmänna inkomstpensionssystemet genom

att skapa en hög avkastning till en låg risknivå". Fondens investeringsstrategi präglas av ett pragmatiskt förhållningssätt med hög grad av individuellt och teambaserat ägandeskap, styrt av riktlinjer i den styrelsefastställda verksamhetsplanen och ägarpolicyn. Investeringsfilosofin bygger på sju övertygelser:

1. **Aktiv förvaltning** skapar mervärde och möjliggör ett mer långsiktigt perspektiv
2. Utveckla samt säkerställa en **kompetent organisation** med **strukturerade processer** vilket möjliggör adaptiv förvaltning.
3. **Diversifiering:** Balansera risker, tillgångar, förvaltare, portföljer och möjligheter. Att ha ett antal olika alternativ genererar bättre avkastning.
4. **Långsiktighet:** ALM-analysen sätter ramarna för AP3s portfölj så att den bidrar till att säkerställa pensionssystemets robusthet och skapar en hög avkastning till låg risk.
5. **Hållbart värdeskapande:** Arbetet ska ha ett fokus på hållbarhet som ger förutsättningar att kunna öka avkastningen, reducera finansiell risk och bidra till hållbarutveckling.
6. **Fondens rating:** Dess möjligheter inom illikvida tillgångar och långsiktighet är en fördel.
7. **TPA (total portfolio approach):** Nödvändigt vid utvärderingar av enskilda investeringar och hela portföljen.

Kapitalförvaltningen bygger på en grundportfölj inom ALM-analysens riskram för att säkerställa att avkastningsmålet uppnås. På en övergripande nivå vilar strategin på fyra hörnstenar:

1. **Strategisk och taktisk kapitalförvaltning:** ALM-arbetet lägger grunden för portföljens struktur och riskhantering, medan taktiska beslut optimerar portföljen i förhållande till marknadsförhållanden.
2. **Delegerad aktiv förvaltning**: ansvar för risktagande fördelas inom organisationen.
3. **Delat ansvar för risk**: alla inom förvaltningsorganisationen bär ett ansvar för riskhantering.
4. **Fundamental analys och investeringsmetodik**: omfattar aktier, räntor, krediter, skog, riskkapital (eng: private equity), infrastruktur och fastigheter.

7.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har betydande resurser lagts på implementeringen av en ny intern systemplattform samt på förberedelser inför kapitalinflöden från Första AP-fonden under 2026. Arbetet med de strategiska fokusområdena för perioden 2024–2026 har samtidigt fortsatt enligt plan.

- **Förberedelser för införlivandet av Första AP-fondens tillgångar:** Riksdagen beslutade under 2025 att Första AP-fondens tillgångar ska införlivas i Tredje och Fjärde AP-fonden per den 1 januari 2026. Första AP-fondens tillgångar förflyttas med lika andel till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Med anledning av detta har Tredje AP-fonden genomfört omfattande förberedelser inför kapitalinflödet, inklusive nyrekryteringar och etablering av nödvändiga administrativa funktioner. Fonden planerar även ett kontorsbyte för att kunna rymma den utökade organisationen.
- **Implementering av ny systemplattform:** Under hösten har fonden tillsammans med Fjärde AP-fonden implementerat en ny intern systemplattform. Implementeringen ansågs framgångsrik. Syftet med den nya systemplattformen är att öka effektiviteten, minska operationella risker och stärka anpassningsförmågan i en mer dynamisk marknadsmiljö. Vid utgången av 2025 var den centrala funktionaliteten på plats, med ett begränsat antal kvarstående restleveranser.

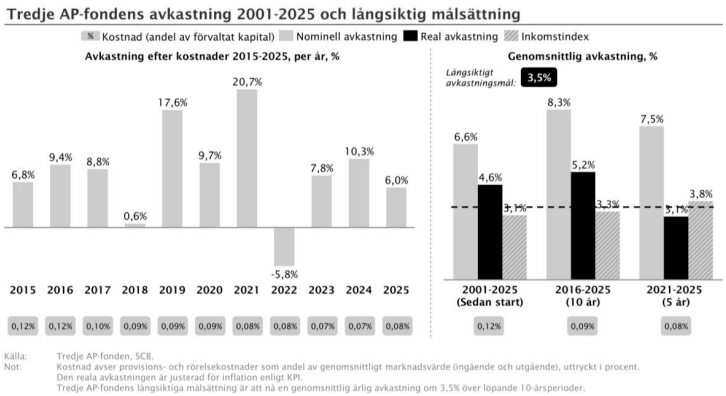
- **Upprätthållet fokus på kärnverksamheten trots hög förändringstakt:** Trots ett intensivt år präglat av systemimplementering och förberedelser inför kapitalflytten har fonden upprätthållit fullt fokus på kärnverksamheten. Sammantaget har detta inneburit en hög arbetsbelastning under året.
- **Genomfört en ny ALM-analys:** Under 2025 genomförde fonden en ny ALM-analys som en del av arbetet med riskhantering och fastställande av avkastningsmål. Analysen resulterade i att det långsiktiga reala avkastningsmålet om 3,5% bibehölls. Analysen inkluderade även en utvärdering av effekterna av ett eventuellt införande av en gas i pensionssystemet och dess påverkan på risknivån.
- **Justering av allokeringsintervall:** Fonden har justerat upp allokeringsintervallet för aktier från 35–53 procent till 40–60 procent. Samtidigt har intervallet för alternativa investeringar sänkts från 25–40 procent till 20–35 procent.

7.2 Tredje AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

7.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Tredje AP-fonden har ett avkastningsmål på 3,5% real avkastning, mätt över löpande 10-årsperioder. Målet reviderades 2019, då det sänktes från 4,0%. Avkastningsmålet fastställs utifrån en helhetsbedömning av fondens möjligheter att göra största möjliga nytta i sin roll som buffertfond i inkomstpensionssystemet utan att kapitalet utsätts för risker som medför att generationsneutraliteten äventyras. En viktig del i denna bedömning är ALM-analysen, som fonden genomför vart tredje år. Avkastningsmålet fastställs av Tredje AP-fondens styrelse.

Under 2025 uppgick avkastningen till 6,0% efter kostnader, motsvarande 5,7% realt justerat för inflation. Avkastningen översteg därmed det långsiktiga reala avkastningsmålet på 3,5%.



Figur 49: Tredje AP-fondens avkastning 2001-2025 och långsiktiga avkastningsmål

Sedan 2001 har fonden, i reala termer, överträffat sitt avkastningsmål, med en genomsnittlig avkastning på 4,6% jämfört med målet om 3,5%, vilket framgår av Figur 49 ovan. I nominella termer

har fonden uppvisat en genomsnittlig årlig avkastning på 6,6% sedan starten. Fonden har även överträffat inkomstindex, som fungerar som en måttstock för reallöneökningar under samma period.

Under de senaste tio åren har fonden uppnått en genomsnittlig real avkastning på 5,2%, vilket överstiger målavkastningen. Sett till de senaste fem åren har den genomsnittliga reala avkastningen varit 3,1%, vilket understiger det långsiktiga avkastningsmålet. Sedan 2021 har inflationen varit hög, med en total prisökning enligt KPI om 23% till och med 2025, vilket starkt dämpat den reala avkastningen.

7.2.2 Avkastning per tillgångsslag

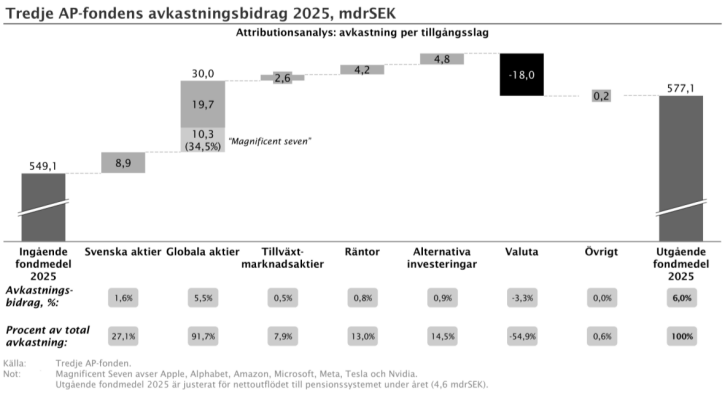
Under 2025 uppgick Tredje AP-fondens avkastning till 32,6 miljarder kronor (6,0%) efter kostnader. Avkastningen drevs huvudsakligen av investeringar i globala och svenska aktier som bidrog med totalt 38,9 miljarder kronor. Aktieexponeringen bidrog med en avkastning på 5,5 procentenheter från globala aktier, 1,6 procentenheter från svenska aktier samt 0,5% från tillväxtmarknadsaktier. Övriga tillgångar, förutom valutaeffekten, bidrog också positivt till avkastningen.

Globala aktier hade under 2025 det högsta avkastningsbidraget om 5,5 procentenheter, vilket motsvarar 91,7% av den totala avkastningen eller 30,0 miljarder kronor. Tillgångsslaget svenska aktier hade ett bidrag om 1,6 procentenheter motsvarande 8,9 miljarder kronor under 2025. En betydande del av avkastningen inom globala aktier kom från de så kallade ”Magnificent Seven”, en vedertagen benämning på de sju ledande amerikanska teknikbolag. Dessa aktier genererade ett avkastningsbidrag på 10,3 miljarder kronor (2024: 14,7 miljarder kronor), vilket motsvarar 34,5% av avkastningen från globala aktier samt 31,6% av den totala avkastningen.

Fondens ränteförvaltning bidrog positivt till avkastningen med 4,2 miljarder kronor, motsvarande 0,8 procentenheter i avkastningsbidrag. Investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, bidrog också positivt med 4,8 miljarder kronor, motsvarande 0,9 procentenheter i avkastningsbidrag.

Valutaeffekten, efter valutasäkringar, bidrog med -18,0 miljarder kronor vilket motsvarar ett avkastningsbidrag om -3,3%. Detta var starkt drivet av att svenska kronans stärktes mot valutor som fonden var exponerade mot.

Figur 50 nedan visar en fullständig attribution av tillgångsslagens bidrag till den totala fondvärderingen före kostnader per den 31 december 2025. Avkastningsbidraget per tillgångsslag redovisas exklusive valutaeffekter. Dessa beaktas i stället under posten ”valuta” där alla valutaeffekter hänförs, inklusive valutasäkringen.



Figur 50: Tredje AP-fondens avkastningsbidrag i alla tillgångsklasser, 2025

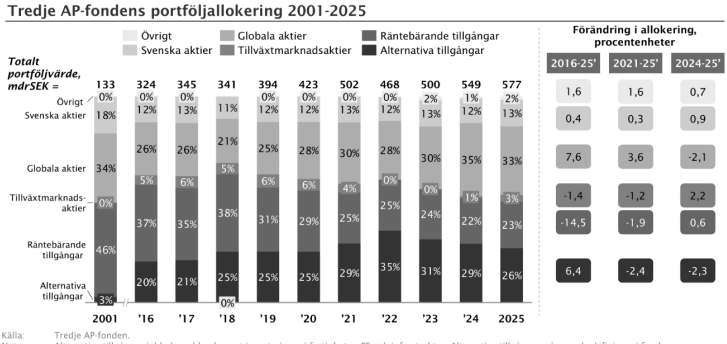
7.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Tredje AP-fondens portfölj bestod vid utgången av 2025 av 49% aktier, 23% räntebärande tillgångar och 26% alternativa tillgångar. Aktierna i total portföljen utgörs av 33% globala aktier, 13% svenska aktier och 3% tillväxtmarknadsaktier.

Fondens ökande aktieallokering framgår mot bakgrund av att styrelsens tak för allokeringsintervallet höjdes under 2024 från 50% till 53% och under 2025 från 53% till 60%. Förändringarna ligger i linje med en tydlig trend sedan 2016 av att fondens aktieexponering successivt ökat. Som jämförelse utgör LSP, styrelsens utvärderingsportfölj, en global indexerad portfölj med 55% aktier och 45% räntebärande tillgångar.

Under 2025 ökade fondens exponering mot tillväxtmarknader från 1% 2024 till 3% 2025. Historiskt har allokeringen varit högre, men reducerades till cirka 0% 2022 och har därefter åter ökat. Fondens allokering inom globala aktier har minskat under året från 35% till 33% vilket motsvarar en minskning om -2,1 procentenheter.

Den svenska aktieexponeringen har sedan 2016 legat i intervallet 11% till 13% sedan 2016, vilket innebär en överallokering jämfört med ett globalt index, men samtidigt en lägre nivå än 2001 då allokeringen uppgick till 18%. Den relativa allokeringen till alternativa tillgångar har minskat år för år sedan 2022 och minskade under 2025 med 2,3 procentenheter, samtidigt som nivån i absoluta tal varit mer stabil. Sett över en längre tidshorisont, särskilt sedan starten 2001, har dock allokeringen till alternativa tillgångar ökat. Exponeringen mot räntebärande tillgångar har minskat under de senaste åren, men ökade under 2025 med 0,6 procentenheter.



Figur 51: Tredje AP-fondens tillgångsallokering, 2001–2025

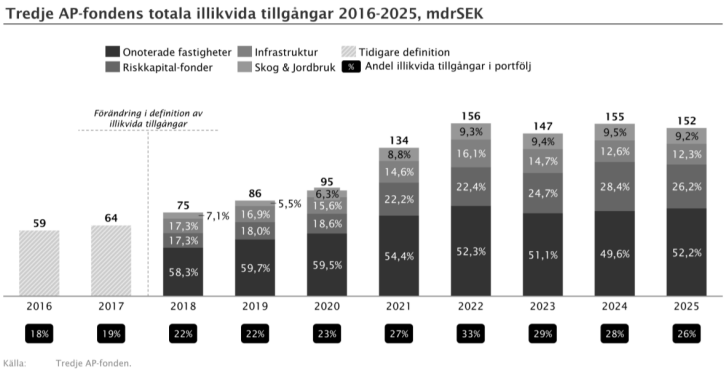
7.2.4 Illikvida tillgångar

Enligt lag får AP-fonderna ha maximalt 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, det vill säga tillgångar som inte är noterade på en marknadsplats med kontinuerlig prissättning och som därför inte kan likvideras snabbt.

I Tredje AP-fonden överlappar illikvida tillgångar till stor del med fondens egen definition av alternativa tillgångar, men inte helt. Exempelvis betraktas innehav i noterade fastighetsbolag som alternativa tillgångar men är däremot inte en del av illikvida tillgångar av anledningen att bolaget är noterat. För åren innan 2025 fanns även noterade instrument inom försäkringsrisker, men som inte längre är en del av portföljen.

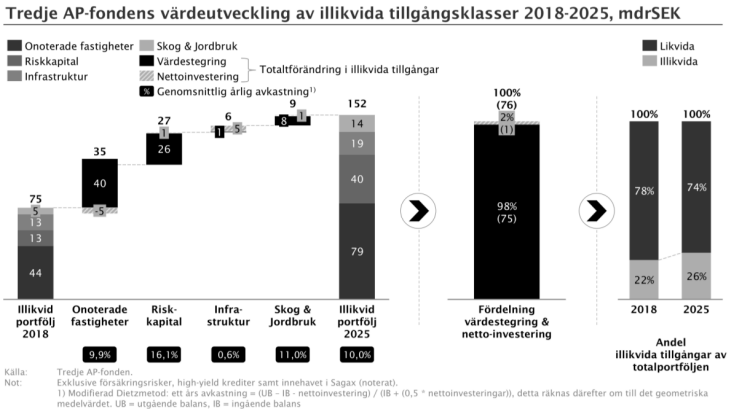
Som framgår av Figur 52 nedan har den illikvida portföljen ökat från 75 miljarder kronor 2018 till 152 miljarder kronor vid slutet av 2025 vilket motsvarar en tillväxt på 77 miljarder kronor.

År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 26% av Tredje AP-fondens totala portfölj. Jämfört med föregående år så har andelen illikvida tillgångar i portföljen minskat från 28% år 2024 till 26% år 2025. Den största delen bestod av onoterade fastigheter (52%), och därefter följer riskkapital-fonder (26%), infrastruktur (12%), samt skog och jordbruk (9%). Andelen i onoterade fastigheter och har ökat under året, drivet av värdeökningar, medan andelen riskkapital-fonder har minskat. Riskkapitalet i Tredje AP-fonden är endast investerat genom fonder, alltså inte via exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment). Dock sker sidoinvesteringar inom skog & jordbruk samt infrastruktur.



Figur 52: Tredje AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2016–2025

Ökningen av illikvida tillgångar beror huvudsakligen på värdestegring då det var mycket små nettoinvesteringar under perioden. Den främsta drivkraften har varit värdestegring inom onoterade fastigheter om 40 miljarder, samt riskkapital om 26 miljarder. Avkastningsmässigt har riskkapitalfonder presterat bäst med en genomsnittlig avkastning om 16,1% sedan 2019[16]. Totalt har de illikvida tillgångarna haft en genomsnittlig avkastning på 10,0% från 2019 till 2025. Andelen illikvida tillgångar i den totala portföljen har också ökat, från 22% år 2018 till 26% år 2025, vilket är drivet av dessa värdeökningar.

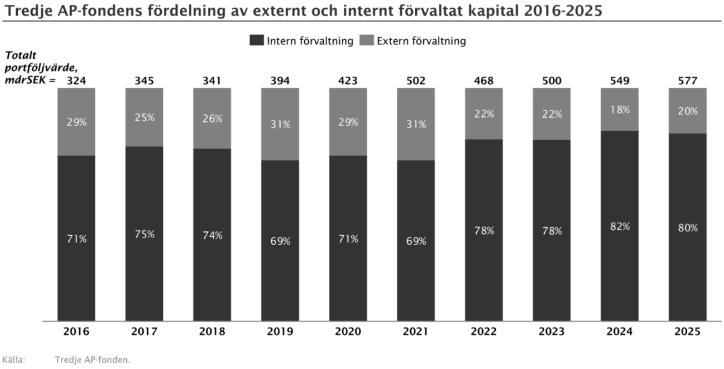


Figur 53: Tredje AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018–2025

[16] 2018, i figuren, avser utgående balans. Därav är avkastningsmåttet för perioden 2019-2025.

7.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Tredje AP-fonden har en majoritet av sitt kapital förvaltat internt. År 2025 förvaltades 80% av kapitalet internt, vilket motsvarar en minskning med 1,2 procentenheter sedan 2024. På tio års sikt har denna andel ökat stadigt, från 71% år 2016 till 80% år 2025. Detta illustreras i Figur 54.



Figur 54: Andel av Tredje AP-fondens kapital under extern och intern förvaltning, 2016–2025

7.2.6 Förvaltningskostnader

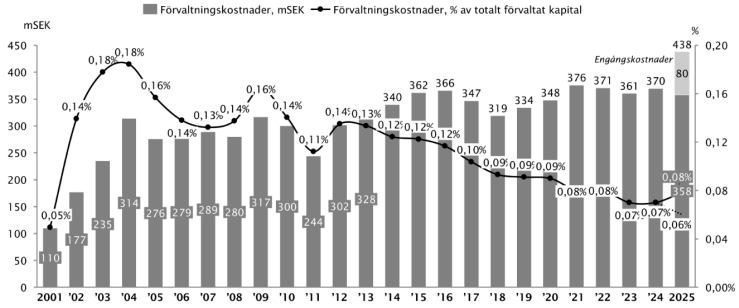
Tredje AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna kostnaderna avser de kostnader som uppstår i kapitalförvaltningen, som utförs av fondens egna anställda inom de olika förvaltningsteamen. De externa kostnaderna uppstår när fonden väljer att anlita externa förvaltare för specifika mandat och tillgångsslag, vilket innebär att kostnaderna styrs av de kontraktuellt fastställda villkoren med respektive extern förvaltare. Ett exempel på detta är användningen av externa förvaltare inom onoterade aktier.

Under den senaste tioårsperioden har fondens strategiska beslut att internalisera kapitalförvaltningen påverkat kostnadsutvecklingen för både interna och externa kostnader. Förvaltningskostnaderna i absoluta tal har i princip varit oförändrade. Dock ökade totala kostnaderna under 2025 med 18% vilket främst förklaras av engångskostnader om 80 miljoner kronor kopplat till den nya systeminfrastrukturen (53 miljoner kronor) samt juristkostnader och andra kostnader kopplat till övertagandet av Första AP-fondens kapital (27 miljoner kronor). På längre tidshorisont har förvaltningskostnaderna som andel av det totalt förvaltade kapitalet minskat markant, vilket framgår av Figur 55 nedan. Detta kan förklaras av en kombination av ökad intern förvaltning och skalfördelar som har bidragit till högre kostnadseffektivitet. Detta innebär att kostnaden per förvaltad krona har minskat i takt med att en större del av förvaltningen skötts internt och att fondens totala förvaltade kapital har ökat. Sedan starten 2001 är den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvaltat kapital 0,12%.

Under 2025 uppgick förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,08%. De totala förvaltningskostnaderna uppgick till 438 miljoner kronor. Tredje AP-fondens förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet är låga sett ur ett internationellt perspektiv (se avsnitt *3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder*). Exkluderat engångskostnader

uppgick förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,06% under 2025 vilket är det lägsta under hela tidsserien.

Tredje AP-fondens förvaltningskostnader (provision- och rörelsekostnader) 2001-2025



Källa: Tredje AP-fonden.
Not: Förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltat kapital är beräknat på en genomsnittlig kapitalbas (ingående och utgående balans externt/internt kapital) per år.

Figur 55: Tredje AP-fondens förvaltningskostnader, 2001–2025

7.3 Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

7.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete utgår från fondens lagstadgade uppdrag och syftar till att hållbarhet ska vara integrerad i hela verksamheten, både i investeringsprocessen och i den löpande förvaltningen. Genom integreringen ska fonden säkerställa en föredömlig förvaltning och ett ansvarsfullt ägande. Efter ändringen i AP-fondslagen 2019, som innebar en mer ambitiös hållbarhetsinriktning, har hållbarhetsarbetet fått en tydligare och mer central roll i organisationen. Det operativa arbetet leds av fondens hållbarhetsgrupp som arbetar nära förvaltningsteamen för att säkerställa att hållbarhet och ägarstyrning är en naturlig del av investeringsbeslut, uppföljning och förvaltning. Fonden anser att välskötta bolag över tid ger högre avkastning till lägre risk. Styrningen av hållbarhetsarbetet sker genom fondens policy för ansvarsfulla investeringar, som revideras årligen och fastställs av styrelsen. Fondens fokusområden inom hållbarhet består av bolagsstyrning, klimat, mänskliga rättigheter och biologisk mångfald. Dessa är valda utifrån var fonden bedömer att den materiella påverkan på investeringarna är som störst, och där fonden samtidigt har bäst möjlighet att bidra till en positiv utveckling.

Dessa fokusområden utgör basen för fondens olika hållbarhetsmål, som är beskrivna översiktligt i Figur 57 och 58 under avsnittet *Mål och måluppfyllnad*. Utöver dessa mål genomför fonden också en löpande utvärdering för att identifiera bolag som, baserat på en materialitetsanalys, faller utanför förutbestämda hållbarhetsgränser och därmed exkluderas från investeringsuniverset.

7.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Tredje AP-fonden genomfört en rad hållbarhetsrelaterade aktiviteter med särskilt fokus på uppföljning, riskanalys, dialog och kunskapsdelning.

- **Ny systemplattform med anpassad hållbarhetsdata:** Arbetat med att få in och anpassa hållbarhetsdatan i den nya systemplattformen vilket möjliggör en mer effektiv och strukturerad uppföljning samt förbättrad rapportering av hållbarhetsdata framöver.
- **Uppdaterade handlingsplaner inom samtliga fokusområden:** Handlingsplanerna för fondens prioriterade hållbarhetsområden har reviderats och uppdaterats för att säkerställa fortsatt måluppfyllelse.
- **Genomlysning av Första AP-fondens portfölj inför tillgångsövertagandet:** Inför överföringen av tillgångar har hela Första AP-fondens portfölj screenats för hållbarhetsrisker. Syftet har varit att identifiera och analysera vilka risker det tillkommande kapitalet är exponerat mot samt att säkerställa en väl förberedd integrering i den befintliga portföljen.
- **Dialog med riskkapitalfonder om klimatpåverkan:** Tredje AP-fonden har kontaktat samtliga riskkapitalfonder i syfte att följa upp och fördjupa analysen av deras klimatpåverkan.
- **Genomfört klimatscenarioanalys:** En klimatscenarioanalys har genomförts för att bedöma portföljens klimatrelaterade risker vid olika klimatscenarier. Analysen visar att fondens klimatrelaterade finansiella risk är lägre än jämförelseindex i samtliga analyserade scenarier.
- **Globalt engagemang och kunskapsdelning:** Fonden har haft en aktiv närvaro i internationella hållbarhetsforum. Medarbetare har deltagit i och talat vid konferenser, bland annat i samarbete med Etikrådet.

7.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

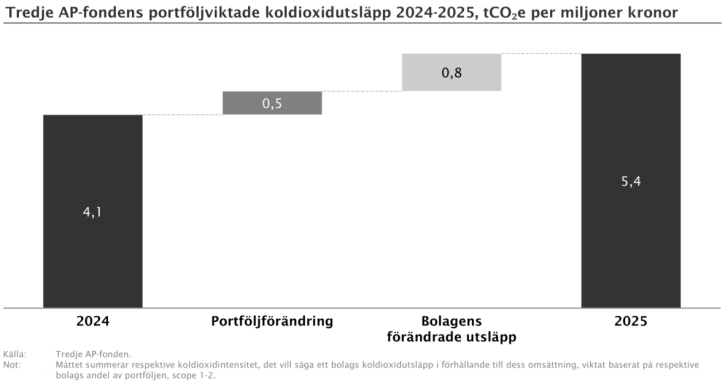
Utöver den strategiska ambitionen att integrera hållbarhet i hela investeringscykeln och förvaltningsarbetet genomför Tredje AP-fonden även riktade hållbarhetsinvesteringar. Dessa investeringar sker inom ramen för fondens policy för ansvarsfulla investeringar och i linje med principen om ansvarsfullt ägande. I slutet på 2025 hade fonden allokerat 68,6 miljarder kronor till tematiska hållbarhetsinvesteringar, med syfte att främja långsiktig värdeskapande och stödja omställningen till en mer hållbar ekonomi. Detta motsvarar en ökning med 14% eller 8,6 miljarder kronor jämfört med föregående år. Av de hållbara investeringarna utgjorde alternativa investeringar den största andelen (52%), följt av räntor och krediter (45%) och noterade aktier (3%). Alternativa investeringarna uppgick till 35,5 miljarder kronor i slutet av 2025, jämfört med 28,0 miljarder kronor i slutet på 2024, vilket motsvarar en ökning med 27%.

7.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Tredje AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 0,7 miljoner tCO_2e under 2025, en ökning med 0,3 miljoner tCO_2e jämfört med 2024, då utsläppen var 0,4 miljoner tCO_2e. Utifrån Scope 3 uppgick fondens totala utsläpp till 13,4 miljoner tCO_2e. Detta baseras dock på tillgänglig rapporterade data för 2025, vilket endast utgör 24% av portföljens värde. Utsläppen beräknas genom portföljbolagens utsläpp multiplicerat med fondens ägda andel.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som mäter fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, ökade med 1,3 tCO_2e och uppgick till 5,4 tCO_2e per miljoner kronor under 2025 vilket illustreras i Figur 56. Detta motsvarar en ökning på 31% under året och drevs av både portföljförändring och

bolagens förändrade utsläpp. En bidragande förklaring till den ökade koldioxidintensiteten är att portföljbolagens omsättning räknas om från amerikanska dollar till svenska kronor, vilket, mot bakgrund av kronans förstärkning, leder till en högre redovisad koldioxidintensitet. Denna effekt var motsatt till föregående år då kronan försvagades och förbättrade de relativa koldioxidutsläppen.



Figur 56: Tredje AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024–2025

7.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Tredje AP-fondens hållbarhetsmål förblev oförändrade från 2024. Alla mål är kopplade till kvantitativa mätetal och består av en kombination av aktivitets- och resultatmål. Aktivitetsmål innebär exempelvis genomförandet av ett visst antal definierade åtgärder inom en given tidsperiod, medan resultatmål syftar till att uppnå specifika nivåer, såsom en viss utsläppsreduktion. Vissa mål, med 2025 som slutår, hade sedan tidigare uppfyllts vilka var mål två och sex. Mål tre hade 2025 som slutår och uppfylldes inte.

En sammanställning av fondens målsättningar och måluppfyllelse presenteras i Figur 57 och 58 nedan.

Tredje AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

AP3

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
		Bolagsstyrning					
1	*Alla svenska storbolag i portföljen ska ha minst 40% av det underrepresenterade könet i styrelsen senast 2026*	Andel av det underrepresenterade könet i styrelsen	n/a	39%	39%	43%	43%
2	*Andel Svenska bolag i portföljen med hållbarhetskriterier i incitamentsprogram ska fördubblas från 20% till 40% 2025*	Hållbarhetskriterier i incitamentsprogram	n/a	20%	20%	41%	43%
		Klimat					
3	*Halverat CO2-avtryck i den direktägda aktieportföljen 2019-2025*	CO2-avtryck, scope 1 och 2, mtCO2e	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7
		Utveckling sen basår 2019	-36%	-33%	-35%	-43%	-36%
4	*100% av portföljbolag ska vara i linje med 1,5-gradersmålet till 2040*	Andel av bolag	n/a	28%	38%	20%[1)]	25%[1)]
5	*AP3 ska föra påverkansdialog med bolag som star för 70% av utsläppen 2023, och 90% 2030*	Andel initierade påverkansdialoger	n/a	n/a	Dialoger initierade	Dialoger pågår	Dialoger pågår
6	*25% av ränteportföljen ska vara investerad i hållbara obligationer senast 2025*	% av ränteportföljen	n/a	21%	22%	25%	26%

Källa: Tredje AP-fonden.
Not: 1) Förändrad metodik.

Figur 57: Tredje AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021–2025 (I/II)

Tredje AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

AP3

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
		Biologisk mångfald					
7	*Andel bolag inom prioriterade sektorer med policy för biologisk mångflad ska uppgå till 100% 2030 (505 bolag i aktieportföljen under 2023)*	Andel bolag som har policy på plats	n/a	n/a	59%	59%	75%
8	*Andel bolag inom prioriterade sektorer som följer TFNDs rekommendationer (505 bolag i aktieportföljen 2023) ska uppgå till 100% 2030*	Andel som följer rekomm-endationer	n/a	n/a	n/a	22%	18%
		Mänskliga rättigheter					
9	*Andel bolag i sektorer med förhöjd risk med policy för mänskliga rättigheter ska uppgå till 100% 2030*	Andel av bolag med policy	n/a	n/a	91%	97%	94%
10	*Andel bolag i sektorer med exponering mot utsatta grupper med genomlysnings-process ska uppgå till 100% 2030*	Andel av bolag med genomlys-nings-process	n/a	n/a	60%	57%	75%

Källa: Tredje AP-fonden.

Figur 58: Tredje AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021–2025 (II/II)

7.4 Slutsatser och bedömningar

7.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Tredje AP-fonden har uppnått sina reala avkastningsmål över flera utvärderade tidsperioder: sedan start, under den senaste tioårsperioden samt för 2025.

Tredje AP-fonden nådde inte sitt avkastningsmål under den senaste femårsperioden. Dock hade fonden under denna tidsperiod den högsta genomsnittliga avkastningen bland Första till Fjärde AP-fonden. Fonden har således genererat en högre avkastning än genomsnittet, trots ett utmanande marknadsklimat präglat av hög inflation och geopolitiska oroligheter.

Arkwright noterar även att fonden gjort korrigeringar för aktieexponering vilket gjort att Styrelsens utvärderingsportfölj (LSP) kan nås med neutral position.

7.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Tredje AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

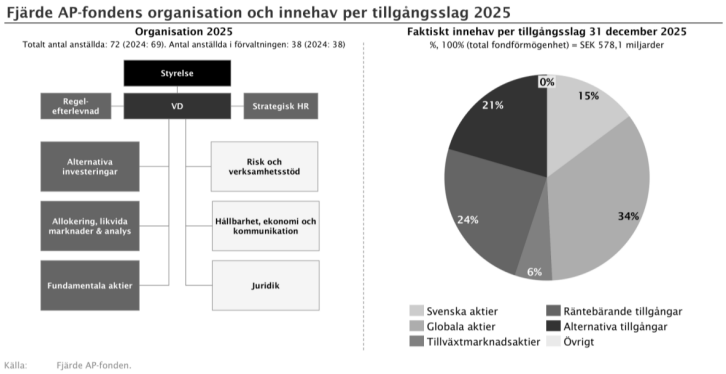
8. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

8.1 Fjärde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Fjärde AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod 2025 av 72 personer (2024: 69), varav 38 som arbetar inom kapitalförvaltning. Inga organisatoriska förändringar har skett under året.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 578,1 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 34% av globala aktier, 24% av räntebärande tillgångar, 21% av alternativa tillgångar, 15% av svenska aktier och 6% av tillväxtmarknader.



Figur 59: Fjärde AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Fjärde AP-fondens avkastningsmål

- Fjärde AP-fonden har ett långsiktigt realt årligt avkastningsmål på 3,5% över 40-årsperioder, samt ett medelsiktigt avkastningsmål på 3,5% real årlig avkastning över 10-årsperioder.
- Det medelsiktiga målet ändrades från 3,0% till 3,5% inför 2025.

Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi

Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi grundar sig i tre förutsättningar, eller särdrag, som vägleder fonden i sitt strategiska arbete för att uppnå målet om en god långsiktig avkastning med väl avvägd risk. Denna är avsedd för hela fonden och nyttjas sedan inom de olika specifika portföljerna. Investeringsfilosofin är oförändrad från föregående år.

- **Möjlighet att agera långsiktigt.** Fondens långa investeringshorisont gör det möjligt att investera med en långsiktighet som innebär att den kan tänka annorlunda än andra investerare när det bedöms långsiktigt gynnsamt.
- **Stora frihetsgrader att utforma förvaltningen.** Inom ramen för de lagstadgade placeringsreglerna kan Fjärde AP-fonden utforma strategi och portföljstruktur samt välja investeringar som gör att fonden kan dra nytta av sina komparativa fördelar, diversifieringsmöjligheter och proaktivt anpassa portföljen vid marknadsförändringar.
- **Lagom portföljstorlek.** En lagom storlek på förvaltat kapital ger skalfördelar som möjliggör kostnadseffektivitet utan att investeringsmöjligheterna begränsas.

Därtill kompletterar fonden investeringsfilosofin med sex investeringsövertygelser:

1. **Välavvägt risktagande:** Välavvägt risktagande som är ansvarsfullt och uppföljningsbart är nödvändigt för att skapa avkastning.
2. **Ineffektiva marknader:** De finansiella marknaderna är inte alltid effektiva, vilket skapar möjlighet att genom långsiktighet och aktiv förvaltning addera mervärde i förvaltningen.
3. **Diversifiering:** En portfölj som är väldiversifierad har över tid en bättre riskjusterad avkastning.
4. **Hållbarhet:** Att integrera hållbarhetsaspekter i förvaltningen bidrar över tid till en bättre hantering av risker och möjligheter samt därmed även till avkastningen.
5. **Kompetent organisation:** Portföljförvaltning är en kunskapsintensiv verksamhet där kompetenta medarbetare är en nödvändig framgångsfaktor.
6. **Strukturerade processer:** En strukturerad, transparent investeringsprocess är en förutsättning för framgångsrik förvaltning.

8.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Fjärde AP-fonden genomfört flera omfattande utvecklingsprojekt, främst kopplade till implementeringen av en ny systemplattform samt förberedelser inför övertagandet av Första AP-fondens kapital.

- **Förberedelser inför tillgångsflytten från Första AP-fonden**: Riksdagen beslutade under 2025 att Första AP-fondens verksamhet skulle upphöra vid utgången av 2025 och att dess tillgångar och förpliktelser ska överföras till Tredje och Fjärde AP-fonden vid ingången av 2026. Under året har Fjärde AP-fonden bedrivit ett omfattande arbete tillsammans med övriga berörda AP-fonder. Arbetet har omfattat bland annat framtagande av detaljerade instruktioner för överföring mellan depåbanker, uppsättning i portföljsystem och redovisning samt avtalsmässiga förberedelser för överföring av onoterade tillgångar. Fjärde AP-fonden har också fått i uppdrag att ansvara för förvaltningen av de kvarvarande avskilda tillgångar i Första AP-fonden som inte kunde, inte borde eller inte hann överföras till Tredje respektive Fjärde AP-fonden vid årsskiftet. Det innebär att Fjärde AP-fonden ansvarar för förvaltningen och beslutar utifrån vad som bedöms vara till största nytta för inkomstpensionssystemet. Fonden har även genomfört flera nyrekryteringar för att stärka organisationens kapacitet inför kapitalinflödet.
- **Implementering av ny systemplattform:** Under hösten 2025 implementerades fondens nya systemplattform som man upphandlat, specificerat och implementerat tillsammans med Tredje AP-fonden. Arbetet med plattformen inleddes redan 2017 och följdes av en förstudie under 2018–2019. Syftet med den nya plattformen är att öka effektiviteten, minska operationella risker och stärka fondens anpassningsförmåga i en mer komplex och dynamisk marknadsmiljö. Implementeringen har varit mycket resurskrävande med flera olika

delmoment. Vid utgången av 2025 var den centrala funktionaliteten på plats, med ett begränsat antal kvarstående leveranser planerade till första halvåret 2026. Implementeringen ansågs framgångsrik.

- **Bibehållet fokus på kapitalförvaltningens kärnuppdrag:** Trots ett år präglat av omfattande systeminförande och förberedelser inför tillgångsflytten har fonden fortsatt att prioritera och bedriva kapitalförvaltningen enligt plan. Sammantaget har detta inneburit en period med betydande arbetsinsatser och hög belastning inom organisationen. Systembytet och tillgångsflytten har samtidigt begränsat utrymmet för annat utvecklingsarbete, vilket fonden avser att prioritera i högre grad under kommande år.

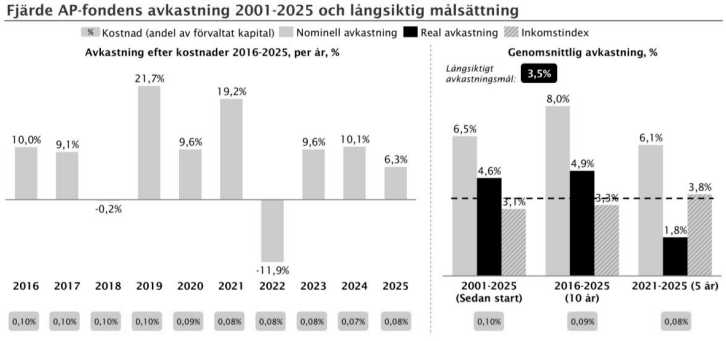
8.2 Fjärde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

8.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Fjärde AP-fonden har ett långsiktigt realt avkastningsmål på 3,5% per år över 40-årsperioder. Detta mål speglar den risk- och avkastningsprofil som anses mest lämplig för pensionssystemet och fungerar som en vägledning för fondens arbete med att bidra till dess långsiktiga stabilitet och utveckling.

Utöver det långsiktiga målet har fonden även ett medelsiktigt avkastningsmål på 3,5% real avkastning per år över 10-årsperioder. Det medelsiktiga målet är mer dynamiskt och kan revideras utifrån makroekonomiska faktorer som marknadstillväxt och inflation. Inför 2025 reviderades målet av dessa anledningar. En genomgång av detta mål görs vartannat år eller vid behov, och samtliga avkastningsmål fastställs av Fjärde AP-fondens styrelse.

Under 2025 uppgick fondens avkastning efter kostnader till 6,3%, vilket motsvarar 6,0% real avkastning efter inflationsjustering. Avkastningen översteg därmed både de medel- och långsiktiga avkastningsmålen under 2025.



Figur 60: Fjärde AP-fondens avkastning 2001–2025 och långsiktiga målsättning

Sedan 2001 har Fjärde AP-fonden överträffat sitt långsiktiga reala avkastningsmål, med en genomsnittlig real avkastning om 4,6% per år, jämfört med målet på 3,5% (se Figur 60 ovan). I nominella termer har fonden uppnått en genomsnittlig årlig avkastning om 6,5% sedan start.

Därutöver har fonden även överträffat inkomstindex, som visar den genomsnittliga inkomstutvecklingen, som fastställs årligen av regeringen och främst används för att räkna upp inkomstpensioner och pensionsrätter, så att pensionerna följer löneutvecklingen i samhället.

Under de senaste tio åren har den genomsnittliga reala avkastningen uppgått till 4,9%, vilket överstiger det långsiktiga målet. Den starka utvecklingen drevs främst av en hög nominell avkastning i kombination med flera år av låg inflation. Under senare år har dock den reala avkastningen avtagit, till följd av högre inflation, vilket har pressat den reala utvecklingen.

Sett över de senaste fem åren har den genomsnittliga reala avkastningen uppgått till 1,8%, vilket är 1,7 procentenheter under det långsiktiga målet. Perioden har präglats av högre inflation och ett mer volatilt marknadsklimat, vilket har påverkat realavkastningen negativt.

8.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Under 2025 uppgick Fjärde AP-fondens totala avkastning till 34,4 miljarder kronor (6,3%) efter kostnader. Den starka utvecklingen drevs främst av investeringar i globala aktier vilket även är det tillgångsslag som står för högst andel av fondens förvaltade kapital. Denna tillgångsklass bidrog med till den totala avkastningen med 5,2 procentenheter, motsvarande 28,6 miljarder kronor.

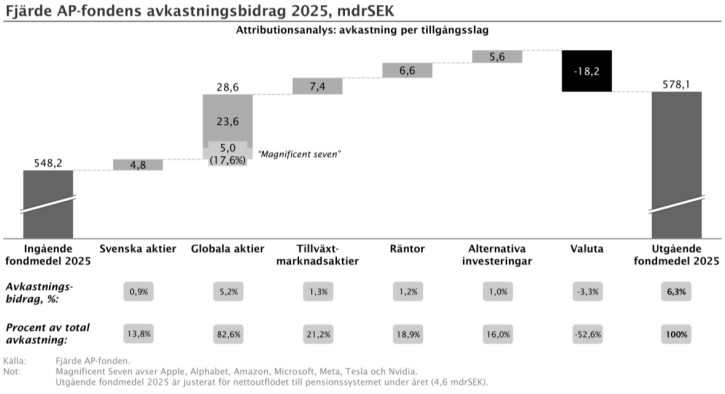
Aktier på tillväxtmarknader bidrog med 1,3 procentenheters avkastning, motsvarade 7,4 miljarder kronor samt svenska aktier bidrog med 0,9 procentenheters avkastning eller 4,8 miljarder kronor. Tillsammans motsvarade detta ett avkastningsbidrag på 40,8 miljarder kronor inom aktieportföljen.

En betydande del av avkastningsbidraget kom från investeringar i de så kallade ”Magnificent Seven”, sju ledande amerikanska teknikbolag, som ensamt stod för 5,0 miljarder kronor (2024: 12,2) av avkastningsbidraget. ”Magnificent Seven” stod därmed för 17,6% av avkastningsbidraget inom globala aktier och 14,5% av det totala avkastningsbidraget.

Fondens ränteförvaltning bidrog positivt till avkastningen med 6,6 miljarder kronor, motsvarande 1,2 procentenheter i avkastningsbidrag. Även investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, hade en positiv påverkan och bidrog med 1,0 procentenheters avkastningsbidrag, motsvarande 5,6 miljarder kronor.

Den öppna valutaexponeringen hade till följd av den betydande kronförstärkningen under året ett starkt negativt avkastningsbidrag på -18,2 miljarder kronor, motsvarande -3,3 procentenheter i avkastningsbidrag.

En fullständig översikt av tillgångsslagens bidrag till fondens värdeutveckling före kostnader per den 31 december 2025 presenteras i Figur 61 nedan. Avkastningsbidraget per tillgångsslag redovisas exklusive valutaeffekter. Dessa beaktas i stället under posten ”valuta” där alla valutaeffekter hänförs, inklusive valutasäkringen.



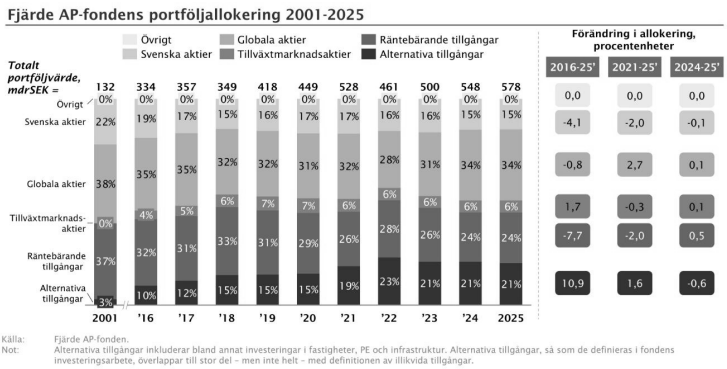
Figur 61: Fjärde AP-fondens avkastningsbidrag 2025 i alla tillgångsklasser

8.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Fjärde AP-fondens portfölj bestod 2025 av 55% aktier, 24% räntebärande tillgångar och 21% alternativa tillgångar. Aktierna utgörs av 34% globala aktier, 15% svenska aktier och 6% tillväxtmarknadsaktier, vilket illustreras i Figur 62 nedan.

Portföljallokeringen vid utgången av 2025 var lik den vid årets ingång, med mycket små förändringar. Allokeringen till räntebärande tillgångar ökade med 0,5 procentenheter jämfört med 2024. På längre sikt har andelen räntebärande tillgångar minskat med 13 procentenheter sedan fondens start 2001.

Alternativa tillgångar stod för samma portföljandel som under 2024, däremot sett sedan starten 2001 har fondens allokering inom alternativa tillgångar ökat med cirka 18 procentenheter. Även under de senaste tio åren har andelen alternativa tillgångar ökat successivt men planat ut under de senaste fem åren.



Figur 62: Fjärde AP-fondens portföljallokering, 2001–2025

8.2.4 Illikvida tillgångar

AP-fonderna får enligt lag ha högst 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, det vill säga tillgångar som inte är noterade på en marknadsplats med kontinuerlig prissättning och som därför inte kan likvideras snabbt.

Sedan 2016 har Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar ökat med 74 miljarder kronor. År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 18% av Fjärde AP-fondens totala portfölj, och uppgick till 105 miljarder kronor. Den största delen bestod av onoterade fastigheter (46%), följt av infrastruktur (28%), onoterade krediter (14%) och riskkapitalfonder (eng: private equity) (12%). Under året har andelen i riskkapital och onoterade krediter minskat med 0,7 respektive 0,8 procentenheter till fördel för infrastruktur och onoterade fastigheter. Riskkapitalet i Fjärde AP-fonden är främst investerat genom fonder, men också via plattformar.

Figur 63: Fjärde AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2016–2025

Sedan 2018 har de illikvida tillgångarnas gått från 42 miljarder kronor år 2018 till 105 miljarder kronor i slutet av 2025, drivet av både värdestegring och nettoinvesteringar. Nettoinvesteringar, framför allt inom infrastruktur, har haft en betydande inverkan på utvecklingen av det förvaltade illikvida kapitalet. Andelen illikvida tillgångar i portföljen har även ökat från 12% av fondkapitalet 2018 till 18% år 2025.

Infrastruktur har haft högst avkastning under perioden med ett årligt genomsnitt om 14,6% sedan 2019[17], följt av riskkapital som haft 13,0% avkastning per år. Trots att onoterade fastigheter haft störst värdestegring hade tillgången, i relation till det investerade kapitalet, lägst avkastning. Värdestegringarna i portföljen tillsammans med nettoinvesteringarna har lett till en stor ökning i förvaltat kapital över tid. Den totala genomsnittliga årliga avkastningen för de illikvida tillgångarna sedan 2018 uppgick till 7,5%.

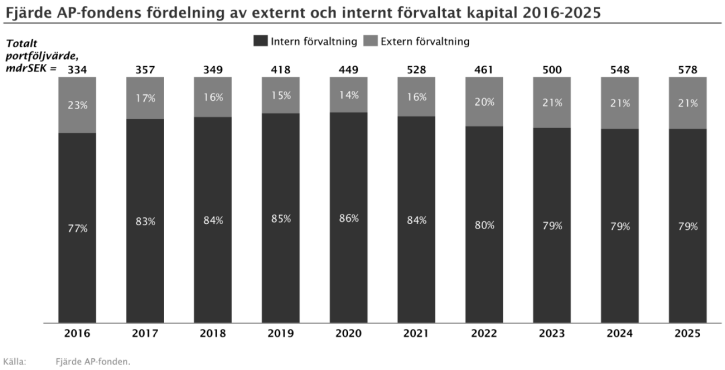
[17] 2018, i figuren, avser utgående balans. Därav är avkastningsmåttet för perioden 2019-2025.

Figur 64: Fjärde AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018–2025

8.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Fjärde AP-fonden har en majoritet av sitt kapital förvaltat internt. Fondens fördelning mellan interna och externa förvaltningsmandat baseras på vad som bedöms ge högst nettoavkastning efter kostnader.

År 2025 förvaltades 79% av kapitalet internt, samma andel som 2024. På tio års sikt har andelen varit relativt oförändrad med något högre nivåer 2019-2020. Detta illustreras i Figur 65 nedan.



Figur 65: Andel av Fjärde AP-fondens kapital under extern och intern förvaltning, 2016–2025

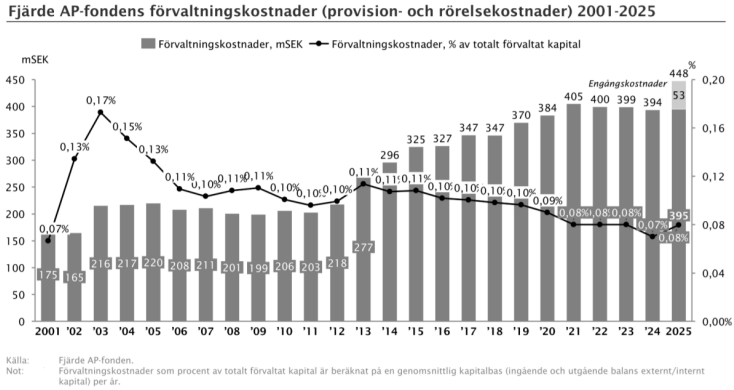
8.2.6 Förvaltningskostnader

Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna förvaltningskostnaderna avser utgifter för kapitalförvaltning som hanteras av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna uppstår vid användning av

externa förvaltare inom specifika mandat och tillgångsslag, där kostnaderna regleras av kontraktuella villkor. Externa förvaltare används exempelvis inom onoterade aktier och tillväxtmarknader.

Under den senaste tioårsperioden har förvaltningskostnaderna som andel av totalt förvaltat kapital minskat, särskilt de senaste fem åren. Denna utveckling speglar ett ökat fokus på kostnadseffektivitet, där reala kostnader förblivit i stort sett oförändrade medan fondkapitalet vuxit. Med andra ord har värdet av de totala tillgångarna som förvaltas internt ökat snabbare än de förvaltningsrelaterade kostnaderna. Sedan starten 2001 är den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvaltat kapital 0,10%.

År 2025 uppgick förvaltningskostnaderna till 0,08% av totalt förvaltat kapital, en ökning från föregående år vilket innebär att fonden återgår till 2023 års nivåer. De totala förvaltningskostnaderna uppgick till 448 miljoner kronor under 2025 och har under de senaste tio åren successivt ökat i absoluta tal. Kostnadsökningen under 2025 är kopplat till engångskostnader om 53 miljoner kronor. Detta består av 21 miljoner kronor, kopplat till den nya systemplattformen, och 32 miljoner kronor som hänförs till kostnader för överföringen av tillgångar från Första AP-fonden. Sett ur ett internationellt perspektiv har Fjärde AP-fonden låga förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet (se avsnitt *3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder*).



Källa: Fjärde AP-fonden.
Not: Förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltat kapital är beräknat på en genomsnittlig kapitalbas (ingående och utgående balans externt/internt kapital) per år.

Figur 66: Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader, 2001–2025

8.3 Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

8.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete bygger på statens värdegrund och fondens uppdrag om föredömlig förvaltning, med fokus på ansvarsfulla investeringar och ansvarfullt ägande. Hållbarhet är en central del av investeringsstrategin, där fonden strävar efter att öka andelen investeringar som bidrar till hållbar omställning utan att kompromissa med avkastningskrav eller risknivåer. Således är Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete integrerat i alla delar av organisationen och det löpande förvaltningsarbetet. Fonden har även strukturerade processer kring uppföljning av hållbarhet i förvaltningen, utvecklingen av aktiva mandat samt hållbarhetsrapporteringen.

Hållbarhetsarbetet styrs av fondens hållbarhetspolicy, som årligen revideras och fastställs av styrelsen. Det är också inom denna som Fjärde AP-fondens målsättningar formuleras och följs upp. Inom ramen för policyn tillämpas fem implementeringsstrategier som är oförändrade under året:

- **Mäta och rapportera kring hållbarhet:** kontinuerlig uppföljning och analys av hållbarhetsdata.
- **Integrera hållbarhet i alla investeringsprocesser:** anpassat till olika tillgångsslag.
- **Påverka som ägare, investerare och samhällsaktör:** dialoger med bolag, deltagande i valberedningar, röstande på bolagsstämmor samt samarbete med initiativ som *Climate Action 100+* och *Transition Pathway Initiative*.
- **Reducera hållbarhetsrisker i portföljen:** minskad exponering mot tillgångar med höga hållbarhetsrisker och konventionsbaserad exkludering.
- **Investera i starka hållbarhetstrender:** riktade tematiska investeringar.

Fonden har två övergripande fokusområden för hållbarhetsarbetet: ägarstyrning och klimat & miljö. Dessa bedöms ha en påverkan på portföljens långsiktiga avkastnings- och riskegenskaper samt även vara investeringsbara.

Inom ägarstyrning prioriteras frågor som styrelsesammansättning, kapitalstruktur, hållbarhetsincitament och transparens med målet att bidra till god utveckling i bolagen och bättre riskjusterad avkastning. Arbetet med klimat och miljö omfattar identifiering av systematiska risker med global påverkan på samhälle, ekonomier och förväntad avkastning. Därutöver berörs frågor rörande klimatförändringar, klimatomställning, resurseffektivitet och biologisk mångfald, med målet att minska globala utsläpp.

Fjärde AP-fonden har som strategi att välja bort bolag inom vissa högrisk sektorer om de inte uppfyller fastställda krav. För att kunna ingå i portföljen måste bolagen ha mål och planer om att vara i linje med Parisavtalet samt ha förutsättningar och ambitioner att på ett positivt sätt kunna bidra till en hållbar omställning.

8.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Fjärde AP-fonden fortsatt att stärka sitt hållbarhetsarbete och fördjupa integreringen av klimathänsyn i kapitalförvaltningen, i en omvärld präglad av regulatoriska förändringar och ökad osäkerhet.

- **Navigering i ett föränderligt regulatoriskt landskap:** Förändringar kopplade till Inflation Reduction Act (IRA), Parisavtalet och omstruktureringar av myndigheter i USA, parallellt med utvecklingen av EU:s Omnibus-förslag och Green Deal, har påverkat förutsättningarna för hållbara investeringar. Fonden har under året följt och analyserat dessa förändringar för att säkerställa en välgrundad och anpassningsbar investeringsstrategi.
- **Fortsatt genomförande av det löpande hållbarhetsarbetet:** Trots ett komplext omvärldsläge har fonden fortsatt att bedriva och utveckla det löpande hållbarhetsarbetet i portföljen. Hållbarhetsteamet har samtidigt förstärkts resursmässigt.
- **Integrering av hållbarhetsdata i portföljsystemet:** I samband med införandet av den nya systemplattformen har hållbarhetsdata integrerats i portföljsystemet, vilket förbättrar möjligheterna till uppföljning, analys och beslutsstöd.
- **Översyn av exkluderingar:** Fonden har genomfört en översyn av sina exkluderingar med särskilt fokus på att tydliggöra och stärka den interna beslutsprocessen.

8.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Fjärde AP-fonden definierar tematiska hållbarhetsinvesteringar som proaktiva investeringar baserade på en bred analys av hållbarhetstrender. Syftet är att identifiera investeringsteman med potential för god avkastning samtidigt som de bidrar till en hållbar omställning.

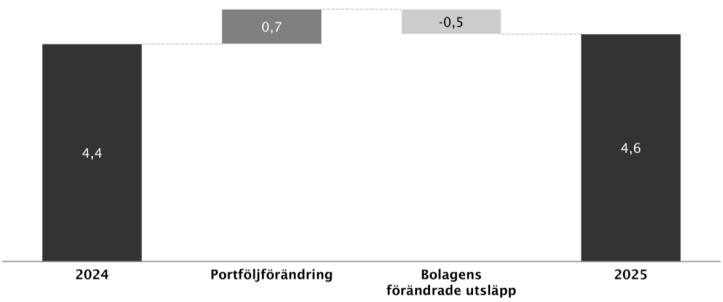
Under 2025 uppgick fondens tematiska investeringar till 4,2 miljarder kronor, vilket är något mindre är föregående år och även året innan det. De hållbara investeringarna utgörs till största delen av infrastruktur (52%), gröna och sociala obligationer (24%), riskkapital (19%), samt noterade aktier (5%). Huvudfokuset på dessa investeringar är gröna byggnader & infrastruktur, fossilutfasning samt social hållbarhet.

8.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Fjärde AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 0,73 miljoner tCO_2e under 2025. Detta är en ökning med 0,07 miljoner tCO_2e jämfört med 2024 då de totala utsläppen uppgick 0,66 miljoner tCO_2e. Scope 3 uppgick till 8,8 miljoner tCO_2e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, ett mått på fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, ökade med 0,2 tCO_2e till 4,6 tCO_2e per miljoner kronor, som illustreras i Figur 67. Detta motsvarar en ökning på 5% under året och drevs av portföljförändringen. En bidragande förklaring till den ökade koldioxidintensiteten är att portföljbolagens omsättning räknas om från amerikanska dollar till svenska kronor, vilket, mot bakgrund av kronans förstärkning, leder till en högre redovisad koldioxidintensitet. Denna effekt var motsatt till föregående år då kronan försvagades och förbättrade de relativa koldioxidutsläppen.

Fjärde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025, tCO_2e per miljoner kronor



Källa: Fjärde AP-fonden.
Not: Måttet summerar respektive koldioxidintensitet, det vill säga ett bolags koldioxidutsläpp i förhållande till dess omsättning, viktat baserat på respektive bolags andel av portföljen, scope 1-2.

Figur 67: Fjärde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024–2025

8.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål, utformade i enlighet med fondens hållbarhetspolicy och fokusområden, är oförändrad från 2024.

De flesta målen är kvantitativt definierade och kombinerar både aktivitets- och resultatmål. Aktivitetsmål innebär genomförandet av specifika åtgärder inom en fastställd tidsram, medan resultatmål avser exempelvis uppnådda utsläppsminskningar eller andra mätbara effekter. Målen har en medel- till långsiktig horisont och en sammanställning av samtliga målsättningar och fondens måluppfyllelse återfinns i Figur 68 och 69 nedan.

Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

FJÄRDE AP-FONDEN

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
			Klimat och miljö				
1	*Bidra till minskningen av globala klimatutsläpp i enlighet med Parisavtalet. Halvera portföljens CO2e-utsläpp år 2030 (jämfört med 2020 års nivå) och nå netto noll utsläpp senast 2040*	Förändring CO2-utsläpp under året	-23%	-3%	-11%	-15%	-6%
		Förändring CO2-utsläpp sedan 2010	-60%	-61%	-65%	-70%	-72%
2	*Göra investeringar som minskar klimatrisken i portföljen*	CO2-utsläpp som andel av globalt aktieindex	39%	45%	41%	41%	39%
		CO2-intensitet som andel av globalt aktieindex	40%	40%	41%	43%	45%
3	*Göra proaktiva investeringar som bidrar till och drar fördel av klimatomställning*	Genom-förda inves-ter-ingar	Målet uppnått 13,7 mdrSEK i nya tematiska inves-ter-ingar	Målet uppnått 7,4 mdrSEK i nya hållbarhets-inves-ter-ingar, betydande utfästelser inom förenyelse-bart	Målet uåppnått 7,6 mdrSEK i nya hållbarhets-inves-ter-ingar, primärt inom onoterade portföljen	Målet uppnått 4,6 mdrSEK i nya hållbarhets inves-ter-ingar, primärt inom onoterade aktier, svenska aktier och gröna obligationer	 SEK 4,2 mdr i nya inves-ter-ingar,primärt inom onoterade investeringar samt obligationer
4	*Utvärdera möjliga förvaltningsstrategier baserat på kartlagda indikatorer*	Kvalitativ bedöm-ning	Målet uppmått	Målet uppmått	Målet uppmått	Målet uppmått	Målet uppmått
5	*Påverka för klimat omställning*	CO2-utsläpp (portfölj-mix)	n/a	n/a	-9%	-11%	-6%
		CO2-utsläpp (bolagens utsläpp)			-2%	-4%	0%

Källa: Fjärde AP-fonden.

Figur 68: Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021–2025 (I/II)

Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

FJÄRDE AP-FONDEN

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
		Ägarstyrning					
6	*Arbeta aktivt i valberedningar i kraft av ägarandel*	Antal valberedningar	40	47	56	46	42
		Andel av portföljvärdet där AP4 är representerad i valberedningar	n/a	n/a	n/a	53%	54%
7	*Arbeta för ökad mångfald i styrelserna, särskilt med avseende jämnare könsfördelning*	Andel kvinnor av nyvalda ledamöter	20%	39%	54%	45%	64%
8	*Utöva rösträtten vid svenska stämmor*	Antal svenska stämmor där fonden röstat	147	125	131	136	121
		Andel stämmor där fonden röstat av antal innehav	69%	88%	74%	79%	78%
9	*Utöva rösträtten vid utländska stämmor*	Antal utländska stämmor där fonden röstat	1064	1267	1216	1221	1213
		Andel stämmor där fonden röstat av antal innehav	77%	100%	100%	100%	100%
10	*Stötta initiativ som verkar för aktieägares rättigheter och bolagens arbete med hållbarhet*	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått

Källa: Fjärde AP-fonden.

Figur 69: Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021–2025 (II/II)

8.4 Slutsatser och bedömningar

8.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Fjärde AP-fonden har uppnått sina reala avkastningsmål över flera utvärderade tidsperioder: sedan start, under den senaste tioårsperioden samt för 2025.

Fjärde AP-fonden nådde inte sitt avkastningsmål under den senaste femårsperioden och hade näst lägst avkastning under denna tidsperiod bland Första till Fjärde AP-fonden. Fonden har dock under 2025 haft högst avkastning bland Första till Fjärde AP-fonden.

Fonden har under 2025 lagt mycket resurser på bland annat systeminfrastruktur och tillgångsflytten från Första AP-fonden. I detta har hållbarhetsarbetet till del kommit i andrahand. Arkwright anser hållbarhetsmålen generellt: (1) Saknar tydlighet gällande delmål och slutmål samt, (2) saknar tidshorisont eller milstolpar. Övriga AP-fonder har generellt tydligare mål som sätts enligt en viss tidshorisont vilket möjliggör för tydligare intern målsättning men också ansvarsutkrävande externt. Med detta föreslår Arkwright att hållbarhetsmålen bör revideras för att inkludera tidsmässiga hållpunkter baserat på delmål och/eller slutmål.

8.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Fjärde AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

9. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse. Vid årsskiftet till 2026 upphör verksamheten i Sjätte AP-fonden vilket innebär att 2025 var det sista verksamhetsåret. Vissa tillgångar kommer att flyttas till Andra AP-fonden under 2026, och resterande andel kommer att finnas kvar i Sjätte AP-fonden. Andra AP-fonden ansvarar för förvaltningen av dessa tillgångar.

9.1 Sjätte AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Sjätte AP-fonden är en av de fem buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet men skiljer sig från Första till Fjärde AP-fonderna i flertalet avseenden, bland annat i dess uppdrag, förvaltningsmodell och avkastningsmål. Sjätte AP-fonden följer dessutom en egen lag. Fondens lagstadgade uppdrag är att förvalta anförtrodda medel genom placeringar i riskkapitalmarknaden[18] med målet att generera långsiktigt hög avkastning med en väl avvägd riskspridning.

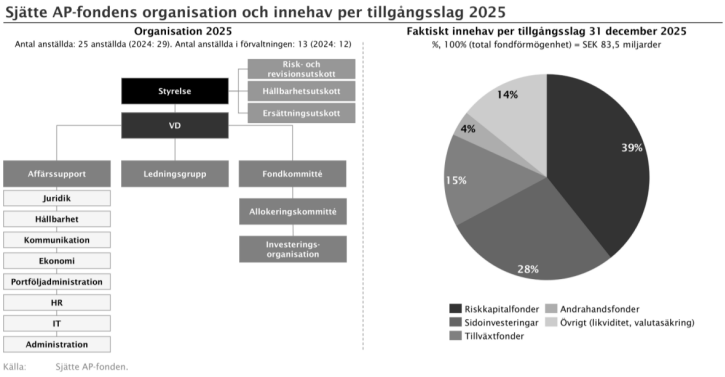
Den avgörande skillnad gentemot de övriga buffertfonderna är att Sjätte AP-fonden är en stängd fond, vilket innebär att den varken tar emot inbetalningar eller gör utbetalningar till pensionssystemet. Denna struktur ger fonden andra förutsättningar jämfört med övriga buffertfonder. Fonden måste aktivt planera sin likviditet för att möta neddragningar av utfäst kapital till fonderna, tilläggsinvesteringar i portföljbolag och hantera likviditetsfluktuationer i investeringsportföljen. Fonden har även en striktare begränsning avseende valutaexponering, där minst 90% av fondens värde måste vara valutasäkrat, vilket periodvis kan skapa omfattande likviditetspåverkan.

Fonden fortsätter att arbeta konsekvent utifrån den strategiska grund som etablerades 2012 och som förtydligades ytterligare 2020. Strategins inriktning är att bygga en internationell riskkapitalportfölj med onoterade aktier genom fondinvesteringar och sidoinvesteringar (eng: co-investeringar, indirekt investering i ett bolag tillsammans med en förvaltare som fonden utfäst kapital till).

Sjätte AP-fondens organisation bestod 2025 av 25 personer (2024: 29). 13 personer arbetar inom investeringsorganisationen och en portföljstrateg rapporter direkt till VD. Inga organisatoriska förändringar har skett under året men personalstyrkan har minskat till följd av kommande avvecklingen av verksamheten.

Vid utgången av 2025 uppgick det totala förvaltade kapitalet till 83,5 miljarder kronor, varav det sysselsatta kapitalet uppgick till 71,6 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 39% av riskkapitalfonder, 28% av sidoinvesteringar, 15% av tillväxtfonder (eng: venture/growth), 4% av andrahandsfonder (eng: secondary) samt 14% övrigt vilket till stor del inkluderar likvida tillgångar.

[18] Samlat begrepp för marknaden för riskkapitalinvesteringar, det vill säga investeringar i onoterade bolag av olika storlek och mognadsgrad



Figur 70: Sjätte AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Sjätte AP-fondens avkastningsmål

- Sjätte AP-fondens avkastningsmål representerar avkastningen för en medianfond som investerar inom onoterat. För att vara jämförbar med fondens nettoavkastning så har målet justerats för uppskattat likviditetsbehov om 10%.
- Avkastningsmålet utgörs av:
  - 90% av målavkastning för den onoterade portföljen, över senaste femårsperioden (Burgiss)[19]
  - 10% av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill)
- Sjätte AP-fondens mål utvärderas över femårssikt. För senaste femårsperioden var avkastningsmålet 6,8%.

Sjätte AP-fondens investeringsfilosofi

Sjätte AP-fondens strategiska inriktning utgår från uppdraget att investera i onoterade tillgångar inom följande områden:

- Fondinvesteringar inom mogna företag (riskkapitalfonder, eng: private equity buyout).
- Fondinvesteringar inom företag i tidig utvecklings- och tillväxtfas (tillväxtfonder, eng: venture/growth).
- Fondinvesteringar inom andrahandsmarknaden för onoterade fondandelar (andrahandsfonder, eng: secondary).
- Co-investeringar inom mogna företag, där fonden investerar indirekt i företag tillsammans med en investerare som den har åtaganden gentemot (sidoinvesteringar, eng: co-investment).

Sjätte AP-fondens investeringar sker främst genom externa fondförvaltare som i sin tur investerar i onoterade aktier, där Sjätte AP-fonden enbart gör indirekta investeringar i samarbete med etablerade

[19] Avkastningsmålet beräknas utifrån data levererat av Burgiss som är ledande inom insamlande och tillhandahållande av data för onoterade investeringar. Numera en del av MSCI.

förvaltare. Fonden gör inga direktinvesteringar. Sjätte AP-fonden investerar heller inte i kreditfonder (eng: private debt/private credit).

Fondens investeringsfilosofi bygger på att skapa en väldiversifierad portfölj genom utvalda förvaltare inom respektive investeringsområde. Diversifiering sker genom att sprida kapitalet mellan förvaltare med olika fondstorlekar och strategier, snarare än genom geografisk allokering. Resultatet blir en bred exponering mot underliggande portföljbolag i fonderna.

En viktig del av strategin är även att hålla en jämn investeringstakt över tid, vilket bidrar till en mer balanserad och uthållig avkastning. Genom att tillämpa denna strategi sedan 2012 har Sjätte AP-fonden byggt upp ett starkt strukturkapital, vilket är avgörande för att säkra tillgång till de mest attraktiva investeringarna. Framgång inom onoterade tillgångar mäts i stor utsträckning genom fondens rykte som investerare (eng: Limited Partner, LP).[20] Att vara en välrenommerad investerare ger möjligheten att samarbeta med förvaltare som har en dokumenterad förmåga att leverera avkastning i de övre kvartilerna över tid.

9.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Sjätte AP-fonden fortsatt sitt uppdrag inom kapitalförvaltning med oförändrat fokus och strategi, parallellt med förberedelserna inför kapitalflytten till Andra AP-fonden.

- **Avvecklingen av Sjätte AP-fonden:** Riksdagen beslutade under 2025 att Sjätte AP-fondens verksamhet avvecklas och tillgångar ska införlivas i Andra AP-fonden per den 1 januari 2026. Under 2025 har därför betydande resurser lagts på förberedelsearbetet inför avvecklingen. Arbetet har bedrivits med tydlig ambition att hålla avvecklingsprocessen åtskild från den löpande kapitalförvaltningen. En central utgångspunkt har varit att minimera utestående frågor och pågående åtaganden för att möjliggöra en så smidig överföring av kapitalet som möjligt. Fondens oberoende har därmed bibehållits, samtidigt som man säkerställt att exempelvis inga öppna transaktioner finns inom den onoterade portföljen.
- **Fortsatt kapitalförvaltning enligt etablerad strategi:** Mot bakgrund av att 2025 utgör fondens sista verksamhetsår har ingen förändring skett i fondens övergripande strategi eller struktur. Förvaltningen har bedrivits i linje med samma inriktning och principer som under 2024.
- **Avyttring av Asker Healthcare Group:** Under året genomfördes avyttringen av Asker Healthcare Group som gav ett resultat på 4,3 miljarder kronor vilket motsvarar cirka 5% av det förvaltade kapitalet i slutet på 2025. Investeringen hade en årlig genomsnittlig avkastning på 46,7% från 2019 till 2025. Detta utgjorde Sjätte AP-fondens mest framgångsrika sidoinvestering hittills. Sjätte AP-fonden investerade mindre än 500 miljoner kronor i bolaget 2019.

[20] LP står för *Limited Partner* och är en benämning för en investerare i en riskkapitalfond såsom private equity- (PE) eller venture capital (VC) fonder

9.2 Sjätte AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

9.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Som en följd av Sjätte AP-fondens placeringsregler har fonden ett avkastningsmål som skiljer sig från buffertfonderna. Målet är att utvärdera fondens långsiktiga förvaltningsresultat relativt andra investerare i onoterade tillgångar över en femårsperiod.

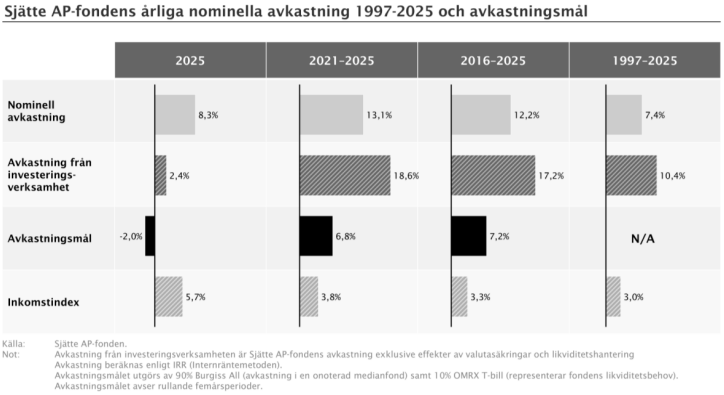
För extern jämförelse används avkastningsdata från Burgiss (sedan 2023 en del av MSCI), som är en av marknadens ledande dataleverantörer för onoterade investeringar. Fondens nettoavkastning, det vill säga avkastning efter kostnader, jämförs med nettoavkastningen för medianfonden inom onoterade investeringar. Eftersom Sjätte AP-fondens resultat redovisas i svenska kronor konverteras även datan för avkastningsmålet till SEK. Det innebär att måttet påverkas fullt ut av valutaeffekter, samtidigt som fondens tillgångar enligt lag måste valutasäkras till 90%.

Eftersom Sjätte AP-fonden är stängd och därmed varken kan avropa eller distribuera kapital krävs en planerad likviditetsbuffert för att säkerställa framtida investeringsåtaganden. För att möjliggöra en rättvis jämförelse av nettoavkastningen justeras avkastningsmålet för denna buffert, vars storlek uppskattas till cirka 10% av fondkapitalet vid full investeringsgrad. Avkastningsmålet för likviditetsbufferten är OMRX T-Bill, vilket är fondens interna jämförelseindex för likviditetsförvaltningen.

Sammanfattningsvis beräknas avkastningsmålet som en viktad kombination av 90% av målavkastningen för den onoterade portföljen (Burgiss) och 10% av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill). Denna struktur syftar till att säkerställa en rättvis och relevant utvärdering av fondens avkastning inom sitt specifika investeringsområde.

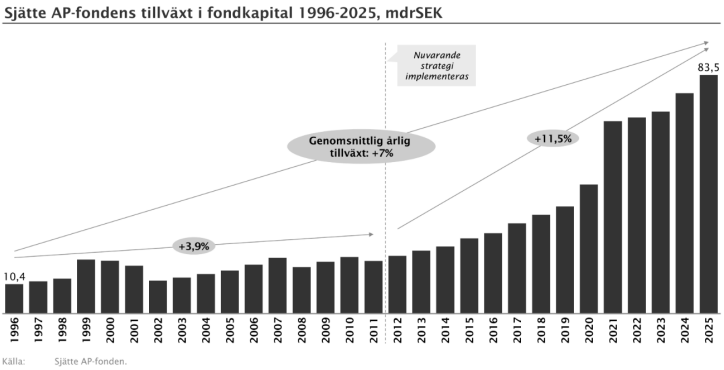
Under den senaste femårsperioden har Sjätte AP-fonden haft en genomsnittlig årlig nominell avkastning på 13,1%, vilket överträffar avkastningsmålet på 6,8%. Avkastningen från själva investeringsverksamheten, exklusive effekter från valutasäkring och likviditetshantering, uppgick till 18,6% i genomsnitt per år under samma period. Därmed har fonden tydligt överträffat sitt långsiktiga avkastningsmål.

Även om målet är definierat på en femårsperiod kan jämförelser göras över både kortare och längre tidsserier. Vid längre tidsserier påverkas dock resultaten delvis av innehav från tidigare strategier, framförallt för perioder före 2012. Sett till 2025 har fonden haft en nominell avkastning på 8,3%, medan avkastningen från investeringsverksamheten uppgick till 2,4%. Även detta överträffar jämförelseindexet som för 2025 var -2,0%, det vill säga negativt. Skillnaden mellan nominell avkastning och investeringsverksamheten härleds främst till valutasäkringen. Då Sjätte AP-fonden har strikta krav kring valutasäkring och likviditet så analyseras avkastningen inom investeringsverksamheten separat, det vill säga exklusive effekterna av valutasäkring och likviditetsförvaltning. Detta görs internt för att ge en mer exakt bild av fondens prestation inom olika investeringssegment.



Figur 71: Sjätte AP-fondens avkastning 1997–2025 och avkastningsmål

Tack vare den starka avkastningen under det senaste decenniet och den strategiska omställning som inleddes 2012, med fokus på en kombination av fondutfästelser och sidoinvesteringar i stället för privata direktinvesteringar i onoterade bolag, har fondkapitalet ökat avsevärt över tid. Detta är en markant kontrast mot fondens tidiga år, då avkastningen var betydligt lägre, vilket illustreras i Figur 72 nedan.



Figur 72: Sjätte AP-fondens tillväxt i fondkapital, 1996–2025

9.2.2 Avkastning per tillgångsslag

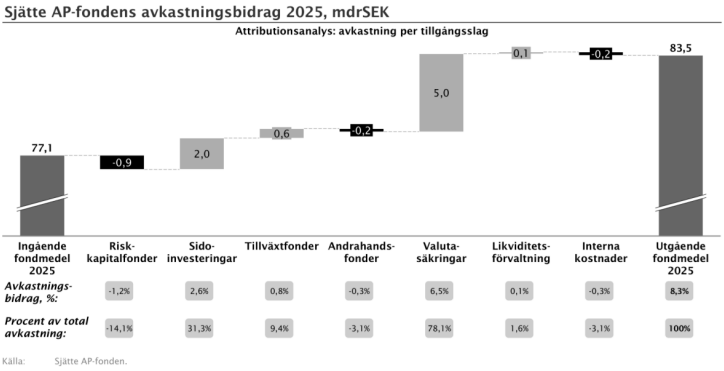
Det totala avkastningsbidraget under 2025 uppgick till 6,4 miljarder kronor efter kostnader, motsvarande 8,3% avkastning.

Avkastningen var främst driven av valutasäkringar som hade ett avkastningsbidrag om 6,5% och stod för hela 78,1% av den totala avkastningen. Denna valutaeffekt var motsatt under 2024 med en negativ avkastning om -5,4% eller -3,8 miljarder kronor. Valutasäkringarna är lagbundna för Sjätte AP-fonden

och avkastningen beror på att den svenska kronan stärktes mot flera av de större valutorna, särskilt den amerikanska dollarn, och euron. Sjätte AP-fonden redovisar avkastningen per tillgång inklusive valutaeffekten och har valutasäkringen som en separat post.

Även sidoinvesteringar hade ett positivt bidrag om 2,6% och representerade 31,3% av avkastningen. Tillväxtsegmentet bidrog marginellt positivt med 0,8% i avkastningsbidrag.

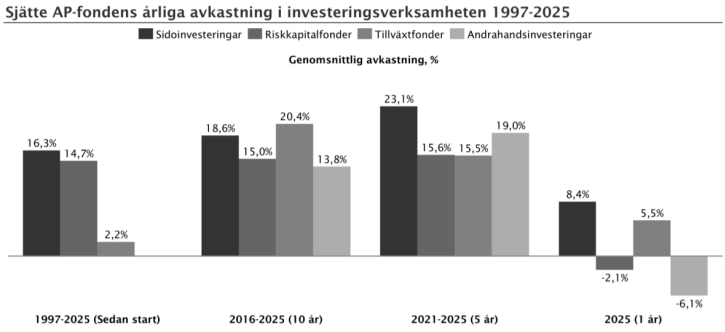
Sjätte AP-fonden måste enligt lag valutasäkra 90% av sitt kapital. Det innebär att fonden endast påverkas marginellt av den negativa effekt som en stärkt krona har på värdet av utländska investeringar. Till skillnad från fonder utan lika strikta krav på valutasäkring, som under 2025 påverkades negativt när kronförstärkningen sänkte värdet på deras utländska innehav, får Sjätte AP-fonden i stället ett skydd mot valutafluktuationer genom säkringen. Detta har resulterat i ett positivt bidrag till den totala avkastningen under 2025.



Figur 73: Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag 2025 i alla tillgångsklasser

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet och sysselsatta kapital, det vill säga avkastningen exklusive effekter från valutasäkringar och likviditetshantering, är det mått fonden i praktiken kan påverka och som ger en mer rättvisande bild av den underliggande avkastningen. Sett enbart till investeringsverksamheten har sidoinvesteringar genererat högst avkastning (baserat på internräntemetod) under den senaste femårsperioden (23,1%), följt av andrahandsinvesteringar (19,0%), och riskkapitalfonder (15,6%).

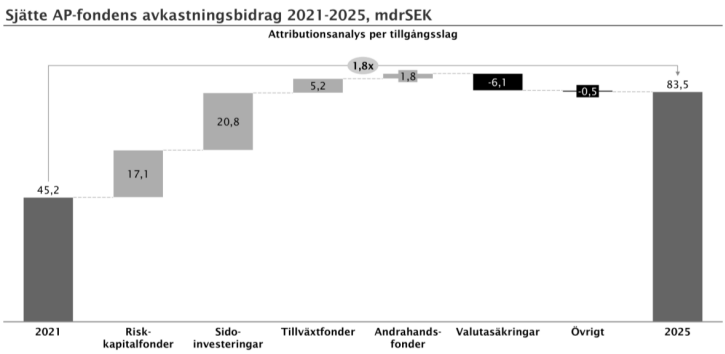
Sammantaget har investeringsverksamheten uppvisat en hög avkastning över tid, vilket illustreras i Figur 74 nedan. Under 2025 skiljde sig dock avkastningen markant mellan tillgångsslagen, från 8,4% för sidoinvesteringar till -6,1% för andrahandsinvesteringar. Detta kan delvis förklaras varierande valutaexponering mellan tillgångsslagen tillsammans med stora valutarörelser under året. I ett fem- och tio-årsperspektiv understiger 2025 års avkastning samtliga tillgångsslags historiska utveckling. Jämförelseperioden inkluderar dock 2021, som var ett historiskt starkt år för illikvida tillgångar. Därefter har marknaden varit svagare, med lägre transaktionsaktivitet än normalt och därmed färre nyinvesteringar, längre fondresningscykler och mindre utbetalat kapital från riskkapitalfonderna.



Figur 74: Sjätte AP-fondens årliga avkastning i investeringsverksamheten

Sedan 2021 har fonden haft en avkastning efter kostnader som genererat en multipelavkastning på 1,8x (cirka 185%), se Figur 75 nedan. Tillväxten är starkt drivet av sidoinvesteringar och riskkapitalfonder som enskilt genererade ett avkastningsbidrag på 20,8 miljarder kronor respektive 17,1 miljarder kronor. Därtill har tillväxtfonder och andrahandsinvesteringar enskilt bidragit med 5,2 miljarder kronor respektive 1,8 miljarder kronor. Valutasäkringar ger en negativ resultateffekt om -6,1 miljarder kronor under perioden.

Valutasäkringens effekt har de senaste åren varit negativ för fonden, men i ett längre tidsperspektiv sticker 2025 ut då valutasäkringen gav ett materiellt positivt bidrag. Kronans långsiktiga trend av försvagning har inneburit att valutasäkringarna successivt har reducerat fondens avkastning. Detta tydliggör den strukturella utmaning som fondens valutasäkringskrav innebär.

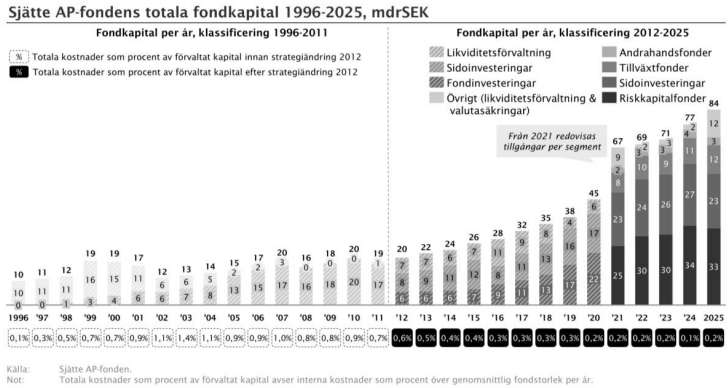


Figur 75: Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag, 2021–2025

9.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Under 2025 bestod Sjätte AP-fondens portfölj av 39% (32,8 miljarder kronor) riskkapitalfonder, 28% (23,2 miljarder kronor) sidoinvesteringar, 15% (12,2 miljarder kronor) tillväxtinvesteringar, 4% (3,3 miljarder kronor) andrahandsinvesteringar och 14% (11,9 miljarder kronor) övriga tillgångar. Målet om 10% långsiktig likviditet uppnåddes med 14% vid utgången av 2025. Detta var delvis drivet av den kommande tillgångsflytten till Andra AP-fonden, då Sjätte AP-fonden inte ville utöka det utfästa kapitalet eller allokera mer kapital än det som redan var utfäst.

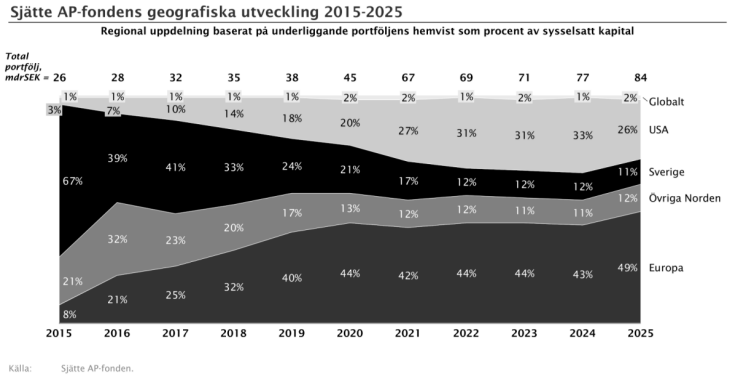
Portföljen och tillgångsallokeringen förblir tydligt viktad mot sidoinvesteringar och riskkapitalfonder som tillsammans utgjorde 56 miljarder kronor (67%) av det totalt 83,5 miljarder kronor under förvaltning i slutet av 2025. Den höga andelen förklaras av den generellt sett lägre riskprofilen hos de underliggande bolagen i dessa fonder. Detta avspeglar fondens strategiska inriktning, aktiva förvaltningsarbete och uppdrag att generera långsiktigt hög avkastning med en tillfredsställande riskspridning.



Figur 76: Sjätte AP-fondens totala fondkapital, 1996–2025

Sjätte AP-fondens geografiska tillgångsallokering har förändrats avsevärt mellan 2015 och 2025 (se Figur 77 nedan). Andelen kapital investerat i företag med svensk hemvist har minskat från 67% år 2015 till endast 11% år 2025.[21] Samtidigt har exponeringen mot USA och Europa ökat markant. Denna förändring innebär att en betydligt större del av portföljen kräver valutasäkring. Från 2024 till 2025 har allokeringen delvis förflyttas från USA till Europa, men annars inga större geografiska skillnader skett.

[21] Notera att även om den relativa andelen i Sverige har minskat så har den, räknat i absoluta tal, ökat under den korrensponerade perioden



Figur 77: Sjätte AP-fondens geografiska utveckling, 2015–2025

9.2.4 Förvaltningskostnader

Sjätte AP-fondens investeringsfilosofi bygger på att välja ut högkvalitativa förvaltarteam med en bevisad förmåga att skapa långsiktigt värde i sina investeringar. Utöver detta investerar fonden selektivt i sidoinvesteringar. Förvaltarteamen arbetar aktivt med att utveckla och driva de bolag de investerar i, vilket är resurskrävande och skiljer sig avsevärt från förvaltning av noterade aktier. Det administrativa arbetet tenderar också att vara mer manuellt med dessa tillgångar.

Fonden har tre huvudsakliga kostnadsposter:

1. Interna kostnader relaterade till AP-fondens interna verksamhet, såsom löner och administration.
2. Externa kostnader som är den största kostnadsposten, som består av ersättningar till externa fonder dit utfästelser har gjorts för att investera AP6:s kapital, främst i from av management fees.
3. Övriga externa kostnader, som även här avser ersättningar till externa fonder, inkluderar exempelvis kostnader för kreditlinjer, uppstart av fonder och utgifter kopplade till avbrutna affärer.

Figur 78: Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader, 2012–2025

Sjätte AP-fondens totala förvaltningskostnader har ökat i takt med att portföljen har vuxit under den senaste tioårsperioden och uppgick till 1 256 miljoner kronor under 2025. Ökningen under året har drivits av kostnader kopplat till fondens kommande avvecklingen och kapitalflytten till Andra AP-fonden. Kostnaderna för detta uppgår till 59 miljoner kronor, varav cirka 42 miljoner kronor kan hänföras till personal och förberedande arbete inför avvecklingen, och resterande 17 miljoner kronor till kostnader relaterade till uppsagda avtal.

Trots ökning av förvaltningskostnaderna har de i relation till fondens kapital varit relativt stabila, med endast mindre fluktuationer över tid. Under 2025 motsvarade förvaltningskostnaderna 1,5% av det totala förvaltade kapitalet, en marginell minskning jämfört med 2024. Minskningen kan hänföras till minskad personalstyrka och samt ökad likviditet som inte beläggs med management fees.

Sjätte AP-fondens kostnader är delvis kopplade till den avkastning som genereras av riskkapitalfonderna genom prestationsbaserade avgifter (eng: carry). Detta innebär att högre avkastning medför högre kostnader för fonden. Fluktuationer i kostnadsnivån är därmed naturliga och utgör till viss del en direkt konsekvens av årets avkastningsutfall.

Exklusive omstruktureringskostnaderna har de interna förvaltningskostnaderna varit relativt oförändrade i absoluta tal, trots att fondens förvaltade kapital har vuxit under året. Sett som andel av förvaltat kapital har de interna kostnaderna haft en tydligt nedåtgående trend sedan 2012, vilket signalerar en skalbar och kostnadseffektiv organisation.

9.3 Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

9.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete syftar både till att skydda och skapa långsiktigt värde i portföljen samt att uppfylla externa krav och förväntningar. Inom det onoterade tillgångsslaget är hållbarhetsrelaterade risker särskilt viktiga att hantera, då onoterade aktiers långsiktiga och illikvida

karaktär gör att avyttringsmöjligheter är begränsade. Dessutom kan det koncentrerade ägandet innebära att fonden hamnar i fokus vid hållbarhetsrelaterade incidenter.

De senaste åren har de externa kraven på hållbarhet ökat, främst genom ändringar i Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden, som omfattar kravet på föredömlig förvaltning, vilket fonden tolkar som en skyldighet att både skydda och skapa värde genom hållbarhetsintegration samt att uppfylla externa krav och förväntningar.

Fondens hållbarhetsarbete bygger på en helhetssyn inom ESG och vägleds av en årlig väsentlighetsanalys, som identifierar områden som kräver särskilt fokus. För 2025 var områden som bedömdes väsentliga i stort samma som tidigare år. Investeringsorganisationen ansvarar för att integrera hållbarhet i det operativa arbetet med att utvärdera och följa upp investeringar, medan hållbarhetsfunktionen tillhandahåller expertis och utvecklar metoder och verktyg för detta.

Fonden investerar endast i onoterade tillgångar och gör enbart indirekta investeringar i riskkapitalfonder och sidoinvesteringar. Denna strategi, i kombination med onoterade tillgångars illikvida natur, gör att noggrann granskning inför investeringar är avgörande. Därför samarbetar hållbarhetsteamet tätt med investeringsorganisationen.

Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete vilar på två centrala principer:

1. Integrera hållbarhetsfrågor i utvärderings- och uppföljningsprocesserna kopplat till investeringsarbetet.
2. Verka för ökad transparens inom ESG och uppmuntra ökad transparens hos förvaltarna.

En viktig del av detta är att systematiskt dela hållbarhetsinformation och tydliggöra fondens interna processer och riktlinjer.

Vidare har Sjätte AP-fonden genom intressentdialog och väsentlighetsanalys identifierat tre prioriterade fokusområden för hållbarhetsarbetet: (1) klimat, (2) jämställdhet och mångfald och (3) mänskliga rättigheter. Dessa fokusområden arbetar fonden aktivt med tvärs hela portföljen och tillgångsslag.

De två centrala principerna, tillsammans med de tre hållbarhetsfokusområdena, utgör grunden för fondens mål och uppföljningsarbete.

9.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Sjätte AP-fonden fortsatt sitt hållbarhetsarbete i linje med tidigare fastställda arbetssätt och principer, med beaktande att det är fondens sista verksamhetsår.

- **Fortsatt arbete med hållbarhet trots avveckling:** Fonden har inte genomfört några förändringar i arbetssätt avseende hållbarhet, utan har fortsatt att bedriva hållbarhetsarbetet i enlighet med tidigare år.
- **Deltagande i branschorganisationer:** Fonden har varit aktiv i branschorganisationer under året med tyngdpunkt i kunskapsutbyte och utvecklingsarbete.
- **Fokus på kärnprocesser inom investering och förvaltning:** Arbetet med ESG-integrering har i huvudsak varit oförändrat jämfört med perioden 2023–2024 och har främst inriktats på hållbarhetsutvärderingar inför investeringar samt löpande uppföljning av befintliga innehav.
- **Avslut av branschsamarbeten och initiativ:** Tidigare påbörjade bransch- och samverkansinitiativ har slutförts under året. Därefter har fonden lämnat externa initiativ.

Samverkan med övriga AP-fonder har i huvudsak varit vilande, med undantag för arbete kopplat till flytten av tillgångar och förpliktelser.

9.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

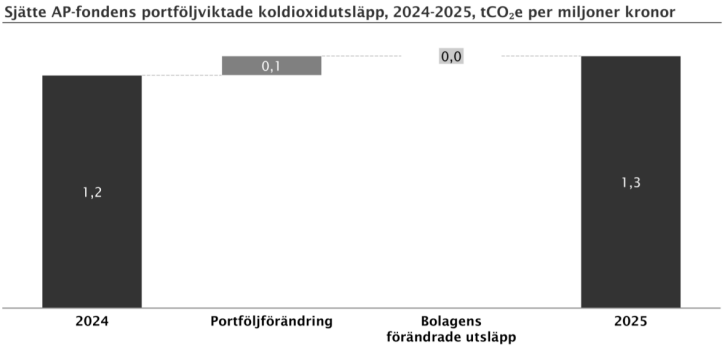
För Sjätte AP-fonden är integreringen av hållbarhetsprinciper en central del av investeringsverksamheten för att säkerställa en avkastning som är väl avvägd i förhållande till risken. Sedan den strategiska omläggningen 2012 har fonden konsekvent integrerat hållbarhetsaspekter i samtliga investeringsstrategier. Genom sin ordinarie investeringsverksamhet har fonden därmed allokerat kapital till fonder med ett tydligt hållbarhetsfokus. Ett resultat är att investeringarna i den befintliga portföljen, utöver att skapa avkastning, arbetar aktivt med att minimera hållbarhetsrelaterad påverkan. Det finns också bolag som genererar mätbara och positiva effekter för både samhälle och miljö.

Under de senaste åren har fonden dessutom noterat ett växande engagemang bland portföljens förvaltare för investeringar med specifika hållbarhetsteman, vilket signalerar en ökad medvetenhet och vilja att integrera hållbarhet i investeringsbesluten.

9.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Sjätte AP-fondens innehav (Scope 1 och 2) uppgick till 41 tusen tCO_2e under 2025. Detta är en minskning med 1 tusen tCO_2e jämfört med 2024 då de totala utsläppen uppgick 42 tusen tCO_2e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, ett mått på fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, uppgick till 1,3 tCO_2e per miljoner kronor, en ökning med 0,1 tCO_2e jämfört med föregående år, vilket illustreras i Figur 79. Ökningen drevs av förändringar i portföljallokeringen.



Källa: Sjätte AP-fonden.
Not: Måttet summerar respektive koldioxidintensitet, det vill säga ett bolags koldioxidutsläpp i förhållande till dess omsättning, viktat baserat på respektive bolags andel av portföljen, scope 1-2.

Figur 79: Sjätte AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024–2025

9.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Sjätte AP-fondens målsättningar utvärderas inom ramen för riskkapital-specifika ramverk, vilket säkerställer en måluppföljning med tydligt branschfokus. Fondens hållbarhetsmål är oförändrade från 2024. Samtliga mål är kvantifierade resultatmål (till exempel uppnå en specifik nivå av utsläppsminskning). Målen har tidsbestämda gränsvärden för kort-, medellång- och lång sikt.

Mot bakgrund till att 2025 är fondens sista verksamhetsmål har vissa mål inte följts upp under året. Detta inkluderar mål tio om förvaltares hantering av mänskliga rättigheter, samt mål sju om koldioxidutsläpp. Fonden uppnådde dock delmål för mål sju redan under föregående år.

En sammanställning av fondens målsättningar och uppfyllelse presenteras i Figur 80 och 81 nedan.

Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

AP6

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
			ESG-integrering				
1	*Positiv trend i årlig ESG-utvärdering i förändring av betygsättning bland förvaltare*	Förändring av betygsättning bland förvaltare	+4 % i hela portföljen + 3 % i befintliga innehav	+2 % i hela portföljen + 1 % i befintliga innehav	+1 % i hela portföljen (med ett totalt resultat om 85%) +3% i befintliga innehav	+4% i hela portföljen (med ett totalt resultat om 89%) +1% i befintliga innehav	+1% i hela portföljen +1% i befintliga innehav
2	*Förvaltare motsvarande 100% av investerat kapital ska ha en ESG-policy/policy för ansvarsfulla investeringar*	Andel av investerat kapital	100%	100%	100%	100%	100%
3	*100 % av signifikanta minoritets-investeringar ska ha en handlingsplan för hållbarhet*	Andel innehav	n/a	100%	100%	100%	100%
			Transparens				
4	*Förvaltare motsvarande 100% av investerat kapital ska hållbarhetsrapportera enligt relevant ramverk (t. ex., GRI eller PRI) till 2025*	Andel av investerat kapital	71%[1)]	78%	84%	86%	85%
5	*Förvaltare motsvarande 65% av investerat kapital ska redovisa ESG-KPI:er på portföljbolagsnivå enligt relevant standard eller rapporteringsinitiativ till 2025*	Andel av investerat kapital	n/a	63%	75%	74%	76%

Källa: Sjätte AP-fonden.
Not: 1) Målsättningen var annorlunda formulerad för 2021, därför är resultaten för 2022 och 2023 inte jämförbara mot tidigare år.

Figur 80: Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad 2021–2025 (I/II)

Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

AP6

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
			Klimat				
6	*Förvaltare motsvarande 65% av investerat kapital har satt eller förbundit sig att sätta klimatmål i linje med Parisavtalet till 2025* *2040: 100%*	Andel av investerat kapital	n/a	47%	59%	69%	67%
7	*Innehav motsvarande 65% av förvaltat kapital ska redovisa växthusgasutsläpp till* *2025 (2030: 100%)*	Andel av investerat kapital	n/a	52%	70%	75%	E/T[2)]
			Jämställdhet och mångfald				
8	*Jämställd fördelning mellan kvinnor och män i förvaltarens partnergruppp och investeringsteam[1)]* *2025: Invest.team* *2030: Partnernivå*	Andel av den underrep-resen-terade gruppen	Invest.team: 27% Partnernivå: 12%	Invest.team: 27% Partnernivå: 14%	Invest.team: 29% Partnernivå: 17%	Invest.team: 29% Partnernivå: 17%	Invest.team: 28% Partnernivå: 16%
9	*10% ökning mot föregående år av representationen av den underrepresenterade gruppen*	Förändring i procent mot fjolår	Invest.team: 8% Partnernivå: 20%	Invest.team: 0% Partnernivå: 17%	Invest.team: 7% Partnernivå: 10%	Invest.team: 0% Partnernivå: 0%	Invest.team: -1% Partnernivå: -5%
			Mänskliga rättigheter				
10	*Positiv trend i årlig utvärdering av mänskliga rättigheter*	Förändring av betyg-sättning bland förvaltare	n/a	n/a	n/a	+1% i hela portföljen (med ett totalt resultat om 39%) +3% i befintliga innehav	E/T[2)] E/T[2)]

Källa: Sjätte AP-fonden.
Not: 1) Fördelning i procent och definierat som minst 40% representation av den underrepresenterade gruppen.
2) Följs ej upp med hänsyn till att verksamheten upphör vid utgången av 2025

Figur 81: Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad 2021–2025 (II/II)

9.4 Slutsatser och bedömningar

9.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Sjätte AP-fondens kapitalförvaltning bedöms vara effektivt utformad. Fondens avkastning har överträffat fondens avkastningsmål över den senaste femårsperioden (13,1% mot 6,8%) samt tioårsperioden (12,2% mot 7,2%). Under 2025 avkastade Sjätte AP-fonden 8,3% vilket också är högre än avkastningsmålet om -2,0%.

Fonden har också en god avkastning i jämförelse med internationella pensionsfonder, där den uppvisar den högsta avkastningen inom jämförelsegruppen både på fem och tio års sikt. Det är dock viktigt att beakta att Sjätte AP-fondens tillgångsallokering skiljer sig avsevärt från de andra fonderna i jämförelsegruppen.

Årets avkastning drevs huvudsakligen av valutasäkringar som bidrog med 78% av den totala avkastningen i absoluta tal då den svenska kronan stärktes under året mot flera internationella valutor. Sjätte AP-fonden är enligt lag begränsad till en maximal öppen valutaexponering om 10%, vilket är den striktaste begränsningen bland samtliga buffertfonder.

Arkwright har inte mottagit all efterfrågade hållbarhetsdata vilket också gjort att hållbarhetsmålen sju och tio inte följdes upp under 2025 vilket i sin tur leder till ett mindre omfattande beslutsunderlag. Arkwright bedömer dock att underlaget är tillräckligt för utvärderingen av fonden.

År 2025 markerar Sjätte AP-fondens sista verksamhetsår och därmed avslutningen på lång period i det svenska pensionssystemets tjänst. Sedan starten har fonden etablerat sig som en skicklig och välrenommerad investerare inom onoterade tillgångar. Under denna period har fonden spelat en roll i att stärka buffertkapitalet och bidra till pensionssystemets finansiella stabilitet.

9.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Sjätte AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

10. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden – Premiepensionens förval

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fondens fondförvaltning. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning och förvaltningskostnader. Vidare följer en jämförelse med globala aktiefonder samt diskussion kring generationsfondsmodellen följt av en genomgång av fondens hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

10.1 Sjunde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Sjunde AP-fonden huvudsakliga uppdrag är att vara förvaltare av det statliga förvalsalternativet inom premiepensionssystemet och skiljer sig helt från buffertfonderna genom att den inte är en del av inkomstpensionssystemet. Premiepensionen är helt fonderad, vilket innebär att avsatta medel investeras direkt i fonder för att generera avkastning, till skillnad från inkomstpensionen som är ett repartitionssystem med buffertfonder för att hantera demografiska obalanser.

Premiepensionen är en del av den allmänna pensionen och således i grunden en socialförsäkring vars syfte är att garantera ekonomisk trygghet under ålderdomen. Systemet möjliggör för sparare att påverka storleken på sin framtida pension genom egna fondval på premiepensionens fondtorg[22], vilket bidrar till högre avkastning via investeringar på kapitalmarknaden och riskspridning inom den allmänna pensionen (Prop. 2021/22:179 avsnitt 4). Premiepensionssystemet har som mål att erbjuda ett pensionssparande av hög kvalitet som ger en trygg pension, där utbetalningarna bör vara allt mer förutsägbara och stabila, med beaktande av återstående utbetalningstid, samt en avkastning som är tydligt högre än förändringen av inkomstindex, men utan garantier för avkastningen (SFB 64 kap 2 § och 2 a §). Eftersom individuella behov, riskpreferenser och ekonomiska förutsättningar varierar, krävs en flexibel pensionslösning där spararna kan anpassa sina investeringar efter egna förutsättningar.

Av de 18,5% från den pensionsgrundande inkomsten som årligen avsätts till den allmänna pensionen går 2,5% till premiepensionen, där spararen själv kan välja fonder, medan resterande 16,0% går till inkomstpensionen.

Fondens huvudsakliga produkt, AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltning), är det statliga förvalsalternativet i premiepensionssystemet och den fondlösning där den enskilde spararens kapital placeras automatiskt om inget aktivt val görs. Pensionsmedlen fonden förvaltar kommer därmed från sparare som antingen avstått från att välja fonder, eller från dem som aktivt valt någon av Sjunde AP-fondens produkter. **AP7 Såfa** består av två byggstensfonder: **AP7 Aktiefond** och **AP7 Räntefond**. Utöver dessa finns tre ytterligare alternativ som kombinerar de två fonderna i olika proportioner.

AP7 Såfa följer en så kallad generationsmodell, vilket innebär att allokeringen mellan aktier och räntor justeras automatiskt beroende på spararens ålder. Fram till 55 års ålder består AP7 Såfa till 100% av AP7 Aktiefond. Därefter sker en successiv omfördelning (cirka 3–4% per år) från aktier till räntor. Vid

[22] Marknadsplats där individer kan välja bland ett stort antal fonder för att placera en del av sin premiepension[23] Avkastningen för AP7 Såfa är kapitalviktad (enligt kapitalfördelning mellan aktie- och räntefond) per 31 december 2025. Denna avkastning motsvarar inte nödvändigtvis någon enskild individs verkliga avkastning.

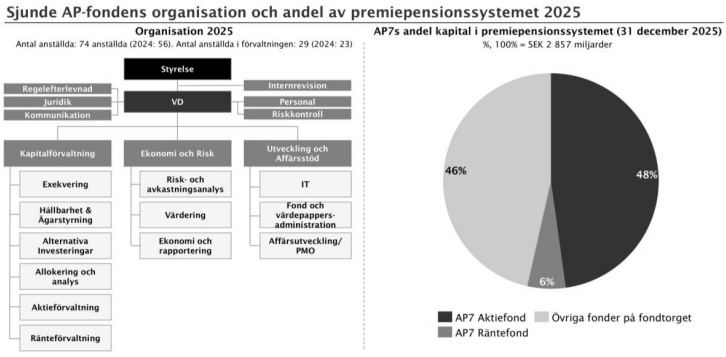
75 års ålder stoppas omfördelningen av portföljen och är konstant livet ut bestående av en tredjedel AP7 Aktiefond och två tredjedelar AP7 Räntefond.

I AP7 Aktiefond kan Sjunde AP-fonden tillämpa hävstång på sin globala aktieportfölj, vilket innebär att fondens värdeutveckling förstärks i förhållande till utvecklingen på den underliggande marknaden. För närvarande uppgår hävstången till 15%, vilket innebär att om den underliggande marknaden avkastar 10%, kommer AP7 Aktiefond att avkasta 11,5%, subtraherat med kostnaden för finansieringen av hävstången. Detta innebär att om marknadens värdeutveckling är negativ, kommer hävstången att förstärka nedgången i motsvarande grad. Hävstången fungerar även i viss mån som en valutasäkring i den mån den är finansierad de utländska valutor som portföljen är exponerad mot. Under 2025 var hävstången finansierad i amerikanska dollar.

Sjunde AP-fonden bestod 2025 av 74 (2024: 56) medarbetare, varav 29 (2024: 23) personer inom kapitalförvaltning. Den relativt stora ökningen i personal, särskilt inom kapitalförvaltningen, härleds till en ambition att öka andelen internt förvaltat kapital i både aktiefonden och räntefonden, samt nytt mandat inom alternativa investeringar. Kapital i illikvida tillgångar är också administrativt mer intensivt och manuellt vilket kräver mer resurser. Under året har mindre organisatoriska förändringar skett där exempelvis riskkontroll ligger direkt under VD.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 1 529,2 miljarder kronor, varav 1 366 miljarder kronor i AP7 aktiefond och 164 miljarder kronor i AP7 räntefond.

Det totala förvaltade kapitalet inom premiepensionssystemet, inkluderat fonderna på fondtorget och det förvaltade kapitalet inom Sjunde AP-fondens aktie- och räntefond, uppgick vid utgången 2025 till 2 857 miljarder kronor. Av det totala kapitalet stod AP7 aktiefond för 48% medan AP7 räntefond stod för 6% och övriga fonder på fondtorget stod för 46%.



Figur 82: Sjunde AP-fondens organisation och andel av premiepensionssystemet 2025

Sjunde AP-fondens avkastningsmål

- AP7 Såfa har ett långsiktigt avkastningsmål för dem som under hela sparandeperioden är kvar i förvalet AP7 Såfa; ska överstiga avkastningen i inkomstpensionen med minst 2 procentenheter per år, i genomsnitt.

- AP7 Aktiefond har som mål att prestera bättre än MSCI ACWI SEK.
- AP7 Räntefond ska, vid den valda risknivån, sträva efter att uppnå en långsiktigt hög avkastning som minst motsvarar avkastningen för fondens referensportfölj.

Sjunde AP-fondens investeringsövertygelser

Sjunde AP-fondens investeringsfilosofi ersattes i april 2025 av sex investeringsövertygelser. Dessa komponenter är vägledande för att skapa en långsiktigt hög och hållbar avkastning, vilket bidrar till en trygg pension för framtida generationer.

Investeringsövertygelserna delas in i sex grundläggande komponenter:

1. **Långsiktigt risktagande utifrån spararnas förutsättningar är grunden för ett tryggt pensionssparande av hög kvalitet.** Den långa investeringshorisonten i premiepensionen och ett helhetsperspektiv på den allmänna pensionen möjliggör en stor exponering mot aktiemarknaden, vilket är en förutsättning för hög avkastning. I takt med att sparare närmar sig och inträder i utbetalningsfasen stabiliseras tillgångarna, genom ökat räntesparande.
2. **Diversifiering ger spararna ett mer effektivt risktagande och minskar effekten av negativa händelser.** Diversifiering av en tillgångsportfölj förbättrar det riskjusterade resultatet. Genom att investera i många olika tillgångar minskar spararnas exponering mot enskilda tillgångars marknadsrisk.
3. **Aktiv allokering och förvaltning bidrar till ett tryggt pensionssparande av hög kvalitet.** Den huvudsakliga källan till långsiktig avkastning är deltagande i ekonomisk tillväxt genom främst aktiemarknaden. För att säkerställa ett tryggt pensionssparande av hög kvalitet kan även aktiv allokering och förvaltning som tar hänsyn till en föränderlig omvärld och marknadsomständigheter bidra. För att möjliggöra detta krävs en kontinuerlig analys och marknadsnärvaro.
4. **Världens hållbarhetsutmaningar är både en risk och en möjlighet för långsiktiga investerare.** Olösta hållbarhetsproblem kan få stora negativa konsekvenser för samhälle och ekonomi på både global och lokal nivå. Genom aktiv ägarstyrning i kombination med aktiv förvaltning kan AP7 som kapitalägare bidra till lösningar som skapar reala effekter och minskar finansiella risker.
5. **Kostnader är en viktig faktor för avkastningen på pensionssparande.** Genom att tillvarata skalfördelar i förvaltningen kan kostnaderna per förvaltad krona hållas låga utan att göra avkall på kvaliteten. För långsiktigt sparande kan även små skillnader i kostnader få stora effekter.
6. **Goda resultat skapas av en välfungerande organisation som utvecklas.** En investeringsorganisation skapar värde genom att en mängd olika funktioner, processer och individer samverkar för att lösa uppdraget. Framgången bygger på att alla länkar i denna värdekedja är starka och utvecklas kontinuerligt.

10.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Sjunde AP-fonden genomfört flera initiativ och förändringar för att stärka och utveckla sin verksamhet. Arbetet med att nå de strategiska målen för 2027 har fortsatt enligt plan under året.

- **Ny investeringsprocess för mer balanserad allokering:** Med utgångspunkt i styrelsens referensportfölj tas först en strategisk och därefter en taktisk portfölj fram. Arbetssättet bygger på en iterativ process med analys, beslut, implementering och uppföljning. Analysen baseras på sex komponenter: (1) avkastningsförväntningar, (2) riskkorrelationer, (3) alpha, (4) teman,

(5) strukturella risker och (6) beroenden. Processen omfattar en gemensam global analys med ett ökat individuellt förvaltaransvar.

- **Ökad intern förvaltning:** I takt med att det förvaltade kapitalet växer och en större andel förvaltas internt har fonden arbetat med att stärka organisationen. Genom ökad intern och mer senior kompetens kommer kostnadsbesparingar att kunna identifieras och realiseras. Intern förvaltning möjliggör även för fonden att snabbare anpassa portföljen till utvecklingen i omvärlden.
- **Modernisering av AP7 Räntefond:** Modernisering av räntefonden bedöms som nödvändig eftersom fonden växer kraftigt samtidigt som den svenska räntemarknaden är förhållandevis liten. Förändringen innebär utökade möjligheter till allokering i statsskuldsväxlar (SSVX), durationspositioner, utländska obligationer och valutaderivat i euro och amerikanska dollar, samt räntederivat och företagsobligationer i svenska kronor, euro och amerikanska dollar. Detta är en fortsättning på ett arbete som pågått sedan 2024 och som även omfattar förstärkta resurser i ränteförvaltningsgruppen.
- **Implementerat en ny delegationsordning:** Delegationsordningen har tydliggjorts för att bättre avspegla regleringar, skapa rätt beslutsstruktur och definiera styrelsens involvering mer explicit. Placeringsriktlinjerna har samtidigt korrigerats för att bli tydligare, enklare och mer stringenta.
- **Arbetat vidare med milstolpar för 2025:** En stor del av milstolparna för 2025, med utgångspunkt i de strategiska målen, har uppnåtts. Fondledningen har bedömt att det är väsentligt att beakta slutsatserna från utbetalningsutredningen innan eventuella strukturförändringar utförs i AP7 Såfas konstruktion. Därför har vissa leveranser pausats i avvaktan på att utredningen slutredovisas i augusti 2026.
- **Nytt mål för aktiefonden:** Tidigare placeringsriktlinjer angav MSCI AP7 ACWI (SEK) + 1 procentenhet som mål över en rullande femårsperiod. Det nya målet är att överprestera samma index och ha en maximal aktiv risk (eng: tracking error) gentemot, av styrelsen fastställd, referensportfölj om 3% per år.
- **Justerat investeringsövertygelserna:** Under året har fonden fastställt nya investeringsövertygelser vilka ersätter den tidigare investeringsfilosofin.
- **Ny utvecklingsprocess:** Under året har en mer agil utvecklingsprocess införts i verksamheten.
- **Utvecklat analysverktyg:** Under året har fonden utvecklat ett nytt analysverktyg för att bättre förstå spararnas situation och ställning i systemet. Fonden har också intensifierat arbetet med att analysera hur portföljen bör utformas i olika skeden i livet.

10.2 Sjunde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

10.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Sjunde AP-fondens avkastningsmål, för dem som under hela sparandeperioden är kvar i förvalet AP7 Såfa, är att avkastningen ska överstiga avkastningen i inkomstpensionen med minst 2 procentenheter per år, i genomsnitt. Inkomstpensionen skriv upp med inkomstindex vilket är den årliga genomsnittliga löneökningen i Sverige som även styr uppräkningar i inkomstpensionen.

Under 2025 uppnådde AP7 Såfa[23] en totalavkastning på 4,2%. Avkastningen för enskilda år har inget avkastningsmål då målet är långsiktigt. På längre sikt överträffar AP7 Såfa avkastningsmålet med en

[23] Avkastningen för AP7 Såfa är kapitalviktad (enligt kapitalfördelning mellan aktie- och räntefond) per 31 december 2025. Denna avkastning motsvarar inte nödvändigtvis någon enskild individs verkliga avkastning.

årlig avkastning om 13,2% från 2021–2025, gentemot målavkastningen om 5,8%. Sedan fondens start 2010 har AP7 Såfa överträffat målavkastningen med 8,6 procentenheter.

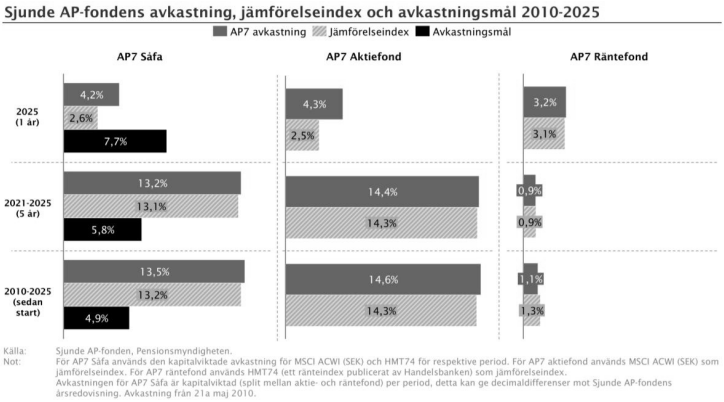
AP7 Såfa består av två fonder med egna jämförelseindex. AP7 Aktiefond jämförs med det globala aktieindexet MSCI ACWI (SEK), där kronförstärkningen påverkade avkastningen negativt 2025 jämfört med samma index i amerikanska dollar. AP7 Räntefond utvärderas mot HMT74, ett ränteindex framtaget av Handelsbanken, som består av svenska statsobligationer och säkerställda obligationer med en genomsnittlig duration på tre år.

Avkastningen för AP7 Aktiefond under 2025 uppgick till 4,3% efter kostnader, vilket delvis avspeglas av en mycket stark utveckling på den globala aktiemarknaden samtidigt som den har påverkats negativt av att svenska kronan stärkts. Under 2025 överträffade fonden sitt jämförelseindex med 1,8 procentenheter (se Figur 83 nedan). Överavkastningen kan framför allt förklaras av Sjunde AP-fondens valutaexponering i hävstången som bidragit positivt främst till följd av en stärkt krona.

Valutaeffekterna under 2025 hade motsatt effekt på avkastningen jämfört med 2024, då det var en starkt positivt bidragande faktor. Detta beror främst på att svenska kronan stärktes med 19,5% under 2025 och försvagades med 8,7% under 2024 gentemot den amerikanska dollarn. Jämfört med den senaste femårsperioden är årets avkastning 10,1 procentenheter lägre än det årliga genomsnittet. På fem års sikt överträffar AP7 Aktiefond sitt jämförelseindex med en mindre marginal om 0,1 procentenheter.

Aktiefonden är en global aktiefond, vilket innebär att amerikanska teknikaktier, särskilt de som ingår i de så kallade ”Magnificent Seven”, utgör en stor del av portföljen. Vid utgången av året var de fem största aktieinnehaven för fonden Nvidia, Apple, Microsoft, Alphabet och Amazon, vilka samtliga en del av ”Magnificent Seven”. Tillsammans utgjorde dessa fem aktier 18% av det totala förvaltade kapitalet i AP7 Aktiefond.

AP7 Räntefond noterade en avkastning på 3,2% under 2025 vilket är en historiskt hög avkastning tillsammans med åren 2023 och 2024. Sett till den senaste femårsperioden är årets avkastning för AP7 Räntefond 2,3 procentenheter högre än det årliga genomsnittet. Sett sedan start av nuvarande fondprodukter år 2010 har samtliga, förutom räntefonden med mindre marginal, överträffat jämförelseindex.



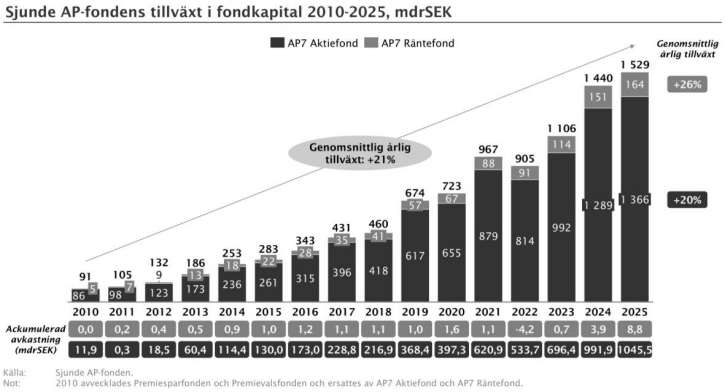
Figur 83: Sjunde AP-fondens avkastning, jämförelseindex och avkastningsmål, 2010–2025

När respektive fonds avkastning viktas mot det förvaltade kapitalet inom AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, resulterar detta i en kapitalviktad aggregerad avkastning för AP7 Såfa på 4,2% för 2025, vilket är 1,6 procentenheter över jämförelseindex. Sett till de senaste fem åren är avkastningen 13,2%, 0,1 procentenheter över jämförelseindex. Avkastningen i AP7 Såfa bör inte betraktas som representativ för den faktiska avkastningen för enskilda sparare, eftersom tillgångsallokeringen varierar betydligt beroende på ålder. Den redovisade avkastningen är i stället beräknad utifrån en genomsnittlig och därmed teoretisk allokering.

Den kapitalviktade avkastningen för AP7 Såfa innebär att avkastningen framgent förväntas bli lägre, i takt med att ränteandelen ökar och att fler individer går in i avtrappningsfasen i den nuvarande generationsmodellen. Jämförelseindexet inkluderar en viktning mellan räntor och aktier, vilket ökar jämförbarheten med den faktiska avkastningen för perioden. Inkomstindexet saknar dock en sådan viktning, vilket gör det delvis trubbigt som bas för målsättningen på kort sikt.

Sedan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond etablerades 2010 har det förvaltade kapitalet vuxit avsevärt, se Figur 84 nedan. Från 91 miljarder kronor till 1 529 miljarder kronor 2025, med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 20,7%. För AP7 Aktiefond motsvarar detta en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 20,2% och för AP7 Räntefond en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 26,1%, drivet av både värdeökning och nettoflöden. Tillväxten av det totala kapitalet kan huvudsakligen hänföras till avkastning i AP7 aktiefond som under 2025 passerat en avkastning om mer än 1 000 miljarder kronor sedan 2010 då fonden skapades. Med ett förvaltat kapital om 1 366 miljarder kronor i AP7 Aktiefond innebär detta att nettoflöden endast representerar 23% av det förvaltade kapitalet, och resterande 77% hänförs till avkastning och ränta-på-ränta effekten.

För räntefonden är det huvudsakligen nettoflöden som har drivit kapitalökningen eftersom den ackumulerade avkastningen sedan 2010 endast uppgår till 8,8 miljarder kronor, jämfört med ett förvaltat kapital på 163 miljarder kronor.



Figur 84: Sjunde AP-fondens tillväxt i fondkapital, 2010–2025

10.2.2 Avkastning per värdeskapande komponent

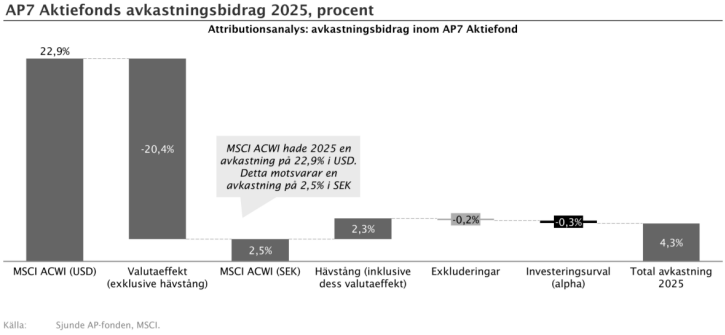
Under 2025 uppgick AP7 Aktiefonds totala avkastning till 53,6 miljarder kronor, vilket motsvarar 4,3% efter kostnader.

Sjunde AP-fonden har en hög exponering mot amerikanska aktier, som utgör cirka 64% av MSCI ACWI, och där särskilt bolagen i ”Magnificent Seven” som representerar omkring 20% av indexet. Under 2024 stod dessa teknikbolag för 45% av avkastningsbidraget i AP7 Aktiefond. Dock, under 2025, uppgick motsvarande andel däremot till endast 5%. Trots en stark utveckling för teknikbolagen under 2025 kan den lägre andelen av avkastningsbidraget förklaras av valutaeffekter och hävstångens bidrag, vilket illustreras i Figur 85 nedan.

Som illustreras i Figur 85 hade MSCI ACWI 2025 en avkastning på 22,9% i USD och 2,5% i SEK, vilket påvisar den stora valutarörelsen under 2025. Den lägre avkastningen i SEK beror på att den svenska kronan har stärkts mot den amerikanska dollarn under året. När en valuta stärks i relation till en annan minskar värdet på investeringar denominerade i den andra valutan, vilket leder till en lägre avkastning när de omräknas till den starkare valutan. Denna utveckling var gynnsam för fonden under 2024, men har under 2025 minskat avkastningen trots att den globala aktiemarknaden i amerikanska dollar gått starkt. Om fonden hade haft en valutasäkring hade avkastningen under 2024 varit lägre, men högre under 2025.

Därutöver bidrog hävstången positivt och adderade ytterligare 2,3 procentenheter till avkastningen vilket nästan motsvarar hälften av avkastningsbidraget för AP7 Aktiefond. Hävstången förstärker fondens värdeutveckling i relation till den underliggande marknaden i både uppgång och nedgång, men har också en valutaexponering som under året hade ett positivt bidrag om 2,55 procentenheter. Detta innebär att hävstångens valutasäkrande effekt var större än den utökade exponeringen mot aktiemarknaden om 15%.

Fondens exkluderingar[24] hade ett negativt bidrag med -0,2 procentenheter för 2025, och investeringsurvalet hade ett bidrag om -0,3 procentenheter under samma period. Det var främst fondens investeringar i riskkapital (eng: private equity) i kombination med exkluderingar av försvarsbolag aktiva inom kärnvapen som bidrog negativt gentemot jämförelseindex.



Figur 85: AP7 Aktiefond, avkastningsbidrag 2025

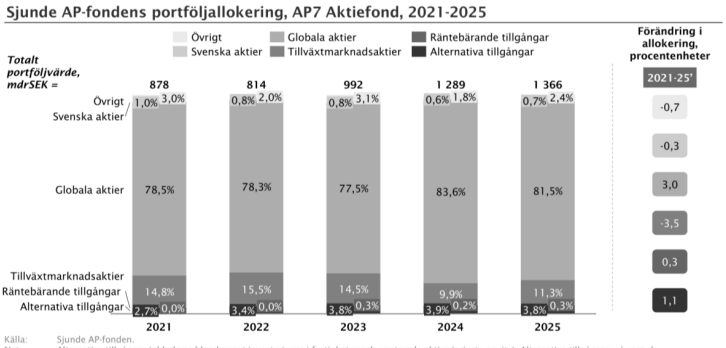
10.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

AP7 Aktiefond investerar globalt i aktier och alternativa tillgångar, och AP7 Räntefond placerar främst i svenska obligationer, men även i obligationer utgivna i euro och amerikanska dollar som alltid valutasäkras till svenska kronor.

AP7 Aktiefonds portfölj bestod 2025 av cirka 82% globala aktier, 11% tillväxtmarknadsaktier, 4% alternativa tillgångar, 2% övrigt, 0,7% svenska aktier och 0,3% räntebärande tillgångar (se Figur 86 nedan). Det är värt att notera att Sjunde AP-fondens aktieportfölj är fullt ut globalt diversifierad och kapitalviktad, utan någon övervikt mot den svenska marknaden (eng: home bias). Det innebär att fonden inte har en särskild exponering mot svenska aktier, utan i stället speglar den globala marknadsfördelningen.

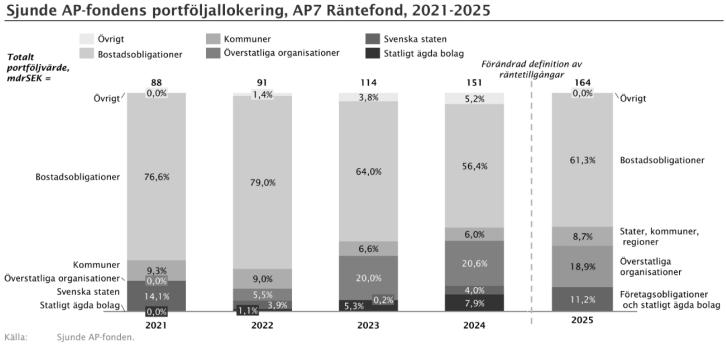
I samband med lagändringarna som trädde i kraft 2023 har Sjunde AP-fonden också ökat sin exponering mot alternativa tillgångar, från 2,7% år 2021 till 3,8% av de totala förvaltade tillgångarna 2025.

[24] Detta inkluderar exkluderingar, övervikt/undervikt i tillväxtmarknader samt övriga mandat och avvikelser



Figur 86: AP7 Aktiefond portföljallokering, 2021–2025

AP7 Räntefonds portfölj bestod 2025 av 61% bostadsobligationer, 19% överstatliga organisationer, 9% stater, kommuner och regioner, 11% företagsobligationer och statligt ägda bolag samt 0% övrigt, se Figur 87 nedan. Den nya definitionen minskar jämförbarheten med tidigare år, men är nödvändig inom ramen för moderniseringen av räntefonden och en bredare investeringsstrategi. Under 2025 utgjorde bostadsobligationer den största andelen av det förvaltade kapitalet och representerade mer än hälften av innehaven i AP7 Räntefond, vilket även var fallet 2024 enligt den tidigare definitionen. Överstatliga organisationer var den näst största tillgångsklassen och hade en allokering som också låg i linje med nivån vid utgången av 2024 enligt den tidigare definitionen. AP7 Räntefond har, på grund av dess stora förvaltade kapital, haft svårt att investera på den svenska räntemarknaden. Detta är en av anledningarna till fondens modernisering under 2025.



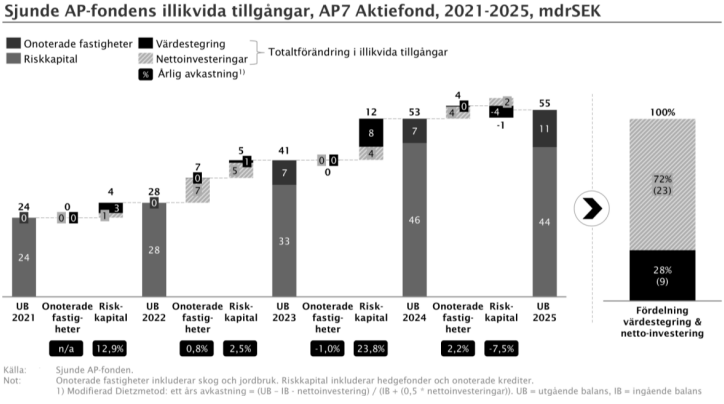
Figur 87: AP7 Räntefond portföljallokering, 2021–2025

10.2.4 Illikvida tillgångar

I slutet av 2022 beslutade riksdagen om nya placeringsregler för Sjunde AP-fonden, vilka trädde i kraft 2023. Tidigare begränsades fondens investeringar i illikvida tillgångar av lagen om värdepappersfonder. Från och med 2023 har investeringsgränsen höjts till 20%, och fonden har nu möjlighet att investera i ett bredare spektrum av illikvida tillgångar, såsom fastigheter och infrastruktur. Sedan 2024 har bemanningen inom fonden ökat med 2 ytterligare personer för hantering av direktinvesteringar och onoterade fastigheter.

År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 3,6% av Sjunde AP-fondens totala portfölj, motsvarande 55,5 miljarder kronor. Dessa tillgångar bestod av 80% riskkapital-fonder och 20% onoterade fastigheter. Sedan början av 2021 har tillgångarna mer än dubblerats drivet av både värdeförändring av de underliggande tillgångarna och av nettoinvesteringar (investeringar subtraherat med avyttringar). Värdeförändringen för illikvida tillgångar var negativ under 2025 vilket var drivet av värdeminskningar i riskkapitaltillgångar om -3,5 miljarder kronor. Riskkapitalet i Sjunde AP-fonden är endast investerat genom fonder, alltså inte via exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment).

Under 2025 uppgick nettoinvesteringarna i onoterade tillgångar till 3,6 miljarder kronor i onoterade fastigheter och 2,3 miljarder kronor i riskkapitalinvesteringar. Investeringstakten har delvis drivits av tidigare ingångna utfästelser, främst i form av åtaganden i fondstrukturer som successivt avropas när förvaltaren identifierar och genomför investeringar. Vid utgången av 2025 uppgick fondens totala utfästelser till 29,2 miljarder kronor, vilket är 5,5 miljarder kronor lägre än vid utgången av 2024.



Figur 88: Illikvida tillgångar i AP7 Aktiefond, 2021–2025

10.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Sjunde AP-fonden förvaltar sitt kapital genom en kombination av intern och extern förvaltning, där majoriteten av kapitalet hanteras externt av ett begränsat antal noggrant utvalda förvaltare. Under 2025 har arbete påbörjats för en förflyttning mot mer intern förvaltning, särskilt gällande den passiva förvaltningen.

AP7 Räntefond förvaltas helt internt, medan en betydande del av AP7 Aktiefonds förvaltning sker externt, med en inriktning mot ökad intern förvaltning framöver. Samtidigt finns inslag i strategin som inte entydigt kan klassificeras som vare sig intern eller extern förvaltning. Ett exempel är fondens hävstångsexponering, som uppgår till cirka 15 procent av den totala exponeringen. Beslutet att använda hävstång fattas av styrelsen, men inte den praktiska implementeringen och valet av underliggande tillgångar som avgör den faktiska sammansättningen. Exponeringen etableras via derivatinstrument, såsom totalavkastningsswap (eng: total return swaps), där fonden inte äger de underliggande tillgångarna direkt utan erhåller avkastning baserat på deras utveckling, samtidigt som en finansieringsränta betalas på det nominella beloppet.

Förvaltningen av fondens likviditet, motsvarande cirka 2% av kapitalet, innefattar både kortfristig placering av kassa hos olika motparter och exponering mot indexterminer, vilket skapar en dynamik mellan interna beslut och externa marknadsförhållanden.

Därtill hanteras valutahanteringen inom fondens dagliga administration, medan investeringar i fastigheter och riskkapitalfonder, som utgör en mindre del av portföljen illustrerar hur fonden balanserar mellan interna strategier och externa partnerskap för att optimera sina investeringsmål.

10.2.6 Förvaltningskostnader

Givet att AP7 Räntefond förvaltas helt internt och AP7 Aktiefond hanteras externt (förutom den aktiva förvaltningen med bland annat hävstångsstrategier) kan kostnadsstrukturen för förvaltningen bäst förstås genom att analysera förvaltningskostnaderna för de respektive fonderna. Denna uppdelning av förvaltningskostnader presenteras i Figur 89 nedan.

Under de senaste 10 åren har Sjunde AP-fonden uppvisat en nedåtgående trend i förvaltningskostnader, mätt som en procentuell andel av det totala förvaltade kapitalet. Denna trend är särskilt tydlig inom AP7 Aktiefond, där kostnadsnivån har minskat från 0,12% 2015 till 0,05% 2025, med ett genomsnitt för hela tioårsperioden på 0,08%. Den faktiska kostnaden som spararen betalar är lägre då överskott som genereras återförs till spararna. Eftersom majoriteten av förvaltningen inom AP7 Aktiefond hanteras externt, förklaras denna kostnadsminskning inte av en internalisering av förvaltning eller investeringsarbete, utan snarare av stordriftsfördelar. Med den ökande internaliseringen av AP7 Aktiefond finns möjlighet att sänka relativa förvaltningskostnaden ytterligare. De externa förvaltningsavgifterna har ökat i långsammare takt än den goda avkastningen och det växande kapitalet, vilket har gjort den externa förvaltningen mer kostnadseffektiv per förvaltad krona. När det gäller AP7 Räntefond, som förvaltas helt internt, har kostnadsutvecklingen varit stabil och legat på 0,04% i genomsnitt under de senaste 10 åren. Jämfört med 2010 har fondens kostnader, i relation till det förvaltade kapitalet, minskat markant och ligger under genomsnittet för hela perioden.

Figur 89: Förvaltningskostnader som andel av förvaltat kapital i AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, 2010–2025

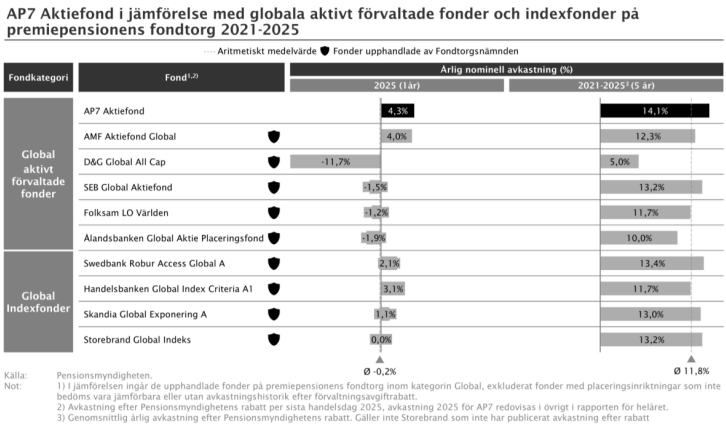
10.2.7 Jämförelse mellan AP7 Aktiefond och globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg

AP7 Aktiefonds avkastning kan sättas i perspektiv mot globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg (Se Figur 90 nedan). En direkt jämförelse ska dock göras med viss försiktighet på grund av vissa skillnader i placeringsinriktningar. I jämförelsen ingår fonder på premiepensionens fondtorg inom fondkategorin ”Global”. Urvalet omfattar upphandlade fonder inom ramen för Fondtorgsnämndens upphandling, exklusive fonder med placeringsinriktningar som inte bedöms vara jämförbara. Jämförelsen bedöms vara relevant då Sjunde AP-fonden verkar och konkurrerar på premiepensionens fondtorg.

Under 2025 överträffade AP7 Aktiefond, efter avdrag för Pensionsmyndighetens rabatt, genomsnittet för de utvalda jämförelsefonderna (inklusive AP7 Aktiefond) med 4,5 procentenheter. AP7 Aktiefond avkastade 4,3% jämfört med jämförelsegruppens genomsnitt på -0,2%. Även över en femårsperiod har AP7 Aktiefond en högre genomsnittlig årlig avkastning än snittet i urvalet.

Under 2025 presterade AP7 Aktiefond bättre än samtliga globala indexfonder i jämförelsen. Detta var delvis drivet av AP7 Aktiefonds hävstång, som bidrog med 2,3 procentenheter, vilket är en portföljegenskap som jämförelsefonderna saknar. Även bland de globalt aktivt förvaltade fonderna hade AP7 Aktiefond högst avkastning under 2025. Över fem år är det ingen aktivt förvaltad fond i urvalet som uppvisar en högre genomsnittlig avkastning än AP7 Aktiefond. Bland urvalet av indexfonderna var det ingen som presterade bättre än AP7 Aktiefond under de senaste fem åren. Med detta hade AP7 Aktiefond högst avkastning av alla fonder i alla tidsperioder.

I upphandlingen av globala aktivt förvaltade fonder, som publicerades i februari 2026, ingår även fonder som inte finns tillgängliga på premiepensionens fondtorg. Vid en jämförelse med genomsnittet för dessa åtta fonder, omräknat till svenska kronor, uppvisade AP7 Aktiefond en högre avkastning på ett-och femårsbasis. Jämförelsen har dock inte retroaktivt justerats för den avgiftsrabatt som gäller inom premiepensionssystemet.



Figur 90: AP7 Aktiefonds avkastning i jämförelse med globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg, 2021–2025

10.2.8 Generationsfondsmodellen i AP7 Såfa

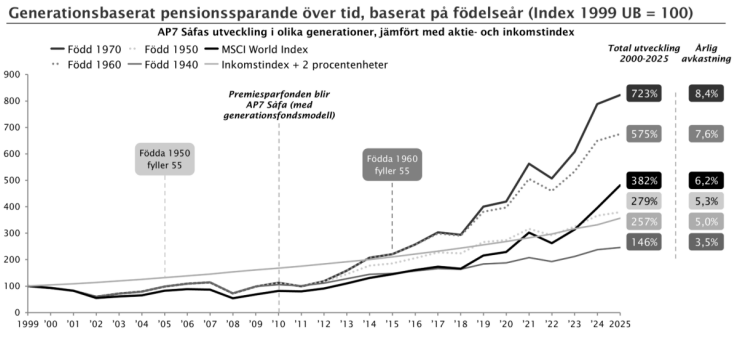
I 2023 års utvärdering analyserades och diskuterades generationsfondsmodellen i AP7 Såfa utförligt. De centrala slutsatserna var följande:

Kapitalviktad avkastning kan vara missvisande. Avkastningen som används för att analysera AP7 Såfa speglar inte enskilda sparares faktiska avkastning, eftersom deras kapitalallokering varierar beroende på ålder. Sjunde AP-fonden har under året ökat sitt fokus inom detta område med mer omfattande redovisning om avkastning och kapital per generation (*Se sida 9 & 10 i fondens årsredovisning för 2025)*, samt implementerat mer omfattande interna analyser.

Automatisk avtrappning påverkar avkastningen och pensionen. Från 55 års ålder ökar andelen AP7 Räntefond i portföljen, vilket historiskt har lett till lägre avkastning för äldre sparare. Mellan 2010 och 2025 avkastade AP7 Räntefond i genomsnitt 1,1% per år, medan AP7 Aktiefond avkastade 14,6% per år. Vidare illustrerar Figur 91 nedan hur generationsmodellen bidrar till en spridning av utfall snarare än en utjämning beroende på födelseår. Detta motsvarar inte den intuitiva uppfattningen av modellen.

Risk för suboptimal strategi. Den automatiska och regelstyrda avtrappningen i AP7 Såfa, som baseras på spararens ålder, kan anses vara suboptimal, särskilt inom premiepensionen och utifrån att betrakta inkomstpensionen och premiepensionen som en helhet. Dessutom då den inleds redan vid 55 års ålder. Vidare eftersom avtrappningen inte tar hänsyn till övriga pensionskällor kan den leda till en ökad risk för en lägre total pension.

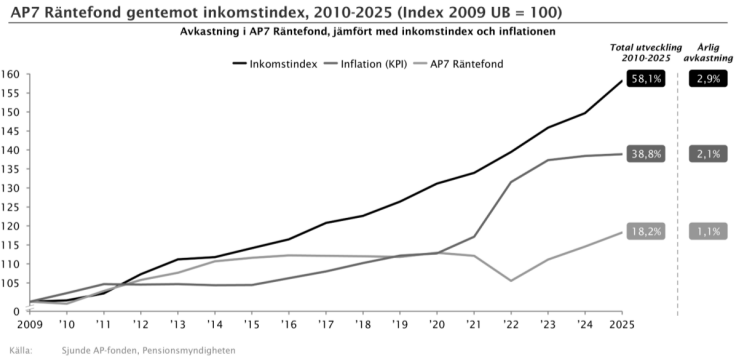
För en mer detaljerad analys av generationsfondsmodellen i AP7 Såfa, se 2023 års utvärdering: *"Utvärdering av AP-fondernas förvaltning till och med 2023"* - Avsnitt *9.3.3 Generationsfondsmodellen i AP7 Såfa.*



Figur 91: Generationsbaserat pensionssparande över tid, baserat på födelseår

Avtrappningen i AP7 Såfa innebär att andelen i AP7 Aktiefond successivt minskas till förmån för AP7 Räntefond när spararen närmar sig pension i syfte att reducera marknadsrisken i premiepensionen. Parallellt har individen en inkomstpension som skrivs upp med inkomstindex, vilket speglar den genomsnittliga löneutvecklingen i Sverige.

Under perioden 2010–2025 ökade inkomstindex med i genomsnitt 2,9% per år, medan AP7 Räntefond avkastade 1,1% per år (se figur 92 nedan). Det innebär att den stabila och löneindexerade delen av pensionssystemet historiskt har haft en betydligt starkare utveckling än den ränteexponering som successivt byggs upp i AP7 Såfa. Den årliga genomsnittliga inflationstakten under perioden är även 1 procentenhet högre än avkastningen i AP7 Räntefond under perioden.



Figur 92: AP7 Räntefond jämfört med inkomstindex, 2010–2025

10.3 Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

10.3.1 Principer för hållbarhetsarbetet

Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete grundar sig i det lagstadgade uppdraget om ansvarsfulla investeringar och ägande, vilket förstärktes genom en lagändring den 1 januari 2023. Hållbarhet är en integrerad del av fondens investeringsfilosofi, där fonden verkar som pådrivare, möjliggörare och kunskapsspridare för en hållbar utveckling. Arbetet syftar till att skapa verkliga förändringar i realekonomin, med ett långsiktigt och universellt ägarperspektiv. Styrningen av fondens ESG-arbete utgår från riktlinjerna för placeringsverksamheten, som revideras årligen av styrelsen.

Fonden tillämpar aktivt och universellt ägande genom fem huvudsakliga metoder: (1) dialog med bolag, (2) investeringar med hög hållbarhetspåverkan, (3) aktivt deltagande och röstning vid bolagsstämmor, (4) samverkan med aktörer med liknande ambitioner och (5) exkludering av bolag som bryter mot internationella normer eller baserat på ägarstyrning för klimatomställning.

Klimatfrågan är ett av fondens mest prioriterade hållbarhetsområden, och klimathandlingsplanen, uppdaterad 2025, är ett centralt verktyg. Den bygger på internationella hållbarhetsramverk och vägleder fondens arbete med att integrera klimataspekter i ägarstyrning, investeringar och normutveckling, med målet att nå netto noll utsläpp till 2050. Utöver klimat har fonden identifierat biologisk mångfald och tillgång till färskvatten som fokusområden.

För att komplettera ägarstyrningsarbetet och stärka den interna kompetensen driver fonden temaarbeten. De aktuella temana är natur (2024–2026) och hållbart byggande (2025–2027). Under 2025 avslutades temat styrelseansvar (2023–2025).

10.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Sjunde AP-fonden genomfört ett flertal aktiviteter för att fortsätta utveckla och stärka sitt hållbarhetsarbete.

- **Från svartlistning till exkludering:** Under året har fonden skärpt sin exkluderingsprocess och förtydligat delegationsordningen. Denna förändring innebär att fonden nu exkluderar bolag med särskilt höga eller svårbedömda hållbarhetsrisker, exempelvis inom fossil energi med stor klimatpåverkan eller bolag med hög risk för människorättskränkningar i konfliktområden. Samtidigt innebär förändringen att resurser för ägarstyrningen koncentreras till ett färre antal bolag. Bolag med omställningspotential och som bedöms kunna genomföra en trovärdig omställning kan därmed ingå i omställningsmandatet.
- **Infasning av riskbaserad analys:** En succesiv infasning av riskbaserad analys kommer ske under 2026–2027 baserat på bolagens risker ur ett helhetsperspektiv. Inledningsvis kommer risk för människorättskränkningar i konfliktområden prioriteras för att därefter breddas till arbetsrätt, miljö och antikorruption.
- **Fortsatt allokeringar till omställningsportföljen:** Fonden har ökat investeringarna i bolag med outvecklade klimatarbeten genom att starta ett internt förvaltat omställningsmandat som kompletterar ett externt förvaltat omställningsmandat. Genom aktivt ägande strävar fonden efter att påskynda dessa företags omställning mot mer hållbara affärsmodeller. Arbetet mot att placera 10% av aktieportföljen i omställningsportföljen till 2027 fortsätter. Den interna

allokeringen och uppbyggnad av portföljen har fortsatt under 2025 med investeringar inom bland annat cement, avfallshantering och kraftförsörjning.

- **Fortsatta investeringar i gröna obligationer i AP7 Räntefond**: Under 2024 uppnådde fonden sitt mål att ha 50% av ränteportföljen investerad i gröna obligationer. Fonden kommer fortsätta att sträva efter en hög andel gröna obligationer samt även öka i andra typer av hållbara obligationer som exempelvis sociala obligationer. Dock har fonden tagit bort det kvantitativa målet om en fast andel gröna obligationer då prissättningen på dessa i marknaden kan vara omotiverat hög.

10.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Sjunde AP-fonden strävar efter att integrera riktade investeringar för hållbar utveckling inom alla tillgångsslag utan att göra avkall på avkastningen.

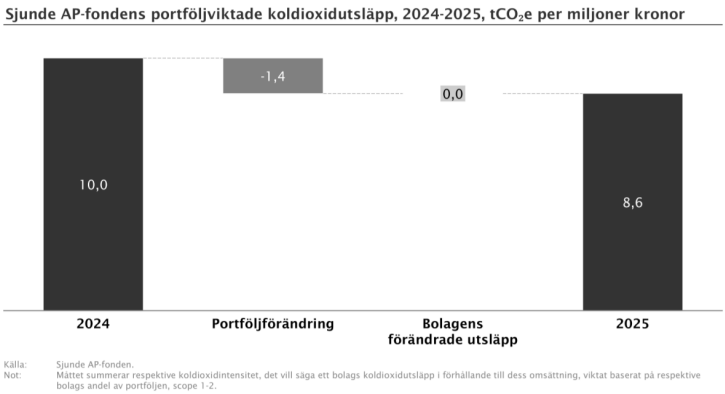
Omställningsportföljen utgjordes tidigare enbart av externt mandat hos kapitalförvaltaren Legal & General Investment Management (LGIM). Under 2025 startades även ett internt förvaltat mandat med samma inriktning. Portföljen fokuserar på investeringar i stora och medelstora bolag med stor potential för utsläppsminskningar i klimatintensiva sektorer. Under 2025 uppgick omställningsportföljen till 11,9 miljarder kronor inom noterade innehav och 0,4 miljarder kronor i onoterade innehav. Omställningsportföljens förvaltade kapital har ökat med 0,1 miljarder kronor under året.

Fonden investerar även inom sin räntefond i gröna och sociala obligationer vilket uppgick till 83,3 miljarder kronor (51% av AP7 Räntefond) i slutet av 2025. Utöver omställningsportföljen och räntefondsinvesteringarna har fonden även gröna mandat inom alla tillgångsslag, inklusive noterade och onoterade aktier, till ett totalt värde av 0,9 miljarder kronor vilket motsvarar en minskning om -4,4 miljarder kronor under året.

10.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Sjunde AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 3,6 miljoner tCO_2e under 2025. Detta är en minskning med 0,4 miljoner tCO_2e jämfört med 2024 då de totala utsläppen uppgick 4,0 miljoner tCO_2e. Sedan 2022 har utsläppen minskat för varje år. Utifrån Scope 3 uppgick fondens totala utsläpp till 36,5 tCO_2e. Utsläppen beräknas genom portföljbolagens utsläpp multiplicerat med fondens ägda andel.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som mäter fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, sjönk med 1,4 tCO_2e till 8,6 tCO_2e per miljoner kronor, som illustreras i Figur 93 nedan. Detta motsvarande en minskning om 14% som under året drevs av förändringar i portföljallokeringen.



Figur 93: Sjunde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024–2025

10.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål bygger på Global Compacts tio principer och FN:s Agenda 2030, med fokus på aktivt ägande, hållbara investeringar och ägarstyrning för klimatomställning. Målen är oförändrade från 2024. Under 2024 uppfyllde fonden målet om att andelen gröna obligationer skulle vara 50%.

Målsättningarna är huvudsakligen kvantitativa, och är en kombination av aktivitets- (exempelvis genomförande av ett definierat antal aktiviteter inom en given tidsperiod) och resultatmål (exempelvis att uppnå en förutbestämd nivå av exempelvis utsläppsnivåer).

Samtliga målsättningar och en översikt av fondens måluppfyllelse presenteras i Figur 94 och 95 nedan.

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Mål	Målsättning	Mätetal	Resultat 2021	2022	2023	2024	2025
			Aktivt ägande				
1	*AP7 ska rösta på minst 95% av bolagstämmorna i portföljen*	Andel av bolag i portföljen	99% (4648 av 4687 stämmor)	99% (4523 av 4578 stämmor)	99% (4353 av 4409 stämmor)	99% (3565 av 3582 möjliga bolagsstämmor)	99% (2150 av 2170 möjliga bolagsstämmor
2	*2025 ska alla prioriterade bolag[1)] i AP7:s portfölj vara föremål för fördjupat aktivt ägande för att nå nettonoll utsläpp till 2050*	Andel av bolag i portföljen	n/a	69%	84%	92%	88%
3	*2025 ska minst 50% av de prioriterade bolagen bedriva ett trovärdigt omställningsarbete 2030: 100%*	Andel av bolag i portföljen	n/a	26%	36%	34%	56%
			Hållbarhetsinvesteringar				
4	*AP7 ska ha gröna mandat i samtliga investerade tillgångsslag. Fördubbla andelen gröna investeringar till 2025*	mdrSEK	2,0 mdrSEK i gröna obligationer 3,4 mdrSEK i gröna investeringar 1,6 mdrSEK investerat i cleantech	9,2 mdrSEK i gröna obligationer 3,2 mdrSEK i gröna mandat listade aktier 1,5 mdrSEK investerat cleantech	34,5 mdrSEK i gröna obligationer 3,2 mdrSEK i gröna mandat listade aktier 1,5 mdrSEK investerat cleantech **Målet uppfyllt i förtid**	76,4 mdrSEK i gröna obligationer 4,2 mdrSEK i gröna mandat noterade bolag 1,1 mdrSEK i gröna investeringar onoterade bolag	83,2 mdrSEK i gröna obligationer 12,3 mdrSEK i gröna mandat noterade bolag 0,9 mdrSEK i gröna investeringar onoterade bolag
5	*AP7:s omställningsmandat ska utgöra 10% av aktiefonden 2027.*	Andel av fonden	n/a	Första investringen gjordes	Ingick partnerskap med LGIM om gemensam omställningsstrategi	Mål senareläggs för att möjliggöra uppbyggnaden av en intern omställningsförvaltning	Mål senarelagt till 2027
6	*Öka andeln gröna obligationer i räntefonden till 50% 2025*	Andel i portföljen	n/a	10%	33%	50% **Målet uppfyllt i förtid**	51%

Källa: Sjunde AP-fonden.
Not: 1) Bolag vars utsläpp står för 70% av fondens CO2-utsläpp (scope 1 & 2).

Figur 94: Sjunde AP-fondens hållbarhetmål- och måluppfyllnad, 2021–2025 (I/II)

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
			Etablera hållbara normer				
7	*AP7 ska vara med och driva hållbar normutveckling och ägarstyrning i nationella och internationella forum*	Kvalitativ bedöm-ning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått
			Bidra till ökad kunskap				
8	*AP7 ska sprida kunskap om hållbara investeringar och ägarstyrning*	Kvalitativ bedöm-ning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått
			Bidra till en trygg pension				
9	*Ett kontinuerligt sparande i förvaltnings-alternativet ska ge en långsiktig överavkastning om minst 2 procentenheter per år i förhållande till inkomstpensionen*	Avkast-ning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått

Källa: Sjunde AP-fonden.

Figur 95: Sjunde AP-fondens hållbarhetmål- och måluppfyllnad, 2021–2025 (II/II)

10.4 Slutsatser och bedömningar

10.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllelse

Sjunde AP-fondens kapitalförvaltning bedöms vara välstrukturerad och effektiv i förhållande till vald strategi och förvaltningsmodell. Den långsiktiga avkastningen har överträffat fondens mål, vilket indikerar att modellen fungerat väl över tid.

Under 2025 uppgick AP7 Såfas totalavkastning till 4,2 procent. Utvecklingen påverkades i hög grad av en stark global aktiemarknad. Samtidigt motverkades en del av uppgången av att den svenska kronan stärktes, särskilt mot den amerikanska dollarn. Valutakursförändringarna bidrog därmed mycket negativt till avkastningen under året.

Den negativa valutaeffekten under 2025 var inte ett resultat av aktiva valutapositioner, utan en konsekvens av att fonden inte valutasäkrar sina innehav. I en miljö med betydande valutafluktuationer har även fondens hävstång, som är denominerad i amerikansk dollar, haft en påtaglig inverkan på avkastningen under året.

År 2025 har också tydliggjort att AP7 Såfa är en förhållandevis komplicerad pensionsprodukt, med bakgrund till hävstång, glidbanan och valutakurseffekter. Hävstången i aktieportföljen finansieras genom upplåning i utländsk valuta vilket ytterligare försvårar för en intuitiv förståelse av risk och avkastningsdynamik. I första anblick kan AP7 Såfa verka som en enkel och intuitiv pensionsprodukt, men året 2025 påvisar motsatsen.

Arkwright noterar även att Sjunde AP-fonden har utvecklat ett mer segmenterat fokus per generation, vilket bedöms vara centralt för generationsmodeller som AP7 Såfa. Detta skapar bättre förutsättningar att analysera och tydliggöra generationsspecifika effekter avseende avkastning och kapitalallokering. Arkwright anser att detta är betydelsefullt och viktigt; något som noterats i föregående års utvärderingar.

Ålderbaserad allokering i AP7 Såfas generationsmodell
Arkwright vidhåller sin bedömning av AP7 Såfas generationsmodell från tidigare utvärderingar. Även under innevarande år konstateras att avkastningen i hög grad påverkas av vilken ålderskategori spararen tillhör, det vill säga vilket år man är född, vilket får direkta konsekvenser när individer går i pension. En inneboende begränsning i generationsmodeller är att ålder används som primär styrvariabel, trots att den endast i begränsad utsträckning fångar en pensionssparares faktiska riskbärande förmåga, finansiella situation och individuella pensionsmål.

Arkwright fortsätter notera att sedan 2023 har riktåldern för uttag av allmän pension höjts till 66 år och kommer att öka till 67 år under 2026. AP7 Såfa har dock inte justerat sin åldersbaserade avtrappning i linje med denna förändring. Mot bakgrund av den pågående utbetalningsutredningen av premiepensionen, med planerad publicering augusti 2026, har Sjunde AP-fonden valt att avvakta mer genomgripande produktförändringar, då dessa delvis är beroende av utredningens slutsatser.

Förvaltningsineffektivitet
När en 55-åring i AP7 Såfa börjar trappas ned sker två saker simultant: (1) Aktiefonden behåller sin hävstång (för närvarande cirka 115% exponering), vilket innebär att fonden betalar en finansieringskostnad (upplåningsränta) på överskjutande 15%, (2) Kapital placeras i räntefonden som erhåller en lägre placeringsränta.

Ränteskillnaden mellan upplåningskostnaden och obligationsavkastningen är strukturellt negativ. En sparare som exempelvis är 60 år och har 75% i aktiefonden och 25% i räntefonden befinner sig därmed i en situation där kapital indirekt lånas till en högre ränta för att investeras i tillgångar med lägre förväntad avkastning. Ur ett finansiellt perspektiv framstår detta som ineffektivt.

Portföljteoretiskt vore en mer rationell sekvens att först reducera aktieexponeringen från 115 till 100%, det vill säga avveckla hävstången, och därefter successivt öka allokeringen till räntefonden. En sådan ordning skulle ge motsvarande riskreduktion utan att skapa en negativ ränteskillnad (eng: spread) mellan upplåning och placering. För storleksreferens, givet dagens hävstång om 15%, uppgår utökade exponeringen till cirka 178 miljarder kronor.

Förändringar i AP7 Räntefond
AP7 Räntefonds mandat har breddats och omfattar numera inte enbart svenska räntebärande tillgångar utan även exempelvis utländska obligationer. Bakgrunden är dels att fondens kapital vuxit kraftigt i förhållande till den svenska räntemarknadens begränsade djup, men också en ambition att bygga en mer effektiv och diversifierad portfölj med förbättrad avkastningspotential. Arkwright ser positivt på denna förändring.

En jämförelse med inkomstindex och inflation (KPI) visar att AP7 Räntefond sedan starten 2010 har haft en lägre avkastning än båda dessa mått. Det innebär att den del av AP7 Såfa som successivt allokeras till räntefonden från 55 års ålder varken fullt ut realsäkrar kapitalets värde eller matchar den uppräkning som sker inom inkomstpensionen vilket är en viktig egenskap. Arkwright noterar samtidigt att sparare i AP7 Såfa maximalt innehar två tredjedelar av AP7 räntefond; resterande andel placeras i AP7 Aktiefond som historiskt haft en högre avkastning.

Hävstången i AP7 Aktiefond & valutakursförändringar
Året 2025 har i stor utsträckning präglats av en förstärkning av den svenska kronan, vilket påtagligt reducerat avkastningen i utländska tillgångar mätt i svenska kronor. Detta aktualiserar frågan om valutasäkring.

En valutasäkringsstrategi skulle medföra löpande säkrings- och transaktionskostnader, vilket över tid sannolikt skulle reducera den förväntade avkastningen, även om avkastningsprofilen på kort sikt skulle bli mer stabil.

Under året har emellertid fondens hävstång, som finansieras i amerikanska dollar, delvis fungerat som en mindre valutasäkring. När kronan stärkts har värdet av de dollardenominerade tillgångarna minskat i svenska kronor, men samtidigt har den dollardenominerade skulden reducerats på motsvarande sätt. Bidraget från hävstången, givet valutakursrörelserna, har därmed varit större (2,55%) än den faktiska avkastningen i svenska kronor (2,52%).

Mot denna bakgrund bedömer Arkwright att det är ändamålsenligt att ha hävstången i en valuta där exponeringen är stor, vilket i detta fall är amerikanska dollar, i syfte att minimera valutarisken då svenska kronor är utbetalningsvalutan. Det skapar en naturlig valutasymmetri i balansräkningen och kan, utan explicita säkringskostnader, dämpa nettoeffekten av valutakursförändringar.

Begränsade verktyg för att parera marknadsnedgångar med indexförvaltning
AP7 Aktiefonds nuvarande förvaltningsstrategi, som är indexnära, har varit gynnsam sedan starten 2009/2010. Samtidigt är strategin i grunden konstruerad för att spegla marknaden snarare än att aktivt hantera volatilitet eller begränsa nedgångsrisk.

Det är centralt att beakta att marknadsindex inte är utformade som optimala sparportföljer, utan som mått på marknadens värdering och utveckling.

God avkastning i jämförelse med globala aktiefonder
Jämfört med globala aktivt förvaltade fonder och indexfonder på premiepensionens fondtorg har AP7 Aktiefonds avkastning överträffat den genomsnittliga årliga avkastningen för fonderna i jämförelsen (inklusive AP7), både under 2025 och över den senaste femårsperioden. Detta kan dock delvis förklaras av hävstången vilket är en portföljegenskap jämförelsefonderna inte har.

Potentiella utmaningar i omställningsportföljen
Omställningsportföljen förvaltades tidigare endast externt men förvaltas nu också internt. Portföljens syfte är att, genom aktiv ägarstyrning, investera i bolag med betydande omställningspotential, med målet att uppgå till 10% av AP7 Aktiefonds totala kapital till år 2027. Vid utgången av 2025 uppgick tillgångarna till 12,3 miljarder kronor, motsvarande 0,9% av AP7 Aktiefond totala kapital. Jämfört med föregående år ökade allokeringen med 0,1 miljarder kronor, motsvarande 0,001% av AP7 Aktiefond. Arkwright noterar att allokeringen till omställningsportföljen fortskrider i relativt långsam takt.

10.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Sjunde AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

Som förvalsalternativ inom det statliga allmänna pensionssystemet har fondens resultat varit anmärkningsvärt starkt sedan 2010. Sjunde AP-fonden skiljer sig avsevärt från internationella jämförelser utifrån vald strategi och är unik även inom Sverige.

11. Övergripande observationer och förslag

11.1 Avvecklingar och tillgångsflyttar inom AP-fonderna

Första till Sjätte AP-fonderna har under året lagt betydande resurser på förberedelser inför verksamhetsavvecklingar och tillgångsflyttar. Arbetet har varit omfattande och resurskrävande, vilket har medfört ökade förvaltningskostnader, huvudsakligen drivet av engångskostnader.

Trots detta har fonderna i stor utsträckning lyckats upprätthålla fokus på kapitalförvaltningen, vilket var en uttalad prioritering när förberedelsearbetet inleddes. Avkastnings- och riskarbetet har därmed kunnat bedrivas utan påtaglig påverkan av det parallella omställningsarbetet.

Samarbetet mellan fonderna i förberedelserna inför tillgångsflytten uppfattas som gott. Även samverkan kring dataleveranser inom ramen för denna utvärdering har generellt fungerat väl, med en hög grad av transparens och tillgänglighet i underlagen, med vissa mindre undantag.

11.2 Samordnad ALM-analys för buffertfonderna

AP-fondernas ALM-analyser utgör i dag grunden för allokeringsbeslut och riskbudgetering. Mot den bakgrunden är en samordnad ALM-process en förutsättning för att analyserna ska fylla sin funktion på systemnivå.

Första till Fjärde AP-fonderna genomför i dag separata ALM-analyser, vilket innebär att portföljerna optimeras på fondnivå utan att den samlade riskexponeringen i pensionssystemet fullt ut beaktas. I praktiken bygger analyserna på ett implicit antagande om att övriga buffertfonder replikerar den egna fondens portfölj. I verkligheten skiljer sig dock fondernas allokeringar, risknivåer och strategiska inriktningar åt, vilket innebär att den samlade risken i systemet inte nödvändigtvis är optimalt avvägd på systemnivå.

Ett icke-koordinerat risktagande kan leda till sämre riskspridning och därmed lägre riskjusterad avkastning i det samlade buffertkapitalet. Det riskerar i förlängningen att påverka pensionssystemets effektivitet, exempelvis genom att risknivån inte är optimalt kalibrerad i förhållande till balanstalet. En samordnad ALM-analys skulle möjliggöra en mer heltäckande bedömning av den totala riskexponeringen och skapa bättre förutsättningar att optimera buffertkapitalets risk i relation till pensionssystemets åtaganden. Det skulle stärka koordineringen av riskhanteringen och bidra till en mer robust och sammanhållen strategi för att hantera framtida ekonomiska störningar och strukturella förändringar.

En gemensam ALM-process skulle även öka transparensen och tydliggöra hur respektive fond bidrar till systemets långsiktiga stabilitet. Detta skulle ge ett bättre underlag för att bedöma prestation och riskhantering, både internt och gentemot externa intressenter.

En alternativ ansats vore att varje fond i sin ALM-analys utgår från övriga fonders faktiska portföljer. En sådan modell skulle dock skapa ett strategiskt ömsesidigt beroende mellan fonderna, där varje fonds beslut påverkar de andras incitament. Det skulle kunna leda till ett spelteoretiskt läge (eng: game theory) med risk för instabila eller suboptimala jämvikter, vilket inte framstår som mer ändamålsenligt.

Vidare konstaterar Arkwright att ett eventuellt införande av en gas i pensionssystemet skulle få betydande implikationer för ALM-arbetet. I dag fokuserar analyserna i hög grad på att minimera risken för att balanstalet understiger 1. En gas skulle introducera ytterligare en dimension i riskavvägningen

och därmed förstärka behovet av ett samlat systemperspektiv. Buffertfondernas generella inställning till en gas uppfattas som positiv.

Sammanfattningsvis anser Arkwright att om ALM-analyser ska utgöra grund för allokeringsbeslut och riskbudgetering krävs en samordnad och gemensam ALM-process. Endast genom en sådan ansats kan en meningsfull och robust strategi etableras, med ett tydligt helhetsperspektiv på pensionssystemets samlade riskprofil.

11.3 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet

Samtliga buffertfonder har sammantaget bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga syfte och stabilitet, såväl under 2025 som över längre tidsperioder. Samtidigt är det förenat med betydande komplexitet att exakt fastställa hur och i vilken utsträckning enskilda fonder har bidragit.

Svårigheten uppstår främst av två skäl. För det första präglas pensionssystemets skuldsida av en inneboende osäkerhet som ligger utanför respektive fonds kontroll. Skuldutvecklingen påverkas av faktorer såsom livslängd, sysselsättning och löneutveckling, vilket gör det utmanande att isolera effekten av fondernas kapitalförvaltning på systemets stabilitet. För det andra verkar demografiska och makroekonomiska förändringar med fördröjning. Även om marknadsrörelser kan få omedelbara effekter på avkastningen, kan deras fulla påverkan på pensionssystemet ta många år att materialiseras.

Fondernas ALM-analyser syftar till att optimera portföljerna i syfte att minimera risken för att bromsen aktiveras i negativa scenarier. Samtidigt är varje AP-fond en del av ett större buffertkapitalsystem, där samordnad styrning på övergripande nivå saknas. Detta försvårar bedömningen av en enskild fonds specifika bidrag till den samlade riskprofilen och systemets långsiktiga robusthet.

Arkwright konstaterar därför att det kvarstår frågor kring hur fondernas kapitalförvaltning och resultat faktiskt påverkar pensionssystemets långsiktiga stabilitet. En mer fördjupad analys krävs för att bättre förstå sambanden mellan fondernas prestationer, systemets samlade balans och de osäkerhetsfaktorer som präglar dess framtida utveckling.

11.4 Begränsade nettoinvesteringar i illikvida tillgångar trots ökade möjligheter

Sedan 2019 medger lagstiftningen att Första till Fjärde AP-fonderna får investera upp till 40% av tillgångarna i illikvida tillgångar. Trots detta har utrymmet utnyttjats i begränsad omfattning. Under perioden 2018–2025 ökade andelen illikvida tillgångar med cirka 3 procentenheter. Av denna ökning kan omkring 90% hänföras till värdestegring, medan endast cirka 10% utgör nettoinvesteringar.

Samtidigt har Sjätte AP-fonden, med ett uttalat mandat att investera i onoterade tillgångar, haft en genomsnittlig nominell avkastning om 13,1% per år under den senaste femårsperioden. Exklusive effekter från valutasäkring och likviditetshantering uppgår avkastningen till 18,6% per år. I jämförelse avkastade MSCI ACWI USD 14,3% under samma period, vilket illustrerar den starka utvecklingen inom segmentet.

Mot denna bakgrund framstår det som att Första till Fjärde AP-fonderna endast i begränsad utsträckning aktivt utnyttjat möjligheten att öka exponeringen mot illikvida tillgångar. En förklaring kan vara strategiska överväganden, men även begränsade resurser. Investeringar i illikvida tillgångar kräver betydande intern kompetens, etablerade processer och organisatorisk kapacitet.

11.5 Stora valutakursförändringar som haft påverkan på avkastningen

Under 2025 har valutakursrörelser haft en påtaglig påverkan på AP-fondernas avkastning. Valutor tenderar att vara volatila på kort sikt men mer stabila över längre tidsperioder, vilket gör att en systematisk valutasäkring över tid historiskt inte alltid har varit lönsam, särskilt med beaktande av de löpande transaktionskostnader som en valutasäkring medför. Samtidigt kan valutakursförändringar få betydande effekter enskilda år, vilket 2025 illustrerade.

Första till Fjärde AP-fonderna får ha en maximal valutaexponering om 40% av tillgångarna, men har möjlighet att valutasäkra en större andel om de så önskar. Eftersom pensionsutbetalningarna sker i svenska kronor talar matchningsperspektivet för att valutarisk är en relevant riskfaktor att hantera. Detta förstärks av att den svenska kronan är en relativt liten och konjunkturkänslig valuta, vilket kan förstärka svängningarna i portföljvärdet mätt i svenska kronor.

Sammanfattningsvis har valutasäkring historiskt inte genererat en tydlig strukturell överavkastning, men 2025 visade att valutaeffekter kan få stor kortsiktig betydelse för resultatet. Detta aktualiserar den strategiska avvägningen mellan långsiktig kostnadseffektivitet och kortsiktig resultatsensitivitet i fondernas valutahantering.

11.6 Utökat hållbarhetsarbete och målsättningar

AP-fonderna har under senare år intensifierat sitt hållbarhetsarbete genom ökad transparens, mer omfattande rapportering och en tydligare integration av hållbarhetsfaktorer i investeringsprocessen. Hållbarhet har i allt större utsträckning blivit en kärnkomponent i investeringsanalyserna, samtidigt som det aktiva ägandet har stärkts genom fördjupad bolagsdialog och ökat deltagande vid bolagsstämmor.

Arkwright bedömer dock att delar av hållbarhetsarbetet har nedprioriterats under året, särskilt avseende målformuleringarna. Flera mål är antingen redan uppfyllda eller saknar tydliga kvantitativa delmål och definierade milstolpar, vilket försvårar uppföljning och styrning. År 2025 har präglats av avveckling, tillgångsflyttar och implementering av nya systemplattformar, vilket varit resursintensivt. Detta har inneburit att vissa delar av hållbarhetsarbetet tillfälligt hamnat i bakgrunden.

Hållbarhetsmålen bör samtidigt ses över för att minska påverkan från externa faktorer såsom inflation och valutakursförändringar. En möjlig metod är att hålla växelkurser och inflationsantaganden konstanta utifrån en given tidpunkt, för att bättre isolera de faktiska hållbarhetseffekterna över tid.

Sammantaget har AP-fonderna gjort betydande framsteg inom hållbarhetsområdet, men det finns fortsatt utvecklingspotential.

11.7 Utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar vid utgången av 2025 ett kapital om 1 529 miljarder kronor och utgör därmed Sveriges största enskilda pensionsportfölj. Fondens storlek och centrala roll i det allmänna pensionssystemet motiverar i sig en fördjupad och särskilt utformad utvärdering. Till skillnad från buffertfonderna är Sjunde AP-fonden inte en del av inkomstpensionssystemet, utan verkar under en separat lagstiftning med ett fundamentalt olikt uppdrag. Buffertfondernas syfte är att fungera som

finansiell stötdämpare för inkomstpensionen, medan Sjunde AP-fondens uppdrag är att förvalta det statliga förvalsalternativet inom premiepensionen uteslutande i spararnas intresse.

Dessa strukturella olikheter gör det analytiskt missvisande att tillämpa ett gemensamt utvärderingsramverk för samtliga AP-fonder. Sjunde AP-fondens generationsmodellbaserade konstruktion, med hävstång, glidbanemekanik och löpande åldersanpassning av riskprofil, saknar direkt motsvarighet bland buffertfonderna och kräver egna bedömningsgrunder. Fondens avkastningsmål, referensindex och riskmandat är specifika för premiepensionssystemet och kan inte meningsfullt jämföras med buffertfondernas mål och prestationer. Det föreslås därför att en dedikerad utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden utarbetas, anpassad till fondens uppdrag, struktur och relevanta jämförelsegrupper. En sådan modell är en förutsättning för att Regeringen och Riksdagen ska kunna göra välgrundade bedömningar av hur denna centrala del av det svenska pensionssystemet förvaltas.

Bilaga Tilläggsuppdrag:

Fördjupning i formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar

Finansdepartementet
12 mars 2026

Arkwright

Innehåll

1. Introduktion ... 5
1.1 Bakgrund ... 5
1.2 Syfte ... 7
1.3 Disposition ... 7
1.4 Metod ... 8
1.5 Avgränsning ... 9
2. Sammanfattning ... 10
2.1 Utveckling av Första–Fjärde AP-fondernas illikvida portföljer ... 10
2.2 Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar ... 11
2.3 Första–Fjärde AP-fondernas former för investeringar i onoterade tillgångar ... 14
2.4 Första–Fjärde AP-fondernas nyttjande av investeringsformer per tillgångsklass ... 22
3. Slutsatser och rekommendationer ... 28
3.1 Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar ... 28
3.2 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag ... 33
3.3 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade fastighetsföretag ... 47
3.4 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i infrastruktur ... 48
3.5 Första–Fjärde AP-fondernas sidoinvesteringar ... 50
4. Yttre ramverk ... 53
4.1 Bestämmelser om medelsförvaltning ... 53
4.2 Regeringens propositioner ... 54
5. Utgångsläge ... 56
5.1 En växande privat marknad ... 56
5.2 Avkastningsspridning och vikten av formen för investeringar ... 58
5.3 Nybildade företag och företag i tillväxtfas ... 60
5.4 Investeringens livslängd och bemanningscykler ... 64
5.5 Juridiska investeringsformer och förhållningsramar ... 65
5.6 Risker kopplade till investeringar i illikvida tillgångar ... 66
5.7 Hållbarhet ... 69
5.8 Styrelsers roll vid investeringar i illikvida tillgångar ... 70
5.9 Avveckling och exit ur illikvida tillgångar ... 71
6. Analyserade investeringar och deras former ... 72
6.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag ... 72
6.2 Investeringar i onoterade fastighetsföretag ... 81

6.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk ... 97
6.4 Investeringar i onoterade aktier ... 109
7. Första AP-fonden ... 115
7.1 Övergripande för tillgångsslaget ... 116
7.2 Formerna för investeringar ... 122
8. Andra AP-fonden ... 129
8.1 Övergripande för tillgångsslaget ... 130
8.2 Formerna för investeringar ... 135
9. Tredje AP-fonden ... 142
9.1 Övergripande för tillgångsslaget ... 143
9.2 Formerna för investeringar ... 149
10. Fjärde AP-fonden ... 156
10.1 Övergripande för tillgångsslaget ... 157
10.2 Formerna för investeringar ... 163
11. Referenslista ... 169
12. Begreppslista ... 175
13. Appendix ... 178

Förord

På uppdrag av Regeringskansliet (Appendix 1) har Arkwright genomfört en analys av formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida investeringar. Analysen granskar hur fonderna organiserar, resurssätter och följer upp sina investeringar i onoterade tillgångar, särskilt i samägda riskkapitalbolag, fastighetsbolag och vid sidoinvesteringar. Ett övergripande syfte med analysen är att bedöma hur väl fonderna säkerställer tillräcklig intern kompetens och resurser under hela investeringscykeln samt att utvärdera hur investeringsform och samägandestruktur påverkar fondernas aktiva involvering och risk. Den fullständiga uppdragsbeskrivningen återfinns i appendix (Appendix 1).

1. Introduktion

1.1 Bakgrund

1.1.1 Introduktion till illikvida tillgångar och dess övergripande trender

Institutionella investerares investeringsuniversum indelas ofta i två övergripande kategorier: likvida och illikvida tillgångar. Likvida tillgångar är vanligtvis noterade på en reglerad marknad och kan vid behov omvandlas till kontanter relativt snabbt och utan betydande värdeförlust. Illikvida tillgångar saknar däremot i regel en väl fungerande andrahandsmarknad där de kan avyttras snabbt och utan väsentlig rabatt, främst på grund av tillgångarnas komplexitet eller få köpare. De är i de flesta fall onoterade.

Illikvida tillgångsklasser omfattar bland annat onoterade fastighetsbolag, onoterade aktier (eng: private equity), onoterade krediter, infrastruktur samt andra reala tillgångar såsom skog och jordbruk. Dessa skiljer sig från tillgångarna på den noterade marknaden. De reala kassaflöden som genereras från exempelvis infrastruktur, skog och jordbruk bidrar med inflationsskyddande egenskaper och uppvisar ofta låg korrelation med utvecklingen på aktie– och räntemarknaderna. Även fastigheter anses ha en inflationsskyddande karaktär. Onoterade aktier saknar denna egenskap men ger tillgång till ett större investeringsuniversum bortom den noterade aktiemarknaden, med potential att generera alfa och förstärka portföljdiversifieringen. På samma sätt ger alternativa kreditinstrument tillgång till en bredare produktflora. För en fördjupad genomgång av illikvida tillgångar, se 2023 års fördjupade analys av AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar, avsnitt 4.4 ”Beskrivning av målsättning med innehav i illikvida tillgångar” (Regeringen, 2024).

Marknadens fördelning mellan illikvida och likvida tillgångar har varierat över tid. När det gäller aktier har den likvida, eller noterade, marknaden historiskt dominerat. En börsnotering betraktades under decennier som den primära källan till kapitalanskaffning och en självklar milstolpe för tillväxtföretag. Mellan slutet av 1970-talet och mitten av 1990-talet ökade antalet börsnoteringar markant, framför allt ökade antal noterade företag i USA. På senare år har trenden vänts. Allt fler framgångsrika nybildade företag väljer att senarelägga eller helt avstå en börsnotering. Till exempel uppgick värderingen av Spotify till omkring 175 miljarder kronor (20 miljarder USD) och Klarna till omkring 130 miljarder kronor (14 miljarder USD) innan sina respektive börsnoteringar[1]. Trenden återspeglas även på den amerikanska aktiemarknaden, där antalet inhemska börsnoterade bolag minskat med cirka 50 procent mellan 1996 och 2024 (Sløk, 2024). I stället vänder sig även större bolag i ökad utsträckning till institutionella investerare på de privata marknaderna, exempelvis via riskkapitalbolag.[2]

Parallellt med att antalet noterade företag har visat på en nedåtgående trend har marknaden för onoterade aktier visat på en stark utveckling. Globalt har det förvaltade kapitalet (eng: Assets under Management, förkortat AuM) i tillgångsslaget onoterade aktier ökat mer än tiofaldigt mellan 2008 och 2024 (Bain & Co, 2025). Detta har öppnat nya möjligheter för institutionella investerare att allokera

[1] Alla valutakonverteringar i rapporten görs antingen med månads– eller årsgenomsnittliga växelkurser, eller med växelkursen vid utgången av räkenskapsåret när värden hämtas från balansräkningen.
[2] Antalet börsnoteringar varierar över tid och är på kort sikt starkt kopplat till det makroekonomiska läget och konjunkturen, inklusive rådande riskaptit och finansieringsförutsättningar.

till en alternativ tillgångsklass där många studier historiskt har visat på en överavkastning gentemot den börsnoterade marknaden, även om utfallet varierar kraftigt beroende på fond, tidsperiod och riskjustering. För att kunna utnyttja dessa möjligheter krävs att institutionella investerarna har etablerat sig på den privata marknaden och har en väl genomarbetad strategi för onoterade investeringar.

1.1.2 Perspektiv på illikvida tillgångar och AP-fonderna

Institutionella investerare, inklusive globala pensionsfonder och stiftelser, har länge inkluderat alternativa investeringar i sina portföljer. Pensionsfonder kan anses väl lämpade för att investera i onoterade tillgångar, inte minst sett till deras normalt långa investeringshorisont som lämpar sig väl för den illikvida karaktären av dessa tillgångar. Sedan lagändringarna 2019 och 2020[3] har Första–Fjärde AP-fondernas möjligheter att investera i onoterade tillgångar utökats. Därefter har fonderna genomfört ett flertal transaktioner i olika former och storlekar. Exponeringen har ökat främst genom värdestegring, medan nettoinvesteringarna inte har ökat nämnvärt.

Illikvida tillgångar uppvisar en relativt stor spridning i avkastningsutfall mellan olika investeringar. Jämfört med den noterade marknaden innebär detta att den onoterade marknaden erbjuder större möjligheter att generera så kallad alfa. Samtidigt är risken för kapitalförlust i regel väsentligt högre för onoterade än för noterade tillgångar. För att illikvida investeringar ska kunna generera överavkastning krävs därför att investerare aktivt bevakar sina intressen inom samtliga investeringsformer och genom hela investeringarnas livscykel.

För att AP-fonderna ska kunna tillvarata sina intressen i investeringar i illikvida tillgångar krävs robusta investeringsorganisationer med adekvat kompetens, förmåga och bemanning. Olika investeringsformer ställer dock delvis skilda krav på fondernas organisationer. De organisatoriska kraven är särskilt omfattande vid bolagsstrukturer, där en större del av investeringsprocessen bedrivs internt. Detta arbete omfattar bland annat den initiala formella genomlysningen (eng: due diligence) samt den aktiva ägarstyrning som syftar till att driva värdeskapande under ägandeperioden. Vid fondstrukturer läggs en större del av investeringsprocessen i stället ut på en extern förvaltare. Samtidigt kvarstår ett omfattande arbete för investeraren, bland annat avseende att bygga och upprätthålla relationer till förvaltare samt att följa upp ingångna utfästelser.

Bolags- och fondstrukturer kan vara mer eller mindre lämplig beroende på investeringens enskilda mål, förutsättningar, egenskaper och kontext. Valet av investeringsform kan dock inte enbart baseras på investeringens behov utan behöver även ta hänsyn till organisationens förutsättningar och kapacitet. En vägledande aspekt vid detta val är organisationens förmåga att bedriva investeringsprocessen internt. En hög nivå av ämneskompetens, tillgång till adekvata resurser och närhet till marknaden kan tala för en bolagsstruktur, medan motsatta förhållanden indikerar att en fondstruktur kan vara mer ändamålsenlig. AP-fondernas val och utformning av en lämplig investeringsform vid varje enskilt investeringstillfälle är därmed centralt för deras möjligheter att effektivt bevaka sina intressen i illikvida investeringar.

[3] Den 1 januari 2019 (riksdagsbeslut 20 november 2018) höjdes gränsen för illikvida tillgångar från 5 till 40 procent. Den 1 maj 2020 (riksdagsbeslut 11 mars 2020) höjdes AP-fondernas högsta tillåtna rösträttsandel i riskkapitalföretag från 30 till 35 procent och tilläts sidoinvesteringar (eng: co-investments). Se kapitel 4, Yttre ramverk för en fördjupad genomgång av lagförändringarna.

1.2 Syfte

Ett övergripande syfte med denna rapport är att undersöka i vilken utsträckning Första–Fjärde AP-fonderna säkerställer lämplig bemanning, kompetens och resurser vid indirekt ägande, saminvesteringar och sidoinvesteringar, samt uppföljning och bevakning av sina ägarintressen i investeringarna i illikvida tillgångar. Arbetet analyserar särskilt formerna för gemensamägda riskkapitalföretag, såsom 4 to 1 Investments genom vilket fonderna investerat i batteritillverkaren Northvolt, och fastighetsbolag, både när sådana samägs av Första–Fjärde AP-fonderna själva och när sådana samägs med externa parter, samt av sidoinvesteringar.

Rapporten fokuserar på två övergripande delar:

1. Första–Fjärde AP-fondernas organisationer, kompetens och bemanning genom hela investeringslivscykeln för att säkerställa en effektiv bevakning av sina intressen.
2. Formerna för investeringarna och deras påverkan på hur Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen.

Den första delen omfattar en analys av hur fonderna arbetar för att bevaka sina intressen i onoterade tillgångar samt hur de bemannar sig internt för uppgiften. Särskild vikt läggs vid investeringar i riskkapitalföretag och onoterade fastighetsbolag samt vid sidoinvesteringar. Analysen behandlar både arbetet inför investeringsbeslut och den löpande uppföljningen efter genomförd investering, vilket ställer höga krav på Första–Fjärde AP-fondernas interna organisation och kompetens. Således innefattar fördjupningsarbetet en undersökning och analys av hur Första–Fjärde AP-fonderna, under hela investeringscykeln från beslut om investering, implementering, förvaltning och beslut om avveckling, säkerställer att det finns tillräcklig egen intern kompetens och resurser, och hur de arbetar internt för att följa upp och bevaka sina intressen i investeringarna.

Den andra delen som analysen behandlar är formerna för investeringarna. Analysen svarar på om, och i så fall på vilket sätt, formen för investeringarna och möjligtvis även storleken på investeringarna, påverkar Första–Fjärde AP-fondernas aktiva involvering i investeringen. Vidare undersöker analysen hur Första–Fjärde AP-fonderna säkerställer att de valda formerna för investeringarna följs upp och bemannas på rätt sätt. Analysen behandlar även om valet av bemanning skiljer sig åt när Första–Fjärde AP-fonderna tillsammans gör saminvesteringar i onoterade riskkapitalföretag eller när de gör saminvesteringar med externa aktörer och varför. Slutligen belyses även olika risker förknippade med samägande utan eller med externa aktörer.

1.3 Disposition

Denna rapport är strukturerad i 13 övergripande avsnitt med följande innehåll:

1. **Introduktion**: Rapportens bakgrund och syfte presenteras, tillsammans med dess metod, disposition och avgränsning.
2. **Sammanfattning**: Kapitlet sammanfattar Första–Fjärde AP-fondernas illikvida portföljer, former för investeringar samt fördelningen av dessa per tillgångsklass. Avslutningsvis sammanfattas AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar.
3. **Slutsatser och rekommendationer**: Arkwrights övergripande analys, slutsatser och rekommendationer presenteras för Första–Fjärde AP-fonderna.

4. **Yttre ramverk**: Första–Fjärde AP-fondernas yttre ramverk, bestående av lagens bestämmelser och förarbeten (propositioner), sammanfattas.
5. **Utgångsläge**: Kapitlet inleds med den privata marknadens tillväxt och spridning i avkastning för illikvida tillgångar. Därefter följer en fördjupning inom nybildade företag (eng: ventures), en problematisering kring att ärva tillgångar och ett juridiskt perspektiv på bolagsformer. Kapitlet avslutas med risker kopplade till investeringar i illikvida tillgångar och ett avsnitt kring investeringar inom hållbarhet.
6. **Analyserade investeringar och dess former**: För onoterade fastighetsföretag, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier presenteras en introduktion till respektive tillgångsklass och analyserade investeringar. Formen gemensamägda riskkapitalföretag analyseras separat i inledningen av kapitlet.

7–10. **Första–Fjärde AP-fonderna**: Fondspecifika beskrivningar av illikvida tillgångar och formerna för investeringar presenteras.

11. **Referenslista**
12. **Begreppslista**
13. **Appendix**

1.4 Metod

Rapporten baseras i huvudsak på intervjuer med lednings- och nyckelpersoner från Första–Fjärde AP-fonderna avseende deras illikvida portföljer, samt dokumentation från AP-fonderna. Dessutom tjänar rapporterna som togs fram i samband med de årliga utvärderingarna 2023 (Skr. 2023/24:130, bil. 9) och 2024 (Skr. 2024/25:130, bil. 9) som viktiga ingångsvärden för arbetet. För en mer utförlig introduktion och bakgrund till illikvida tillgångar samt AP-fondernas investeringsprocess för dessa tillgångar hänvisas till nämnda rapporter. Metoden som tillämpats kan liknas vid fallstudier då intervjuerna och analyserna primärt har fokuserat på ett urval av investeringar som ämnar ge en representativ bild av hur fonderna bevakar sina intressen i olika investeringsformer och bemannar sig internt för uppgiften. För att få ett helhetsperspektiv på den interna organisationen samt formerna för investeringarna har ett brett spektrum av personer intervjuats. Intervjumaterialet har kompletterats med interna dokument från respektive fond, såsom styrdokument, mötes- och styrelseprotokoll samt beslutsunderlag för investeringar. De kvantitativa analyserna i rapporten utgår både från interna data från AP-fonderna samt externa källor, bland annat årsredovisningar, nyhetsartiklar och pressmeddelanden från innehavens webbplatser.

Arbetet fördjupar sig inom fyra olika investeringskategorier: i) gemensamägda riskkapitalföretag, ii) onoterade fastighetsföretag, iii) infrastruktur, skog och jordbruk samt iv) onoterade aktier. Inom respektive investeringskategori analyseras de valda formerna för investeringarna, baserat på ett urval av investeringar inom respektive form. En sammanställning av de utvalda bolagen per investeringskategori presenteras nedan.

Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag: Första–Fjärde AP-fonderna har bildat två gemensamägda riskkapitalföretag: Polhem infra AB/KB och 4 to 1 Investments AB/KB. Trots strukturella likheter mellan dessa riskkapitalföretag föreligger skillnader sett till bland annat investeringsstrategi och organisation. För att förstå nyanserna av hur Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen i denna investeringsform har båda riskkapitalföretagen valts ut för vidare analys.

Investeringar i onoterade fastighetsbolag*:* Fonderna investerar i huvudsak i fastighetsbolag genom direktägande, men tillämpar olika ägarstrukturer beroende på investeringens karaktär. För att ge en samlad bild av hur Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen i direktägda fastighetsbolag har investeringar med skilda ägarstrukturer valts ut för analys. Urvalet omfattar både ensamägda och samägda innehav, där såväl AP-fonder och externa parter ingår. Innehaven i bland annat Willhem, Hemsö och Rikshem ämnar ge insikter i AP-fondernas majoritets– eller helägda fastighetsbolag. Vasakronan har inkluderats för att belysa samägandet mellan Första–Fjärde AP-fonderna. För perspektiv på samägande med både AP-fonder och externa parter har Cityhold analyserats.

Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk*:* Första–Fjärde AP-fonderna har tillämpat olika former för investeringar i infrastruktur. Ett exempel är etableringen av Polhem Infra, som klassas som en infrastrukturinvestering men i denna rapport främst betraktas som ett gemensamägt riskkapitalföretag. Fonderna gör till viss del direktägda investeringar i tillgångsslaget, vilket exemplifieras av Första och Tredje AP-fondernas innehav i Ellevio. Därutöver har Första och Tredje AP-fondernas direkta investering i Thames Water, via OMERS och Kemble Water Group, inkluderats för att belysa hur AP-fonderna bevakar sina intressen i relativt komplexa investeringsformer. Även traditionella fondstrukturer inom infrastruktur har analyserats, med Tredje och Fjärde AP-fondernas investeringar i Meridiam som representativt exempel. För att förstå formerna för sidoinvesteringar har Stegra och Suez inkluderats i analysen.

Inom skog och jordbruk har Tredje AP-fondens direktägda innehav i Gysinge analyserats. Därtill har Andra AP-fondens direktinvestering i TIAA CREF:s bolagsstruktur inkluderats.

Investeringar i onoterade aktier: Första–Fjärde AP-fonderna investerar huvudsakligen i tillgångsslaget genom fondinvesteringar. Detta innebär att de enskilda fondutfästelserna ofta har en begränsad storlek, relativt sett, och fördelas över ett flertal fondförvaltare. Mot denna bakgrund har analysen av investeringsformer inom onoterade aktier dels utgått från en fallstudiemetod, dels från en mer övergripande analys av tillgångsslaget som helhet. Olika tillvägagångssätt för investeringarna belyses, såsom traditionella fondinvesteringar och Första AP-fondens samarbete med Hamilton Lane.

1.5 Avgränsning

Arkwrights analys utgår från ett styrnings- och verksamhetsperspektiv. Rapporten omfattar en prövning av investeringarna utifrån perspektivet deras former. De slutsatser och analyser som presenteras baseras på Arkwrights bedömning av styrningsmässig lämplighet, grundad på intern och extern analys. Arkwright tar inte ställning till huruvida enskilda genomförda investeringar har mött sina mål eller inte. En utvärdering av AP-fondernas förvaltning, inklusive avkastning över tid, aggregerat per tillgångsslag och totalt, behandlas i den årliga utvärderingen. En jämförelse av styrningen i internationella pensionsfonder ingick inte i uppdraget och har därför inte inkluderats i rapporten, annat än på en översiktlig nivå.

Denna rapport bygger i huvudsak på sakläget, struktur och organisation fram till och med 31 december 2025. Vissa analyser har utformats för att ta hänsyn till de organisatoriska förändringar som uppstod inför konsolideringen av AP-fonderna den 1 januari 2026. Vår bedömning är att det inte förändrar rapportens slutsatser. Vissa slutsatser har dock formulerats med vetskap om denna förändring.

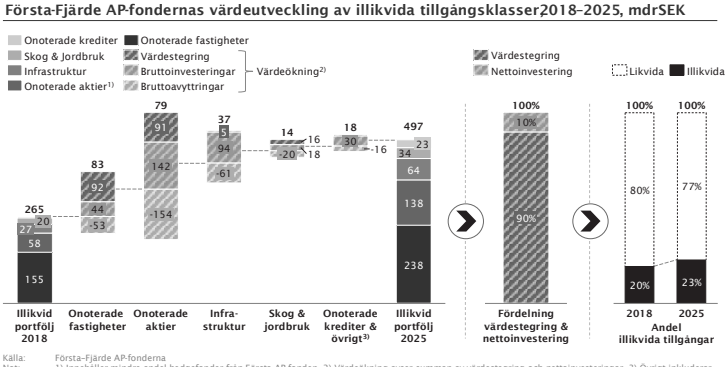
2. Sammanfattning

Detta kapitel redogör för utvecklingen av Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade portföljer och organisationer inom illikvida tillgångar. Därefter presenteras ett urval av centrala insikter från den fördjupade analysen av fondernas investeringar i i) gemensamägda riskkapitalbolag, ii) onoterade fastighetsbolag, iii) infrastruktur, skog och jordbruk samt iv) onoterade aktier. För respektive tillgångsklass beskrivs de valda formerna för investeringar samt hur AP-fonderna bevakar sina intressen i innehavet.

2.1 Utveckling av Första–Fjärde AP-fondernas illikvida portföljer

Första–Fjärde AP-fonderna regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (APL). År 2019 introducerades en lagförändring som möjliggjorde en ökad exponering mot illikvida tillgångar, upp till 40 procent av den totala portföljen. Efter att lagförändringen genomfördes har samtliga AP-fonder ökat exponeringen mot tillgångsslaget. Mellan 2018 och 2025 har deras kombinerade illikvida portfölj vuxit från 265 till 497 miljarder kronor. Portföljtillväxten har till 90 procent drivits av värdestegring av befintliga tillgångar, inte minst inom onoterade fastigheter och onoterade aktier. Portföljtillväxten kan därmed konstateras ha realiserats genom en hög avkastning av befintliga tillgångar snarare än strategiska beslut att aktivt öka investeringstakten i nya tillgångar. Detta har lett till ett växande förvaltat kapital inom AP-fondernas befintliga organisationer (avsnitt 2.2.2).

Figur 1 sammanfattar hur Första–Fjärde AP-fondernas kombinerade portföljer inom illikvida tillgångar har utvecklats mellan 2018 och 2025, samt hur tillväxten har fördelats mellan värdestegring och nettoinvesteringar.



Figur 1: Första-Fjärde AP-fondernas värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser, 2018–2025, mdrSEK

Lagändringen 2019 gav Första–Fjärde AP-fonderna ett utökat utrymme för deras illikvida portföljer. Förändringen berörde främst onoterade aktier och andra illikvida tillgångar som inte klassificeras som fastigheter, eftersom fastigheter inte omfattades av den tidigare exponeringslimiten på 5 procent av den totala portföljen. För de berörda tillgångsklasserna har Första–Fjärde AP-fonderna fått ett större handlingsutrymme att fatta investeringsbeslut baserad på lämplighet och strategi, snarare än på ett behov av att undvika portföljexponeringens närmande av lagstadgade limiter. För en mer fördjupad analys av värdeökningen i Första–Fjärde AP-fondernas illikvida portföljer hänvisas till tilläggsuppdraget 2023 (Regeringen, 2024).

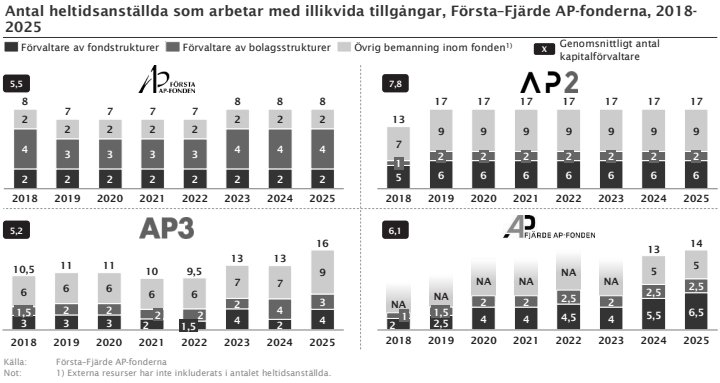
2.2 Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar

En förutsättning för att kunna bevaka sina intressen är att ha en organisation, antingen huvudsakligen internt eller delvis externt, med förmågan att utföra detta. Första–Fjärde AP-fondernas interna organisationer inom illikvida tillgångar består av dedikerade kapitalförvaltningsteam samt stödfunktioner som allokeras enligt behov.

2.2.1 Introduktion till organisationerna

AP-fonderna hade vid utgången av 2025 vardera mellan 6–9 kapitalförvaltare som uteslutande fokuserar på tillgångsslaget. Respektive kapitalförvaltare har även i regel ett mer avgränsat fokus mot tillgångsklasserna och/eller formerna som fonderna investerar i. Utöver dedikerade förvaltningsteam har Första–Fjärde AP-fonderna stödfunktioner som arbetar med tillgångsslaget. Stödfunktionerna omfattar bland annat juridik, administrativa avdelningar, uppföljning och riskanalytiker. Allokeringen av stödfunktioner kan utökas om det finns ett behov av detta. Även andra förvaltningsteam, såsom förvaltare inom noterade aktier, kan utifrån behov bidra till förvaltningen av alternativa tillgångar. Fonderna kan därmed anses ha en dynamisk resursallokering mot illikvida tillgångar.

Figur 2 visar hur Första–Fjärde AP-fondernas respektive kapitalförvaltningsorganisationer, mätt i antal heltidsanställda, har utvecklats mellan 2018 och 2025. Sammanställningen inkluderar både antalet kapitalförvaltare inom illikvida tillgångar samt fondernas estimering av övriga medarbetare som allokeras till tillgångsslaget.



Figur 2: Antal heltidsanställda som arbetar med illikvida tillgångar, Första–Fjärde AP-fonderna, 2018–2025

Det bör även noteras att fonderna, i varierad utsträckning, nyttjar investeringsformer som kompletterar organisationen och dess resurser. De gemensamägda riskkapitalföretagen kan anses falla inom denna kategori, då deras organisationer bemannas för att förvalta sina portföljer. Det tydligaste exemplet på detta är Polhem Infra, vars organisation bestod av 7 medarbetare under 2025. Givet portföljens storlek hade 4 to 1 Investments en mindre organisation bestående av två deltidskonsulter för affärsverksamheten respektive ekonomipositionen.

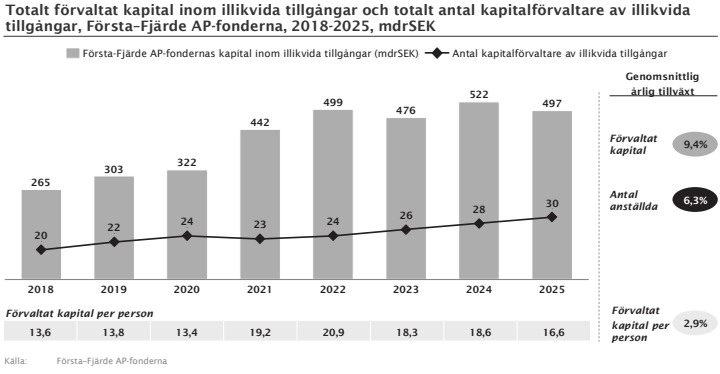
I sammanhanget bör Första AP-fondens samarbete med Hamilton Lane nämnas. Första AP-fonden genomför samtliga investeringar i onoterade aktier tillsammans med fond-i-fondförvaltaren Hamilton Lane, vilken kan betraktas som en förlängd arm och outsourcingplattform av fondens kapitalförvaltningsorganisation. Även Tredje AP-fonden tillämpar en plattformsstruktur tillsammans med Wafra Inc. för sidoinvesteringar (eng: co-investments) inom onoterade aktier. Plattformen Covalent bemannas med externa förvaltare som ansvarar för samtliga faser i investeringsprocessen för AP-fondens sidoinvesteringar (eng: co-investments).

2.2.2 Utveckling av organisationerna mellan 2018 och 2025

Under 2020 introducerades ytterligare en lagförändring, för andra året i rad, som medförde ett större handlingsutrymme inom placeringar i illikvida tillgångar.[4] Första–Fjärde AP-fonderna har i olika grad förstärkt sina organisationer inom illikvida tillgångar till följd av detta. Aggregerat har Första–Fjärde AP-fondernas kapitalförvaltningsorganisationer för illikvida tillgångar vuxit från 20 till 30 heltidsanställda mellan 2018 och 2025. Fondernas sammanlagda illikvida portföljer har för samma tidsperiod vuxit från 265 till cirka 500 miljarder kronor, primärt drivet av värdestegringar i portföljen (se avsnitt 2.1).

[4] Se avsnitt 4 Yttre ramverk för närmare genomgång av lagförändringarna.

Måttet förvaltat kapital per person är inte perfekt för att bedöma dimensioneringen, bland annat på grund av att portföljtillväxten primärt har drivits av värdestegringarna. Däremot ger måttet en indikation på investeringsorganisationens ansvar och hur detta har utvecklats över tid. AP-fondernas samlade förvaltade kapital har i snitt vuxit med 9,4 procent årligen mellan 2018 och 2025. Motsvarande ökning för AP-fondernas kapitalförvaltningsorganisationer har däremot uppgått till 6,3 procent. Detta har resulterat i att förvaltat kapital per person i snitt har vuxit med 2,9 procent årligen. Vid utgången av 2018 förvaltades i snitt 13,6 miljarder kronor per person. Denna siffra har ökat till 18,6 miljarder kronor år 2024 och 16,6 miljarder kronor år 2025. Värdet sjunker noterbart för 2025 då AP-fonderna under året påbörjade att anpassa sina organisationer till AP-fondernas sammanslagning som trädde i kraft den första januari 2026. Figur 3 sammanfattar hur Första–Fjärde AP-fonderna kapitalförvaltningsorganisationer har utvecklats i relation till de illikvida portföljerna mellan 2018 och 2025.



Figur 3: Totalt förvaltat kapital inom illikvida tillgångar och totalt antal kapitalförvaltare av illikvida tillgångar, Första–Fjärde AP-fonderna, 2018–2025, mdrSEK

2.3 Första–Fjärde AP-fondernas former för investeringar i onoterade tillgångar

Första–Fjärde AP-fondernas former för investeringar i illikvida tillgångar kan övergripande delas in i två huvudkategorier: bolagsstrukturer och fondstrukturer. Samtliga former och dess delkategorier redogörs för nedan.

2.3.1 Introduktion till formerna för investeringar

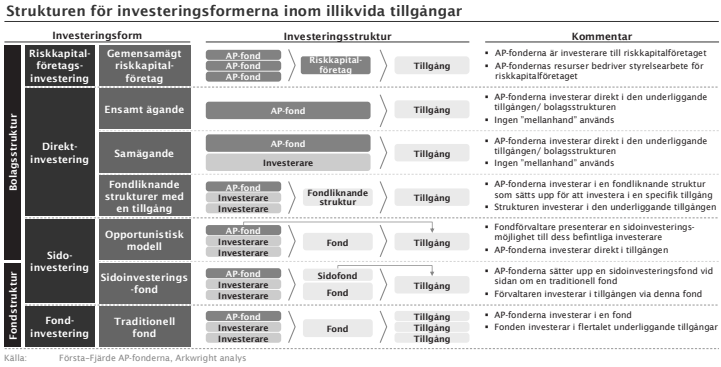
AP-fonderna tillämpar tre typer av bolagsstrukturer: gemensamägda riskkapitalföretag, direktinvesteringar samt ”opportunistiska” sidoinvesteringar. Dessa redogörs för nedan:

- **Gemensamägda riskkapitalföretag**: AP-fonderna investerar kapital samt allokerar interna resurser för att bedriva ägarstyrning av dessa gemensamägda riskkapitalföretag. De två hittills etablerade riskkapitalföretagen har endast AP-fonder som ägare, men det finns möjlighet att inkludera externa ägare.
- **Direktinvesteringar**: Direktinvesteringar kan genomföras genom helägda strukturer, samägande med andra aktörer eller ”fondliknande strukturer” avsedda för en tillgång. För de två förstnämnda strukturerna har AP-fonderna ägarstyrningsansvar för de underliggande tillgångarna. För fondliknande strukturer har en extern part - huvudinvesteraren (eng: lead investor) - det primära ägarstyrningsansvaret.
- **”Opportunistiska” sidoinvesteringar**: En av två former för sidoinvesteringar. Opportunistiska sidoinvesteringar avser i denna rapport att AP-fonden ges möjlighet att genomföra en enskild investering vid sidan av en befintlig fondstruktur. Denna investering utvärderas och beslutas separat av AP-fonden. AP-fonden investerar direkt i tillgången, även om det normalt sett formellt sker genom en för ändamålet upprättad fond.

Utöver bolagsstrukturer investerar AP-fonderna även genom fondstrukturer, vilket beskriv nedan:

- **Sidoinvesteringsfond**: En av två former för sidoinvesteringar. Sidoinvesteringsfonder ger AP-fonden exponering mot ett större antal sidoinvesteringar i en fondstruktur, där fondförvaltaren har mandat att utvärdera och genomföra dessa.
- **”Traditionella” fondinvesteringar**: För en diversifierad exponering mot ett flertal underliggande tillgångar tillämpas ”traditionella” fondinvesteringar, där kapital allokeras till externt förvaltade fonder med definierat investeringsmandat och strategi.

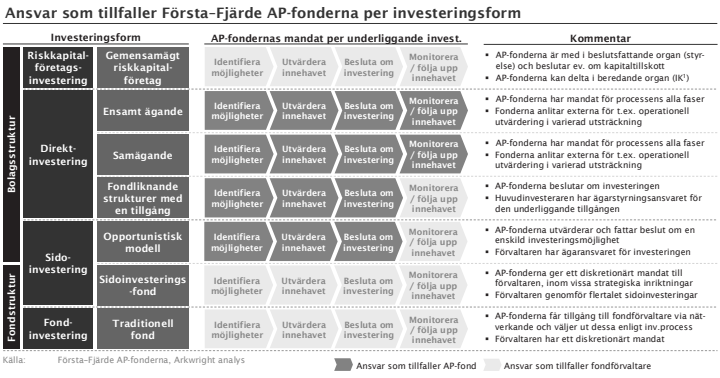
Alla investeringsformer är inte tillgängliga för samtliga tillgångsslag. Endast tillgångar som klassificeras som fastigheter kan investeras i genom direktinvesteringar. En översikt över samtliga investeringsformer presenteras i Figur 4.



Figur 4: Strukturen för investeringsformerna inom illikvida tillgångar

Värt att notera är att Första–Fjärde AP-fondernas mandat kan variera mellan investeringsformer. För ensamägda eller samägda direktinvesteringar kontrollerar vanligtvis AP-fonderna samtliga faser av investeringsprocessen, från identifiering av investeringsmöjligheter och investeringsbeslut till den efterföljande uppföljningen av portföljinnehavet. AP-fonderna har även ett relativt omfattande mandat för fondliknande strukturer som sätts upp för att investera i en enskild tillgång, samt för opportunistiska sidoinvesteringar. För dessa investeringar genomför AP-fonderna en utvärdering av innehavet och fattar beslut om investeringen internt. Däremot ansvarar en extern förvaltare för genomförandet av investeringen och den löpande uppföljningen.

Vad gäller traditionella fondinvesteringar samt för investeringar i sidoinvesteringsfonder läggs investeringsmandatet för de underliggande tillgångarna i sin helhet ut på externa förvaltare. För dessa former tilldelas en extern förvaltare ett diskretionärt investeringsmandat. Däremot genomför AP-fonderna ett omfattande arbete med att identifiera, utvärdera och bygga relationer till dessa förvaltare, samt följa upp deras förvaltningsresultat. På motsvarande sätt tilldelas gemensamägda riskkapitalföretag ett mandat över investeringsprocessen. Däremot bör det noteras att AP-fonderna har utsett representanter till riskkapitalföretagens styrelser, där investeringsbeslut fattas. En översikt av mandatfördelningen per investeringsform återfinns i Figur 5.



Figur 5: Ansvar som tillfaller Första–Fjärde AP-fonderna per investeringsform

Investeringsformer som lägger ut en större del av investeringsmandatet på en extern part har ofta högre avgiftsnivåer. Dessa avgifter ämnar kompensera för organisationen, kompetensen, förmågan och förvaltningsresultaten som AP-fonderna får ta del av genom investeringar i denna form. Direktägande och andra former som till högre grad förlitar sig på AP-fondernas interna organisation innebär i regel en lägre kostnadsnivå. Däremot ställer dessa investeringar väsentligt högre krav på den interna organisationens förmåga till analys, ägarstyrning och uppföljning, för att säkerställa ett förvaltningsresultat som möter målen. Det kan förenklat sägas att institutionella investerare, inklusive AP-fonderna, väljer investeringsform baserat på vad som anses lämpligt för den underliggande investeringsstrategin samt högst förväntad riskjusterad avkastning.

2.3.2 Första–Fjärde AP-fondernas bevakande av intressen per investeringsform

Komponenter av att bevaka intressen

För samtliga investeringar i onoterade tillgångar måste Första–Fjärde AP-fonderna bevaka sina intressen. På en övergripande nivå innebär detta att säkerställa att investeringarna utvecklas i linje med AP-fondernas mål, vilket enligt lag är att förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Aspekter som särskilt lyfts är en låg total risknivå, hög avkastning vid vald risknivå samt ansvarsfulla och hållbara investeringar. För att förverkliga detta har AP-fonderna ett antal centrala verktyg att använda sig av:

1. **Inför investeringen:** Genomföra en formell genomlysning (eng: due diligence) av investeringen, alternativt säkerställa tillgång till samt utvärdera och göra en formell genomlysning (eng: due diligence) av fondförvaltare.
2. **Vid beslut om investeringen:** AP-fonderna fattar välgrundade beslut om investering eller kapitaltillskott. Vid samägande upprättas ett aktieägaravtal som syftar till att bevaka och ena intressen mellan involverade parter.

3. **Under innehavs- och ägarperioden:** En aktiv ägarstyrning, inklusive utvärdering och uppföljning, över investeringens livscykel.
4. **Vid beslut om avyttring eller förändrade ägarandelar:** Utifrån analyser av innehavet, marknadens utveckling samt fondernas strategiska inriktning fattar AP-fonderna beslut om fortsatt ägande eller avyttring.

Dessa fyra faser är centrala för samtliga investeringar i onoterade tillgångar. Däremot kan deras karaktär variera mellan de olika formerna för investeringar. För att förstå hur Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen i illikvida tillgångar finns det därmed ett behov av att, på en konceptuell nivå, applicera dess faser för respektive investeringsform. Detta sammanfattas i Figur 6.

Första–Fjärde AP-fondernas bevakande av intressen per investeringsform

Investeringsform			Inför en investering	Vid investeringsbeslut	Under ägarperioden	Vid avyttring
Bolagsstruktur	Riskkapital-företags-investering	Gemensamägt riskkapital-företag	• AP-fond upprättar företag, strategi, ev. kapitalram & aktieägaravtal	• Företag fattar investeringsbeslut • Saknas kapitalram beslutar AP-fond om kapitaltillskott	• Företag utövar operativ företagsledning • AP-fond utövar aktiv ägar-styrning & fattar ägarbeslut	• Företaget utvärderar innehavets attraktivitet • AP-fond avyttrar formen enligt aktieägaravtal
	Direkt-investering	Ensamt ägande	• AP-fond gör en formell genomlysning av innehavet	• AP-fond fattar investerings-beslut & upprättar styrningsstrukturer	• AP-fond utövar aktiv ägarstyrning & fattar ägarbeslut	• Utvärdering av innehavets attraktivitet
		Samägande	• AP-fond gör en formell genomlysning av innehavet • AP-fond utvärderar potentiella delägare	• AP-fond fattar investerings-beslut • Ägare upprättar aktieägar-avtal & styrningsstrukturer	• AP-fond/ ägare utövar aktiv ägarstyrning & fattar ägarbeslut	• AP-fond/ ägare utvärderar innehavets attraktivitet • AP-fond/ ägare avyttrar enligt aktieägaravtal
		Fondliknande strukturer med en tillgång	• AP-fond gör en formell genomlysning av innehavet • AP-fond utvärderar huvudinvesterare	• AP-fond fattar investerings-beslut & upprättar avtal m. fondförvaltare	• AP-fond följer upp investeringen via huvudinvesterare	• AP-fond utvärderar innehavets attraktivitet • AP-fond avyttrar innehavet enligt avtal
	Sido-investering	Opportunistisk modell	• AP-fond gör en formell genomlysning av innehavet	• AP-fond fattar investeringsbeslut • AP-fond upprättar avtal m. förvaltare	• AP-fond följer upp investeringen direkt och/eller via förvaltaren	• AP-fond utvärderar innehavets attraktivitet • AP-fond avyttrar innehavet enligt avtal
Fondstruktur		Sidoinvesterings-fond	• AP-fond nätverkar, utvärderar och bygger/ värdar relationer till förvaltare	• AP-fond beslutar om att utfästa kapital till en fond & en sidoinvesteringsfond	• AP-fond följer upp fonden och fondförvaltaren	• Tidsbestämd investeringshorisont • Förvaltare beslutar om avyttring
	Fond-investering	Traditionell fond	• AP-fond nätverkar, utvärderar och bygger/ värdar relationer till förvaltare	• AP-fond beslutar om att utfästa kapital & upprättar avtal m. förvaltare	• AP-fonden följer upp fonden och förvaltaren	• Tidsbestämd investeringshorisont • Förvaltare beslutar om avyttring

Källa: Första–Fjärde AP-fonderna, Arkwright analys

Figur 6: Första–Fjärde AP-fondernas bevakande av intressen per investeringsform

Gemensamägda riskkapitalföretag

Ett gemensamägt riskkapitalföretag är en juridisk person där en eller fler av Första–Fjärde AP-fonderna är ägare.[5] Externt delägande är möjligt, men har inte tillämpats i de två riskkapitalföretag som hittills har bildats. Likt strukturen för en fondinvestering utfäster Första–Fjärde AP-fonderna kapital till riskkapitalbolaget, som i sin tur genomför investeringar i underliggande innehav. Beslut om investeringar tillfaller styrelsen i respektive riskkapitalföretag. Ägarna är representerade i dessa styrelser. Första–Fjärde AP-fonderna kan därmed anses ha en tvådelad roll i denna form för investering, då de både är investerare och har styrelserepresentanter som fattar beslut om investeringar i underliggande innehav. Till följd av detta kan AP-fonderna anses bevaka sina intressen från två olika perspektiv.

[5] Fram till den 1 januari 2026 har AP-fonderna högst kunnat inneha 35 procent av röstetalet i ett företag. Den uppdaterade lagstiftningen, till följd av konsolideringen till färre AP-fonder, medger däremot en högsta gräns på 50 procent av röstetalet (lag [2000:192] om allmänna pensionsfonder, kap. 4 Medelförvaltning, §§ 9–9 a).

För att bevaka sina intressen i egenskap av investerare upprättar AP-fonderna ett aktieägaravtal, där bland annat kapitalåtaganden och riskkapitalföretagets strategiska riktning regleras. För investeringen i 4 to 1 Investments[6] fattar ägarna beslut om kapitaltillskott för respektive investering, med en formell genomlysning av investeringen som grund. I Polhem Infra finns däremot en kapitalram som riskkapitalföretaget kan kalla på efter att styrelsen har fattat ett investeringsbeslut. I egenskap av styrelserepresentant föreligger däremot andra aspekter av att bevaka intressen, såsom beslut om investeringsstrategi och enskilda investeringar. De ägande AP-fonderna är representerade i de två riskkapitalföretagens styrelser, där samtliga investeringsbeslut fattas. I Polhem Infra, som har byggt upp en investeringsorganisation, deltar representanter från AP-fonderna även i styrelsens beredande investeringskommitté.

Den operativa företagsledningen tillfaller riskkapitalföretagets vd och organisation. För att säkerställa god riskjusterad avkastning genomför organisationen utvärderingar av potentiella investeringar via en formell genomlysning (eng: due diligence). Väl i det gemensamägda riskkapitalföretagets portfölj följer riskkapitalföretaget upp investeringarna och utövar aktiv ägarstyrning för att säkerställa långsiktigt värdeskapande. Både utvärdering och ägarstyrning av innehaven kräver en väl anpassad organisation med relevant och adekvat kompetens inom både tillgångsförvaltning och branscherna som riskkapitalföretagen investerar i. För ändamålet har Första–Fjärde AP-fonderna dimensionerat organisationerna med kapitalförvaltningsresurser.

Ensamägda direktinvesteringar

AP-fonderna får enligt APL göra direktinvesteringar i tillgångar som klassificeras som fastigheter enligt jordabalken. Detta omfattar i) traditionella uthyrningsfastigheter – byggnader som ägs i syfte att hyra ut lokaler för kontor, butik, lager eller fabrik, ii) infrastrukturtillgångar som producerar och säljer tjänster som el, vatten eller data men som ändå är fast anknutna till marken, samt iii) jord- och skogsfastigheter. Inför ett beslut om en direktinvestering är det centralt att göra en omfattande formell genomlysning (eng: due diligence) av den aktuella verksamheten, dess marknadsförutsättningar, risker och långsiktiga attraktivitet. Direktägda innehav är i regel mycket långsiktiga innehav som ”ärvs” inom Första–Fjärde AP-fondernas organisationer. Det innebär att en betydande del av dagens direktägda portfölj bygger på investeringsbeslut som fattats av tidigare medarbetare – och i förekommande fall av hela förvaltningsorganisationer – snarare än av den nuvarande. Trots långsiktigheten följs innehaven upp och utvärderas kontinuerligt, vilket lägger grunden för ägarbeslut avseende bland annat kapitaltillskott, utveckling och eventuell avyttring.

Ett investeringsbeslut efterföljs av att styrningsstrukturer och styrdokument, såsom strategisk inriktning och avkastningsmål, fastställs. Vid direktägda investeringar utser AP-fonderna styrelserepresentanter som utövar aktiv ägarstyrning. Detta innefattar ansvar för beslut om bolagets strategiska inriktning, fastställande av övergripande mål samt definiering av det mandat som tilldelas vd. Via denna ägarstyrning kan representanter från AP-fonderna aktivt följa upp och verka för värdeökning i tillgången.

[6] 4 to 1 Investments avser hädanefter 4 to 1 Investments KB om inte annat uttrycks. 4 to 1 Investments KB bedriver investeringsverksamheten med 4 to 1 Investments AB som dess komplementär. Se en fördjupning av ägarstrukturen i avsnitt 7.1.2.

I de fall en valberedning finns utser Första–Fjärde AP-fonderna representanter till denna och verkar därigenom för en ändamålsenlig och effektiv styrelsesammansättning i sina direktägda bolag. AP-fonderna betonar särskilt att bolagens styrelser behöver ha en bred bas av expertis och perspektiv. Genom att nyttja sina omfattande nätverk av branschexperter kan fonderna vid behov rekrytera och tillsätta externa styrelseledamöter.

Samägda direktinvesteringar

AP-fonderna kan även samäga direktinvesteringar med andra AP-fonder och/eller externa aktörer. Ett samägande kan bidra till att bevaka AP-fondernas intressen, till exempel genom tillgång till en utökad kapitalbas och kompetens. Däremot tillför samägandet också en nivå av komplexitet i AP-fondernas intressebevakning. Första–Fjärde AP-fonderna återger att ägarbeslut i regel kräver konsensus mellan ägarna, vilket generellt är svårare att uppnå med fler delägare. Möjliga konsekvenser av detta är att ägare behöver kompromissa avseende vissa beslut, eller åsidosätta sina egna intressen om det inte representerar majoritetens vilja.

För att reglera samägda ägarkonstellationer upprättas aktieägaravtal eller motsvarande överenskommelser. Första–Fjärde AP-fonderna betonar vikten av att ha ett omfattande avtal som vägleder situationer där ägarnas syn på investeringen skiljer sig åt. En central förutsättning för effektiv styrning är även att ingå samägande med likasinnade aktörer som delar AP-fondernas investeringsfilosofi, strategi och kultur. En särskild viktig aspekt är långsiktigheten hos de samägande parterna. De direktägda investeringarna har även typisk sett någon form av ägarråd där olika syner diskuteras och styrdokument upprättas, vilket faciliterar samstämmigheten mellan ägarna.

Fondliknande strukturer som sätts upp för en enskild investering

För investeringar i större och mer komplexa innehav som befinner sig utanför AP-fondernas normala hemmamarknad kan en fondliknande struktur som endast är avsedd för ett enskilt innehav upprättas. Investeringsformen tillåter AP-fonderna att bevaka sina intressen via en extern förvaltare som har de resurser och den kompetens som krävs för att vara huvudinvesterare (eng: lead investor). Första och Tredje AP-fonden tillämpade denna struktur i samband med investeringen i Thames Water, en internationell infrastrukturtillgång verksam i ett komplext reglerat landskap och med behov av omfattande marknadsspecifik expertis. För kapacitetskrävande investeringar där fondförvaltarens kompetens, resultathistorik och marknadsnärvaro anses starkare än AP-fondernas, bedöms detta vara ett mer lämpligt ägaralternativ. AP-fondernas ägarandel i det underliggande innehavet kan vara begränsad i denna investeringsform.

Givet att förvaltningsansvaret externaliseras till huvudinvesteraren (eng: lead investor) kan denna investeringsform hämma transparens och informationsdelning. Vidare saknas möjligheter för AP-fonderna att påverka innehavets utveckling, bland annat vid krishantering eller övriga resurskrävande situationer. Samtidigt noteras ett graden av inflytande kan härledas till en begränsad ägarandel, och att ett samägande med motsvarande ägarandel sannolikt inte hade gett större möjligheter till kontroll eller insyn.

Opportunistiska sidoinvesteringar

En av de huvudsakliga formerna för sidoinvesteringar (eng: co-investments) som nyttjas av AP-fonderna är så kallade opportunistiska sidoinvesteringar. Inför varje sådan investering genomför AP-

fonderna en formell genomlysning (eng: due diligence) av den potentiella investeringen, dess marknadsförutsättningar, risker, legala struktur och fondförvaltaren. Normalt förses AP-fonderna med omfattande material och analyser från fondförvaltaren. AP-fonderna har vanligtvis fullt beslutsmandat i dessa investeringar och kan därmed kontrollera vilka sidoinvesteringar (eng: co-investments) de exponeras mot. Både den noggranna utvärderingen och det direkta investeringsmandatet stärker Första–Fjärde AP-fondernas möjligheter att generera en god riskjusterad avkastning och bevaka sina intressen.

När investeringen har genomförts bedriver primärt fondförvaltaren det aktiva ägarstyrningsarbetet av de underliggande innehaven. AP-fonderna följer dock upp dess utfästelser och kan bevaka sina intressen genom att bedriva en aktiv ägarstyrning vid sidan om fondförvaltaren. AP-fonderna kan även delta i fondernas investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat LPACs).

Det bör noteras att investeringsformen ställer omfattande krav på AP-fonderna att, med interna resurser, välja ut investeringar och bygga en diversifierad portfölj som genererar en god riskjusterad avkastning. Formen används inte av alla AP-fonder då den anses kräva en viss organisatorisk förmåga som inte finns i alla AP-fondernas organisationer samt inte alltid är strategiskt prioriterad.

Sidoinvesteringsfonder

Sidoinvesteringsfonder tillämpas av Första, Andra och Tredje AP-fonderna. Vid uppsättning av en sådan fond utvärderar AP-fonden fondförvaltaren samt etablerar strategiska riktningar för framtida sidoinvesteringar (eng: co-investments). Formen nyttjas när AP-fonderna bedömer att deras intressen bäst bevakas genom att delegera mandatet för investeringsprocessen, inklusive investeringsbeslutet, till en fondförvaltare. Genom att använda denna investeringsform kan AP-fonderna uppnå en differentierad portföljexponering mot sidoinvesteringar (eng: co-investments), utan att väsentligt belasta deras interna organisationer. Samtidigt innebär formen att AP-fonderna inte är involverade i enskilda investeringsbeslut.

Fondinvesteringar

I fondinvesteringar utvärderar investerare, i detta fall Första–Fjärde AP-fonderna, fondförvaltare i stället för underliggande tillgångar. Tillgång till högpresterande fondförvaltare är avgörande för goda förvaltningsresultat och bevakande av intressen. För att säkerställa denna tillgång bedriver fonderna ett kontinuerligt nätverksarbete gentemot fondförvaltare och utvärderar deras prestation över längre tidsperioder. Avtalet som skrivs mellan fondförvaltare och AP-fonderna är också en grundläggande legal komponent som säkerställer att båda parters intressen bevakas, bland annat avseende kapitalåtaganden, hållbarhet och kostnader.

När en fondutfästelse har genomförts utvärderas fondförvaltaren kontinuerligt för att informera framtida investeringsbeslut. AP-fonderna kan även delta i fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Advisory Committee, förkortat LPAC). Ytterligare en central del av att bevaka sina intressen är att bibehålla relationen till fondförvaltaren. Detta kan bland annat skapa ökat inflytande över utvalda strategiska frågor samt ge tillgång till framtida attraktiva investeringsmöjligheter, däribland sidoinvesteringar (eng: co-investments).

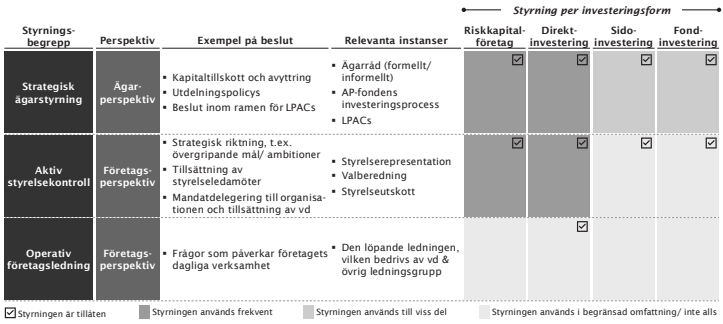
2.3.3 Kategorisering av Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning

Första–Fjärde AP-fonderna kan bedriva ägarstyrning på olika sätt. På den mest övergripande nivån kan AP-fonderna anses bedriva en ”strategisk ägarstyrning”, vilken ämnar bevaka AP-fondernas intressen som investerare. För bolagsstrukturer avser detta beslut om bland annat kapitaltillskott och avyttring. I fondstrukturer har AP-fonderna begränsat beslutsmandat för de underliggande innehaven, men kan i förekommande fall delta i beslutsfattande inom ramen för fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Association Committé, förkortat LPAC). Beslut fattas dock normalt inte i denna konstellation och investeringsbeslut hanteras inte i detta forum.

I bolagsstrukturer kan Första–Fjärde AP-fonderna även bedriva en ”aktiv styrelsekontroll” genom representation i styrelse, valberedning och/ eller styrelseutskott. För denna typ av ägarstyrning tillämpar AP–fondsrepresentanter ett företagsperspektiv. I styrelsen fattar representanter beslut om bland annat strategiska riktningar och ambitioner. Styrelsen tillsätter även vd för företaget och ger denne mandat att organisera och bedriva verksamheten. Via deras representation i valberedningen medverkar AP-fonderna även i beslut om styrelsens sammansättning.

Ytterligare en styrningskategori är ”operativ företagsledning”, vilket innefattar beslut som påverkar och driver företagets vardagliga verksamhet. Enligt Arkwrights tolkning av begreppet tillfaller detta styrningsansvar primärt vd och företagets övriga ledning. AP-fonderna kan enligt lag endast bedriva operativ företagsledning i direktägda investeringar. De tre styrningsbegreppen, samt dess förekomst i AP-fondernas styrning, presenteras i Figur 7.[7]

Kategorisering av styrningsmekanismer och deras respektive förekomst inom de olika investeringsformerna



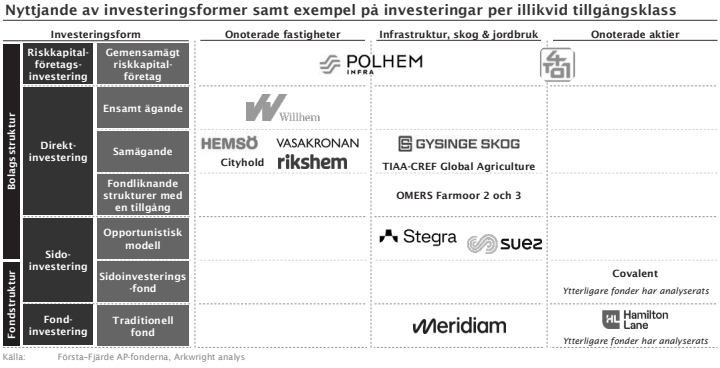
Källa: Första–Fjärde AP-fonderna, Arkwright analys
Not: Baserat på extern och intern data har Arkwright utarbetat ovanstående definitioner av styrningsbegrepp. Definitionerna är inte officiella, utan återspeglar Arkwrights egen förståelse av styrningen inom Första–Fjärde AP-fonden.

[7] Begreppen och deras definitioner inte är officiella. De baseras i stället på Arkwrights förståelse av styrningsmekanismerna inom Första–Fjärde AP-fonderna och syftar till att utgöra ett pedagogiskt ramverk för rapportens analys och diskussion.

Figur 7: Kategorisering av styrningsmekanismer och deras respektive förekomst inom de olika investeringsformerna

2.4 Första–Fjärde AP-fondernas nyttjande av investeringsformer per tillgångsklass

AP-fondernas nyttjande av investeringsformer varierar mellan tillgångsklasserna. Till exempel gör fonderna vanligtvis direktinvesteringar i onoterade fastighetsbolag, medan fondinvesteringar ofta nyttjas för onoterade aktier. Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk har däremot en större spridning av investeringsformer. Detta visas i Figur 8, där fondernas nyttjande av en investeringsform per tillgångsklass markeras med en exempelinvestering.



Figur 8: Nyttjande av investeringsformer samt exempel på investeringar per illikvid tillgångsklass

Nedan sammanfattas de investeringsformer som nyttjas inom respektive tillgångsklass. Inledningsvis presenteras investeringsformen gemensamägda riskkapitalföretag, som till följd av dess särskiljande karaktär har brutits ut från kategoriseringen enligt tillgångsklasser. Därefter följer en beskrivning av formerna inom de analyserade tillgångsklasserna, nämligen i) onoterade fastighetsbolag, ii) infrastruktur, skog och jordbruk samt iii) onoterade aktier.

2.4.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Första–Fjärde AP-fonderna har bildat två gemensamägda riskkapitalföretag: Polhem Infra och 4 to 1 Investments. Polhem Infra sattes upp 2019 med syftet att investera i hållbar infrastruktur och ägdes 2025 till lika delar av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna. 4 to 1 Investments ägdes 2025 av Första–Fjärde AP-fonderna och sattes upp år 2021 för att investera i Northvolt, med en struktur som medgav att kunna nyttjas för ytterligare investeringar framöver.

På ett övergripande plan kan investeringsformerna för de två riskkapitalföretagen anses likna varandra, givet deras motsvarande juridiska bolagsstrukturer, ägarstrukturer och tilldelade investeringsmandat. Däremot föreligger ett antal avgörande skillnader mellan riskkapitalföretagen, till

exempel avseende finansiering av investeringar. Vid tidpunkten för dess grundade tilldelades Polhem Infra en kapitalram som företaget kan kalla på efter att styrelsen fattat ett investeringsbeslut. I 4 to 1 Investments fattar ägarna (respektive AP-fond) däremot beslut om kapitaltillskott för respektive investering.

För att nyttja kapitalramen byggde dåvarande vd för Polhem Infra upp en investeringsorganisation, vilken sedan dess har utvecklats kontinuerligt. Samtidigt bildades en investeringskommitté med en representant från varje ägare. Investeringskommittén är ett beredande organ till Polhem Infras styrelse som fattar det slutliga investeringsbeslutet. Organisationsstorleken motiveras bland annat av att Polhem Infra har en väsentlig ägarandel i samtliga innehav, vilket ställer omfattande krav på ägarstyrning och organisatorisk spetskompetens.

4 to 1 Investments har under dess verksamma år haft en mer begränsad organisation än Polhem Infra. Första–Fjärde AP-fonderna anser dock att organisationen har varit dimensionerad för portföljens storlek samt 4 to 1 Investments begränsade ägarandel, och därmed behov av ägarstyrningsarbete, i den underliggande investeringen i Northvolt. Skulle 4 to 1 Investments ha gjort ytterligare investeringar hade organisationen anpassats till detta. AP-fonderna ser det som sannolikt att 4 to 1 Investments organisation skulle ha utvecklats i linje med Polhem Infra över tid om ytterligare investeringar hade genomförts.

Tillgångsklassificeringen av Polhem Infra och 4 to 1 Investments skiljer sig även mellan fonderna, både ur ett juridiskt perspektiv och ett portföljperspektiv. Polhem Infra har gjort infrastrukturinvesteringar som inkluderar fast mark, vilket enligt jordabalken klassificeras som fastighetstillgångar. Mot bakgrund av detta bildades Polhem Infra juridiskt som ett fastighetsföretag. Vid tidpunkten för grundandet hade exponeringen mot fastigheter inte en lagstadgad limit.[8] Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har genomgående betraktat Polhem Infra som en infrastrukturinvestering i sina portföljer, med fastighetsföretag som formell juridisk form vid grundandet.

Ägarandelarna för 4 to 1 Investments hanteras däremot formellt som investering i ett riskkapitalföretag (enligt lagens definition). Däremot har var och en av Första–Fjärde AP-fonderna tillämpat något varierade syn och kategoriseringar av innehavet internt. I Första AP-fonderna hanterades tillgången helt eller delvis av teamet för noterade aktier. I Tredje AP-fonden utvärderades investeringen tillsammans med noterade aktier men placerades formellt under infrastruktur. Andra AP-fonden har betraktat 4 to 1 Investments som en infrastrukturtillgång som placeras i högriskkategorin i portföljen för hållbar infrastruktur. Fjärde AP-fonden har sett investeringen i 4 to 1 Investments som en investering i onoterade aktier med strategin nybildade företag (eng: venture) eller tillväxt (eng: growth).

Både Polhem Infra och 4 to 1 Investments kräver en aktiv och löpande involvering från ägare och investeringsorganisationer. Detta gäller inte minst för 4 to 1 Investment, där AP-fonderna behöver fatta beslut om kapitaltillskott för respektive investering. Även representation i styrelse och eventuell investeringskommitté kräver betydande resurser. Ansvaret för förvaltningen och den operativa verksamheten tillfaller riskkapitalföretagets organisation och vd. Det kan dock anses finnas en viss grad av överlapp mellan den operativa verksamheten och ägarstyrningsarbetet, primärt hänförligt till att samtliga investeringsbeslut fattas i riskkapitalföretagets styrelse, där ägande AP-fonder är

[8] Den tidigare lagstadgade limiten på 5 procent illikvida tillgångar omfattade inte exponering mot onoterade fastigheter.

representerade. Första–Fjärde AP-fonderna anser dock att roll- och ansvarsfördelningen har varit tydlig för deras gemensamägda riskkapitalföretag.

Till följd av Northvolts utveckling krävde ägandet av 4 to 1 Investments en aktiv involvering från ägarna under 2024. Ägarstyrningen omfattade bland annat en nära uppföljning av innehavet, kontakt med Northvolt och övriga ägare, utvärdering och beslut om handlingsalternativ samt mediarepresentation. Första–Fjärde AP-fonderna anger, i varierande grad, att ägarstyrningsarbetet för 4 to 1 Investment tidvis har varit omfattande och skett på bekostnad av övriga portföljförvaltningen samt nyinvesteringar. Samtidigt belyser AP-fonderna att resurser från andra delar av organisationen har allokerats enligt behov. AP-fonderna anser inte heller att det är rimligt att dimensionera ordinarie organisationer utifrån resursbehov i krissituationer.

2.4.2 Investeringar i onoterade fastighetsbolag

För investeringar i onoterade fastighetsbolag på AP-fondernas hemmamarknader tillämpas i huvudsak direktägande. Fastighetsbolagen kan vara helägda av en enskild AP-fond, men ägs i praktiken oftare gemensamt med andra AP-fonder och/eller externa parter.

Direktägda innehav

Första–Fjärde AP-fonderna har en lång historia av direktinvesteringar i onoterade fastighetsbolag. Ett tydligt exempel är Vasakronan som har ägts gemensamt av AP-fonderna sedan 2001. Eftersom investeringsprocessen primärt genomförs med interna resurser betraktar AP-fonderna denna form som kostnadseffektiv. Samtidigt betonar de att direktägande kräver specifik egen kompetens inom tillgångsslaget, branschförutsättningar och marknaden. Mot denna bakgrund gör samtliga AP-fonder primärt direktinvesteringar på hemmamarknaden. På den svenska marknaden bedömer AP-fonderna att deras ägarförmåga och kompetens, samt möjligheten att skapa konkurrensfördelar för fastighetsföretagen genom förmånlig upplåning, kan nyttjas som mest effektivt.

I linje med sin portföljuppbyggnad har AP-fonderna utvecklat en stark intern kompetens, organisation och förmåga inom fastighetsbolag och ägarstyrning. AP-fondernas interna rekryteringsstrategi har riktats mot den expertis som krävs för förvaltningen av de större tillgångsklasserna, däribland direktägda fastighetsbolag. AP-fonderna är vanligtvis representerade i styrelserna för dessa bolag, där kompetensen ytterligare förstärks genom tillsättning av oberoende styrelseledamöter. Första–Fjärde AP-fonderna följer upp och utvärderar de direktägda innehaven kontinuerligt och fattar beslut om kapitaltillskott och avyttring.

Samägda direkta innehav

För att kunna delta i större investeringar, dela kapitalbas och risk samt stärka och bredda sin kompetens genom samverkan med andra kan AP-fonderna direktäga innehav gemensamt med andra AP-fonder och/eller externa parter. I samägda strukturer krävs i regel samstämmighet bland ägarna, vilket kan komplicera beslutsprocessen. För att underlätta detta eftersträvas likasinnade medinvesterare och ett detaljerat aktieägaravtal som tydligt reglerar potentiella händelser.

Vid investeringar i internationella onoterade fastighetsbolag samarbetar AP-fonderna med externa parter som har lokal expertis och närvaro på marknaden. Dessa innehav kan utgöras av ett direktägande men dela likheter med fondstrukturer, eftersom en extern part har förvaltningsansvaret.

Ett exempel är Första och Andra AP-fondernas investering i Cityhold, som förvaltas av en extern aktör. Denna form har främst använts av Första och Andra AP-fonderna, som har relativt stora exponeringar mot internationella fastigheter.

AP-fonderna har inte traditionella fondstrukturer som uttalad strategi för onoterade fastighetsbolag, främst på grund av förvaltningskostnaderna och vald strategisk riktning. I stället föredras andra former.

2.4.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

Första–Fjärde AP-fonderna tillämpar en bredd av former för investeringar inom infrastruktur. För investeringar i skog och jordbruk kan en tydligare preferens mot bolagsstrukturer noteras. Samtliga investeringsformer eftersträvar däremot en hög riskjusterad avkastning, kostnadseffektiva förvaltningsalternativ samt ett effektivt nyttjande av tillgänglig kompetens och expertis inom tillgångsslaget.

Samägda direkta innehav

Samtliga AP-fonder anser sig besitta kompetens och erfarenhet inom tillgångsklassen infrastruktur. Detta inkluderar investeringsutvärdering genom en formell genomlysning (eng: due diligence), marknadsanalyser, uppföljning av innehav, aktiv ägarstyrning samt värdeskapande arbete inom portföljen. Till följd av detta har AP-fonderna förutsättningar för att direktäga infrastrukturtillgångar. Däremot bedömer fonderna att deras resurser och kompetens för ett aktivt ägararbete och bevakande av intressen primärt är koncentrerat till den svenska marknaden. Mot denna bakgrund har AP-fonderna huvudsakligen begränsat sina direktäganden till nationella bolag. Detta exemplifieras av Första och Tredje AP-fondernas direktinvestering i Ellevio, vilken möjliggörs av att innehavet juridiskt klassificeras som fastighet.

Generellt sett ser AP-fonderna fördelar i att samäga infrastrukturtillgångar, vilket bland annat reflekteras i upprättandet av Polhem Infra. Detta kan härledas till att infrastrukturinvesteringar i regel är relativt stora och därmed kräver ett omfattande investerat kapital. Tillgångsslagets exponering mot regleringar, politiska influenser och övriga marknadsförändringar kan även medföra en viss grad av styrningskomplexitet som ställer krav på ägarnas bredd och djup av kompetens. I kombination med ett begränsat utbud av infrastrukturinvesteringar har AP-fonderna på en övergripande nivå betraktat samäganden som positivt. Likt fastighetsinvesteringar betonas vikten av likasinnade medinvesterare samt ett robust aktieägaravtal.

AP-fondernas logiska grund för att göra direktinvesteringar i skog och jordbruk kan på ett övergripande plan anses motsvara den för infrastrukturtillgångar. Direktinvesteringar föredras generellt för investeringar på AP-fondernas hemmamarknad, vilket exemplifieras av Tredje AP-fondens direktägande av Gysinge Skog. För internationella investeringar tillämpas vanligtvis samägandestrukturer där förvaltningsansvaret delegeras till en extern part, såsom i Andra AP-fondens investering i TIAA-CREF Global Agriculture. Givet en begränsad förväntad riskjusterad avkastning tillämpas fondstrukturer med högre avgifter i mindre utsträckning.

Fondliknande strukturer som endast är avsedda för en tillgång

Internationella infrastrukturinvesteringar anses i regel medföra ytterligare krav på ägarstyrning och marknadskompetens. För dessa investeringar kan fondliknande strukturer utgöra kostnadseffektiva investeringsformer som skapar förutsättningar för bevakande av intressen. AP-fonderna har, i varierad utsträckning, satt upp fondliknande strukturer som är avsedda för en specifik tillgång. Första och Tredje AP-fondernas investering i Thames Water via OMERS faller inom denna kategori. I investeringsformen tilldelas huvudinvesteraren (eng: lead investor), i detta fall OMERS, fullt förvaltnings- och ägarstyrningsansvar för den underliggande tillgången och får en ersättning av begränsad storlek. De institutionella ägarna saknar i princip ägarinflytande men delges information om innehavet från fondförvaltaren. För investeringar med en begränsad ägarandel som kräver expertkompetens anses det ofta fördelaktigt att investera med förvaltare som de har ett högt förtroende för.

Opportunistiska sidoinvesteringar i infrastruktur

Första–Fjärde AP-fonderna gör även sidoinvesteringar (eng: co-investments) inom infrastruktur. Till skillnad från sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier, där några av AP-fonderna inrättar en egen sidoinvesteringsfond och ger fondförvaltaren ett diskretionärt mandat, väljer AP-fonderna generellt formen opportunistiska sidoinvesteringar (eng: co-investments) för denna typ av investeringar. Investeringsformen innebär att de behåller beslutsmandatet och genomför en formell genomlysning (eng: due diligence) av investeringsmöjligheten internt.

Tredje och Fjärde AP-fonderna anser att opportunistiska sidoinvesteringar (eng: co-investments) är ett lämpligt alternativ för internationella marknader, där en direktinvestering inte är att föredra. Mot bakgrund av detta, samt möjligheten att få en utökad och mer riktad exponering mot ett önskat innehav, genomförde fonderna exempelvis en sidoinvestering (eng: co-investment) i Suez tillsammans med fondförvaltaren Meridiam. Andra AP-fonden har som exempel även genomfört en sidoinvestering (eng: co-investment) med Just Climate i Stegra, vilken faller in i AP-fondens högriskportfölj inom hållbar infrastruktur.

Fondinvesteringar i infrastruktur

En annan vanlig investeringsform för internationella infrastrukturinvesteringar är fondstrukturer. Hit hör bland annat Tredje och Fjärde AP-fondernas investeringar i Meridiams fonder. Även Andra AP-fondens långtgående relation till fondförvaltaren Just Climate faller inom denna investeringsform. Likt investeringar i onoterade aktier har fondförvaltaren ett diskretionärt mandat att investera i underliggande tillgångar.

2.4.4 Investeringar i onoterade aktier

Sidoinvesteringsfonder

Inom onoterade aktier tillämpar Första, Andra och Tredje AP-fonderna primärt sidoinvesteringsfonder för sidoinvesteringar (eng: co-investments). Inom ramen för denna investeringsform tilldelas fondförvaltaren vanligtvis ett diskretionärt investeringsmandat att bygga upp en diversifierad portfölj utifrån övergripande strategiska riktlinjer. Givet att investeringsprocessen läggs ut på en extern förvaltare anses detta vara en resurseffektiv investeringsform.

Första AP-fonden genomför samtliga sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier med Hamilton Lane. Tredje AP-fonden har en liknande investeringsplattform, vid namn Covalent, som genomför AP-fondens samtliga sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier och agerar en förlängd arm av organisationen. Andra AP-fonden tillämpar en något annorlunda investeringsform, där en sidoinvesteringsfond sätts upp per fondförvaltare. Till skillnad från Första, Andra och Tredje AP-fonderna genomför Fjärde AP-fonden i regel inte sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier. Fjärde AP-fonden har valt att inte investera i sidoinvesteringsfonder då de önskar behålla beslutsmandatet för investeringarna internt.

Fondinvesteringar

För tillgångsklassen onoterade aktier investerar Första–Fjärde AP-fonderna primärt i fonder, där en fondförvaltare tilldelas ett diskretionärt investeringsmandat. Detta innebär att fondförvaltaren ansvarar för samtliga faser i investeringsprocessen, inklusive urval och formell genomlysning (eng: due diligence). Se Arkwrights fördjupade analys av investeringar i illikvida tillgångar från 2023, avsnitt 4.3 ”Tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar” för bakgrund om investeringsprocessen.

Fondinvesteringar kan betraktas som ”passiva” ägarstrukturer för AP-fonderna, eftersom deras möjligheter till aktiv ägarstyrning och involvering i innehaven är begränsade. AP-fonderna betonar däremot vikten av förtroende för fondförvaltare, grundat i en långtgående relation och en djupgående analys inför beslut om fondutfästelser. Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna bygger relationer till och utvärderar fondförvaltare internt. Första AP-fonden tillämpar däremot en partnerskapsmodell med en fond-i-fond-förvaltare, Hamilton Lane, som utgör en förlängd arm av AP-fondens förvaltningsorganisation. Hamilton Lane utvärderar fondförvaltare för Första AP-fondens räkning. Däremot bibehåller Första AP-fonden beslutsmandatet för fondutfästelser internt. AP-fondens utfästelser genomförs även separat från Hamilton Lanes egna utfästa fondkapital.

3. Slutsatser och rekommendationer

Detta kapitel presenterar Arkwrights slutsatser och rekommendationer avseende Första–Fjärde AP-fondernas i) organisationer inom illikvida tillgångar, ii) investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag, iii) investeringar i onoterade fastighetsföretag, iv) investeringar i infrastruktur samt v) sidoinvesteringar.

3.1 Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar

3.1.1 En robust investeringsorganisation och dess förmågor

Investeringar i illikvida tillgångar ställer höga organisatoriska krav på förmågan att fullfölja investeringsprocessen för varje enskild investering. Investerare i illikvida tillgångar behöver säkerställa tillgång till attraktiva investeringsmöjligheter, samt fatta välgrundade investeringsbeslut baserade på omfattande formella genomlysningar (eng: due diligence). Vid direktinvesteringar i bolagsstrukturer tillkommer generellt sett även krav på aktiv ägarstyrning av innehaven. Bevakning av intressen i illikvida tillgångar förutsätter därmed en robust investeringsorganisation. Internationell forskning ger vägledning om god styrning av pensionsfonder, såsom OECD:s principer för pensionsreglering och Clark och Urwins (2008) ramverk för effektiv pensionsfondsstyrning. Begreppet robusthet grundas i organisationens förmåga att bedriva sin investeringsverksamhet och tillvarata och bevaka sina intressen i denna.

Förmåga är inte statisk, utan kan byggas upp och upprätthållas över tid genom rekrytering, erfarenhet och organisatoriskt lärande. På motsvarande sätt kan den också försvagas om nyckelpersoner lämnar organisationen eller om denna belastas med större portföljer eller andra arbetsuppgifter. Organisationens förmåga kan därutöver variera mellan olika tillgångsslag, marknader och faser i investeringsprocessen. För att en organisation ska kunna betraktas som robust anser dock Arkwright att den behöver ha en samlad förmåga att konsekvent utföra sitt mandat i investeringsprocesserna, såväl inom bolags- som fondstrukturinvesteringar. Samtliga aktiviteter som AP-fonderna bedriver och har mandat för kan sammanfattas på följande sätt:

- **Utvärdera marknaden kontinuerligt:** Förmåga att systematiskt och löpande analysera marknaden samt selektera inkommande propåer i syfte att identifiera och prioritera attraktiva affärsmöjligheter.
- **Nätverkande och relationsbyggande**: Förmåga att bygga och upprätthålla nätverk och relationer för att få tillgång till investeringsmöjligheter, medinvesterare och högpresterande fondförvaltare. På den onoterade marknaden är tillgång till transaktioner ofta avhängt etablerade relationer snarare än öppna marknadsprocesser.
- **Genomföra investeringsanalyser:** Förmåga att genomföra resurskrävande och kvalitetssäkra formella genomlysningar (eng: due diligence), inklusive värderingsanalyser och riskbedömningar. Detta innefattar både kvantitativa metoder och kvalitativ bedömning av affärsmodeller, ledningsteam och marknadsförutsättningar.
- **Nyttja spetskompetens**: Förmåga att använda djup kunskap inom specifika tillgångsklasser, branscher eller geografiska marknader vid utvärdering av affärsmöjligheter samt ägarstyrning. Spetskompetens är särskilt betydelsefull för illikvida tillgångar, där informationsasymmetrier är mer uttalade än på noterade marknader.

- **Fatta välgrundade investeringsbeslut**: Förmåga att kritiskt utvärdera investeringsmöjligheter och deras former mot varandra, i relation till portföljstrategin och övergripande målsättningar.
- **Driva ett aktivt värdeskapande**: Förmåga att stärka direktägda portföljinnehav genom ägarstyrning, grundat i en bred och djup kompetens i tillgångarna och deras marknader.
- **Utvärdera innehav löpande**: Förmåga att kontinuerligt utvärdera befintliga direktägda portföljinnehav och deras alternativkostnader djupgående för att fatta välgrundade beslut om fortsatt ägande, kapitaltillskott och avyttringar.

För att en investeringsorganisation ska kunna betraktas som robust anser Arkwright att samtliga ovan nämnda förmågor behöver kunna upprätthållas även när risker materialiseras eller oväntade händelser inträffar. En robust investeringsorganisation behöver ha förmågan att hantera realiserade risker i befintliga innehav, utan att takten för nyinvesteringar eller portföljens framtida avkastning påverkas negativt. AP-fondernas investeringsbeslut behöver grundas i deras långsiktiga strategi och kan inte avgöras av enskilda händelser.

En robust investeringsorganisation förutsätter alltså en viss marginal i resurser och bemanning samt en förmåga att omfördela resurser vid behov. Bemanningsmarginaler behöver dock avvägas mot kostnadseffektivitet. En mindre organisation med begränsad bemanning kan framstå som kostnadseffektiv under normala förhållanden, men sakna den marginal som krävs för att hantera avvikelser. Omvänt kan en organisation med betydande resursmarginal uppfattas som ineffektiv trots att den är väl rustad för krissituationer. Arkwrights bedömning är dock att kostnadseffektivitet inte får uppnås på bekostnad av robusthet. En investeringsform som endast fungerar under optimala förutsättningar är inte lämplig för institutionella investerare. Detta gäller särskilt för illikvida tillgångar, där möjligheten till avyttring är begränsad och där krishantering kan kräva betydande resurser under utdragna perioder.

Styrelsens roll i robusta organisationer

En grundläggande förutsättning för en robust investeringsorganisation är en välfungerande och proaktiv styrelse med relevant förmåga och erfarenhet för att fastställa mål, strategi och risknivå, samt ansvara för att ändamålsenliga policy och styrdokument finns fastställda och på plats. I perioder av kriser eller negativ medial uppmärksamhet, exempelvis kring enskilda innehav tenderar AP-fonderna att utsättas för hårt externt tryck. I sådana situationer behöver fondernas styrelser ha förmåga att stå fast vid vald strategi och utgöra en stabiliserande kraft mot kortsiktigt agerande. Genom att stödja AP-fondernas ledningar i deras strategigenomförande säkerställer styrelserna att fonderna inte drabbas av reaktiva styrningar som kan skada deras långsiktiga avkastningar.

3.1.2 Den historiska utformningen av Första–Fjärde AP-fondernas organisationer

Arkwright konstaterar att Första–Fjärde AP-fondernas kapitalförvaltningsorganisationer och investeringsfilosofier grundlades under en tid då investeringsuniversumet i huvudsak omfattade den noterade marknaden[9]. Betoningen på noterade tillgångar förstärktes av den då gällande lagstiftningen som fram till 2019 begränsade AP-fondernas andel illikvida tillgångar till högst 5 procent av

[9] Dock, tidiga exempel på onoterade investeringar är fastighetsinvesteringar såsom Vasakronan, tidigare AP-Fastigheter.

portföljerna[10]. Mot denna bakgrund utformades AP-fondernas organisationer för att hantera stora portföljer som i huvudsak bestod av noterade aktier och obligationer. Denna investeringsverksamhet kan betraktas som skalbar och kräver i regel relativt lite personal per förvaltad krona.

Det är Arkwrights bedömning att AP-fondernas historiska bakgrund har präglat utformningen av sina respektive organisationer för illikvida tillgångar. När andelen illikvida tillgångar ökar testas strukturen fundamentalt, då illikvida investeringar kräver andra resurser och förmågor för analys och aktiv ägarstyrning än exempelvis passiv aktieförvaltning. Arkwrights bedömning är att Första–Fjärde AP-fonderna har adderat investeringar i onoterade tillgångar som en del av sin kärnverksamhet, vilken historiskt har varit inriktad mot investeringar i noterade tillgångar. Detta har resulterat i kapitalförvaltningsorganisationer av begränsad storlek, vilket stämmer väl överens med den explicita och kulturella betoningen på kostnadseffektivitet som har funnits hos AP-fonderna.

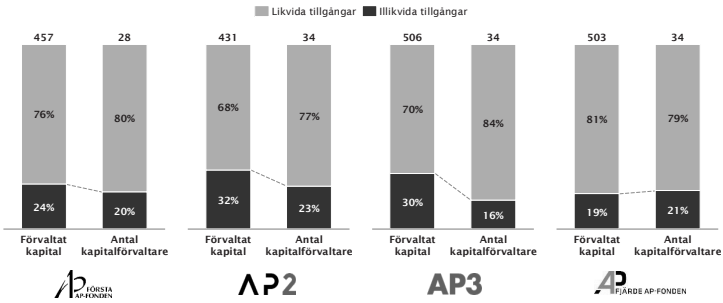
Det strukturella gapet mellan AP-fondernas organisationer och deras nuvarande portföljer har, enligt Arkwright, skapat ett styrningsgap där AP-fonderna har begränsade resurser att fullt ut tillvarata och bevaka sina intressen i sina illikvida tillgångar. Arkwright anser att kapitalförvaltningsorganisationer för illikvida tillgångar bör utformas med beaktande av tillgångsslagets unika natur och behov, vilka väsentligen skiljer sig från noterade tillgångar. Detta gäller även stödfunktioner, såsom juridik och riskanalys.

3.1.3 Perspektiv på Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar

För att utvärdera om tillräcklig kapacitet – i form av egen intern kompetens och resurser – är säkerställd i AP-fondernas respektive organisationer inom illikvida tillgångar behöver frågan analyseras ur flera perspektiv. Ett perspektiv som Arkwright bedömer som relevant är att jämföra förvaltat kapital och resursallokeringen av antal kapitalförvaltare inom illikvida tillgångar med motsvarande andelar i den totala portföljen. Ett exakt definierat idealt förhållande mellan andelen förvaltat kapital och resursallokering är svårt att fastställa. Däremot anser Arkwright att andelen resursallokering till illikvida tillgångar rimligen som minst bör motsvara tillgångsslagets andel i Första–Fjärde AP-fondernas totala kapitalförvaltningsorganisationer. Det kan noteras att detta endast har stämt för Fjärde AP-fonden mellan 2022 och 2024. För övriga AP-fonder understiger resursallokeringen andelen förvaltat kapital inom illikvida tillgångar med mellan 4 och 14 procentenheter. Jämförelsen illustreras i Figur 9.

[10] Laglimiten omfattade inte onoterade fastigheter.

Allokerat kapital och resurser till illikvida tillgångar i förhållande till den totala portföljen och kapitalförvaltningsorganisationen, snitt för 2022-2024, antal anställda och mdrSEK



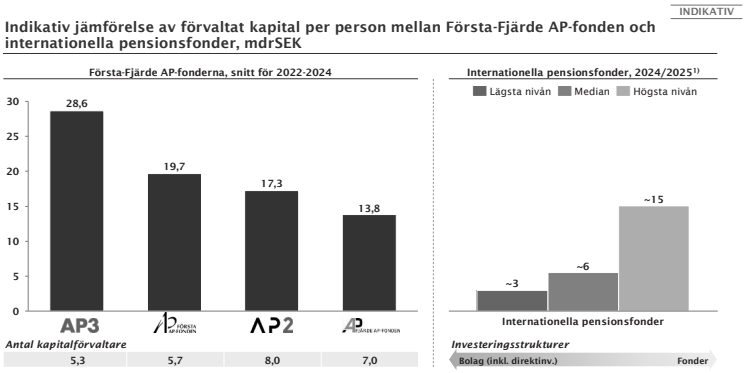
Källa: Första-Fjärde AP-fonden
Not: Genomsnittliga värden mellan 2022 och 2024 har använts. Vissa AP-fonder proaktivt har utökat sina organisationer under 2025, inför sammanslagningen den 1 januari 2026 (där kvarvarande AP-fonders illikvida portföljer kommer utökas). För att inte ge en missvisande bild av AP-fondernas organisationer historiskt har detta är exkluderats från analysen.

Figur 9: Allokerat kapital och resurser till illikvida tillgångar i förhållande till den totala portföljen och kapitalförvaltningsorganisationen, snitt för 2022–2024, antal anställda och mdrSEK

För att ge ytterligare perspektiv på dimensioneringen av Första–Fjärde AP-fondernas organisationer kan en indikativ jämförelse göras med internationella pensionsfonder. Arbetsmängd och resursbehov påverkas av ett flertal faktorer, däribland vilka aktiviteter som ingår i investeringsprocessen samt i vilken utsträckning investeringar sker via fondstrukturer respektive direkt i bolagsstrukturer och i vilka former. Ett förenklat mått är att relatera förvaltat kapital till antal kapitalförvaltare. Externt rapporterade data visar att varje kapitalförvaltare i de analyserade internationella fonderna förvaltar cirka 3–15 miljarder kronor.[11]

Trots att analysen är indikativ bedömer Arkwright att intervallet ger en uppfattning om hur dessa pensionsfonder bemannar sina organisationer i relation till AP-fonderna. Det kan konstateras att AP-fondernas värde av förvaltat kapital per anställd väsentligt överstiger medianen för de internationella jämförelsefonderna. Med fler kapitalförvaltare, men samma portföljstorlek, hade AP-fonderna rört sig närmare medianen. Endast Fjärde AP-fonden uppvisar ett värde som understiger den högsta nivå som rapporterats i det internationella urvalet. Den indikativa jämförelsen presenteras i Figur 10.

[11] En internationell jämförelse av pensionsfonders bemanning inom alternativa tillgångar ingick inte i uppdraget. Arkwright har däremot valt att ta med ett indikativt internationellt perspektiv för att ge ett perspektiv på AP-fondernas bemanning inom illikvida tillgångar. Arkwright har även funnit exempel på institutioner som enbart investerar i fondstrukturer (inkl. sidoinvesteringar) och då når högre kapital per förvaltare än det identifierade intervallet. Dessa har däremot exkluderats med anledning av dess mer begränsade jämförbarhet till AP-fonderna.



Figur 10: Indikativ jämförelse av förvaltat kapital per person mellan Första–Fjärde AP-fonderna och internationella pensionsfonder, mdrSEK

Både den internationella jämförelsen samt jämförelsen med deras egna portföljer talar för att AP-fonderna, särskilt Första, Andra och Tredje AP-fonderna, har resursbegränsad bemanning inom illikvida tillgångar.

Samtidigt bör det noteras att Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar inkluderar stödfunktioner och, vid behov, andra kapitalförvaltningsteam som inte har inkluderats i ovan analys. AP-fonderna har även, i varierande grad, förlängningar av sina organisationer. Polhem Infra kan anses falla inom denna kategori. Även Första AP-fondens samarbete med Hamilton Lane och Tredje AP-fondens investeringsplattform Covalent kan anses förstärka de interna investeringsorganisationerna.

3.1.4 Risker med Första–Fjärde AP-fondernas nuvarande organisationer inom illikvida tillgångar

Arkwrights övergripande uppfattning är att det strukturella gapet mellan fondernas resurskapacitet och storleken på de illikvida portföljerna utgör den enskilt största risken i AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar (bedömningen rör organisationernas strukturella kapacitet och säkerhetsmarginal, inte medarbetarnas kompetens och professionalism). Likt de fördjupade analyserna (tilläggsuppdragen) för 2023 och 2024 års utvärderingar (Regeringen, 2024, Skr. 2023/24:130, bil. 9; Regeringen, 2025, Skr. 2024/25:130, bil. 9) påtalar Arkwright att AP-fondernas relativt begränsade organisationer kan begränsa förmågan att utföra samtliga delar av investeringsverksamheten på ett kvalitetssäkrat sätt. Detta riskerar att bli särskilt påtagligt när risker materialiseras i enskilda innehav.

Det ligger i de illikvida tillgångsslagens natur att vissa innehav utvecklas i en oväntad riktning och kräver omfattande uppmärksamhet och resurser från dess ägare. När detta oundvikligen inträffar bedömer Arkwright att AP-fondernas organisationer har begränsad förmåga att, med adekvat

kapacitet, utföra samtliga arbetsuppgifter inom nyinvesteringar och befintlig förvaltning. En möjlig konsekvens är att nyinvesteringar genomförs i lägre utsträckning, vilket observerades när 4 to 1 Investments investering i Northvolt utvecklades negativt. På samma sätt bedömer Arkwright att AP-fondernas förmåga till proaktiv riskmitigering är delvis begränsad. AP-fonderna kan därför, vid materialiseringen av ytterligare risker i den illikvida portföljen, tvingas till reaktiva åtgärder som i värsta fall inträffar för sent.

Arkwright anser att AP-fonderna behöver säkerställa robusta organisationer med relevanta resurser och förmågor som har en viss säkerhetsmarginal för hantering av oväntade händelser. Idag bedöms den organisatoriska kapacitetsbufferten som marginell och vara i behov av utbyggnad. Det bör även noteras att Första–Fjärde AP-fonderna har ett relativt stort utrymme att investera i illikvida tillgångar. För att kunna generera bästa möjliga nytta för pensionssystemet måste AP-fonderna optimera förmågan att nyttja utrymmet. Om alltför hög kostnadsmedvetenhet sätts i första rummet framför organisatorisk styrka riskerar fondernas förmåga att nå investeringsmålen att undermineras.

3.1.5 Arkwrights rekommendationer

Arkwrights rekommendationer avseende Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar sammanfattas på följande sätt:

- **Säkerställa robusta investeringsorganisationer**: Första-Fjärde AP-fonderna behöver säkerställa robusta organisationer med kapacitet och förmåga att genomföra de faser i investeringsprocessen som de har mandat för, även under resurskrävande perioder. Arkwright rekommenderar att AP-fonderna förstärker sina interna kapitalförvaltningsorganisationer inom illikvida tillgångar genom att tillföra fler medarbetare. Ytterligare kapacitetsmarginal kan även säkerställas genom ett ökat nyttjande av samarbetspartners.
- **Introducera organisationsnyckeltal:** I nuvarande styrningsstrukturer behandlas organisationsfrågan i budgetsammanhang, där resursallokeringen i huvudsak optimeras från ett kostnadsperspektiv. Arkwright anser att AP-fondernas styrelser bör införa nyckeltal som mäter organisationernas robusthet och relevans i relation till vald investeringsstrategi samt förmåga att implementera densamma. Exempel: i) medarbetare per mdrSEK portfölj (fastigheter, onoterade aktier, infrastruktur), ii) kapacitetsbuffert (max hanterbar vs. faktisk portfölj per medarbetare), iii) stresstest (tillgängliga medarbetare vid simultana riskhändelser i till exempel 3–5 innehav).

3.2 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Första–Fjärde AP-fonderna har upprättat två gemensamägda riskkapitalföretag: Polhem Infra och 4 to 1 Investments. Det sistnämnda har blivit särskilt uppmärksammat till följd av sin investering i batteritillverkaren Northvolt. Bildandet av dessa bolag, och erfarenheterna från deras investeringar, har gett värdefulla insikter om AP-fondernas investeringsformer styrning och organisation. Nedan presenteras de mest centrala slutsatserna och lärdomarna som Arkwright har identifierat.

3.2.1 Organisatorisk substans

AP-fondslagen (2000:192), inklusive de lagändringar som trädde i kraft den 1 januari 2019 och 1 maj 2020, som utökade utrymmet att investera i illikvida tillgångar och höjde röstandelsgränsen för AP-fonderna till 35 procent i riskkapitalföretag, definierar inte organisatoriska krav för gemensamägda riskkapitalföretag. Lagstiftningen anger ramar för AP-fondernas placeringsverksamhet, inklusive bland annat krav på låg total risknivå och långsiktigt hög avkastning, samt att AP-fonderna inte ska ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i riskkapitalföretag (Sveriges regering, 2019; Sveriges riksdag, 2000, 4 kap. 1 § och 5 b §). Däremot specificeras inte vilka organisatoriska egenskaper ett riskkapitalföretag bör ha för att fungera som en lämplig investering i AP-fondernas kapitalförvaltning.

För att möjliggöra en systematisk utvärdering av investeringsformen gemensamägda riskkapitalföretag introducerar Arkwright begreppet organisatorisk substans som ett analytiskt ramverk. [12] Ett riskkapitalföretag besitter i denna analys *organisatorisk substans* om det *som minst* uppfyller följande tre grundläggande principer:

- **Organisatorisk robusthet**: En robust och självständig organisation med ledning samt dedikerad investeringsorganisation som bedriver en dokumenterad investeringsprocess, inklusive ett beredande investeringsorgan och tydliga roller för riskhantering och oberoende uppföljning.
- **Portföljansats:** En fastställd strategi och kapacitet att över tid bygga upp och förvalta en portfölj inom det givna förvaltningsmandatet, med god diversifiering, definierad risknivå och riskbudget, anpassad kapital- och likviditetsram samt tydlig koppling till AP-fondernas uppdrag och hållbarhetskrav. Detta innefattar förmåga att planera uppföljningsinvesteringar, hantera återflöden och successivt anpassa portföljen utifrån erfarenheter och marknadsförutsättningar.
- **Definierad kapitalram:** En kapitalram, anpassad till vald strategi och investeringshorisont, som möjliggör en effektiv uppbyggnad och förvaltning av portföljen, inklusive uppföljningsinvesteringar.

Utöver dessa tre principer, som utgör en grundläggande nivå för organisatorisk substans, finns även andra aspekter som kan vara avgörande för ett riskkapitalföretags långsiktiga lämplighet. Hit hör bland annat transparens i processer och rapportering, oberoende översyn och konflikthantering, en lärande och adaptiv organisationskultur.

Enligt Arkwright bör gemensamägda riskkapitalföretag som huvudregel uppfylla dessa principer för organisatorisk substans innan de påbörjar sin investeringsverksamhet. Ramverket används i följande avsnitt för att översiktligt belysa investeringsformen riskkapitalföretag och hur dess organisatoriska förutsättningar tar sig uttryck i de gemensamägda bolag som Första-Fjärde AP-fonderna har etablerat.

[12] Begreppet tar sin utgångspunkt i internationella styrningsprinciper, såsom OECD:s riktlinjer för pensionsfondsstyrning (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2012), forskning om goda principer (eng: best practice) för institutionella investerare (Clark & Urwin, 2008), samt, i besläktad EU-reglering av alternativa investeringsfonder (Europaparlamentet & Europeiska unionens råd, 2011, art. 20) som illustrativ parallell och för relevans av principerna, även om AP-fonderna inte omfattas av detta regelverk. Sammantaget betonar dessa källor att delegerad kapitalförvaltning bör ske till strukturer med reell organisatorisk kapacitet, inte till juridiska former utan faktisk substans.

3.2.2 Slutsatser och lärdomar från Polhem Infra

Tilläggsuppdraget har analyserat Polhem Infra ur ett ägarperspektiv, där AP-fondernas informationsdelgivning har legat till grund för utvärderingen. I uppdraget ingick inte att i detalj utvärdera Polhem Infras organisation, exempelvis avseende investeringsprocess, organisatorisk kapacitet och interna målsättningar. Den tillgängliga informationen indikerar dock att Polhem Infra uppfyllde substansprinciperna på en grundläggande nivå. Bolaget har en organisation bestående av sju medarbetare samt en investeringskommitté som bereder investeringsbeslut inför styrelsen. Styrelsen består av såväl beroende som oberoende ledamöter. Sedan grundandet 2019 har Polhem Infra även genomfört ett flertal investeringar, vilket indikerar en portföljansats. Bolaget har därutöver en definierad kapitalram.

Uppbyggnaden av Polhem Infra exemplifierar dock komplexiteten i att bygga upp en robust organisation med förmåga att bedriva investeringsverksamhet. Den identifierade komplexiteten avser dels den tid som krävs för att etablera en lämplig organisation, dels de ersättningsstrukturer som kan erbjudas kapitalförvaltarna. Båda dessa aspekter redogörs för nedan.

Riskkapitalföretagets uppbyggnadsprocess

Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna bildade det gemensamma riskkapitalföretaget Polhem Infra[13] 2019. Organisationen har successivt byggts upp och består idag av sju medarbetare med bedömd relevant kompetens inom nordisk infrastruktur. Polhem Infra är en självständig organisation med ledning, egen investeringsorganisation samt en definierad kapitalram inom sitt förvaltningsmandat. Arkwright betonar den tid som har krävts för att nå nuvarande nivå och struktur, uppskattningsvis tagit minst sex år.

Utifrån att kan ta 5–10 år att bygga upp organisatorisk substans från grunden bör AP-fonderna överväga rimligheten i att bilda gemensamägda riskkapitalföretag. Detta bör särskilt vägas mot kostnaderna för utvecklingsfasen, inklusive alternativkostnaden från uteblivna investeringar i tillgångsslaget via andra former, samt risken att ledning och styrelse i riskkapitalföretaget binds upp i rekrytering och processutveckling i stället för aktiv förvaltning.

Gemensamägda riskkapitalföretag ger förutsättningar för en kostnadseffektiv investeringsform, med insyn och inflytande. Arkwright menar inte att AP-fonderna bör undvika gemensamägda riskkapitalföretag som investeringsform. I stället betonar Arkwright vikten av att inte låta upprättandet ske på bekostnad av omfattningen och kvaliteten i den löpande investerings- och förvaltningsverksamheten.

Kompetensförsörjningens centrala roll

En central förutsättning för att lyckas som riskkapitalföretag är förmågan att rekrytera och behålla erfarna och kvalificerade förvaltare med spetskompetens inom relevanta tillgångsklasser och marknader. Detta bör särskilt beaktas i relation till den privata marknadens uppbyggnad, som i hög grad vilar på individers nätverk, relationer och tillgång till affärer.

[13] Polhem Infra AB/KB beskrivs mer ingående i avsnitt 6.1.2.

För att kunna rekrytera relevant personal måste de AP-fondsägda riskkapitalföretagen vara konkurrenskraftiga arbetsgivare, vilket inkluderar ersättningsnivåer och strukturer. AP-fonderna har däremot, i egenskap av ägare, begränsade möjligheter att erbjuda konkurrenskraftiga ersättningsnivåer till nyckelpersoner i sina riskkapitalbolag. Trots att andra faktorer än kompensation bidrar till riskkapitalföretagens attraktivitet på arbetsmarknaden anser Arkwright att nuvarande ersättningsnivåer kan utgöra ett hinder för att långsiktigt upprätthålla robusta organisationer. Polhem Infras uppbyggnad belyser Första–Fjärde AP-fondernas strukturella utmaningar avseende ersättningsnivåer och -strukturer. Mot denna bakgrund bör lämpligheten av gemensamägda riskkapitalföretag utvärderas mot i relation till dessa förutsättningar.

Ett alternativ är investeringar via fondstrukturer eller liknande. Trots högre avgiftsnivåer ger denna investeringsform tillgång till robusta team och nettoavkastning, eftersom de har förmåga att attrahera och behålla högpresterande medarbetare. Gemensamägda riskkapitalföretag kan dock vara mer kostnadseffektiva än fondstrukturer för "core"-infrastruktur. Noteras att de kan ge konkurrensfördelar för specifika tillgångar inom nordisk infrastruktur, där AP-fonderna ses som attraktiva, långsiktiga ägare. Lämpligheten av fondstrukturer respektive gemensamägda riskkapitalföretag varierar därmed med vald investeringsstrategi.

Arkwrights rekommendationer

Arkwrights rekommendationer, grundade i lärdomar från Polhem Infra, kan sammanfattas på följande sätt:

- **Överväg alternativa investeringsformer under uppbyggnadsfasen:** För att undvika alternativkostnader i form av utebliven avkastning bör andra investeringsformer, exempelvis fondstrukturer, övervägas parallellt med att riskkapitalföretagets organisation byggs upp.
- **Utvärdera formens lämplighet givet ersättningen som kan erbjudas:** Riskkapitalföretag bör endast etableras om AP-fonderna långsiktigt kan rekrytera och behålla en organisation med hög kompetens. Fondinvesteringar kan, trots högre avgiftsnivåer, potentiellt generera högre nettoavkastning.

3.2.3 Slutsatser och lärdomar från 4 to 1 Investments

Det andra gemensamägda riskkapitalföretaget som AP-fonderna har upprättat är 4 to 1 Investments, som investerade i batteritillverkaren Northvolt. Det är en central del av AP-fondernas uppdrag att ta risker i sina investeringar, både på den noterade och onoterade marknaden. Investeringsformen 4 to 1 Investments har upprättats i enlighet med lagens bestämmelser och propositionens formuleringar, vilket AP-fonderna framhåller som en grund för dess lämplighet. Att förvalta kapital i en gemensam struktur för att uppnå skalfördelar och kostnadseffektivitet är även i grunden förenligt med etablerad och ansvarsfull kapitalförvaltning.

Utifrån den information som Arkwright har tagit del av finns det inga indikationer på att AP-fonderna avvek från sina fastställda beslutsprocesser i bildandet av det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments. Respektive AP-fond följde sin mandatstruktur och investeringsprocess vid beslut om kapitaltillskott till riskkapitalföretaget, med formella genomlysningar (eng: due diligence) som grund. På samma sätt följde 4 to 1 Investments sin investeringsprocess vid investeringsbeslutet i Northvolt.

Däremot anser Arkwright att investeringsformen 4 to 1 Investments har utförts med en strukturellt bristfällig styrning, sett till utformningen av det gemensamma riskkapitalföretaget och dess avsaknad av organisatorisk substans. En fördjupning av upprättandet av 4 to 1 Investments, den identifierade styrningsproblematiken, samt Arkwrights slutsatser och rekommendationer, presenteras nedan.[14]

Bakgrunden till 4 to 1 Investments bildade: beslutsmiljö

En av tilläggsuppdragets centrala frågeställningar är hur AP-fonderna säkerställer lämplig styrning, bemanning, resurser och bevakning av ägarintressen vid investeringar genom gemensamägda riskkapitalföretag. Svaret på den frågan kan inte helt skiljas från den kontext där 4 to 1 Investments bildades och investeringsbeslutet fattades. Den beslutsmiljö som rådde runt 2019–2021, med regulatoriska reformer, global hållbarhetstrend och bred marknadskonsensus kring batteriteknologi, är faktorer som investeringsformen och beslutsprocessen behöver vara robusta nog att hantera.

Det finns ingenting som pekar på att en *direkt* politisk styrning låg till grund för 4 to 1 Investments bildande eller dess investeringsbeslut i Northvolt. Däremot hade Northvolt en framträdande roll i den svenska industripolitiken och den europeiska gröna omställningen, med stöd från statliga aktörer och EU-finansiering, vilket skapade en bakgrund med starkt fokus på strategiska mål. Detta belyste frågor kring form- och styrningsaspekter som detta uppdrag analyserar. Ett urval av centrala komponenter som skapade den då rådande tidsandan redogörs för nedan.

Lagändringen 2019: Den 1 januari 2019 ändrades AP-fondslagen på två avgörande sätt. Taket för illikvida tillgångar höjdes från 5 till 40 procent av portföljen. Samtidigt infördes kravet på att fonderna ska bedriva sin förvaltning "på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande," med särskild vikt vid hur hållbar utveckling kan främjas. Lagen skapade en strukturell medvind som förstärkte den tidsanda och fokus på hållbara investeringar som redan rådde. Fonderna fick ett utökat mandat att investera i illikvida tillgångar och en lagstadgad förväntning att prioritera hållbarhet. Samtidigt valde AP-fonderna att upprätta riskkapitalföretaget 4 to 1 i mars 2021, mindre än 2,5 år efter lagändringen. Denna kombination skapade en strukturell sårbarhet.

Den "gröna investeringsvågen": Perioden 2018–2021 utgjorde en del av den så kallade "gröna investeringsvågen". Det globala hållbara fondkapitalet växte från omkring 5 biljoner[15] kronor 2018 till över 20 biljoner kronor 2021 (se kapitel 5.7 för utveckling t.o.m. 2025). EU:s taxonomi för hållbara investeringar (Europaparlamentet och Europeiska unionens råd, 2020)[16], SFDR-regelverket (Europaparlamentet och Europeiska unionens råd, 2019)[17] och European Green Deal (Europeiska kommissionen, 2019)[18] skapade ett ramverk som inte bara uppmuntrade utan i praktiken förväntade

[14] Avsnittet omfattar slutsatser och rekommendationer som Arkwright har identifierat fram till den sista december 2025. Eventuella offentliggöranden som har skett därefter har inte inkluderats i rapporten.
[15] 1 biljon = 1 000 miljarder
[16] EU:s taxonomi för hållbara investeringar ämnar etablera ett gemensamt klassificeringssystem som definierar vilka ekonomiska aktiviteter som kan anses miljömässigt hållbara, i syfte att styra kapitalflöden mot hållbara investeringar och motverka så kallad "greenwashing".
[17] SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) är EU:s förordning om hållbarhetsrelaterade upplysningar som även kallas disclosureförordningen. SFDR reglerar hur finansmarknadsaktörer och finansiella rådgivare ska informera sina investerare och kunder om hållbarhet.
[18] European Green Deal, eller den europeiska gröna given, är EU:s övergripande strategi för att ställa om ekonomi, energi, transporter och industri mot klimatneutralitet. Den syftar till att minska utsläppen med minst 50 procent till 2030, med ambitionen att nå 55 procent, samt att göra klimatneutralitet till 2050 rättsligt bindande genom den europeiska klimatlagen.

att institutionella investerare sökte gröna investeringsmöjligheter. Fonder klassificerade under SFDR Artikel 9 behövde investera i bolag som Northvolt för att uppfylla sina egna fondmandat.

AP-fonderna operationaliserade lagkravet kring föredömlig förvaltning och hållbar utveckling genom att skapa dedikerade hållbarhetskategorier. Samtliga fonder pekade konsekvent ut onoterade tillgångar som en central arena för hållbarhetspåverkan. När Northvolt presenterade sig som den mest karaktäristiska europeiska gröna investeringen, vid exakt rätt tidpunkt, sammanföll detta med fondernas organisatoriska behov av investeringar att fylla dessa kategorier med.

Riksrevisionens granskning: Den 3 juni 2021, sex dagar innan 4 to 1 Investments investeringsbeslut i Northvolt offentliggjordes, publicerade Riksrevisionen sin granskning av AP-fondernas hållbarhetsarbete (RiR 2021:18). Rapporten bedömde fondernas hållbarhetsarbete som ”ändamålsenligt” i förhållande till det lagstadgade uppdraget. I en internationell jämförelse (Regeringen, 2020) angavs dessutom att AP-fonderna tillhörde den globala fronten inom hållbart ägande. Granskningen konstaterade att fonderna hade etablerade processer för hållbarhetsriskanalys och aktivt ägande.

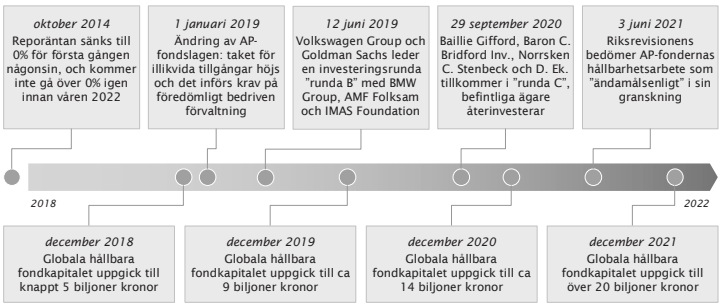
Bedömningen var rimlig givet granskningens syfte, nämligen att utvärdera huruvida fondernas hållbarhetsarbete svarade mot det nya lagkravet. Däremot bör det understrykas att granskningen utvärderade övergripande processer och strukturer, inte specifika investeringsbeslut *former, process och kvalitet*. Tidpunkten innebar att fonderna fick en implicit validering av sitt hållbarhetsramverk några dagar innan de genomförde sin största enskilda hållbarhetsinvestering. Även om granskningen inte tog ställning till specifika investeringar, kan den ha bidragit till en beslutsmiljö där fondernas interna ramverk uppfattades som validerat av en oberoende granskare.

Räntemiljö: Investeringen genomfördes i slutet av en utdragen nollränteperiod. Riksbanken hade hållit styrräntan på noll procent sedan 2015, i linje med andra centralbanker som ECB (-0,5 procent) och Fed (0–2,25 procent). Låga diskonteringsräntor gynnade per definition tillgångar med lång kassaflödesduration, som Northvolts projekterade kassaflöden.

Cirkulär validering: Välrenommerade aktörer, såväl institutionella investerare som industriella strategiska investerare, deltog i Northvolts kapitalanskaffningar genom ett flertal investeringsrundor. I respektive finansieringsrunda hänvisades till tidigare investerares deltagande som en kvalitetsindikator. Investerarnas engagemang kan ha bidragit till ökad legitimitet och förtroende för investeringen samt ha påverkat efterföljande investerares riskbedömning.

Den konvergens av regulatoriska reformer, global hållbarhetstrend, nollräntemiljö, cirkulär validering och intern organisatorisk dynamik som rådde 2021 skapade förutsättningar som gjorde Northvolt-investeringen *lättare* att fatta och svårare att avstå från. En tidslinje över ovan nämnda händelser, som tillsammans kan förklara den rådande beslutsmiljö, sammanfattas i Figur 11.

Tidslinje: Urval av händelser som formade beslutsmiljön kring investeringen i 4 to 1 Investments i juni 2021



Källa: Sveriges Riksbank, Morningstar Direct, Riksdagen, Northvolts pressmeddelanden, Riksrevisionen, Arkwright Analys

Figur 11: Tidslinje: Urval av händelser som skapade beslutsmiljön kring investeringen i 4 to 1 Investments i juni 2021

Beteendeekonomiska mekanismernas roll i den gröna omställningen

Den beslutsmiljö som beskrivs ovan verkar inte i ett vakuum. Forskningen inom beteendeekonomi identifierar systematiska mekanismer som förklarar hur beslutsfattare, även erfarna och professionella, avviker från strikt rationell analys. Dessa mekanismer utmanar just de processer som tilläggsuppdraget analyserar: kritisk granskning av styrning, investeringsform, resurser och uppföljning. De verkar sällan isolerat och i en miljö som den som rådde 2021 förstärker de varandra. Följande mekanismer är särskilt relevanta att belysa i ett investeringsfall som Northvolt:

- **Överkonfidens**: Forskningen om överkonfidens (eng: overconfidence bias) visar att beslutsfattare systematiskt överskattar sin förmåga att bedöma komplexa situationer och underskattar osäkerheten i sina prognoser (Kahneman & Tversky, 1979; Moore & Healy, 2008). Denna mekanism illustreras i situationer som Northvolt, där en utbredd uppfattning på marknaden om hög sannolikhet för framgång i förhållande till risken uppstår, särskilt när den egna bedömningen valideras genom investeringar från andra välrenommerade institutionella och strategiska aktörer (cirkulär validering). Detta utmanar förmågan till oberoende och kritisk granskning i investeringsprocesser som de hos AP-fonderna.
- **Asymmetrisk riskbedömning (prospektteori)**: Kahneman och Tverskys prospektteori (1979) visar att beslutsfattare värderar förluster tyngre än motsvarande vinster. Enligt teorin kan ett avstående från investeringen uppfattas som en förlust, både i form av utebliven finansiell avkastning och i relation till det lagstadgade hållbarhetsuppdraget. En sådan förlustperception kan påverka beslutsfattandet mot ett högre risktagande.
- **Ankring**: Forskningen om ankring (Tversky & Kahneman, 1974) visar att initiala referenspunkter har oproportionerligt stor påverkan på efterföljande bedömningar, även när beslutsfattaren är medveten om förankringseffekten. Denna mekanism visas i investeringsprocesser där (vissa) beslutsunderlag ofta tillhandahålls av rådgivare med intresse i transaktionen. Här etableras ursprungliga explicita och implicita värderingsantaganden om

exempelvis stark efterfrågan på hållbara NMC[19]-litium-jon-battericeller för elbilar och energilagring, fungerande teknologi, produktlansering utan regulatoriska hinder, effektiv uppskalning av produktionskapacitet, konkurrenskraft gentemot kinesiska tillverkare som CATL eller BYD med konkurrenskraftigt kostnadsläge genom statliga subsidier, stordrift och optimerade produktionsprocesser samt fortsatt policy-stöd från EU:s Green Deal. Enligt mekanismen resulterar detta i att efterföljande investerare utgår från dessa antaganden snarare än att pröva dem mot oberoende analyser, vilket ger dem en styrande effekt genom hela investeringskedjan. Detta utmanar förmågan till oberoende utvärdering i investeringsprocesser.

- **Representativitet och extrapolering**: "Representativeness heuristic" (Tversky & Kahneman, 1974) beskriver tendensen att behandla en kort observationsperiod som representativ för det långsiktiga normalfallet. Enligt denna mekanism resulterar en historiskt unik miljö som perioden 2018–2021, med nollräntor, explosiv tillväxt i elfordonsmarknaden och kraftiga ESG-flöden i att den uppfattats som det nya normalfallet. Detta utmanar förmågan att separera temporära marknadsvillkor från strukturella trender, såsom hållbarhet, drivet av lagkrav och avtal, upplevs i vågor med hype-toppar som 2018–2021, men som en underliggande systemförändring.
- **Narrativ ekonomi:** Robert Shillers "Narrative economics" (2019) visar hur dominerande berättelser driver ekonomiska beslut på sätt som avviker från vad en strikt finansiell analys motiverar. Denna mekanism illustreras i situationer som Northvolt, som blev en symbol för den gröna omställningen, Europas industriella självständighet och Sveriges roll i den globala energitransitionen. Enligt teorin tenderar sådana narrativ att minska uppmärksamheten på hårda utvärderingsfrågor, där ett ifrågasättande av investeringen uppfattas som ett ifrågasättande av den gröna omställningen i sig. Narrativets styrka är ofta en produkt av de övriga mekanismerna: överkonfidens minskar benägenheten att söka motbevis, ankring låser fast förväntningarna vid optimistiska antaganden, och representativitetsheuristiken får en unik marknadsperiod att framstå som det nya normalfallet. Tillsammans skapar dessa mekanismer en beslutsmiljö som systematiskt utmanar den kritiska analysen.
- **Flockbeteende:** Abhijit Banerjees ”A Simple Model of Herd Behavior” (1992) beskriver hur beslutstagare kan fatta beslut baserat på andras handlingar snarare än på egen information. Exempelvis, när flera aktörer investerar i ett bolag kan detta skapa en informationskaskad där efterföljande investerare tolkar tidigare beslut som en signal om bolagets kvalitet, även om den underliggande informationen är osäker.

Det bör noteras att beslutsmiljön inte skapar investeringsbeslut. Däremot resulterar den i förutsättningar som gör vissa beslut mer sannolika enligt beteendeekonomiska teorier. Den tenderar även att förklara varför eventuella styrningsbrister inte uppmärksammas i tillräcklig grad. I en miljö där en investering uppfattas som moraliskt riktig, regulatoriskt motiverad och validerad av andra tungviktiga investerare leder mekanismerna till att de normala incitamenten att ifrågasätta investeringens attraktivitet försvagas enligt dessa mekanismer.

En robust beslutsprocess ska vara konstruerad för att motstå denna typ av kontextuellt tryck, genom oberoende analys, systematisk identifiering av risker, ifrågasättande av konsensus, etablerade policies,

[19] NMC: Nickel-Mangan-Kobolt-kemi

och tydliga eskaleringsrutiner. En central fråga är därför om AP-fondernas rådande styrningsstrukturer var tillräckligt robusta för att kompensera för trycket som skapas av rådande beslutsmiljö.

4 to 1 Investments organisatoriska substans

Till skillnad från Polhem Infra, det andra gemensamägda riskkapitalföretaget som AP-fonderna har upprättat, saknar 4 to 1 Investments heltidsanställda i sin investeringsorganisation och företaget har endast investerat i en tillgång (Northvolt). Riskkapitalföretaget saknar även en kapitalram. Redan vid en översiktlig tillämpning av ramverket för organisatorisk substans på en grundläggande nivå för 4 to 1 Investments kan det konstateras att ingen av principerna ännu är uppfyllda. En bedömning av substansprincipernas uppfyllnad, avseende i) organisatorisk robusthet, en ii) portföljansats och iii) en definierad kapitalram, redogörs för nedan.

Organisatorisk robusthet: 4 to 1 Investments har sedan bildandet bemannats med deltidskonsulter som har ansvarat för företagets operativa företagsledning. AP-fonderna menar att 4 to 1 Investments bemanning var väl avvägd för portföljen och sannolikt skulle ha utökats i takt med portföljens tillväxt om ytterligare investeringar hade genomförts. Arkwright anser dock att riskkapitalföretagets organisation saknade kapacitet och förmåga att med egna resurser självständigt utvärdera marknaden, identifiera attraktiva investeringsmöjligheter, genomföra formella genomlysningar (eng: due diligence), fatta investeringsbeslut och bedriva aktiv ägarstyrning av portföljinnehaven.

Arkwright instämmer helt med AP-fondernas syn att riskkapitalföretagens organisationer behöver vara kostnadseffektiva. Däremot får kostnadseffektivitet inte ske på bekostnad av organisatorisk relevans och förmåga. Arkwright anser att riskkapitalföretagets investeringsverksamhet behöver *föregås* av en robust organisation med relevant kompetens som har förmågan att utvärdera möjligheter och fatta investeringsbeslut, separat från AP-fondernas egna förvaltningsverksamheter. Organisationen bör därmed bemannas proaktivt snarare än reaktivt. 4 to 1 Investments kan inte ha ansetts uppfylla detta.

Arkwright anser att riskkapitalföretagets organisation kräver en långsiktig resursuppbyggnad, med utgångspunkt i företagets investeringsstrategi och förväntade utveckling. Beslut om uppbyggnad av riskkapitalföretaget får inte grundas i kortsiktiga budgetbegränsningar eller enstaka investeringsobjekt. Saknas dessa organisatoriska förutsättningar – vilket Arkwright bedömer var fallet för 4 to 1 Investments – är det enligt Arkwright olämpligt att genomföra investeringar via ett riskkapitalföretag som investeringsform.

Portföljansats: 4 to 1 Investments portfölj har uteslutande bestått av dess innehav i Northvolt. Varken AP-fondslagen eller dess förarbeten anger att riskkapitalföretag behöver ha fler än ett innehav. Däremot är det Arkwrights bedömning, grundad i god institutionell investeringspraxis, att riskkapitalföretag bör vara väl diversifierade och ha ett flertal portföljinnehav. Diversifiering är en fundamental princip för riskhantering inom institutionell kapitalförvaltning. Branschstandard är att bygga en portfölj om 10–20 innehav över en investeringsperiod om minst 3–5 år. Mot denna bakgrund framstår 4 to 1 Investments portfölj, med endast ett innehav under närmare fyra år, som avvikande från vad som kan förväntas av ett riskkapitalföretag.

Vikten av diversifiering betonas särskilt inom affärsmodellen för investeringar i nybildade företag (eng: venture), som bygger på att ett fåtal framgångsrika investeringar kompenserar för övriga

lågavkastande portföljinnehav.[20] Northvolt, ett nystartat bolag som verkade på en ny marknad och nyttjade ny teknik, kan betraktas som ett nybildat företag (eng: venture, growth). Portföljdiversifiering är därmed särskilt central för att uppnå en attraktiv riskjusterad avkastning.

I sammanhanget bör det noteras att Första–Fjärde AP-fonderna menar att 4 to 1 Investments bildades med en intention om att investera i ytterligare innehav och att ett antal investeringsmöjligheter har förelagts riskkapitalföretagets styrelse. Arkwright konstaterar att riskkapitalföretaget varit verksamt sedan 2021 men inte genomfört några investeringar utöver Northvolt. När investeringen skrevs ned till noll vid utgången av 2024 hade bolaget uppvisat en passivitet avseende investeringar i andra bolag under närmare fyra års tid. Arkwright anser att denna passivitet strider mot vad ett aktivt riskkapitalföretag bör uppvisa och väcker frågor om företagets operativa kapacitet och syfte, investeringsstrategins bredd och ägarnas samsyn. På motsvarande sätt menar Arkwright att avsaknaden av en kapitalram skapade suboptimala förutsättningar för en fortsatt uppbyggnad av portföljen.

Arkwrights bedömning är att AP-fonderna sammantaget uppnår en god riskspridning i sina totala portföljer. Dock, en utvärdering av just denna specifika form för investering som det gemensamägda riskkapitalföretagets investeringsverksamhet utgör, kan konstateras sakna en egen portföljdiversifiering. Detta kan jämföras med fondinvesteringar i onoterade aktier som på motsvarande sätt normalt diversifierar sina portföljer.

Definierad kapitalram: 4 to 1 Investments saknade en definierad kapitalram, vilket innebar att varje investeringsbeslut krävde ett beslut om kapitaltillskott från respektive AP-fond. För att kunna fatta dessa beslut behövde AP-fondernas egna medarbetare genomföra ett analysarbete av riskkapitalföretagets respektive investering vid sidan av sina ordinarie uppdrag. Riskkapitalföretaget kan därför ha ansetts haft avsikten att systematiskt nyttja AP-fondernas resurser för att bedriva centrala delar av sin investeringsverksamhet.

4 to 1 Investments och dess investering i Northvolt belyser därmed en problematik kring hur en struktur kan dra nytta av ägarnas resurser för att genomföra investeringar. Sett från detta perspektiv kan 4 to 1 Investments ha ansetts utgöra ett verkställande organ för AP-fondernas resurser, snarare än en självständigt uppbyggd investeringsorganisation. Arkwright menar att denna distinktion är avgörande: ett genuint riskkapitalföretag tillför värde genom sin specialistkompetens och oberoende bedömningsförmåga, medan en genomförandestruktur endast tillför en juridisk form utan motsvarande substans. Det kan även ifrågasättas om ett riskkapitalföretag som förlitar sig på resurser från AP-fonderna verkligen är ett riskkapitalföretag, annat än i formell mening.

Arkwrights sammantagna bedömning: Det kan konstateras att 4 to 1 Investments saknade en investeringsorganisation med heltidsanställd personal och investeringskommitté, en diversifierad portfölj och en definierad kapitalram. Dessa komponenter kännetecknar professionella riskkapitalföretag och utgör grundläggande förutsättningar för en oberoende förvaltning och för funktionen som intermediär mellan kapitalägare och portföljbolag.

[20] En tumregel är att omkring 10 procent av investeringarna i nybildade företag (eng: ventures) genererar en hög avkastning, medan 60–70 procent typiskt resulterar i partiella eller totala förluster. En portfölj med endast ett innehav saknar därmed statistiska förutsättningar för riskjusterad avkastning.

Arkwrights bedömning är att 4 to 1 Investments organisation från grunden inte var rustad för en bredare riskkapitalverksamhet och saknade tydliga intentioner att bedriva en sådan. Investeringsformens avsaknad av substans talar snarare för att företaget sattes upp för att nå en specifik direktinvestering som i sig inte låg inom ramarna för lagens placeringsregler, i andra former än riskkapitalföretag. Baserat på intervjuer med Första–Fjärde AP-fonderna ser Arkwright det som sannolikt att en eller fler AP-fonder hade gjort en direktinvestering i Northvolt om lagen hade medgivit det. Arkwright anser dock inte att det är lämpligt att sätta upp ett riskkapitalföretag utan substans som ett alternativ till direktinvesteringar som inte tillåts av lagen. Detta förflyttar inte den ekonomiska risken.

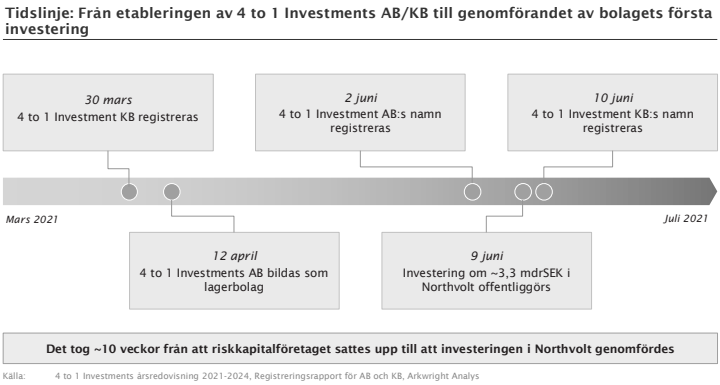
Styrelsens roll i att avstå investeringar och former

I samband med den årliga utvärderingen 2024 (Skr. 2024/25:130, bil. 9) redogörs i tilläggsuppdraget för litteratur om institutionell investeringsstyrning, bland annat Clark och Urwins (2008) forskning om "styrningsalfa" (eng: governance alpha). Enligt internationellt etablerade principer för god styrning av pensionsfonder har styrelsen ett övergripande ansvar för att säkerställa att fondens investeringsverksamhet bedrivs inom lämpliga ramar och med tillräckliga resurser. Detta ansvar omfattar inte bara enskilda investeringsbeslut, utan även de strukturer och former genom vilka investeringar genomförs. I linje med detta anser Arkwright att AP-fondernas styrelser ska försäkra sig om att nya investeringsformer, såsom 4 to 1 Investments, endast introduceras efter en noggrann bedömning av organisationens ”substans”.

Styrelserna borde ha infört policyer för val och beslut om nya investeringsformer som ställer tydliga minimikrav på substans vid upprättande av riskkapitalbolag eller andra investeringsformer. Sådana ”substansprinciper” innebär att nya investeringsformer inte får upprättas utan att relevanta resurser, planer och ramar finns på plats. Substansprinciperna bör som minst omfatta en plan för etablering av en robust organisation, en tydlig investeringsstrategi med förutsättningar för portföljdiversifiering samt en definierad kapitalram. Om en AP-fond, trots att substansprinciperna inte är uppfyllda, bedömer att det finns skäl att gå vidare med en investeringsform, bör detta ske efter ett explicit och dokumenterat styrelsebeslut där styrelsen tar ställning till *undantaget* och de risker det medför.

Ett alternativ till att införa policyer för substansprinciper är att samtliga beslut om upprättande av nya investeringsformer fattas direkt av styrelsen med substansprinciperna som grund. Arkwright anser dock att denna nivå av styrning kan betraktas som alltför centraliserad för AP-fondernas verksamheter. Det är därmed att föredra att styrelserna inför policyer om substanskrav inför upprättandet av nya investeringsformer och att endast undantag från dessa lyfts till styrelsen. I fallet 4 to 1 Investments saknades dock policyer kring substanskrav, varför frågan enligt Arkwright borde ha lyfts direkt till styrelsen för godkännande i samtliga AP-fonder.

Vid en utvärdering av investeringsformen för 4 to 1 Investments borde AP-fondsstyrelserna ha identifierat att ingen av ovan nämnda substansprinciperna var uppfyllda. Mot denna bakgrund borde styrelserna ha avstått från bildandet av 4 to 1 Investments på de rådande grunderna. Styrelserna borde även ha gjort bedömningen att det saknades förutsättningar för att sätta upp riskkapitalföretaget, genomföra en formell genomlysning (eng: due diligence) av innehavet samt upprätta de investeringsavtalen som krävdes inom den rådande tidsramen. Givet den rådande korta tidsramen på cirka tio veckor, illustrerad i Figur 12, bedömer Arkwright det som osannolikt att organisatorisk robusthet skulle ha varit möjligt att uppnå inför investeringen i Northvolt.



Figur 12: Tidslinje: Från etableringen av 4 to 1 Investments AB/KB till genomförandet av bolagets första investering

Slutligen menar Arkwright att AP-fondstyrelserna även borde ha utvärderat det bakomliggande syftet med investeringsformen, inklusive sannolikheten för att riskkapitalföretaget faktiskt skulle genomföra ytterligare investeringar. Mot bakgrund av att substansprinciperna inte var uppfyllda bedömer Arkwright det som osannolikt att en ändamålsenlig portföljdiversifiering skulle ha kunnat uppnås.

Enligt Arkwright är en central del av AP-fondstyrelsernas uppdrag, och en hörnsten i god pensionsfondsstyrning, förmågan att avstå investeringar och former som inte uppfyller substanskraven. Denna förmåga kräver integritet, särskilt när investeringsmöjligheten framstår som attraktiv och när det finns interna eller externa förväntningar på deltagande. Arkwright betonar dock att en substansbrist inte kan kompenseras av en enskild affärsmöjlighets potential. I dessa fall ska styrelsen fungera som en motvikt till organisationens ofta naturliga tendens att vilja genomföra dessa investeringar (även med investeringsprocesser på plats) och ställa de obekväma frågorna om huruvida organisationen är rustad för de åtaganden som en investeringsform medför.

Lämpliga former för investeringar i högriskstrategier

Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning av bolagsstrukturer kräver betydande organisatoriska resurser, särskilt vid realisering av risker. När både en kapitalrisk och anseenderisk realiserades för 4 to 1 Investments ställdes utökade krav på Första–Fjärde AP-fondernas styrning, både i egenskap av investerare och representanter för riskkapitalföretaget. Händelsen exemplifierade hur ett mindre portföljinnehav kan uppta en betydande andel av AP-fondernas redan begränsade resurser som annars hade kunnat läggas på att identifiera, utvärdera och genomföra nya investeringar.

Trots att krishanteringen av Northvolt sammanföll med en något mindre aktiv investeringsmarknad kommer ett systematiskt upprepande av tidskrävande perioder oundvikligen leda till att fonderna går miste om investeringsmöjligheter. Den verkliga kostnaden för en resurskrävande investering kan därmed anses betydligt större än det förlorade kapitalet eller personalkostnaden som kan hänföras

till ägarstyrningen. Den största långsiktiga kostnaden är argumenterbart den uteblivna avkastningen från alternativa investeringar som AP-fonderna saknade resurser till att genomföra.

Konsekvenserna av 4 to 1 Investments investering i Northvolt väcker frågan om ett ägande av högriskinvesteringar i bolagsstrukturer är ett optimalt användande av Första–Fjärde AP-fondernas resurser. Detta gäller både investeringar i nybildade företag (eng: ventures) och opportunistiska infrastrukturinvesteringar (eng: opportunistic). Det bör samtidigt noteras att högriskinvesteringar ställer särskilt höga krav på investeringsorganisationens kompetens och förmåga att genomföra kvalificerade formella genomlysningar (eng: due diligence) samt att identifiera den begränsade andel av affärsmöjligheter som har förutsättningar att generera en attraktiv riskjusterad avkastning. Utvärderingskomplexiteten förstärks dessutom vid investeringar som nyttjar ny och obeprövad teknik och verkar på oetablerade marknader med föränderlig efterfrågan och reglering.

Arkwright anser att AP-fonderna bör använda bolagsstrukturer restriktivt för investeringar med särskilt hög riskprofil. För högriskinvesteringar som är svåra att utvärdera och förväntas kräva betydande resurser kan exponering via fondstrukturer utgöra ett mer ändamålsenligt nyttjande av AP-fondernas kapacitet. Inom sådana strukturer finns etablerad spetskompetens inom tillgångsslaget och ansvaret för krishantering vilar på en extern aktör med mer omfattande förvaltningsresurser och förmåga att vid behov skala upp organisationen.

Vikten av styrelserepresentation i bolagsstrukturer

Med en ägarandel om cirka 3,5 procent i Northvolt saknade 4 to 1 Investments representation i bolagets styrelse. För högriskinvesteringar där AP-fonderna exponeras via bolagsstrukturer anser Arkwright att det är centralt att säkerställa tillgång till verktyg för att skydda kapitalet, där de viktigaste komponenterna utgörs av informationsrättigheter, inflytande och rösträtt. Arkwright menar att avsaknad av styrelserepresentation riskerar att leda till informationsasymmetri, där investeraren, i detta fall 4 to 1 Investments, kan erhålla ägarinformation med fördröjning och i högre grad vara hänvisad till publikt rapporterat material.

Arkwright anser därför att AP-fondernas gemensamägda riskkapitalföretag, inklusive 4 to 1 Investments, bör införa en policy enligt vilken direktägande i onoterade bolagsstrukturer endast genomförs under förutsättning att styrelserepresentation eller observatörsstatus säkerställs.

Policyer för beslutsmaterial vid direktinvesteringar i onoterade högriskbolag

Investeringen i Northvolt via 4 to 1 Investments illustrerar en potentiell utmaning vid stora direktinvesteringar, eller likartade former, i onoterade högriskbolag. AP-fonderna genomförde egna analyser av investeringen enligt etablerade processer (via 4 to 1 Investments styrelse). Även om inga indikationer på otillbörlig påverkan eller beroendeställning finns, kom delar av underlaget från aktörer med egna intressen, till exempel investmentbanker med dubbelroll. Sådana upplägg är vanligt förekommande på kapitalmarknaden och hanteras rutinmässigt via professionella investeringsprocesser, men högriskbolags komplexitet motiverar skärpta policyer för oberoende verifiering.

Framåt bör policyerna vid sådana investeringar som minst säkerställa:

- Komplettering med oberoende analys från eller på uppdrag av AP-fonden.

- Information till investeringskommittén om underlagets ursprung och incitament.
- Extern oberoende formell genomlysning (eng: due diligence) från aktör utan koppling.
- Högre krav på oberoende vid direktinvesteringar än vid allokering till externa fonder.

Syftet är att stärka processerna i de mest resurskrävande fallen, utan att ifrågasätta AP-fondernas professionella hantering i allmänhet.

Arkwrights rekommendationer

Utvecklingen av 4 to 1 Investments och Northvolt bör inte leda till slutsatsen att Första–Fjärde AP-fonderna ska undvika risktagande eller avstå från investeringar på den privata marknaden. Tvärtom bör dessa inslag även fortsättningsvis utgöra centrala komponenter i fondernas portföljstrategier. Arkwright menar inte heller att AP-fonderna bör avstå från att investera i eller etablera riskkapitalföretag. Däremot bör upprättandet av ett riskkapitalföretag förutsätta att substansprinciperna är uppfyllda.

Arkwrights bedömning, grundad i ovanstående resonemang, är att 4 to 1 Investments investering i Northvolt genomfördes under bristfällig styrning. Investeringen har samtidigt möjliggjort en djupare analys av AP-fondernas investeringsverksamhet och synliggjort lärdomar som kan bidra till att stärka pensionssystemet. I syfte att förbättra förutsättningarna för AP-fondernas fortsatta risktagande inom illikvida tillgångar har Arkwright sammanställt de centrala slutsatserna och lärdomarna från investeringsformen 4 to 1 Investments. Arkwrights rekommendationer presenteras nedan.

- **Styrelserna bör införa policyer för substanskrav inför upprättande av nya investeringsformer:** Styrelserna bör införa en policy som reglerar att nya former, inklusive riskkapitalföretag, endast bör upprättas om substansprinciperna är uppfyllda. För riskkapitalföretag bör substansprinciperna som minst omfatta en plan för uppbyggnad av en robust organisation, en investeringsstrategi som möjliggör en diversifierad portfölj samt en definierad kapitalram. Ett undantag från policyerna bör fattas av styrelsen.
- **Riskkapitalföretag bör endast tillämpas i undantagsfall för högriskinvesteringar:** Bolagsstrukturer bör tillämpas restriktivt för högriskinvesteringar. Fondstrukturer kan vara mer lämpade för högriskinvesteringar som är särskilt svåra att utvärdera och förväntas kräva omfattande resurser för ägarstyrning.
- **Säkerställ styrelserepresentation i riskkapitalföretagets direktägda investeringar:** Gemensamägda riskkapitalföretag bör införa en policy som reglerar att direktägande i onoterade tillgångar endast får genomföras om styrelserepresentation eller observatörsstatus beviljas.
- **Policyer för beslutsunderlag vid direktinvesteringar i onoterade högriskbolag:** som beskrivet i avsnittet om policyer för beslutsunderlag, bör material från aktörer med egna intressen inte vara primärt; egna och opartiska analyser ska vara obligatoriskt komplement.

3.3 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade fastighetsföretag

3.3.1 Möjligheten till avyttring i samägande konstellationer

Fastighetsinvesteringar har generellt visat på en positiv värdeutveckling sedan 2008. Detta kan delvis härledas till det unika ränteläget - med trendmässigt fallande och periodvis negativa styrräntor under en längre tid - och dess påverkan på fastighetsmarknaden. Fastighetsmarknaden, de makroekonomiska förutsättningarna och AP-fondernas investeringsstrategier är däremot föränderliga. För att kunna hantera dessa dynamiska omständigheter behöver AP-fonderna ha ett handlingsutrymme som möjliggör beslut om såväl kapitaltillskott som avyttring av samtliga innehav. Arkwright anser att det är särskilt viktigt att överväga vilket formellt avtalsutrymme AP-fonderna har att reducera sin exponering mot sina större samägda innehav, såsom Vasakronan.

AP-fondernas investering i Vasakronan har generellt visat på en stark tillväxt under innehavsperioden och är idag det största innehavet i Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade portfölj. Totalt utgör Vasakronan cirka 5 procent av AP-fondernas totala förvaltade kapital. Arkwright bedömer att storleken är ett naturligt resultat av investeringens positiva utveckling och därför inte bör betraktas som ett problem i sig. Däremot är det värt att reflektera över om AP-fonderna har avtalsmässig möjlighet att förändra eller minska sitt innehav i Vasakronan, givet att ett beslut om avyttring eller en i övrig förändrad exponering inte har skett avseende investeringen.

AP-fondernas investering i Vasakronan binder de samman i en struktur där ägarbeslut i regel kräver konsensus. En enskild AP-fond som önskar minska sin fastighetsexponering, ändra risknivå eller frigöra kapital för andra investeringar är sannolikt beroende av de övriga tre fondernas medverkan. Huruvida aktieägaravtalet[21] möjliggör en avyttring i frånvaro av konsensus är inte fastställt**.** Arkwright anser att konsensus rimligen bör vara svårt att uppnå med fyra olika ägare. En möjlig fråga att överväga är om avsaknaden av ägarbeslut återspeglar en gemensam bedömning, grundad i respektive fonds portföljoptimering, om att låta innehavet fortsätta utvecklas – eller om den kan vara ett uttryck för en avvägning mellan delvis olika perspektiv.

Varje AP-fond har enligt lag ett självständigt förvaltningsuppdrag med eget mandat, egen styrelse och egen investeringsstrategi. Arkwrights bedömning är att AP-fondernas gemensamma ägande av Vasakronan skapar en koordinerad investeringsstrategi inom fastighetssegmentet som begränsar varje fonds möjlighet till individuell portföljoptimering. Strukturen prioriterar stordriftsfördelar och förvaltningseffektivitet framför strategisk flexibilitet. För att möjliggöra individuella utformningar av AP-fondernas fastighetsportfölj utgör ett omfattande och detaljerat aktieägaravtal en central förutsättning.

3.3.2 Styrelserepresentation i direktägda bolag

Första–Fjärde AP-fondernas respektive vd:ar är representerade i Vasakronans styrelse. Styrelserepresentation är i grunden ett effektivt verktyg för att utöva aktiv ägarstyrning och bidra till långsiktig värdetillväxt i innehavet. Samtidigt förutsätter strukturen att styrelseledamöterna agerar i

[21] Aktieägaravtalets innehåll är sekretessbelagt. Arkwright har inte tagit del av aktieägaravtalet och det har inte använts som grund för analys i denna rapport.

bolagets intresse, i detta fall Vasakronans, och inte i de enskilda ägarnas intresse. Detta ställer krav på rollseparation hos representanter från AP-fondernas organisationer. I praktiken innebär det att samma individer kan komma att verka i flera roller: som ägarföreträdare, som styrelseledamöter och, i vissa fall, som deltagare i ägarråd. I ett bolag som uteslutande har ägts av AP-fonderna under flera års tid kan gränsdragningen mellan ägarstyrning och bolagsstyrning riskera att bli mindre tydlig. Mot denna bakgrund menar Arkwright att ett betydande inslag av oberoende styrelserepresentation i ett innehav som Vasakronan är särskilt viktigt för att säkerställa god bolagsstyrning och ett beslutsfattande som entydigt utgår från bolagets bästa.

3.3.3 Arkwrights rekommendationer

Arkwrights rekommendation avseende Första–Fjärde AP-fondernas samägda fastighetsföretag kan sammanfattas på följande sätt:

Säkerställ ett kontraktuellt handlingsutrymme för samtliga investeringar: För att kunna hantera föränderliga omständigheter behöver AP-fonderna ha kontraktuella möjligheter till både avyttring och kapitaltillskott. Detta förutsätter ett robust och detaljerat aktieägaravtal, vilket bör finnas för samtliga AP-fondernas samägda direktinvesteringar. Arkwright anser även att samtliga direktinvesteringar i bolagsstrukturer bör ha ett reglerat likviditetstillfälle, där ägarna kan öppna för omprövning utan konsensus.

3.4 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i infrastruktur

3.4.1 Direktinvesteringar i tillgångar som juridiskt klassificeras som fastigheter

AP-fondslagen begränsar direktägande i onoterade tillgångar till fastigheter. AP-fonderna har gjort direktinvesteringar i infrastruktur, till exempel Ellevio och Polhem Infra, möjliggjorda genom att tillgångarna klassificeras till fast egendom, även om verksamheten primärt rör att sälja tjänster (el, data) snarare än hyra ut lokaler. Polhem Infra grundades som juridiskt fastighetsbolag. Även riskkapitalföretagsform hade möjliggjort samma investeringar, men vid bildandet översteg vardera AP-fonds ägarandel den dåvarande 30-procentsgränsen för riskkapitalföretag.

Både fastigheter och infrastruktur är reala tillgångar med gemensamma drag. Arkwright betonar väsentliga skillnader. Infrastrukturinvesteringar präglas av högre komplexitet än hyresfastigheter genom stark reglering av prissättning samt politisk risk – till skillnad från hyresfastigheter som inte uppvisar samma typer av risker och regleringar. Skillnaderna blir tydliga när olika investeringsstrategier och riskexponeringar beaktas. AP-fonderna tillämpar, i varierande grad, högriskinvesteringar inom infrastruktur. Dessa investeringar klassificeras i många fall juridiskt som fastigheter men saknar i all väsentlighet liknande drag som stabila ”core” fastigheter. Opportunistiska infrastrukturinvesteringar (eng: opportunistic) bör snarare jämföras med riskprofilen för nybildade företag (eng: ventures). Arkwright bedömer därför att lämpligheten av direktinvesteringar i traditionella uthyrningsfastigheter inte nödvändigtvis överförs till direktinvesteringar i infrastrukturverksamheter, med tjänster som el och data, trots samma fastighetsklassificering.

Arkwright anser inte att AP-fondernas portföljer i väsentlig mening har en omotiverad exponering mot direktinvesteringar i högrisktillgångar på grund av den juridiska klassificeringen som fastigheter. Däremot bör det noteras att AP-fonderna systematiskt tillämpar den juridiska definitionen av

fastigheter, snarare än tillgångens portfölj- och förvaltningsklassificering, för att avgränsa investeringsuniversumet för möjliga direktinvesteringar. Detta ger AP-fonderna relativt stora möjligheter att göra direktinvesteringar i onoterade tillgångar, inte minst infrastruktur, där endast ett fåtal delsegment – såsom exempelvis marina fartyg – faller utanför den juridiska fastighetsdefinitionen.

Arkwright bedömer att direktinvesteringar i infrastruktur bör tillämpas för investeringar med relativt låg risk. Arkwright anser att AP-fondsstyrelserna mer explicit bör avgränsa utrymmet för direktinvesteringar till detta.

3.4.2 Investeringar i fondliknande strukturer avsedda för ett innehav

En direktinvestering som ur ett förvaltningsperspektiv kan liknas med en fondinvestering är Första och Tredje AP-fondernas investering i Thames Water via OMERS Farmoor 2 och 3 Holdings. Investeringsformen medför att Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS), den största ägaren i den underliggande tillgången, har fullt förvaltningsansvar. Arkwright anser i grunden att det är lämpligt att AP-fonderna inte tar på sig förvaltningsansvaret för komplexa och internationella investeringar, såsom Thames Water. Förmågan och kapaciteten hos AP-fondernas organisationer kan inte anses tillräckliga för att bedriva ägarstyrningen för denna typ av tillgångar. AP-fondernas resursbegränsningar hade sannolikt blivit särskilt påtagliga i den resurskrävande ägarstyrning som Thames Water har krävt under innehavsperioden.

Det är motiverat att AP-fonderna ingår en investering som Thames Water med en huvudinvesterare (eng: lead investor). Däremot anser Arkwright att det kan ifrågasättas om en fondliknande struktur avsedd för endast en tillgång är lämpligt för komplexa innehav utanför AP-fondernas hemmamarknad, eller om en traditionell fondstruktur bör tillämpas för dessa investeringar. Den förstnämnda formen ger AP-fonderna en odiversifierad exponering mot endast ett innehav, vilket innebär en betydande koncentrations- och bolagsrisk. I en traditionell fondstruktur för internationella infrastrukturinvesteringar skulle en fondförvaltare ha diversifierat bort kapitalrisken för enskilda investeringar som Thames Water, genom välinformerade investeringsbeslut inom dess expertisområden.

För en investering med ett enskilt innehav, oavsett investeringsform, anser Arkwright att AP-fonderna huvudsakligen behöver genomföra en formell genomlysning (eng: due diligence) av det underliggande innehavet. En analys med fokus på fondförvaltaren är i första hand relevant för beslut om kapitalallokering till en traditionell fondstruktur, där investerare betalar avgifter för förvaltarens förmåga att genomföra högavkastande investeringar och bygga en diversifierad portfölj. I fallet Thames Water menar Arkwright att AP-fonderna själva bar ansvaret för att utvärdera investeringsmöjlighetens attraktivitet och lämplighet. Avgifterna som associeras med en sådan investeringsform är låga, men det ställer krav på AP-fondernas utvärderingsförmåga i en internationell och komplex marknad.

Arkwright anser att det är centralt att skilja på att investera i en viss tillgång och att utfästa kapital till en fondförvaltare. Det är även viktigt att reflektera över i vilken utsträckning AP-fonderna bör göra det förstnämnda. Arkwrights bedömning är att investeringar i enskilda tillgångar bör begränsas till marknader där AP-fonderna har relevant erfarenhet, förmåga och resurser. På övriga marknader bör exponering mot enskilda tillgångar endast ske i undantagsfall. Arkwright anser också att en gedigen

analys av en potentiell huvudinvesterare (eng: lead investor), såsom OMERS, inte kan ersätta denna förmåga.

Arkwrights bedömning är att AP-fonderna bör avstå fondliknande strukturer avsedda för ett innehav för internationella tillgångar med betydande risk och komplexitet. I stället anser Arkwright att det är mer lämpligt att ingå dessa typer av investeringar genom fondinvesteringar med förvaltare som besitter kunskap om den specifika internationella marknaden och har förutsättningar för fonddiversifiering.

3.4.3 Arkwrights rekommendationer

Arkwrights rekommendation avseende Första–Fjärde AP-fondernas investeringsformer för infrastrukturinvesteringar kan sammanfattas på följande sätt:

- **Styrelserna bör införa en investeringspolicy som avgränsar utrymmet för direktinvesteringar i infrastruktur**: AP-fondernas styrelser bör införa en investeringspolicy som anger att direktinvesteringar i infrastruktur i första hand bör tillämpas för investeringar med begränsad risk.
- **Avstå från fondliknande strukturer avsedda för ett enskilt innehav för internationella investeringar:** Arkwright anser att traditionella fondstrukturer, med en diversifierad portfölj, är en lämplig form för internationella infrastrukturinvesteringar. Koncentrationsrisker via fondliknande strukturer bör undvikas.

3.5 Första–Fjärde AP-fondernas sidoinvesteringar

3.5.1 Opportunistiska sidoinvesteringar och organisatoriska krav

Sidoinvesteringar kan bidra till att sänka AP-fondernas totala förvaltningskostnader och samtidigt ge en mer riktad exponering mot specifika tillgångsslag. Arkwright bedömer därför att sidoinvesteringar utgör ett viktigt inslag i AP-fondernas portföljer. Samtidigt förutsätter en sådan strategi att fondernas organisationer är anpassade för den valda investeringsformen och besitter tillräckliga resurser och kompetenser för att genomföra investeringarna på ett ändamålsenligt sätt.

Sidoinvesteringar kan förenklat genomföras genom två huvudsakliga former: sidoinvesteringsfonder och opportunistiska sidoinvesteringar.[22] Arkwright bedömer att sidoinvesteringsfonder är en relativt resurseffektiv modell för Första–Fjärde AP-fonderna, då en stor del av investeringsmandatet överlåts till externa förvaltare. Opportunistiska sidoinvesteringar innebär däremot att investeringsmandatet i huvudsak kvarstår internt, vilket ställer högre krav på AP-fondernas investeringsorganisationer.

En strategi som inkluderar opportunistiska sidoinvesteringar förutsätter därför större och mer specialiserade organisationer med förstärkt kapacitet för analys, genomförande och ägarstyrning. Strategin är därmed inte kostnadsneutral utan medför behov av organisatoriska investeringar som bör vägas mot att sidoinvesteringar ofta är relativt små och därmed har ett mer begränsat avkastningsbidrag i absoluta termer.

[22] Se avsnitt 3.3 för vidare förklaring av investeringsformerna.

Det bör även noteras att opportunistiska sidoinvesteringar kräver särskilda organisatoriska förmågor. AP-fonderna har en gedigen erfarenhet av att utvärdera enskilda investeringsmöjligheter och deras attraktivitet. Däremot menar Arkwright att uppbyggnaden av en diversifierad sidoinvesteringsportfölj kräver en annan typ av kompetens och erfarenhet som AP-fonderna inte nödvändigtvis blir exponerade mot i sin övriga investeringsverksamhet. Det är därmed inte givet att dessa förmågor finns på plats utan riktade organisatoriska anpassningar.

Sammantaget innebär detta att om AP-fonderna väljer att arbeta med opportunistiska sidoinvesteringar krävs en förstärkning av såväl organisationens kapacitet som relevanta förmågor. Strategin kan därmed inte implementeras utan organisatoriska anpassningar och bör betraktas som ett aktivt och resurskrävande val.

3.5.2 Opportunistiska sidoinvesteringar i tillgångar med hög risk

AP-fonderna tillämpar i regel inte opportunistiska sidoinvesteringar (eng: co-investments) inom tillgångsslaget onoterade aktier. Däremot används denna investeringsform i viss utsträckning för investeringar i infrastruktur. Det bör dock noteras att infrastrukturtillgångar uppvisar en betydande variation i riskprofil, där mer riskfyllda investeringar, såsom nyinvesteringar i infrastrukturprojekt (eng: greenfield), i många fall kan liknas vid riskprofilen för investeringar i nybildade företag (eng: venture). Andra AP-fondens opportunistiska sidoinvestering (eng: co-investment) i Stegra kan anses tillhöra en sådan högriskkategori.

Likt resonemanget för 4 to 1 Investments och investeringen i Thames Water via OMERS Farmoor 2 och 3 Holdings anser Arkwright att opportunistiska sidoinvesteringar (eng: co-investments) bör tillämpas restriktivt för högriskinvesteringar. Investeringsformen innebär exponering via bolagsstrukturer och medför att en stor del av mandatet för investeringsprocessen tillfaller AP-fondernas interna organisationer. Detta ställer omfattande krav på intern kapacitet och kompetens. Därtill är högriskinvesteringar särskilt komplexa att utvärdera och ställer därmed utökade krav på AP-fondernas förmåga att genomföra kvalificerade formella genomlysningar (eng: due diligence).

Mot denna bakgrund anser Arkwright att AP-fonderna bör tillämpa investeringsformen opportunistiska sidoinvesteringar selektivt och i begränsad omfattning för mer riskfyllda investeringar, såsom nyinvesteringar i infrastrukturprojekt (eng: greenfield). För dessa högriskinvesteringar anser Arkwright att investeringar via sidoinvesteringsfonder är en mer ändamålsenlig investeringsform, där fondförvaltare med relevant marknadsspecifik spetskompetens ansvarar för utvärdering och urval av de enskilda innehaven.

3.5.3 Arkwrights rekommendationer

Arkwrights rekommendation avseende Första–Fjärde AP-fondernas investeringsstrategier för sidoinvesteringar kan sammanfattas på följande sätt:

- **Säkra organisatorisk kapacitet och förmåga enligt vald sidoinvesteringsstrategi**: AP-fonder som väljer att arbeta med opportunistiska sidoinvesteringar bör förstärka såväl organisatorisk kapacitet som relevanta förmågor i enlighet med strategins krav.
- **Opportunistiska sidoinvesteringar bör endast tillämpas i undantagsfall för högriskinvesteringar:** Sidoinvesteringsfonder bör tillämpas i första hand för sidoinvesteringar

(eng: co-investments) i högrisktillgångar. Den opportunistiska formen bör endast tillämpas i undantagsfall.

4. Yttre ramverk

Första–Fjärde AP-fonderna regleras i Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL). Detta avsnitt sammanfattar ett urval av lagstadgade limiter och bestämmelser som Första–Fjärde AP-fonderna behöver förhålla sig till.

4.1 Bestämmelser om medelsförvaltning

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL) ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Detta ska ske på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet för placeringsverksamheten. Den totala risknivån ska vara låg och vid vald risknivå ska fondmedel placeras på ett sådant sätt att långsiktig hög avkastning uppnås.

Med illikvida tillgångar avses enligt lagen tillgångar som inte uppfyller kriterierna för likvida tillgångar, bland annat avseende möjligheten att omsätta dem utan betydande värdeförlust. Lagen anger även att illikvida tillgångar som bedöms kunna omsättas utan betydande värdeförlust inom ett år ska klassas som likvida tillgångar. Första–Fjärde AP-fondernas högsta tillåtna allokeringsgräns mot illikvida tillgångar uppgår till 40 procent. Detta beslutades genom riksdagens godkännande av proposition 2017/18:271 den 20 november 2018 och trädde i kraft 1 januari 2019 då placeringsreglerna uppdaterades och gav AP-fonderna ett större spelrum att investera i illikvida tillgångar. Tidigare begränsades investeringar i detta tillgångsslag av bland annat en maximal andel onoterade tillgångar om 5 procent av fondernas portföljer. Illikvida fastighetsinvesteringar omfattades däremot varken av denna eller någon annan exponeringslimit, utöver kravet på en minimal allokering om 20 procent till räntebärande tillgångar.

Genom riksdagens beslut den 11 mars 2020 om proposition 2019/20:57 trädde nya placeringsregler i kraft den 1 maj 2020 avseende flexibiliteteten att allokera kapital till onoterade investeringar. . Lagförändringen förtydligade att Första–Fjärde AP-fonderna får göra saminvesteringar i onoterade företag genom onoterade riskkapitalföretag. Däremot får Första–Fjärde AP-fonderna inte ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i ett riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES. Detta motiveras i propositionen till lagändringen (Prop. 2019/20:57) som anger att AP-fondernas kapitalförvaltning primärt har finansiella mål. Med anledning av detta bör inte AP-fonderna bygga upp organisationer som bedriver riskkapitalföretagens operativa företagsledning.

De nya placeringsreglerna höjde även AP-fondernas högsta tillåtna rösträttsandel i ett riskkapitalföretag från 30 till 35 procent. I ovan nämnda proposition återgavs att Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna föreslog en nivåhöjning till 50 procent, eller åtminstone till 35 procent. Däremot belyser propositionen att AP-fonderna delar på kostnader för till exempel kompetens, förvaltning och risker genom investeringar i riskkapitalbolag. Det ansågs därmed inte lämpligt att tillåta ett allt för högt röstetal i riskkapitalbolag. Mot denna bakgrund ansågs en limit på 35 procent av röstetalet vara väl avvägt.[23] Propositionen betonade att en AP-fond kan investera i ett riskkapitalföretag även om det

[23] En röstetalslimit föreligger inte för aktier i onoterade fastigheter.

inte redan har bildats av externa investerare. Det framhölls även att Första–Fjärde AP-fonderna själva kan vara med och starta en sådan investeringsform, antingen tillsammans med externa parter eller tillsammans med varandra.

I tillägg till ovan nämnda förändringar möjliggjorde de nya placeringsreglerna även investeringar i onoterade bolag vid sidan av riskkapitalfonder som en AP–fond är investerad i, så kallade sidoinvesteringar (eng: co-investments). Regeringen bedömde det som lämpligt att tillåta sidoinvesteringar (eng: co-investments) utan krav på att de görs genom en fond eller ett riskkapitalföretag då formen för investering är passiv, kräver begränsat med personalresurser och bidrar till att minska förvaltningskostnaderna.

4.2 Regeringens propositioner

Möjligheten till direktinvesteringar i onoterade bolag

Proposition 2019/20:57 låg till grund för ovan nämnda lagförändring som genomfördes år 2020. Remissinstanserna Första, Fjärde och Sjunde AP-fonden, Landsorganisationen i Sverige (LO), Swedish Private Equity & Venture Capital Association (SVCA) och Swedish House of Finance vid Handelshögskolan i Stockholm (SHoF) ansåg att AP-fonderna bör få göra direktivinvesteringar i onoterade företag. Motivet till detta var att direktinvesteringar ger AP-fonderna större flexibilitet och att fler investeringsmodeller skulle bidra till fler investeringsmöjligheter. SHoF specificerade även att förbehållet för detta är att AP-fonderna genomgår organisationsmässiga förändringar då det är viktigt att AP-fonderna inte bygger upp fyra parallella investeringsorganisationer för investeringar i illikvida tillgångar. I stället framhöll SHoF att AP-fonderna bör samarbeta om kompetens och resurser.

Regeringen delade däremot inte samma syn som Första, Fjärde och Sjunde AP-fonden, LO och SVCA utan ansåg att det i dagsläget inte är lämpligt att möjliggöra direktinvesteringar i onoterade företag för Första–Fjärde AP-fonderna, annat än i fastighetsbolag och riskkapitalbolag. I stället delade regeringen SHoF:s syn om att det inte är eftersträvansvärt att skapa en reglering som resulterar i att Första–Fjärde AP-fonderna bygger fyra parallella investeringsorganisationer för investeringar i illikvida tillgångar. Då organisationsförändringar för AP-fonderna inte föll inom ramen för lagstiftningsärendet bedömde regeringen att AP-fonderna fortsättningsvis bör vara hänvisade till indirekt ägande i onoterade företag.

Operativ företagsledning

En allmän utgångspunkt för Första–Fjärde AP-fonderna är att de, i sin kapitalförvaltning, främst ska ha finansiella mål och inte ta näringspolitisk eller ekonomisk–politisk hänsyn. AP-fonderna får inte heller ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i de riskkapitalbolag de investerar i, vilket innebär att de bör ha en begränsad ägarandel i andra företag än fastighetsbolag. Med anledning av detta framhöll regeringen i proposition 2019/20:57 att saminvesteringar i onoterade företag genom riskkapitalbolag var lämpliga. Denna investeringsform skulle inte medföra att respektive AP–fond bygger upp egna organisationer som ämnar ha det operativa företagsledningsansvaret för de underliggande innehaven. Strukturen ansågs inte heller innebära ett behov för AP-fonderna att bygga upp omfattande organisationer för riskkapitalinvesteringar, vilket i regel krävs för direktinvesteringar.

I samma proposition framhöll Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna att begreppet operativt företagsledningsansvar var otydligt i förhållande till strategiskt ägaransvar och behövde förtydligas.

SVCA ansåg även att termen riskkapitalföretag var föråldrad, skapade begreppsförvirring och borde ersättas. Regeringen menade däremot att begreppet riskkapitalföretag definieras i lagen om allmänna pensionsfonder och har använts sedan lagens tillkomst. Därav såg regeringen inget skäl att göra någon ändring av begreppet.

Propositionen definierar operativt företagsledningsansvar som ”den löpande förvaltningen av ett företag och beslut som fattas med anledning av den”. Vad som avses med löpande förvaltning varierar beroende på verksamhetens art och storlek. I ett riskkapitalföretag kan det innebära att söka efter och utvärdera företag, till exempel genom formella genomlysningar (eng: due diligence), utföra värderingar och analyser i den löpande förvaltningen samt sköta förvaltningen av de underliggande innehaven. Även om Första–Fjärde AP-fonderna inte bör ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i de onoterade riskkapitalföretagen kan de vara aktiva ägare av dessa genom att fatta strategiska beslut för företagen. Detta kan till exempel innefatta styrelserepresentation och röstning på bolagsstämmor.

Kostnadseffektivitet

Proposition 2019/20:57 och 2017/18:271 omnämner kostnadseffektivitet av AP-fondernas förvaltning. Innan 2019 förelåg ett krav på Första–Fjärde AP-fonderna att överlämna minst 10 procent av kapitalet till extern förvaltning. Kravet infördes bland annat för att stimulera AP-fondernas nyttjande av extern expertis för placeringar på marknader där det, av kompetensskäl, är motiverat för att uppnå en kostnadseffektiv förvaltning. Kravet togs däremot bort i samband med lagförändringen 2019. I proposition 2017/18:271 motiveras beslutet av att utvecklingen har gått i önskad riktning och att det inte längre ansågs föreligga ett behov av att styra AP-fondernas förvaltning i detta avseende. Det framhölls att beslutet att anlita externa förvaltare i stället bör utgå från vad som ger bäst möjligheter till hög avkastning.

Proposition 2019/20:57 anger kostnadseffektivitet som ett bakomliggande syfte till de uppdaterade placeringsreglerna. En allmän utgångspunkt som nämns i propositionen är även att AP-fondernas verksamhet fortsatt ska bedrivas kostnadseffektivt. Mot denna bakgrund bör inte lagförslag lämnas som innebär krav på att AP-fonderna bygger upp stora organisationer för att kunna placera medel i illikvida tillgångar.

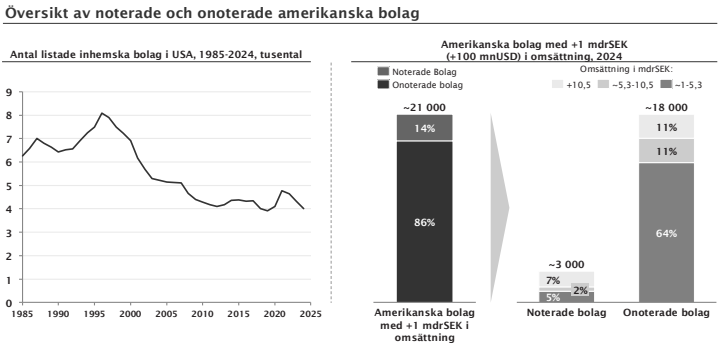
AP-fondernas kostnader och kostnadseffektivitet granskas även systematiskt av riksdagen. Till exempel publicerade Finansutskottet ett betänkande av AP-fondernas verksamhet till och med 2019 (2020/21:FiU6) där fondernas kostnader berördes. Betänkandet rapporterade att AP-fondernas negativa kostnadsutveckling bröts 2016 och att reduceringen sedan toppnivån 2015 primärt kunde hänföras till minskade kostnader för extern kapitalförvaltning. Vidare framhölls att regeringen ser att en hög andel internt förvaltat kapital ökar verksamhetens kostnadseffektivitet. Enligt rapporten ansåg regeringen det som viktigt att AP-fonderna, liksom övrig verksamhet i offentlig regi, ständigt arbetar för en hög kostnadseffektivitet.

Första–Fjärde AP-fondernas yttre ramverk kan sammantaget anses uppmuntra och ställa krav på en kostnadseffektivitet i kapitalförvaltningen. En metod för att uppnå detta är att bedriva en hög andel intern förvaltning. Det framhålls även att en uppbyggnad av stora organisationer för att placera medel i illikvida tillgångar inte är eftersträvansvärt.

5. Utgångsläge

5.1 En växande privat marknad

Börsnoteringar har under decennier betraktats som en central milstolpe för mognande bolag. Denna trend har dock vänt mot en starkare preferens för alternativa investeringskällor där allt fler bolag väljer att skjuta upp eller helt avstå en börsnotering. Detta speglas i antalet inhemska börsnoterade bolag i USA som har minskat från cirka 8 000 till 4 000 mellan 1996 och 2024.[24] Samtidigt uppges marknaden för onoterade bolag överstiga marknaden för noterade bolag i USA. Figur 13 visar att det finns omkring 21 000 amerikanska bolag med en omsättning på minst cirka 1 miljarder kronor (100 miljoner USD). Av dessa är cirka 18 000, motsvarande 86 procent, onoterade. Utvecklingen av antalet noterade bolag i USA över tid samt storleksordningen på onoterade amerikanska bolag återfinns i Figur 13.



Källa: World Bank Group, Bain and Company, FactSet, Jay Ritter – University of Florida, S&P Capital IQ, World Federation of Exchanges, via J.P. Morgan Asset Management.
Not: Graferna är baserade på tillgänglig data vid augusti 2025. Det angivna antalet bolag med +100 mn dollar i omsättning, samt de procentuella fördelningarna, är ungefärliga värden. Samtliga värden har konverterats till SEK baserat på växelkursen vid utgången av 2024.

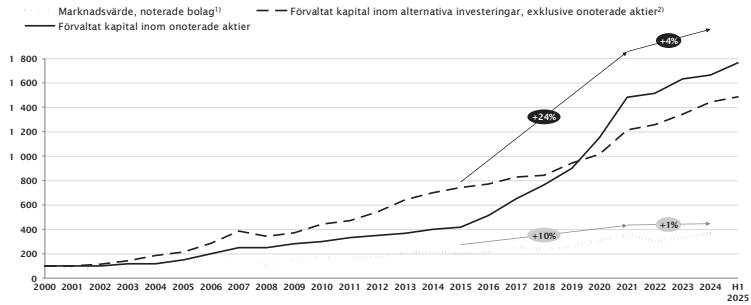
Figur 13: Översikt av noterade och onoterade amerikanska bolag

Samtidigt som antalet noterade amerikanska bolag visar på en nedåtgående trend har den globala privata marknaden haft en stark tillväxt under 2000-talet och etablerat sig som en central del av världsekonomin. Tillväxten kan delvis förklaras av ett ökande intresse för tillgångsslaget bland institutionella investerare som eftersträvar högre riskjusterad avkastning och ökad portföljdiversifiering genom exponering mot onoterade tillgångar. I linje med detta har även andrahandsmarknaden vuxit, vilket stärker tillgångsslagets likviditet. Företag kan även föredra att vända sig till privata aktörer för kapitaltillskott då detta innebär en begränsad regulatorisk exponering och befriar dem från kvartalsvisa granskningar av resultatprestationer (Connection Capital, 2025; Ponciano, 2025). Figur 14 visar att det förvaltade kapitalet inom onoterade aktier växte snabbare än

[24] Utvecklingen av antalet noterade bolag i Sverige visar på en något annorlunda utveckling av antalet inhemska onoterade bolag som har ökat från 456 till 967 mellan 2006 och 2024 (SCB, 2025). Det bör även noteras att Sverige har en stor noterad aktiemarknad relativt övriga Europa. Under de tre första kvartalen i 2025 uppges även Stockholm vara den starkaste börsnoteringsmarknaden i Europa (EY, 2025).

både den noterade marknaden och övriga alternativa tillgångsslag under perioden 2015–2021, med en genomsnittlig årlig tillväxt om 24 procent. Efter 2021 har tillväxttakten dämpats och i stort sett följt utvecklingen för övriga alternativa investeringar, med en genomsnittlig årlig ökning om cirka 4 procent mellan 2021 och 2024. Detta kan jämföras med noterade tillgångar, som under samma period uppvisade en genomsnittlig årlig tillväxt om cirka 1 procent.

Indexerad global utveckling av den onoterade marknaden relativt den noterade marknaden, 2000-2025 (H1)

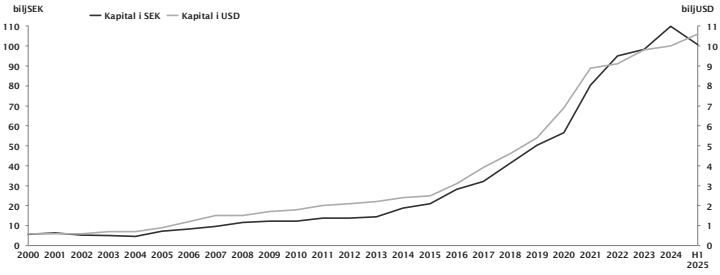


Källa: World Bank Group; HFR, Preqin via J.P. Morgan Asset Management
Not: Uppgifterna är indikativa och avser att illustrera den övergripande utvecklingen. 1) Avser marknadsvärde av noterade inhemska bolag globalt. 2) Innefattar naturtillgångar, onoterade krediter, infrastruktur, fastigheter, hedgefonder. Förvaltat kapital avser tillgångar som förvaltas i privata slutna fonder och inkluderar den senast tillgängliga värderingen av investeringar (inkl. orealiserade värden), samt åtagna kapital.

Figur 14: Indexerad global utveckling av den onoterade marknaden relativt den noterade marknaden, 2000–2025 (H1)

Tillväxten i den onoterade marknaden speglas i utvecklingen av globalt förvaltat kapital inom onoterade aktier, vilket är den största tillgångsklassen inom onoterade tillgångar. Figur 15 visar att globalt förvaltade tillgångar inom onoterade aktier har ökat från omkring 20 biljoner kronor (2,4 biljoner USD) till drygt 100 biljoner kronor (10,6 biljoner USD) mellan 2014 och 2025 (H1). Utvecklingen indikerar att företag i växande grad har möjlighet att resa kapital utanför den noterade marknaden.

Tillgångar under förvaltning inom onoterade aktier globalt, 2000-2025 (H1), biljSEK/biljUSD



Källa: Pregin via J.P. Morgan Asset Management
Not: Uppgifterna är indikativa och avser att illustrera den övergripande utvecklingen. Värdena har konverterats från USD till SEK med valutakursen vid slutet av respektive år eller halvårsperiod.

Figur 15: Tillgångar under förvaltning inom onoterade aktier globalt, 2000–2025 (H1), biljSEK

Givet marknadsutvecklingen och den växande närvaron av onoterade företag blir det allt viktigare för institutionella investerare att exponera sig mot denna marknad och ha en långsiktig strategi för allokering mot alternativa tillgångar.

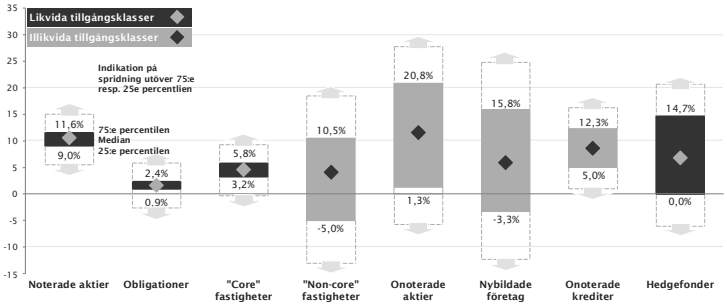
5.2 Avkastningsspridning och vikten av formen för investeringar

Illikvida tillgångar kan både medföra hög avkastning och en betydande nedsida. Detta visas i Figur 16, som sammanfattar hur spridningen i avkastning har sett ut för illikvida och likvida tillgångsklasser under en tioårsperiod fram till 2025[25]. I grafen visas att både högriskfastigheter (eng: non-core) och onoterade aktier har en relativt hög spridning i avkastning. För onoterade aktier uppgår den nedre kvartilen till 1,3 procent och den övre till 20,8 procent. Detta kan kontrasteras till noterade aktier där motsvarande avkastningsspridning endast uppgår till 2,6 procentenheter.

Investeringar i nybildade företag (eng: ventures) har en större inneboende risk än etablerade företag (eng: buyouts). Avkastningsspridningen under det senaste decenniet visar att den nedre kvartilen för investeringar i nybildade företag (eng: ventures) har en negativ avkastning om -3,3 procent. Ett liknande mönster återfinns för onoterade sekundära fastigheter där den nedre kvartilen har avkastat -5,0 procent över samma tidsperiod. Nämnvärt är att de övre kvartilerna för både investeringar i nybildade företag (eng: venture) och onoterade aktier överstiger den av noterade aktier.

[25] Avkastningen för noterade tillgångar mäts med tidsvägd avkastning (TWRR), medan avkastningen för onoterade tillgångar mäts med internränta (IRR). Måtten är inte fullt ut jämförbara, men bedöms ge ett relevant och ändamålsenligt underlag för analys.

Spridning i avkastning inom globala likvida och illikvida tillgångsklasser, tioårsperiod, procent

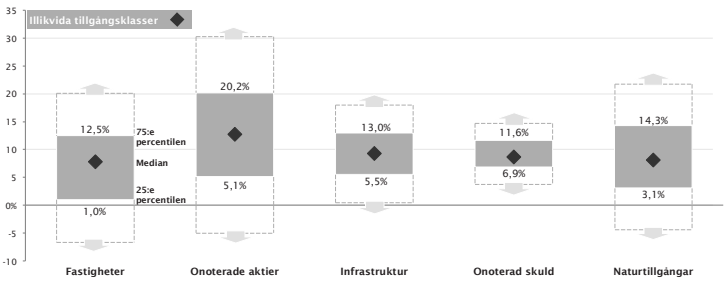


Källa: Burgiss, Morningstar, MSCI, PivotalPath, via J.P. Morgan Asset Management
Not: Den underliggande datan omfattar ett flertal fonder och investeringar. För noterade aktier, obligationer och hedgefonder baseras datan på årliga avkastningar över en 10-års period . För "core" fastigheter är spridningen baserad på årlig avkastning över en 10-års period till och med tredje kvartalet av 2025. För onoterade aktier, onoterade krediter, "non-core" fastigheter och nybildade företag baseras avkastningsspridningen på en 10-årig internränta (IRR) till och med tredie kvartalet av 2025.

Figur 16: Spridning i avkastning mellan globala likvida och illikvida tillgångsklasser, tioårsperiod, procent

Avkastningsspridningen mellan illikvida tillgångar skiljer sig även väsentligt i fondstrukturer, vilket illustreras i Figur 17. Skillnaden i avkastning mellan nedre och övre kvartilen uppgår till över 10 procentenheter för fastigheter, onoterade aktier och naturtillgångar. Störst spridning i avkastning visas i onoterade aktier, där den övre och nedre kvartilen skiljer sig med 15 procentenheter. Tillgångsklassen onoterad skuld kan anses sticka ut med en begränsad skillnad på 4,7 procentenheter mellan den övre och nedre kvartilen.

Spridning i avkastning inom illikvida tillgångsklasser i fondstrukturer, årgångar 2012-2021, procent



Källa: MSCI Private Capital Solutions, via Mckinsey
Not: Grafen visar medianvärde internränta (IRR) samt kvartiler för fonder med separata årgångar 2012-21. Dessa har sedan vägts samman till ett genomsnitt. Medianen har beräknats genom att ta median-IRR för fonder inom respektive årgång. Grafen visar nIRR efter kostnader fram till 2024-09-30. Trots det begränsade urvalet per vintageår för infrastrukturinvesteringar (typiskt 10–50 observationer) används kvartilberäkningar då det är den bästa tillgängliga datan för att ge en indikativ bild av avkastningsspridningen i linje med branschpraxis, även om robustheten är lägre än för likvida tillgångar

Figur 17: Skillnad i avkastning inom illikvida tillgångsklasser i fondstrukturer, årgångar 2012–2021, procent

Den relativt omfattande avkastningsspridningen inom illikvida tillgångsslag visar på betydande möjligheter för investerare att erhålla alfa. Samtidigt är magnituden av risken vanligtvis mer omfattande än för likvida investeringar. För att uppnå avkastning i den övre kvartilen behöver institutionella investerare inneha fonder eller tillgångar som presterar bättre än genomsnittet. Detta förutsätter både en förmåga att identifiera affärsmöjligheter och förvaltare med hög avkastningspotential samt ägarstyrning som driver långsiktigt värdeskapande. För Första–Fjärde AP-fonderna ställer detta krav på att inneha en investeringsform som möjliggör att de kan bevaka sina intressen i investeringen, antingen via deras egna organisationer eller i samverkan med externa parter.

5.3 Nybildade företag och företag i tillväxtfas

Detta avsnitt presenterar en fördjupning inom nybildade företag (eng: venture). För en omfattande beskrivning av samtliga strategier inom onoterade akter, samt övriga illikvida tillgångar, hänvisas till tilläggsuppdraget 2023 (Regeringen, 2024).

5.3.1 Förväntad risk och avkastning

Onoterade aktier kan delas in i strategierna nybildade företag (eng: venture), tillväxtföretag (eng: growth) och etablerade företag (eng: buyout). Strategierna skiljer sig åt i ett flertal hänseenden. Etablerade företag (eng: buyout) är ofta större och har en lägre risk medan nybildade företag (eng: venture) och i viss utsträckning tillväxtföretag (eng: growth) är mindre och har en högre risk. De yngre bolagen står inför eller befinner sig i en stark tillväxtresa som etablerade företag (eng: buyout) redan har genomgått. Till skillnad från resterande strategier förvärvar vantligtvis riskkapitalfonder ett majoritetsägande av etablerade företag (eng: buyout).

Investerare i riskkapitalfonder utgörs vanligtvis av större institutionella investerare som endast placerar en liten andel av sitt totala kapital i högriskinvesteringar, det vill säga nybildade företag (eng: venture). Enligt Carta (2025) förväntar sig institutionella investerare att fondens nettointernränta ska uppgå till minst 20 procent vid avyttring av dess samtliga innehav. För att nå en genomsnittlig avkastning om cirka 20 procent behöver investeringar i nybildade företag (eng: venture) ofta en potentiell avkastning på omkring tio gånger det investerade kapitalet över en femårsperiod. Det höga avkastningskravet kan hänföras till den begränsade framgångsfrekvensen bland nybildade företag (eng: ventures).

Sannolikheten att samtliga nödvändiga affärsförutsättningar realiseras bedöms endast uppgå till 10 procent. De starkaste företagen kan antas ha en 80 procents chans att lyckas på samtliga faktorer. I ett räkneexempel presenterat av Zider (1998) antas detta resultera i en framgångssannolikhet om 17 procent. Skulle sannolikheten för en av dessa händelser minska från 80 till 50 procent faller den kombinerade sannolikheten däremot till 10 procent. Räkneexemplet sammanfattas i Figur 18.

Räkneexempel: **Estimerad framgångsfrekvens av nystartade företag**

Affärshändelse	Sannolikhet *Optimistiskt utfall*	Sannolikhet *Realistiskt utfall*
Företaget har tillräckligt mycket kapital	80 %	50%
Företagsledningen är kapabel och fokuserad	80 %	80 %
Produktutvecklingen går enligt plan	80 %	80 %
Produktion och produktinköp går enligt plan	80 %	80 %
Konkurrenter agerar som förväntat	80 %	80 %
Kunden vill ha produkten	80 %	80 %
Prissättning estimeras korrekt	80 %	80 %
Patent ges ut och kan tillämpas	80 %	80 %
Kombinerad sannolikhet för framgång	***17 %***	***10 %***

Källa: Harvard Business Review

Figur 18: Räkneexempel: Estimerad framgångsfrekvens av nystartade företag

Utfallen av dessa sannolikheter spelar ut i investerares portföljer av nybildade företag (eng: ventures). Mer än hälften av samtliga bolag kan antas resultera i förluster och som bäst generera en avkastning som motsvarar den ursprungliga investeringen. Detta motsvarar den generella tumregeln som lyder att av 10 nybildade företag (eng: venture) kommer 3–4 misslyckas, 3–4 generera en avkastning motsvarande det ursprungliga investerade kapitalet och 1 eller 2 generera substantiellt värde. Andra forskningsperspektiv visar dock att denna estimering är optimistisk och att den verkliga frekvensen för misslyckande är högre. Gage (2012) undersökte över 2000 nybildade företag som erhöll kapital mellan 2004 och 2010. Analysen visade att omkring 75 procent av nybildade företag (eng: ventures) i USA som fått investerat kapital inte hade genererat positiv avkastning.

Givet investeringsstrategins riskfyllda natur kan investerare och fondförvaltare förvänta sig att en andel av investeringarna i nybildade företag kommer misslyckas. Däremot väntas de mest framgångsrika investeringarna generera en avkastning som kan väga upp för detta. Det estimeras som tillräckligt att cirka 10–20 procent av innehaven lyckas generera den målsatta avkastningsgraden på 25–30 procent (Zider, 1998).

5.3.2 Kategorisering av nybildade företag och företag i tillväxtfas

Det finns ytterligare kategoriseringar av nybildade företag (eng: ventures). Enligt NVCA (2025) som produceras gemensamt av National Venture Capital Association (NVCA) och Pitchbook, delas nybildade företag (eng: ventures) in i ett antal delkategorier baserat på mognadsgrad. Den tidigaste kategorin benämns försåddfasen (eng: pre–seed) eller såddfasen (eng: Seed) och omfattas av bolag som är mindre än två år gamla och har erhållit sin första investering. Nästföljande delkategori utgörs av nybildade företag i ett tidigt skede (eng: early stage venture), vilka är yngre än fem år vid affärstillfället och ofta tillhör investeringsrunda (eng: series) A eller B. Företag som är minst fem år, oavsett investeringsrunda, klassificeras som nybildade företag i ett sent skede (eng: late stage venture). Klassificeringen kan också grundas i att företaget som minst har genomfört investeringsrunda (eng: series) C. Nästföljande företagskategori benämns som nybildade företag i

tillväxtfas (eng: venture growth), vilka generellt sett har genomgått investeringsrunda (eng: series) E. För dessa företag kan även en mer kvalitativ bedömning göras baserat på företagets ålder, antal investeringsrundor, företagets nuläge och deltagande investerare.

Respektive investeringsrunda medför varierade storlekar för investerat kapital, där tidigare rundor i regel karaktäriseras av mindre affärer. För nybildade företag i USA uppgick förssåddsinvesteringsrundan (eng: pre-seed) till cirka 5 miljoner kronor (0,5 miljoner USD) år 2025 medan runda D+ uppgick till cirka 1 miljard kronor (100 miljoner USD). Storleksskillnaden på investerat kapital per runda förefaller sig naturligt då kapitalbehovet i regel är mer begränsat i början av företagets livscykel och investeringarna medför högre risk. Mer etablerade bolag har däremot nått en produkt- och marknadsmatch med en etablerad affärsmodell som genererar intäkter från en växande kundbas. De företag som lämnar den nybildade fasen och övergår till en tillväxtfas kan antas ha uppnått lönsamhet eller vara nära att göra detta (EQT, 2024). Kategoriseringen av nybildade företag (eng: venture), samt dess investeringsrundor, återfinns i Figur 19.

Kategorisering av nybildade företag enligt mognadsgrad

Mognadsgrad/ riskreducering

Delkategori av nybildade företag	Antal verksamma år	Investeringsrunda	Rundornas medianstorlek 2025, mnSEK[1)]
Försåddfas/ såddfas *(eng: Pre-seed/seed)*	Mindre än 2 år	Försåddsinvesteringsrunda	~5
		Såddinvesteringsrunda	~35
Nybildade företag i ett tidigt skede *(eng: Early stage)*	Mindre än 5 år	Kapitalrunda A	~150
		Kapitalrunda B	~330
Nybildade företag i ett sent skede *(eng: Late stage)*	Mer än 5 år	Kapitalrunda C	~530
		Kapitalrunda D+[2)]	~1000
Nybildade företag i tillväxtfas *(eng: Venture growth)*	EJ specificerat	Kapitalrunda E	~1000[3)]

Källa: The PitchBook-NVCA Venture Monitor, Q4 2025
Not: 1) Samtliga värden har konverterats från USD till SEK med den genomsnittliga valutakursen för 2025. 2) Nybildade företag i ett sent skede har som minst nått serie C. En maximal runda definieras inte. 3) Data finns angett för serie D+ och har använts för samtliga serier som överstiger serie D

Figur 19: Kategorisering av nybildade företag enligt mognadsgrad

Det bör dock noteras att Pitchbook och NVCAs kategorisering inte är officiell och att andra institutioner kan ha varierade syner på detta. Kategoriseringen kan även variera beroende på företagets unika förutsättningar och situation. Det kan exempelvis argumenteras för att företag lämnar den nybildade fasen och går in i tillväxtfasen tidigare än vad den presenterade kategoriseringen föreslår. Detta perspektiv ges bland annat av EQT (2025), som menar att ett företag i tillväxtfas (eng: growth) kan initiera allt från investeringsrunda (eng: series) A och förbi investeringsrunda (eng: series) D.

5.3.3 Framgångsfaktorer för investerare i nybildade företag

Investeringar i nybildade företag (eng: ventures) har en omfattande avkastningsspridning, vilket reflekteras i Figur 16 (avsnitt 5.2). För att kunna placera sig i de övre kvartilerna behöver investerare i

riskkapital ha förmågan att identifiera investeringsmöjligheter med hög potential samt driva värdeutveckling av sina innehav. Ett antal framgångsfaktorer för aktörer som investerar i nybildade företag (eng: ventures) redogörs för nedan.

1. **En platt organisation med snabba beslutsvägar:** Framgångsrika investerare i nybildade företag (eng: ventures) har generellt en platt struktur med korta beslutsvägar. Förmågan att vara snabb och tidseffektiv anses vara ett vitalt framgångskriterium (Franzke, 2001). Tillgångsklassens tidskänsliga natur kan bland annat hänföras till begränsade investeringstidsfönster.

2. **En stark historisk prestation:** Fondens historiska prestation är en avgörande faktor för dess framtida framgång. Detta hänvisas typiskt sätt till ledningens överlägsna förmåga att identifiera de mest attraktiva investeringarna. Andra perspektiv belyser däremot att det snarare handlar om tillgång till ett flöde av affärer än skillnad i ledningskompetens (Nanda et al., 2020).

3. **Ett brett och djupt nätverk:** Investerares nätverk är en förutsättning för att få tillgång till ett flöde av affärer. En undersökning genomförd av Hochberg och hans kollegor (2007) identifierade att institutionella investerare gynnas av att ha ett brett nätverk av relationer, särskilt med andra investerare i nybildade företag (eng: ventures) som själva har starka nätverk. På samma sätt är det fördelaktigt för investerare att få tillgång till andra investerares affärsmöjligheter, vilket kan uppnås genom medlemskap i syndikat för investeringar i nybildade företag (eng: ventures).

4. **En robust utvärderings– och urvalsprocess**: Investerare i nybildade företag (eng: ventures) rapporterar att en affär i snitt tar 83 dagar att stänga och kräver 118 timmar av formell genomlysning (eng: due diligence), där 10 referenssamtal tas (Gompers et al., 2021). En framgångsrik investerare i nybildade företag (eng: ventures) måste ha förmågan att identifiera högpresterande investeringar, grundade i omfattande utvärderingar.

5. **Ett aktivt ägarstyrningsarbete**: En undersökning genomförd av Gompers (et al., 2021) visar att en omfattande rådgivningsverksamhet är den främsta mekanismen som riskkapitalbolag använder för att skapa mervärde i sina portföljbolag. Ägarstyrnings– och rådgivningsförmågan påverkar även fondens förmåga att attrahera entreprenörer. Mot bakgrund av detta kan den institutionella investerarens ägarstyrningsförmåga betraktas som en central framgångsfaktor.

6. **En konkurrenskraftig kompetensförsörjning:** Förekomsten av bolagsägda investerare i nybildade företag (eng: ventures) har gett uppmärksamhet till vikten av kompensationsstrukturer. Det noteras att investeringsorganisationer som tilldelas det ägande bolagets ersättningsmodell kan hindra dess förmåga att bibehålla och rekrytera högpresterande medarbetare. För att säkerställa en långsiktig kompetens i investeringsorganisationer är det därmed centralt att erbjuda en konkurrenskraftig ersättning som motsvarar branschstrukturer och nivåer (Moore, 2023).

7. **En omfattande spetskompetens**: Investerare i nybildade företag (eng: ventures) behöver besitta spetskompetens inom de marknader och branscher där de är verksamma. Detta kan både informera välgrundade investeringsbeslut och bidra till en effektiv och värdeskapande

ägarstyrning av de underliggande innehaven. På marknader med hög grad av komplexitet, exempelvis till följd av politiska eller regulatoriska faktorer, kan spetskompetens vara särskilt viktig.

5.4 Investeringens livslängd och bemanningscykler

Illikvida tillgångar karaktäriseras av ett relativt långsiktigt värdeskapande och ägande. Däremot skiljer sig långsiktigheten mellan tillgångsklasserna och investeringsformerna. Fondinvesteringar i onoterade aktier har ofta en tidsbestämd investeringshorisont på cirka 10 år, där de första åren utgörs av en investeringsperiod och de senare en förvaltnings– och avyttringsperiod. Bolagsstrukturer saknar däremot en sådan tidsbegränsning och kan innehas i flera decennier, vilket exemplifieras av Första–Fjärde AP-fondernas långvariga innehav i Vasakronan.

Illikvida tillgångar kan anses vara ett lämpligt tillgångsslag för Första–Fjärde AP-fonderna att investera i, givet pensionssystemets långsiktighet och fondernas begränsade likviditetskrav. Likt övriga institutionella investerare tenderar tidshorisonten för portföljinnehaven däremot att överstiga förvaltarnas anställningstid på AP-fonderna. Detta skapar en viss komplexitet kring att ärva innehav inom AP-fonderna, där förstahandsinsikter i innehaven och dess investeringsprocesser behöver föras vidare till nya förvaltare i takt med att nuvarande nyckelpersoner lämnar sina poster. De efterträdande förvaltarna tilldelas därmed innehav som de inte har varit med och fattat beslut om. Rotationen av förvaltare kan dels medföra nya och värdefulla perspektiv på portföljen som i längden stärker dess riskjusterade avkastning. Samtidigt tillkommer även kunskapsmässiga risker, där de nya medarbetarna behöver överta den information som krävs för maximalt värdeskapande och en lämplig ägarstyrning. Trots en gedigen dokumentation kring överväganden, fattade beslut och lärdomar inom tillgångsslaget finns en risk att tyst kunskap inte förs vidare till kommande förvaltargenerationer.

För investeringar i bolagsstrukturer utan tidsbestämd innehavsperiod är det inte osannolikt att en annan medarbetare än den som fattade investeringsbeslutet kommer att fatta beslut om avyttring. Ett sådant avyttringsbeslut kan till exempel föranledas av att kontexten för AP-fonderna har förändrats sedan investeringstillfället. Detta kan bero på förändrade marknadsförutsättningar som gör investeringen mer eller mindre lämplig i dagsläget jämfört med vid investeringens genomförande. På samma sätt kan en reviderad investeringsstrategi påverka bedömningen av ett innehavs lämplighet i portföljen. Dessa situationer kan påkalla en översyn av investerarens innehav samt en eventuell avyttring.

Det finns i regel inte en tydlig andrahandsmarknad för illikvida tillgångar, vilket begränsar likviditeten och möjligheterna till avyttring. Därtill kan storleken, karaktären eller de legala förutsättningarna för illikvida tillgångar innebära att endast ett fåtal institutionella investerare har möjlighet att förvärva dem. Det kan därför dröja flera år innan en lämplig köpare för ett visst innehav identifieras och en avyttring blir möjlig. På grund av detta är det inte givet att samtliga ärvda innehav kan anpassas till en reviderad investeringsstrategi eller förändrade marknadsförutsättningar. Samtidigt har Första–Fjärde AP-fonderna i uppdrag att för samtliga verksamma år bidra till största möjliga nytta för pensionssystemet, vilket förutsätter en handlingsmöjlighet för samtliga portföljinnehav.

För att kunna balansera långsiktigheten i investeringarna samt ge utrymme för förändrade omständigheter till kommande generationer av medarbetare är det centralt för fonderna att skapa

ett kontraktuellt utrymme för handlingsbeslut. Detta är avhängt på utformningen av aktieägaravtalen som skrivs med både interna och externa parter.

5.5 Juridiska investeringsformer och förhållningsramar

En central aspekt av Första–Fjärde AP-fondernas former för investeringar är de bakomliggande juridiska strukturerna och avtalen som AP-fonderna har ingått. För fondinvesteringar tillämpas ofta en struktur där en part (förvaltaren) har ett större juridiskt ansvar och åtagande än resterande ägare (investerarna). Denna struktur kallas begränsat partnerskap (eng: Limited Partnerships) och kan jämföras med den svenska bolagsformen kommanditbolag.

Första–Fjärde AP-fondernas gemensamägda riskkapitalföretag har tillämpat strukturen för kommanditbolag och regleras därmed av lagen (1989:1102) om handelsbolag och enkla bolag. Kommanditbolag är en form av handelsbolag där en eller flera bolagsmän har begränsat ansvar för bolagets förbindelser. Dessa bolagsmän kallas kommanditdelägare och kan inte påföras en förlust som överstiger vad de har satt in eller åtagit sig att sätta in i bolaget vid en eventuell upplösning eller utträde ur bolaget. Denna bestämmelse är dock dispositiv och kan därför avtalas bort. Ett kommanditbolag måste även ha minst en bolagsman som är obegränsat ansvarig för bolagets förbindelser, en så kallad komplementär. Till skillnad från kommanditdelägare har komplementären rätt att företräda kommanditbolaget. Samtliga komplementärer är solidariskt ansvariga för bolagets förpliktelser. Stiftelser och ideella föreningar får inte vara komplementärer, men juridiska former, såsom aktiebolag, får anta denna roll. Enligt lagen har en bolagsman i ett kommanditbolag rätten att när som helst säga upp ett bolagsavtal som har slutits för en obestämd tid. Bolagsmännen har även rätt att avtala om att bolagsmannen i fråga ska träda ur bolaget i stället för att bolaget försätts i likvidation.

Det finns ett flertal anledningar att välja kommanditbolag som juridisk person. En central aspekt är kommanditdelägarnas möjlighet att investera kapital i bolaget utan att ha ansvaret för kommanditbolagets eventuella förluster. Bolagsformen kan även anses vara ett mindre komplext alternativ till aktiebolag, då kommanditbolag inte har samma krav på revisor, upprättande av årsredovisningar och aktiekapital. Därutöver är bolagsformens lag till stor del dispositiv, vilket innebär att bolagsmännen har en relativt stor frihet att själva utforma ägaravtalet. Kommanditbolag har inte heller en egen beskattning, vilket innebär att kommanditdelägarna blir direkt beskattade för sin del av bolagets överskott.

Kommanditbolag är den närmaste svenska motsvarigheten till begränsade partnerskap (eng: limited partnerships), en struktur som vanligen tillämpas bland riskkapitalfonder globalt. I denna bolagskonstruktion finns alltid en ansvarig bolagsman (eng: General Partner, förkortat GP), vilket kan liknas med en komplementär i kommanditbolag. När strukturen används för riskkapitalfonder fattar vanligtvis den ansvariga bolagsmannen (eng: General Partner, förkortat GP), det vill säga fondförvaltaren, beslut avseende verksamheten. Strukturen innefattar även begränsat ansvariga bolagsmän (eng: Limited Partners, förkortat LP) som kan jämföras med kommanditbolagets kommanditdelägare (Naxs, u.å). Dessa begränsat ansvariga partners står för kapitalet som investeras.

Den begränsade partnerskapsstrukturen (eng: limited partnerships) regleras via ett partnerskapsavtal (eng: Limited Partnership Agreement, förkortat LPA). Avtalet reglerar bland annat ansvarsfördelningen mellan de involverade partnerna, processen för kapitalanrop (eng: capital calls)

och åtaganden, distributioner och vattenfall[26] samt avgifter. På en övergripande nivå syftar avtalet till att skapa en samstämmighet mellan parternas intressen (Linnovative Partners, 2025). Likt kommanditbolag ger denna investeringsstruktur en flexibilitet för de involverade parterna att själva utforma partnerskapsavtalet, samtidigt som en tydlig roll- och ansvarsfördelning bibehålls.

5.6 Risker kopplade till investeringar i illikvida tillgångar

Risker och risktagande är centrala komponenter i investeringsverksamhet och utgör grundläggande förutsättningar för avkastning och måluppfyllelse. Detta är särskilt relevant vid investeringar i illikvida tillgångar, där informationsasymmetrier, avsaknaden av en tydlig andrahandsmarknad och mindre effektiva marknadsmekanismer innebär att risknivåerna generellt är högre än för noterade tillgångar. Investerare i illikvida tillgångar är därmed per definition aktiva risktagare som kontinuerligt behöver identifiera, fördela, bedöma och hantera flera risktyper. Riskhantering är dock inte synonymt med att undvika risk: risker ska inte elimineras, utan hanteras och förvaltas för att uppnå en hög riskjusterad avkastning. Detta ställer höga krav på investeringsorganisationers förmåga och kompetens.

I denna rapport lyfts fyra risker upp som centrala att beakta: illikviditetsrisk, kapitalrisk, anseenderisk och systemrisk. Dessa utgör dock inte en uttömmande redogörelse för de risker som kan vara förknippade med illikvida tillgångar. Utöver dessa förekommer exempelvis operativa risker kopplade till aktivt ägande samt systemiska marknadsrisker.

5.6.1 Illikviditetsrisk

Illikvida tillgångar har ofta en begränsad andrahandsmarknad och kan vara svåra att sälja med kort varsel till önskat pris. Detta skapar en likviditetsrisk som investerare förväntar sig att bli kompenserade för via den så kallade illikviditetspremien.[27] Trots att begreppet är välkänt inom finansiell teori och har bevisats i flertalet studier bör det noteras att det finns delade åsikter och en komplexitet i bedömningen av huruvida en illikviditetspremie verkligen föreligger. Se 2023 års Tilläggsuppdrag, avsnitt 4.4 ”Beskrivning av målsättning med innehav i illikvida tillgångar”, för ytterligare resonemang kring akademiska perspektiv på illikviditetspremien (Regeringen, 2024).

Förutsatt att en premie föreligger är AP-fonderna lämpade för att exponera sig mot illikviditetsrisk, då de har ett långsiktigt sparandemål och ett begränsat likviditetskrav. Därmed kan AP-fonderna åtnjuta illikviditetspremien utan att möta samma likviditetsutmaningar som traditionella investerare. AP-fondernas exponering mot illikvida tillgångar behöver dock ske inom vissa begränsningar då en utbetalningsberedskap behöver föreligga. Beredskapen behöver både beakta pensionssystemets nuvarande behov, vilket estimeras via Asset Liability Management (ALM)-analyser som tar höjd för olika scenarios. Ett sådant scenario är inträffandet av en så kallad ”gas” i pensionssystemet, vilket innebär att Första–Fjärde AP-fondernas utbetalningar till pensionssystemet tillfälligt ökar och därmed medför ett högre krav på likviditet. Givet att endast en mindre del av Första–Fjärde AP-fondernas portföljer utgörs av illikvida tillgångar anses däremot en god likviditet föreligga.

[26] Vattenfall avser i denna kontext hur fondens vinst fördelas mellan investerare och fondförvaltaren avseende ordning och procentsatser.
[27] Illikviditetspremien är den en ytterligare avkastningen en investerare förväntar sig för att låsa upp kapital över en längre period.

Sammantaget bedöms illikviditetsrisken, som för den genomsnittliga investeraren är påtaglig, vara viktig att beakta men ha begränsad påverkan för Första–Fjärde AP-fonderna. Andra risker, såsom kapitalrisk och anseenderisk, kan anses vara av större vikt för AP-fonderna.

5.6.2 Kapitalrisk

Kapitalrisk avser risken att permanent förlora delar av eller samtligt investerat kapital. En realisering av denna risk kan leda till att Första–Fjärde AP-fonderna inte uppfyller sina avkastningsmål, vilket begränsar deras förmåga att bidra med största möjliga nytta till pensionssystemet. Samtidigt utgör riskexponering en central förutsättning för AP-fondernas måluppfyllnad och bör därmed ha en tydlig plats i AP-fondernas portföljer. Mot denna bakgrund är kapitalrisken argumenterbart central att beakta för Första–Fjärde AP-fonderna, inte minst avseende investeringar i illikvida tillgångar där avkastningsspridningen är relativt hög. Figur 16 (avsnitt 5.2) visar att investeringar i nybildade företag (eng: ventures) samt fastigheter i sekundära marknader uppvisar en betydande uppsida, samtidigt som avkastningen i de nedre kvartilerna är negativ. I sammanhanget bör det även belysas att AP-fonderna har en förhållandevis låg portföljexponering mot dessa typer av högriskinvesteringar.

För att hantera risken på ett ändamålsenligt sätt och undvika att kapitalrisken realiseras är det av särskild vikt att Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen i deras investeringar. En central aspekt i att bevaka sina intressen är arbetet inför investeringstillfället, där tillgången grundligt utvärderas i en formell genomlysning (eng: due diligence). På samma sätt kan en aktiv ägarstyrning bidra till långsiktigt värdeskapande och förhindra att kapitalrisken förverkligas. Trots att investerare kan skapa förutsättningar för en god avkastning bör det noteras att kapitalrisken till stor del är utanför investerarens kontroll. Till exempel kan nya marknadstrender, förändrade regelverk eller oväntade operativa utmaningar i den underliggande tillgången göra att kapitalrisken realiseras.

För att hantera kapitalrisken på ett ändamålsenligt sätt och minska sannolikheten för att den realiseras är det av särskild betydelse att Första–Fjärde AP-fonderna aktivt bevakar sina intressen i genomförda investeringar. En central del i detta arbete utgörs av förberedelserna inför investeringstillfället, där tillgången eller förvaltaren grundligt utvärderas i en formell genomlysning (eng: due diligence). Utöver detta kan en aktiv och välfungerande ägarstyrning bidra till långsiktigt värdeskapande samt till att reducera risken för värdeförlust över tid. Samtidigt bör det noteras att kapitalrisken i betydande utsträckning ligger utanför investerarens direkta kontroll. Externa faktorer såsom förändrade marknadsförutsättningar, nya eller ändrade regelverk samt oväntade operativa utmaningar i den underliggande tillgången kan, trots riskhanteringsåtgärder, medföra att kapitalrisken realiseras.

Trots att institutionella investerare inte kan påverka eller förutse förändrade externa förutsättningar kan de välja att begränsa exponeringen mot tillgångsklasser med en högre risk för negativ avkastning, såsom nybildade företag (eng: ventures) och fastigheter i sekundära områden (eng: non-core). Samtidigt utgör risktagande en central del av AP-fondernas uppdrag, varför en reducerad exponering mot högriskinvesteringar behöver vägas mot risken för utebliven avkastning som genereras i tillgångsklassernas övre kvartiler. Snarare än att undvika kapitalrisken bör den hanteras på ett optimalt sätt, bland annat genom val av investeringsformer.

5.6.3 Anseenderisk

Anseenderisk definieras i denna rapport som risken för att huvudmannens eller allmänhetens förtroende för pensionssystemet tar skada. För Första–Fjärde AP-fonderna kan anseenderisken

primärt hänföras till negativ medial uppmärksamhet kring exponeringen mot det underliggande innehavet. Riskens omfattning kan bero på både magnituden och frekvensen för sådan uppmärksamhet.

Frekvensen, eller sannolikheten för att en sådan negativ medial händelse ska inträffa, kan anses högre för illikvida tillgångar än likvida tillgångar. Detta kan delvis hänföras till tillgångsslagets långsiktighet, där en längre exponering mot tillgången ökar sannolikheten för att medial händelse ska inträffa under ägarperioden. Risken kan realiseras av en förändrad omvärld under ägarperioden som påverkar huruvida allmänheten bedömer innehavets verksamhet och strategiska riktning som lämplig. Givet illikviditeten som följer av detta tillgångsslag finns det i regel begränsade möjligheter att snabbt avyttra tillgångsslaget i ett sådant fall att externa omständigheter påkallar det.

Utöver anseenderiskens frekvens bedöms dess magnitud vara betydande. Detta gäller inte minst för bolagsstrukturer där AP-fonderna ofta har en större ägarandel och därmed omfattande ägaransvar. AP-fonderna måste kunna svara för portföljinnehavens utveckling i händelse av negativ medial uppmärksamhet. AP-fondernas närhet till investeringarna ökar även risken för att de själva förknippas med negativ uppmärksamhet och därigenom exponeras för anseenderisk. Innehaven som ägs via bolagsstrukturer blir relativt synliga i AP-fondernas portföljer, till exempel till följd av dess storlek eller ägarform, vilket ökar sannolikheten för en granskning från allmänheten.

Det är centralt för pensionssystemet, inklusive Första–Fjärde AP-fonderna, att bibehålla ett högt förtroende över tid från allmänheten. AP-fonderna bör därmed ha en begränsad aptit för anseenderisker. Samtidigt bör det noteras att ett allt för restriktivt förhållningssätt till denna risk kan begränsa AP-fondernas investeringsuniversum väsentligt. För att uppnå en ändamålsenlig riskexponering är det viktigt att hantera risker på ett sätt som begränsar exponeringen utan att i onödan inskränka investeringsmöjligheterna.

5.6.4 Systemrisk

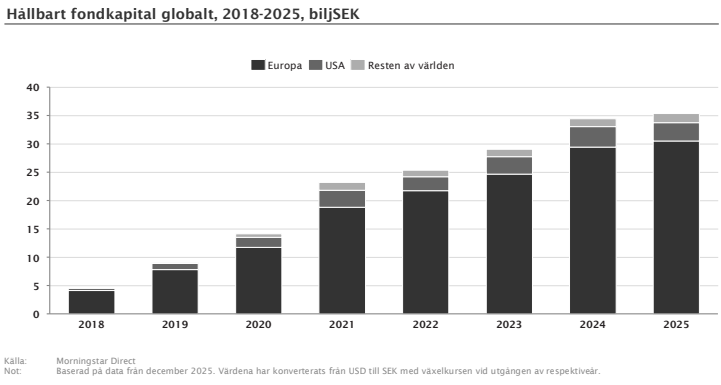
De tidigare riskerna (5.6.1–5.6.3) avser nivån för en enskild institutionell investerare, till exempel en enskild AP-fond, men Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar tillsammans buffertkapitalet i inkomstpensionssystemet. Deras samlade exponering mot illikvida tillgångar påverkar därmed systemets finansiella stabilitet.

Strukturella faktorer ökar koncentrationsrisk: gemensam hemmamarknad, lagramverk och samägda bolag, till exempel Vasakronan och Polhem Infra, skapar överlapp i svenska fastigheter och infrastruktur. Till skillnad från noterade tillgångar är illikvida svåra att reducera snabbt, varför en nedgång i en stor tillgång eller sektor kan förstärkas systemiskt, bortom individuella riskmodeller som exempelvis ALM-analyser, vilka görs fondvis.

Ingen central instans aggregerar eller övervakar den gemensamma illikvida exponeringen, då varje styrelse hanterar sin riskplan oberoende. Detta utesluter inte fondernas oberoende, men informationsdelning och aggregerad riskrapportering kunde ge styrelser och Riksdagen bättre överblick av systemrisken i enskilda tillgångar och sektorer.

5.7 Hållbarhet

I linje med den övriga samhällsdebatten och globala utvecklingen har hållbarhet fått en alltmer central roll i investeringsuniversumet. Detta visas i utvecklingen av det globala hållbara fondkapitalet som har mer än fyrdubblats mellan 2018 och 2025. Kapitalet uppgick till över 35 biljoner[28] kronor (3,8 biljoner USD) år 2025, vilket är den högsta rapporterade helårsnivån. Särskilt noterbart är kapitalets årliga tillväxttakt mellan 2018 och 2021 som uppgick till cirka 70 procent. Majoriteten av tillväxten kan hänföras till europeiska fonder som under 2025 stod för 86% av det globala hållbara fondkapitalet. USA stod för cirka 9 procent av kapitalet, vilket motsvarar en ökning på ungefär 1 procentenhet jämfört med 2018 (Pucci, 2025). Utvecklingen av det globala hållbara fondkapitalet återfinns i Figur 20.



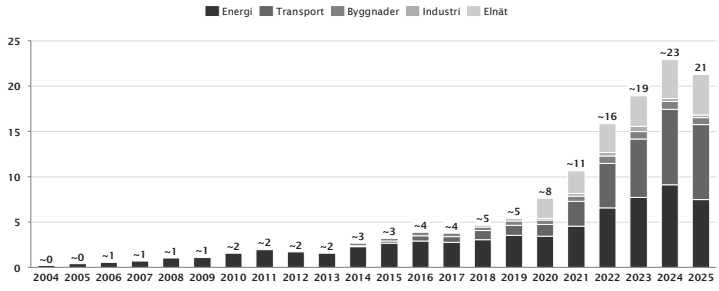
Figur 20: Hållbart fondkapital globalt, 2018–2025, biljSEK

En liknande positiv trend kan identifieras för globala investeringar i energiomställningen. Mellan 2018 och 2024 ökade de årliga investeringarna i genomsnitt med 26 procent per år. Investeringarna översteg för första gången 21 biljoner kronor (2 biljoner USD) år 2024. Under 2025 ökade investeringarna mätt i USD, men minskade något uttryckt i SEK.

Delsegmenten el-transport, förnybar energi och elnät är särskilt drivande i tillväxten. År 2025 uppgick de globala investeringarna i el-transport till cirka 8,2 biljoner kronor (897 miljarder USD), förnybar energi till cirka 7,5 biljoner kronor (811 miljarder USD) och elnät till cirka 4,4 biljoner kronor (483 miljarder USD). Tillsammans stod dessa delsegment för omkring 95 procent av det totala investerade kapitalet i energiomställningen globalt. De årliga investeringarna sammanfattas i Figur 21.

[28] 1 biljon = 1 000 miljarder

Årliga investeringar i energiomställningen globalt, 2004-2025, biljSEK



Källa: BlombergNEF, via Energy Transition Investment Trends 2025 & 2026
Not: Värdena har konverterats från USD till Sek med växelkursen vid utgången av respektive år. Delsegmentens staplar ämnar ge en indikativ storleksordning på investerat kapital. Delsegmentet Energi utgörs till ca 90% av förnybar energi.

Figur 21: Årliga investeringar i energiomställningen globalt, 2004–2025, biljSEK

Utvecklingen av hållbart fondkapital samt investeringar i energiomställningen speglar den utökade efterfrågan på hållbarhet och institutionella investerares centrala roll i den gröna omställningen. Den geografiska spridningen av det hållbara fondkapitalet talar för att trenden är särskilt närvarande inom Europa. Första–Fjärde AP-fonderna har, likt övriga institutionella investerare, verkat i denna miljö och riktat ett större strategiskt fokus mot hållbarhet. Investeringar i hållbar infrastruktur, såsom Polhem Infra, 4 to 1 Investments och Stegra, kan anses falla inom ramen för detta investeringsuniversum.

5.8 Styrelsers roll vid investeringar i illikvida tillgångar

Investeringar i illikvida tillgångar ställer generellt högre krav på styrelsens roll hos institutionella investerare än investeringar i noterade tillgångar. Vid noterade investeringar är styrelsens primära uppgift att fastställa övergripande ramar för tillgångsallokering och riskmandat, medan de operativa investeringsbesluten delegeras till kapitalförvaltningsorganisationen. Denna delegation fungerar väl i en miljö med likvida marknader, transparent prissättning och möjlighet att snabbt justera positioner.

Vid illikvida tillgångar, särskilt vid bolagsstrukturer, är förutsättningarna annorlunda på ett grundläggande sätt. Investeringsbesluten är i praktiken irreversibla under lång tid (5.6.1), kapitaltillskott kan krävas efter det initiala beslutet och värderingen av tillgångarna bygger på modeller snarare än på marknadspriser. Dessutom kan valet av investeringsform, exempelvis genom fondstruktur eller bolagsstruktur (till exempel ett gemensamägt riskkapitalföretag eller en direktinvestering), ha avgörande betydelse för en institutionell investerares (till exempel AP-fonds) möjlighet att bevaka sina ägarintressen och för vilka organisatoriska resurser som krävs.

Dessa särdrag innebär att styrelsens strategiska övervakande roll generellt blir mer krävande vid illikvida tillgångar. Internationella riktlinjer, däribland OECD:s principer för pensionsfondsstyrning (OECD, 2009) och Clark och Urwins ramverk för god styrning (Clark & Urwin, 2008), betonar att styrelser i pensionsfonder behöver tillräcklig kompetens för att kunna bedöma inte enbart enskilda investeringars avkastningspotential, utan även de strukturella förutsättningarna för att förvalta dem.

Det handlar bland annat om att kunna utvärdera om den valda formen för en investering är lämplig givet organisationens resurser, om delegationsordningen är anpassad för de specifika krav som illikvida tillgångar ställer, och om det finns tillräckliga eskaleringsrutiner för situationer som avviker från det förväntade förloppet.

I svensk kontext specificerar lagstiftningen från 1 januari 2026 (SFS 2025:376) att AP-fondernas styrelser i sin helhet ska ha hög kompetens inom kapitalförvaltning samt tillräcklig kompetens inom bland annat illikvida tillgångar, finansiell ekonomi och hållbarhet. Detta understryker att generalistkompetens inte ansågs tillräcklig för den portföljsammansättning som följde av lagändringen 2019, då taket för illikvida tillgångar höjdes från 5 till 40 procent. Styrelsens förmåga att bedöma formfrågor, organisatoriska resurser och övervaka investeringar genom hela livscykeln är av central betydelse för den analys som detta uppdrag omfattar.

För en mer utförlig beskrivning av hur Första – Fjärde AP-fonderna hanterar allokeringsbeslut, inklusive styrelsernas roll, samt investeringsprocess för investeringar i illikvida tillgångar, se den fördjupade analysen i samband med den årliga utvärderingen av AP-fonderna till och med år 2024 (Skr. 2024/25:130, bilaga 9).

5.9 Avveckling och exit ur illikvida tillgångar

Tilläggsuppdragets frågeställning omfattar hela investeringscykeln, från nyinvestering till avveckling. Avvecklingsfasens krav varierar påtagligt beroende på investeringsform.

- **Gemensamt ägda strukturer**: Försäljning (för en eller fler parter) kräver ägarsamsyn eller formaliserade processer kring initiering och villkor. Skilda tidshorisonter, mål eller riskaptit försvårar. Väl genomarbetade, fördefinierade principer i aktieägaravtal täcker scenarier som avvecklingsvillkor, oenighetshantering, eskaleringsgränser till respektive parts styrelse, byggda under goda relationer.
- **Direktägda fastighetsbolag**: Den institutionella investeraren (AP-fonden) ansvarar själv för hela försäljningsprocessen, exempelvis oberoende värdering, marknadskontakter och transaktionsgenomförande, vilket ställer krav på intern kompetens, ofta kompletterat med extern rådgivning.
- **Fondinvesteringar**: Fondförvaltaren ansvarar för avveckling inom fondens löptid enligt partnerskapsavtalet. Fondinvesterare, till exempel AP-fonder, deltar i beslut om förlängning av fondens löptid eller sekundärförsäljning av sin fondandel till andra investerare.

Planerade avvecklingar, till exempel genom börsintroduktion eller försäljning till en strategisk köpare, medger förberedelse, medan krisdrivna avvecklingar vid snabb försämring kräver omedelbar beredskap och specialistkompetens – som visats i senaste års investeringar. AP-fondernas strukturer och organisation måste klara båda.

De senaste årens utveckling i ett antal av de analyserade investeringarna visar att krisutlösta förlopp kan uppstå med kort varsel och ställa omfattande krav på organisatorisk beredskap och specialistkompetens.

6. Analyserade investeringar och deras former

Detta kapitel presenterar de investeringar och tillgångsklasser som analysarbetet fördjupar sig inom. Inledningsvis presenteras investeringsformen gemensamägda riskkapitalföretag, som till följd av dess särskiljande karaktär har brutits ut från kategoriseringen enligt tillgångsklasser. Därefter följer en beskrivning av de analyserade tillgångsklasserna, nämligen i) onoterade fastighetsföretag, ii) infrastruktur, skog och jordbruk samt iii) onoterade aktier. Respektive avsnitt redogör för tillgångsklassens, eller formens, bakgrund samt ett antal innehav som en eller flera AP-fonder har investerat i. Innehavens beskrivningar bör däremot inte betraktas som uttömmande.

6.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

6.1.1 Bakgrund till investeringsformen

Formens investeringsrational

Gemensamägda företag tillåter kostnadseffektiva investeringar i underliggande innehav, utan involvering av externa fondförvaltare.[29] Kostnadseffektiviteten kan hänföras till att investeringsprocessen av de underliggande innehaven genomförs av riskkapitalföretagets organisation, i stället för att läggas ut på externa fondförvaltare. Till skillnad från fondstrukturer täcker AP-fonderna enbart kostnaden för riskkapitalföretagets organisation, utan tillägg för övriga avgifter och prestationsbaserade ersättningar.

Formen kan även betraktas som mer kostnadseffektiv än direktägda bolagsinvesteringar, givet att AP-fonderna inom ramen för riskkapitalföretaget kan poola sina investeringsresurser och kompetenser. AP-fonderna har även möjlighet att utöva en aktiv ägarstyrning av riskkapitalföretaget. Då AP-fonderna är representerade i riskkapitalföretagens styrelser har de möjlighet att fatta investeringsbeslut och utöva en väsentlig grad av kontroll över riskkapitalföretaget, jämfört med traditionella fondstrukturer.

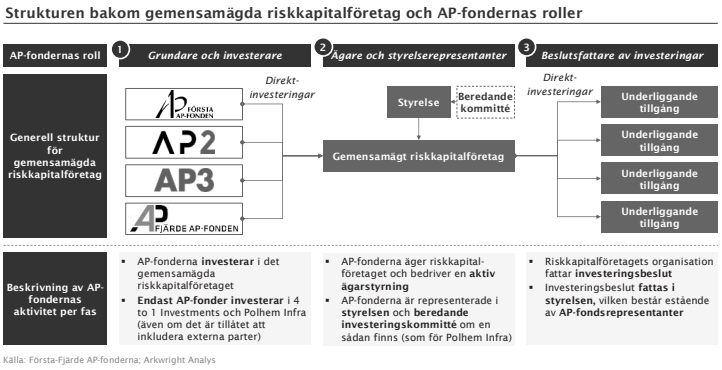
Investeringsstrukturen och AP-fondernas roll

Gemensamägda riskkapitalföretag kan liknas med en riskkapitalfond som AP-fonderna sätter upp gemensamt och investerar i. Riskkapitalföretaget är en separat juridisk enhet, med en egen investeringsprocess och beslutsmandat för investeringar. Enligt lag får AP-fonderna maximalt äga 35 procent av riskkapitalföretaget. Förutsatt att riskkapitalföretaget inte har externa delägare behöver minst tre AP-fonder ingå i saminvesteringen.

I egenskap av investerare beslutar Första–Fjärde AP-fonderna om kapitaltillskott eller kapitalram till gemensamägda riskkapitalföretag. Ägarna är även representerade i styrelsen för riskkapitalföretaget och utövar därigenom en aktiv ägarstyrning och styrelsekontroll av riskkapitalföretaget. I de två gemensamägda riskkapitalföretagen har styrelsen beslutsmandat för investeringar i underliggande innehav. Den operativa företagsledningen bedrivs däremot av vd och riskkapitalföretagens

[29] AP-fonderna redovisar nettoavkastningen för dess gemensamägda riskkapitalföretag, vilket innebär att dess kostnader inte är direkt synliga i AP-fondernas resultatredovisning.

organisationer, utan involvering av ägarna. Första–Fjärde AP-fondernas roller i deras gemensamägda riskkapital sammanfattas i Figur 22.



Källa: Första-Fjärde AP-fonderna; Arkwright Analys

Figur 22: Strukturen bakom gemensamägda riskkapitalföretag och AP-fondernas roller

Utvalda investeringar

AP-fonderna har, sedan uppdateringen av placeringsreglerna år 2020, bildat två gemensamägda riskkapitalföretag. Ett av dessa är 4 to 1 Investments som ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna och har investerat i batteritillverkaren Northvolt. Det andra riskkapitalföretaget är Polhem Infra som ägs av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna och uteslutande investerar i infrastruktur. Båda riskkapitalföretagen har den juridiska bolagsformen kommanditbolag med ett aktiebolag som komplementär (se avsnitt 5.5 för mer information om den juridiska formen). Trots att 4 to 1 Investments och Polhem Infra delar liknande juridiska strukturer föreligger betydande skillnader mellan riskkapitalföretagen inom följande delar:

- Formell och juridisk klassificering av riskkapitalbolaget
- Investeringsstrategi och riskprofil, inklusive ägarandel, grad av inflytande i underliggande innehav samt strategisk exponering mot olika tillgångsklasser
- Portföljuppbyggnad och diversifieringsgrad
- Struktur för kapitalallokering
- Organisation och bemanning, inklusive styrelsens sammansättning, förekomst av beredande kommittéer samt utformning av investeringsorganisationen
- Investeringsprocessens utformning samt involverade styrningsorgan och roller

Båda riskkapitalföretagen, inklusive dess utformning, portfölj och organisationer, redogörs för i mer detalj nedan.

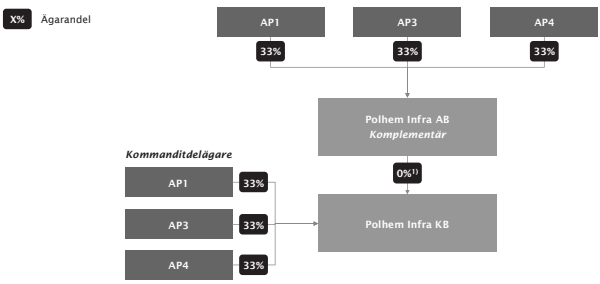
6.1.2 Analyserade investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Polhem Infra

- **Ägande**: Polhem Infra AB, Polhem Infra KB, med Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna som institutionella investerare
- **Grundat**: 2019
- **Investeringar**: Direktägda infrastrukturinvesteringar i Sverige och Norden
- **Ägarstyrning**: Ägarbeslut, styrelserepresentation, deltagande i företagets investeringskommitté samt kontinuerlig uppföljning

Polhem Infra AB och KB grundades i början av 2019 av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna. Riskkapitalföretaget skulle investera i reala infrastrukturtillgångar med fast mark och sattes därför upp som ett fastighetsbolag enligt jordabalken. Vid tidpunkten för dess grundande var det inte möjligt för AP-fonderna att sätta upp det som ett riskkapitalbolag då lagen inte tillät ägarandelar över 30 procent i riskkapitalföretag. Polhem Infra AB är komplementär till Polhem Infra KB och ägs till lika delar av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna, utöver Polhem Infra AB:s ägarandel. I Polhem Infra KB:s årsredovisning rapporteras att Polhem Infra AB har gjort insättningar på 10 kronor. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna är även kommanditdelägare till Polhem Infra KB och äger en tredjedel var av bolaget. Kapitaltillskott för att finansiera förvärv kommer från kommanditdelägarna. Den juridiska strukturen för Polhem Infra illustreras i Figur 23.

Polhem Infras bolagsstruktur



Källa: Första, Tredje och Fjärde AP-fonden, Arkwright Analys
Not: Polhem Infra ABs ägarandel i Polhem Infra KB uppgår till 0,00000003% och avrundas till 0%.

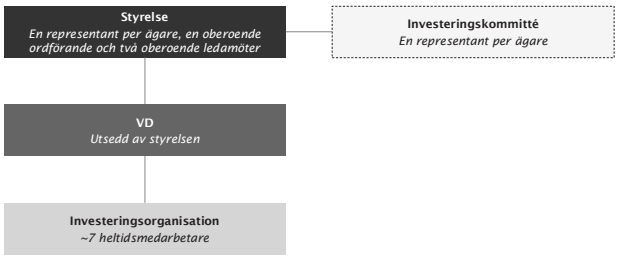
Figur 23: Polhem Infras bolagsstruktur

Det gemensamägda riskkapitalföretaget Polhem Infra grundades med en målsättning om att bli en prioriterad partner för både offentliga och privata aktörer som investerar i och förvaltar infrastrukturtillgångar för en hållbar samhällsutveckling. Under bolagets första verksamhetsår påbörjades etableringen av investeringsverksamheten, bland annat genom rekrytering och framtagande av en investeringsprocess. Styrelsen rekryterade en permanent VD i oktober samma år

och vid slutet av året hade bolaget 6 anställda. Riskkapitalföretagets organisation har fortsatt växa i takt med portföljens förvaltade kapital och vid utgången av 2024 bestod organisationen av 7 anställda (6 heltidsanställda och 1 interim CFO).

Investeringsbeslut fattas av Polhem Infras styrelse, bestående av en representant per ägare[30], en oberoende ordförande och två oberoende ledamöter. Investeringsbeslut bereds av Polhem Infras investeringsorganisation och Investeringskommitté, bestående av ytterligare en representant per ägare. Investeringskommittén är ett utvärderingsorgan som granskar och utmanar samtliga investeringsförslag innan de presenteras för styrelsen. Polhem Infras organisation illustreras i Figur 24.

Polhem Infras organisation vid utgången av 2024



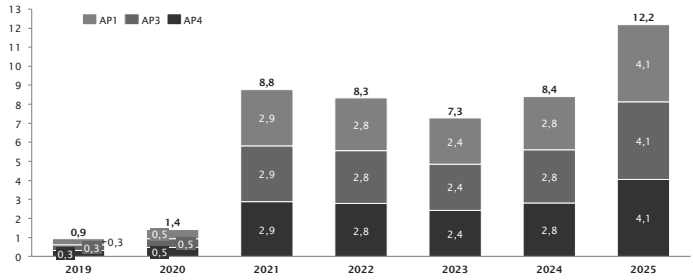
Källa: Första-Fjärde AP-fonden

Figur 24: Polhem Infras organisation vid utgången av 2024

Under dess verksamma år har riskkapitalbolaget genomfört totalt fem investeringar, varav fyra färdigställdes innan 2025. Vid utgången av 2025 summerade Första, Tredje och Fjärde AP-fondernas rapporterade verkliga värde av Polhem Infra till 12,2 miljarder kronor. Riskkapitalföretagets verkliga värde mellan 2019 och 2025, enligt AP-fondernas årsredovisningar, sammanfattas i Figur 25.

[30] Varje ägare har rätt att nominera varsin ledamot.

Verkligt värde av Polhem Infra KB enligt Första, Tredje och Fjärde AP-fondens årsredovisningar, 2019-2025, mdrSEK



Källa: Första, Tredje och Fjärde AP-fondens årsredovisningar, 2019-2025
Not: Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 25: Verkligt värde av Polhem Infra KB enligt Första, Tredje och Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2019–2025, mdrSEK

Polhem Infras första investering genomfördes i november 2019 då bolaget förvärvade 21,45 procent av Solör Bioenergi Holding AB (Solör) för 926 miljoner kronor. Solör är ett av Sveriges ledande privatägda energibolag med fokus på bioeldad fjärrvärme och hållbarhet. Utöver Sverige har Solör även en betydande verksamhet i Norge. Polhem Infras ägarandel i innehavet utökades med 3,3 procent år 2020 och 18,6 procent år 2021, vilket resulterade i riskkapitalets nuvarande ägarandel på 40 procent.

I april 2020 genomförde Polhem Infra sin andra investering då en andel av vindkraftsprojektet Skaftåsen i Härjedalens kommun förvärvades. Affären genomfördes av ett syndikat av institutionella investerare, företrädda av BAE Systems Pension Funds Invesmtent Management Ltd. Polhem Infra förvärvade en ägarandel på 23 procent i FW Skaftåsen BidCo AB. Vid investeringstillfället var vindkraftsprojektet under uppförande med ett beräknat fastställande under 2021 och påbörjad kommersiell drift i början på 2022. Den officiella invigningen blev dock något försenad och hölls i oktober 2023. Vid utgången av 2023 var majoriteten av vindparkens turbiner i full drift.

Ytterligare en investering genomfördes i juni 2021 då Polhem Infra förvärvade samtliga andelar av Telias Companys internationella nätgrossistverksamhet (eng: carrier), Arelion (tidigare benämnt Telia Carrier). Anskaffningsvärdet för bolaget var 5 495 miljoner kronor och vid förvärvstidpunkten var bolaget värderat till cirka 9 450 miljoner kronor. Arelion erbjuder anslutningstjänster till 129 länder och står för en betydande del av den globala internettrafiken. Uppskattningsvis möjliggör Arelion 65% av världens internetanslutningar.

En fjärde investering genomfördes i december 2024 tillsammans med investeringsbolaget Prime Capital AG (Prime Capital). Partnerskapet avsåg ett uppförande av vindkraftsparker i Lycksele till en investering på ca 4,8 miljarder kronor (420 miljoner euro), där Polhem Infra ägarandel utgjorde 49 procent. Tre vindkraftsparker väntas tas i drift under 2027 och beräknas motsvara förbrukningen av

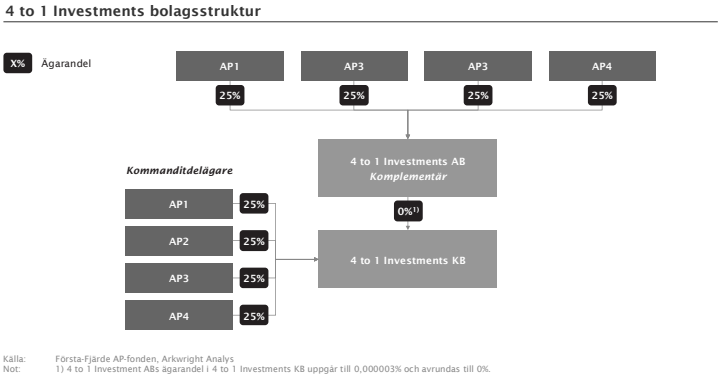
cirka 100 000 hushåll. I saminvesteringen ingår även ett nätbolag som ansvarar för att ansluta vindkraftsparkerna till regionnätet.

Så sent som i juni 2025 genomförde Polhem Infra en investering i Pori Energia Oy, ett finskt energibolag med verksamhet inom fjärrvärme, grundat 1897. Polhem Infra förvärvade 49 procent av bolaget och breddade därmed sin geografiska spridning till Finland. Detta föranleddes av att Poris stad godkände försäljningen i januari 2025. Poris stad är kvar som majoritetsägare av Pori Energia.

4 to 1 Investments

- **Ägande**: 4 to 1 Investments AB, 4 to 1 Investments KB, med Första–Fjärde AP-fonderna som institutionella investerare
- **Grundat**: 2021
- **Investeringar**: Primärt direktägda onoterade företag i Sverige som ger en positiv samhällspåverkan och har en plan om börsnotering
- **Ägarstyrning**: Beslut om kapitaltillskott, styrelserepresentation, samt kontinuerlig uppföljning och monitorering

4 to 1 Investments AB och KB bildades i april 2021 och ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna. 4 to 1 Investments AB är komplementär till 4 to 1 Investments KB och har tillskjutit 100 kronor i kapital, vilket motsvarar en ägarandel på 0,000003 procent. Första–Fjärde AP-fonderna är kommanditdelägare till 4 to 1 Investments KB och äger 25 procent var av bolaget. Den juridiska strukturen av 4 to 1 Investments sammanfattas i Figur 26.



Figur 26: 4 to 1 Investments bolagsstruktur

Riskkapitalföretaget förvaltar och investerar i onoterade andelar i svenska aktiebolag. Investeringsstrategin omfattar direktinvesteringar i onoterade bolag, primärt i Sverige, som har en påvisbar positiv samhällspåverkan och en god avkastning i förhållande till exponering och risk. Det

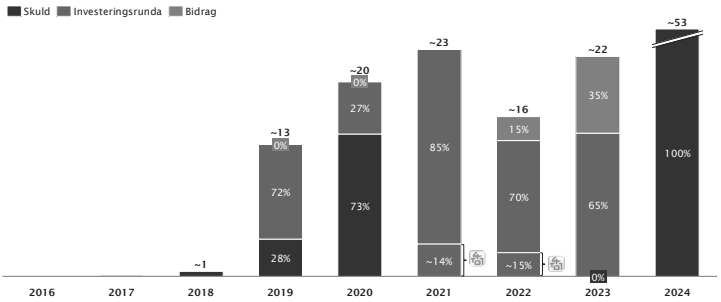
onoterade bolaget bör ha en plan för att på sikt noteras. Då 4 to 1 Investments önskar göra affärer av en viss volym utan att vara huvudinvesteraren (eng: lead investor) bör de underliggande innehaven vara av betydande storlek. Bolaget har hittills endast genomfört investeringar i bolaget Northvolt AB till ett totalt värde på cirka 5,8 miljarder kronor. 4 to 1 Investments KB investering i Northvolt, samt Northvolts verksamhet, redogörs för nedan. 4 to 1 Investments KB benämns hädanefter 4 to 1 Investments.

Northvolt grundades som ett batteritillverkningsföretag 2016 med visionen att möjliggöra Europas övergång till förnybar energi genom att bygga världens grönaste batteri. Efter att ha säkrat en första investeringsrunda på cirka 100 miljoner kronor (13 miljoner USD) lanserades Northvolt officiellt i mars 2017. I oktober samma år bekräftade Northvolt att dess gigafabrik, Northvolt Ett, skulle byggas i Skellefteå. Bolaget bekräftade även att en demonstrationsfabrik och forskningsanläggning, Northvolt Labs, skulle etableras i Västerås. Ett år senare, i oktober 2018, inleddes utvecklingen av Northvolt Battery Systems Jeden i Gdańsk, Polen – en anläggning avsedd för industrialisering och montering av batterimoduler och lösningar. Vid årsskiftet 2018–2019 hade Northvolt omkring 200 anställda och tre fabriker under utveckling.

Mellan 2019 och 2024 expanderades Northvolts produktionskapacitet och geografiska spridning vid ett flertal tillfällen. I april 2019 gavs tillstånd att utöka kapaciteten av Northvolt Ett till 16Gwh per år. Detta följdes av ett lån på närmre 4 miljarder kronor (400 miljoner USD) i maj och en nyemission i juni på strax under 10 miljarder kronor (1 miljard USD), ämnade för utveckling av fabriken. Nästa större kapitaltillskott inträffade i juli 2020 då Northvolt tog upp lån på cirka 14 miljarder kronor (1,6 miljarder USD) för att stödja utvecklingen av produktionskapacitet, återvinningsinitiativ samt forskning och utveckling. I september samma år reste Northvolt ytterligare cirka 5 miljarder kronor (600 miljoner USD) i en nyemission. Kapitalet möjliggjorde en expansion av Northvolt Labs Campus samt bygget av en fullskalig återvinningsanläggning vid Northvolt Ett. Detta följdes av en nyemission på cirka 23 miljarder kronor (2,75 miljarder USD) i juni 2021 för att finansiera expansionen av Northvolt Ett till 60 Gwh per år, efter ett godkänt miljötillstånd.

Northvolt levererade sina första battericeller till kunder i maj 2022. Med detta blev Northvolt det första europeiska bolaget att göra kommersiella leveranser till en biltillverkare. Två månader senare, i juli 2022, gjorde Northvolt en nyemission på cirka 12 miljarder kronor (1,1 miljarder USD), ämnade för att bygga upp verksamheten. Expansionen i Sverige och internationellt finansierades av ytterligare en nyemission i augusti 2023 som uppgick till cirka 13 miljarder kronor (1,2 miljarder USD). I januari 2024 tillkännagav Northvolt undertecknandet av ett projektfinansieringslån på cirka 53 miljarder kronor (5 miljarder USD), utan regress, för att möjliggöra expansionen av Northvolt Ett i norra Sverige. Affären var det största gröna lånet som ditintills hade tagits upp i Europa. Vid denna tidpunkt hade Northvolt totalt rest omkring 150 miljarder kronor (15 miljarder USD), fördelat över skulder, investeringsrundor och bidrag, vilket illustreras i Figur 27.

Northvolts finansiering fördelat över skulder, investeringsrundor och bidrag, 2016-2024, mdrSEK

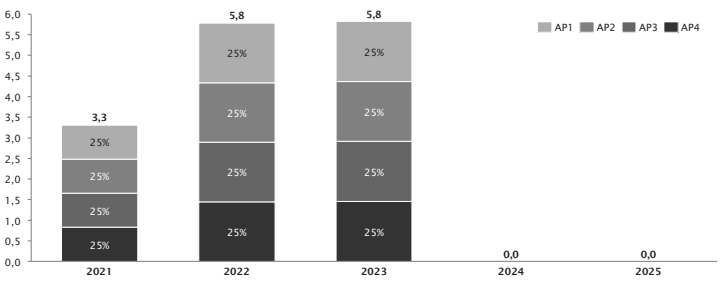


Källa: Tracxn, 4 to 1 Investments årsredovisning
Not: 4 to 1 Investments andel investerat kapital är endast en indikativ uppskattning. Värdena i grafen har konverterats från USD till SEK med den genomsnittliga valutakursen för den månad som skulden, kapital eller bidrag genomfördes.

Figur 27: Northvolts finansiering fördelat över skulder, investeringsrundor och bidrag, 2016–2024, mdrSEK

Första–Fjärde AP-fonderna deltog, via det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments KB, i investeringsrunda C i juni 2021 och investerade cirka 3,3 miljarder kronor. 4 to 1 Investments förvärvskostnader för investeringen uppgick till cirka 1,2 miljoner kronor. År 2022 genomfördes ytterligare två investeringar i Northvolt, bestående av drygt 2 miljarder kronor i en konvertibel nominerad i USD samt cirka 320 miljoner kronor i aktier. Anskaffningskostnaderna för den förstnämnda uppgick till cirka 1,8 miljoner kronor och den andra till cirka 0,3 miljoner kronor. Totalt summerade 4 to 1 Investments investeringar till 5,8 miljarder kronor. Sammanställning av det verkliga värdet av 4 to 1 Investments investering i Northvolt presenteras i Figur 28.

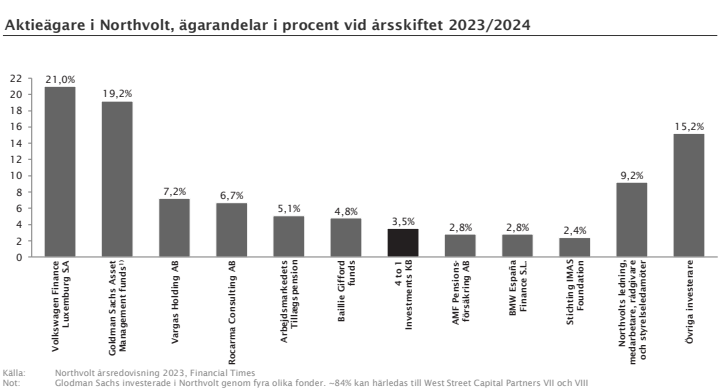
Verkligt värde av 4 to 1 Investments KB enligt Första–Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2021-2025, mdrSEK



Källa: Första–Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2021-2025
Not: Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 28: Verkligt värde av 4 to 1 Investments KB enligt Första–Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2021–2025, mdrSEK

Med investeringar på 5,8 miljarder kronor i Northvolt, varav cirka 3,6 miljarder i aktier, blev 4 to 1 Investments den sjunde största ägaren i Northvolt med en 3,5 procentig ägarandel i bolaget. De tio största ägarna av Northvolt återges i Figur 29. I listan av de största investerarna finns även den danska pensionsfonden ATP. Med en ägarandel på 5,1 procent var ATP den femte största aktieägaren av Northvolt.



Figur 29: Aktieägare i Northvolt, ägarandelar i procent vid årsskiftet 2023/2024

Samtidigt som finansieringen säkrades arbetade Northvolts produktion med att utveckla och leverera batterier till dess kunder. Däremot nådde produktionen inte de förväntade nivåerna, och BMW annullerade en batteriorder till ett värde på cirka 22 miljarder kronor (2 miljarder euro) i juni 2024. BMW kvarstod dock som kund till Northvolt. Det nyligen offentliggjorda lånet på 52 miljarder kronor från januari 2024 hade vid denna tidpunkt ännu inte betalats ut.

I augusti uppges Northvolt ha en akut likviditetsbrist. Den sjunde augusti släppte flera av ägarna ett brygglån på cirka 1,6 miljarder kronor (154 miljoner USD) till en ränta på 16 procent. 4 to 1 Investments sköt inte till några pengar vid detta tillfälle. Lånet avsåg hjälpa Northvolt att exekvera en ny avskalad affärsplan samt täcka transaktionskostnaderna för företagets kapitalresning. Däremot blev kapitalbristen åter påtaglig mot slutet på augusti, vilket föranledde en ägardiskussion om att investera ytterligare kapital. Diskussionerna tog dock en ny vändning när Volkswagen, Northvolts största ägare, valde att lämna förhandlingarna på grund av utmaningar i sin egen verksamhet.

För att kapa kostnader varslades 1600 anställda från Northvolt Ett i september 2024. Kort därefter, den 8e oktober 2024, försattes Northvolt Ett Expansion AB i konkurs. Lånet på cirka 52 miljarder kronor som ännu inte betalats ut var avsett för expansionen i Skellefteå. Efter att Northvolt Expansion AB konkurssattes föll lånet officiellt i november efter en långivaromröstning. Offentliggörandet åtföljdes av att Northvolt ansökte om en rekonstruktion, ett så kallat ”Chapter 11” förfarande, i USA.

Givet osäkerheten i investeringen skrev 4 to 1 Investments, i linje med övriga ägare i Northvolt, ned investeringen i batteritillverkaren till 0 i 2024 års årsredovisning. Den 12 mars 2025 ansökte Northvolt om konkurs i Sverige och den 7 augusti tillkännagavs det amerikanska bolaget Lytens uppköp av Northvolt.

6.2 Investeringar i onoterade fastighetsföretag

6.2.1 Bakgrund till tillgångsklassen

Tillgångsklassens investeringsrational

Investeringar i fastigheter kan erbjuda relativt stabila driftsnetton över tid samt möjligheten till långsiktig kapitaltillväxt. Tillgångsslaget bidrar även till portföljdiversifiering genom en begränsad korrelation till traditionella tillgångar och ett visst långsiktigt inflationsskydd. Onoterade fastigheter erbjuder en särskild diversifieringsmöjlighet, då detta tillgångsslag tenderar att påverkas av aktiemarknaden i lägre utsträckning än noterade tillgångar. Barton och Varanasi (2024) menar att priset på noterade fastighetstillgångar, till exempel aktier, tenderar att fluktuera i högre utsträckning än onoterade fastigheter, givet att marknaden reagerar på ny information samtidigt som den influeras av den bredare aktiemarknadens sentiment. Onoterade fastigheter omvärderas mer sällan än noterade.

Första–Fjärde AP-fonderna har sedan dess bildande haft möjlighet att göra direktinvesteringar i onoterade fastighetsbolag. Denna investeringsform ger, genom investerarens närhet till innehavet, större insyn samt möjlighet till inflytande och kontroll. Samtidigt kräver den ett mer aktivt ägarengagemang för att säkerställa att investerarens intressen bevakas. Första–Fjärde AP-fonderna har även möjligheten att ta på sig det operativa företagsledningsansvaret för dessa tillgångar. Givet att AP-fonderna internaliserar ägaransvaret för tillgången kan investeringsformen betraktas som kostnadseffektiv.

Tack vare dess långsiktighet och kapitalstruktur betraktas AP-fonderna i regel som attraktiva ägare av onoterade fastigheter. AP-fonderna kan ge deras direktägda fastighetsföretag en konkurrenskraftig upplåningsränta och därmed reducera företagens lånekostnader.

Utvalda investeringar

Första–Fjärde AP-fonderna har en långtgående historia av att genomföra direktinvesteringar i fastighetsbolag. Nedan listas de tillgångar som har valts ut för vidare analys i denna rapport:

- *Vasakronan*: Ett fastighetsbolag som ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna och står för omkring 5% av AP-fondernas samlade tillgångar.
- *Cityhold*: Ett fastighetsbolag som investerar i kommersiella fastigheter i Europa och ägs av Första och Andra AP-fonderna samt externa aktörer.
- *Willhem*: Ett fastighetsbolag som fokuserar på bostäder och ägs av Första AP-fonden.
- *Hemsö*: Ett fastighetsbolag med fokus på samhällsfastigheter som ägs av Tredje AP-fonden och Sagax.
- *Rikshem*: Ett fastighetsbolag som fokuserar på bostäder och ägs av Fjärde AP-fonden och AMF.

6.2.2 Analyserade direktinvesteringar

Vasakronan

- **Ägare**: Första–Fjärde AP-fonderna (25% vardera)
- **Grundat**: 1993. AP Fastigheter övertog investeringen 2001, vilken sedan omstrukturerades 2008
- **Investeringar**: Direktägda kontors- och butiksfastigheter i storstäder i Sverige
- **Ägarstyrning**: Ägarråd, ägarbrev, valberedning, beslut om kapitaltillskott, styrelserepresentation samt uppföljning och monitorering

Vasakronan är ett av Sveriges största fastighetsbolag som ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna sedan 2001. Företaget har ett kommersiellt fastighetsbestånd, bestående av kontor och butikslokaler i Stockholm, Uppsala, Göteborg och Malmö. Vasakronan bildades år 1993, i samband med ett beslut om att merparten av statens fastigheter skulle bolagiseras. Finansdepartementet förvaltade Vasakronan fram till årsskiftet 2002/2003, då Näringsdepartementet tog över ägarstyrningen för majoriteten av de statliga bolagen, inklusive Vasakronans moderbolag Citivas Holding. Vasakronan gavs då uppdraget att bedriva en effektiv förvaltning med högsta möjliga långsiktiga totalavkastning som mål, vilket innebar att Vasakronan skulle agera som ett konkurrensutsatt bolag likt övriga marknadsaktörer. Detta åtföljdes av en strukturförändring, där fastighetsbeståndet fokuserade på kommersiella fastigheter med en betoning på storstadsregionerna.

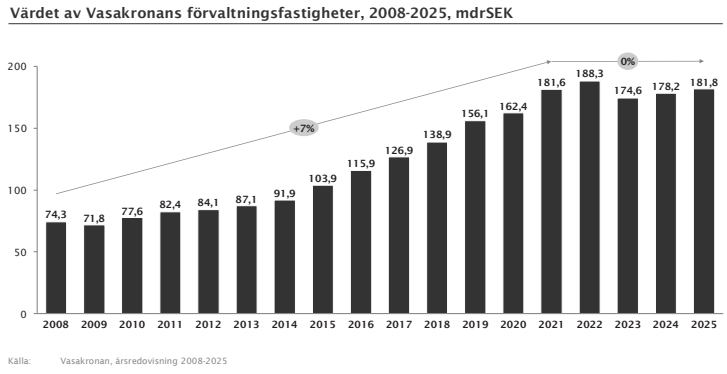
I mars 2007 publicerade Regeringskansliet en proposition (prop. 2006/07:57) som framhöll att det statliga ägandet av företag bör minskas. Regeringen ansåg initialt att ägarandelen skulle minska i 6 olika bolag, däribland Civitas Holding AB som vid denna tidpunkt ägde samtliga aktier i Vasakronan. Regeringen bemyndigades att inleda försäljningsprocessen för bolaget i juni 2007.

Försäljningen av Vasakronan ägde rum under 2008 och sammanföll därmed med den finansiella krisen, vilken bidrog till ett markant minskat antal transaktioner av fastighetsbolag. I början av maj 2008 hade 6 indikativa bud inkommit på Vasakronan, där utvalda aktörer togs vidare i processen och bjöds in för att göra en formell genomlysning (eng: due diligence) av Vasakronan. Två slutbud kom in i juni 2008, varav ett från AP Fastigheter. Till följd av marknadsutvecklingen var båda slutbuden lägre än de indikativa buden som hade lämnats två månader tidigare. Regeringen accepterade AP Fastigheters bud den 3 juli 2008 på 41,1 miljarder kronor. I Vasakronans delårsbokslut den 30 juni 2008 värderades fastigheterna till 46,7 miljarder kronor (Riksrevisionen, 2010). Försäljningen av Vasakronan slutfördes den 1 september 2008 och samtliga aktier övertogs då av AP Fastigheter.

AP Fastigheter bildades 1998 med uppdraget att äga och förvalta de dåvarande Första till Tredje fondstyrelsernas fastighetsinnehav. År 2000 reformerades Första–Femte fondstyrelserna till dagens Första–Fjärde AP-fonder. I samband med denna omstrukturering fördelades ägandet av AP Fastigheter lika mellan de fyra fonderna år 2001. AP Fastigheter och dess bestånd, vilka sedan 2008 är en del av Vasakronan, har därmed stått under AP-fondernas gemensamma ägande sedan 2001. Detta år påbörjades Första–Fjärde AP-fondernas ägande i Vasakronan.

I samband med att AP Fastigheter köpte upp Vasakronan 2008 bildades ett nytt bolag som också gavs namnet Vasakronan. Med detta skapades Sveriges, och ett av Europas, största fastighetsbolag. Marknadsvärdet av Vasakronans sammanslagna fastighetsbestånd uppgick till cirka 74 miljarder

kronor vid förvärvsåret. Därefter ökade marknadsvärdet med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om cirka 7 procent fram till 2021. Under 2021 noterades det högsta värdet, vilket uppgick till 188 miljarder kronor. Mellan 2021 och 2025 har marknadsvärdet därefter stagnerat och uppgick 2025 till cirka 182 miljarder kronor. Se Figur 30 för utvecklingen av förvaltningsfastigheternas marknadsvärde.



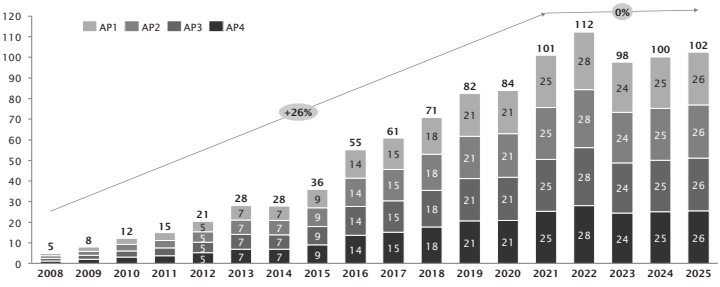
Figur 30: Värdet av Vasakronans förvaltningsfastigheter, 2008–2025, mdrSEK

Miljöfrågan har, sedan Vasakronans grundandes, varit en strategisk prioritet för företaget. Vasakronan har uppnått flertalet milstolpar inom hållbarhet, såsom medgrundandet av Sweden Green Building Council (SGBC) år 2009, tecknandet av det första gröna hyresavtalet år 2010, emitteringen av den första gröna företagsobligationen 2013 och Sveriges första utnämnande till Green Star i den globala hållbarhetsrankningen GRESB år 2013. Vasakronan drev även utvecklingen i Europa genom att år 2014 certifiera byggnader enligt LEED Volume. År 2018 blev Vasakronan, efter flertalet miljöinitiativ, utnämnd som sektorledare i GRESB. Följande år antog företaget Färdplan 2030 för klimatneutralitet i hela värdekedjan. Samtidigt påbörjades bygget av Magasin X, Sveriges största kontorshus och en vägvisare i klimatomställningen, samt en solcellspark som togs i drift följande år. Miljöinitiativen har fortsatt under verksamhetsåret 2024, där bland annat ett återbruksprojekt har färdigställts.

Flertalet av Vasakronans fastigheter har tilldelats miljöpriser och utmärkelser. Till exempel har Sergelhusen i Stockholm tilldelats Årets Miljöpris på Sveriges betonggala och Årets LEED–byggnad/projekt av SGBC år 2020. Ett år senare nådde byggnaden LEED Platina, där endast två fastigheter i världen har en högre poäng. Även Magasin X fick pris för årets LEED–byggnad/ projekt år 2023 och tilldelades Solenergipriset av branschföreningen Svensk Solenergi.

I takt med bolagets utveckling har summan av det verkliga värdet av Första–Fjärde AP-fondernas innehav i Vasakronan vuxit från 4,9 miljarder kronor år 2008 till 102 miljarder kronor år 2024. Det kan konstateras att värdet har vuxit relativt kraftigt mellan 2008 och 2021, med en årlig tillväxttakt på 26 procent. Mellan 2021 och 2025 har det verkliga värdet däremot cirkulerat runt 100 miljarder kronor. En översikt av det verkliga värdet av Vasakronan, enligt Första–Fjärde AP-fondernas rapporterade verkliga värde av innehavet, presenteras i Figur 31.

Det verkliga värdet av Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i Vasakronan, 2008-2025, mdrSEK

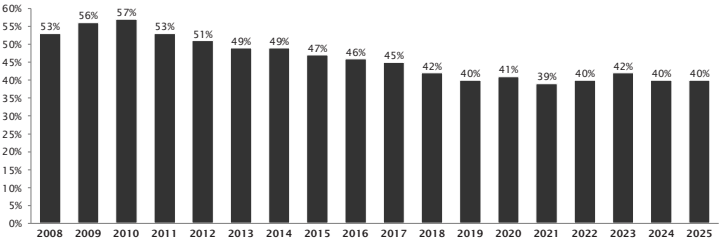


Källa: Första–Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2008-2025
Not: Det verkliga värdet i AP2s årsredovisning har antagits för AP1 2008-2013, AP3 2009-2011 och AP4 2008-2013, Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 31: Det verkliga värdet av Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i Vasakronan, 2008–2025, mdrSEK

Samtidigt som det verkliga värdet har ökat har belåningsgraden visat på en nedåtgående trend mellan 2008 och 2019.[31] Vid Vasakronans bildande 2008 uppgick belåningsgraden till 53 procent men har därefter successivt minskat till 40 procent 2019. Samma nivå noterades i december 2025. En sammanställning av Vasakronans belåningsgrad redovisas i Figur 32.

Utveckling av Vasakronans belåningsgrad, 2008-2025, procent

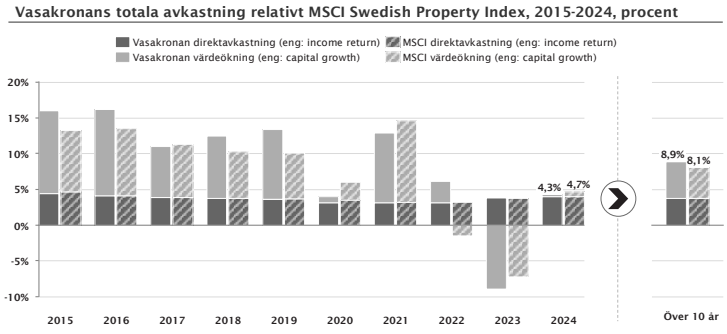


Källa: Vasakronan, årsredovisning 2008-2025

Figur 32: Utveckling av Vasakronans belåningsgrad, 2008–2025, procent

[31] Belåningsgraden är kvoten av nettovärdet av räntebärande skulder och totala tillgångar (exklusive tomträtt och arrende)

Vasakronans målsättning är att generera en totalavkastning på minst 6,5 procent över en tioårsperiod samt att överträffa branschens genomsnitt med minst 0,5 procentenheter. Under perioden 2015–2024 har Vasakronan uppnått dessa mål med en genomsnittlig årlig avkastning på 8,9 procent, vilket överstiger MSCI Swedish Property Index med 0,8 procentenheter. En sammanställning av Vasakronans totala avkastning, fördelad över inkomstavkastning och kapitaltillväxt samt jämfört med branschens genomsnitt, redovisas i Figur 33.



Figur 33: Vasakronans totala avkastning relativt MSCI Swedish Property Index, 2015–2024, procent

Ägarstyrning

Första–Fjärde AP-fonderna utövar ägarstyrning via ett informellt ägarråd, där vd och representant från Alternativa tillgångar från respektive fond deltar. Ägarrådet diskuterar specifika ägarfrågor, såsom förvärv och strategisk riktning, och tar fram ett ägarbrev som dokumenterar fondernas gemensamma strategiska inriktning och utgör en vägledning för styrelsens arbete. Vd från respektive AP-fond sitter i styrelsen för Vasakronans holdingbolag, där beslut om bland annat kapitaltillskott fattas. I styrelsen för Vasakronan sitter, förutom vd för respektive AP-fond, fyra oberoende ledamöter. Beslut om styrelsetillsättning tillfaller valberedningen och består av en representant per ägare.

Cityhold

- **Ägare**: Första och Andra AP-fonderna, TIAA–CREF, CBRE GIP (ägarandel på 25% vardera)
- **Grundat**: 2011
- **Investeringar**: Direktägda kommersiella fastigheter i storstäder i Europa
- **Ägarstyrning**: Ägarbeslut, styrelserepresentation samt uppföljning och monitorering av innehavet

Cityhold Property AB grundades 2011 med fokus på investeringar i kommersiella fastigheter i attraktiva lägen i Europa. Vid grundandet ägdes bolaget till lika delar av Första och Andra AP-fonderna,

som tillsköt ett aktiekapital om cirka 4,5 miljarder kronor (500 miljoner euro) var. Verksamheten bedrevs tillsammans med Catella, som i egenskap av finansiell rådgivare tillhandahöll resurser och kompetens inom ramen för ett långsiktigt förvaltningsavtal.

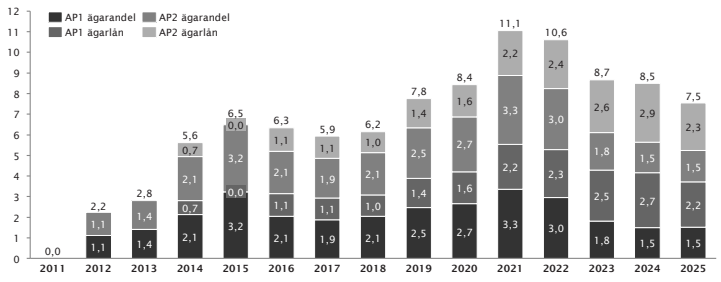
Cityholds första förvärv genomfördes i London år 2012 och omfattade en kontorsfastighet till ett värde av cirka 2,5 miljarder kronor. Samma år genomfördes ett andra förvärv, även det en kontorsfastighet i London, till ett värde av 1,45 miljarder kronor. Det tredje förvärvet, ytterligare en kontorsfastighet i London, tillkännagavs i december 2012 och uppgick till 1,2 miljarder kronor. Under 2013 inledde Cityhold en geografisk expansion genom sitt första förvärv utanför Storbritannien, en kontorsfastighet i München. Expansionen i Tyskland fortsatte därefter med uppköp av två kontorsfastigheter i Hamburg.

I augusti 2015 offentliggjordes en ägarförändring i Cityhold då Första och Andra AP-fonderna gick samman med TIAA-CREF för att bilda det nya fastighetsbolaget Cityhold Office Partnership. Företaget etablerades av TH Real Estate, som fick i uppdrag att driva plattformens verksamhet samt tillhandahålla investerings- och förvaltningstjänster. Cityhold Office Partnership tilldelades fastighetsinvesteringar från både TIAA General Account och Cityhold, med ett samlat värde på cirka 19 miljarder kronor (2 miljarder euro). Plattformen omfattade totalt 15 fastighetstillgångar - nio från TIAA General Account och sex från Första och Andra AP-fonderna. I det nya bolaget uppgick TIAA-CREF:s ägarandel till 50 procent, medan Första och Andra AP-fonderna ägde 25 procent vardera. Under 2015 förvärvade TIAA–CREF samtliga aktier i TH Real Estate, som därmed blev ett helägt dotterbolag.

Under 2015 och 2016 fortsatte Cityhold Office Partnerships verksamhet i London med både ett förvärv och en såld fastighet. Ytterligare två fastigheter såldes under 2017, en i London och en i München. I april år 2018 förvärvade TH Real Estate, genom Cityhold Office Partnership, EDGE Olympic i Amsterdam av EDGE Technologies. Plattformen förband sig även att förvärva EDGE Grand Central i Berlin, en kontorsfastighet som väntades vara färdigställd i slutet av 2019. De förvärvade tillgångarnas värde beräknades uppgå till omkring 2 miljarder kronor (200 miljoner euro). EDGE technologies skulle äga 10 procent av tillgångarna och TH Real Estate blev tilldelad rollen som investeringsansvarig. Samma år tillkännagavs även att TH Real Estate skulle få namnet Nuveen Real Estate för att kunna konsolideras med TIAA-CREF:s dotterbolag Nuveen.

I februari 2020 sålde TIAA-CREF hälften av dess ägarandel till japanska Government Pension Investment Fund (GPIF), vars innehav förvaltas av CBRE Global Investment Partners (GIP). Ägarförändringen innebar att Första och Andra AP-fonderna, TIAA och CBRE GIP ägde 25 procent var i Cityhold Office Partnership. År 2022 rapporterades plattformens fastighetsbestånd vara värderat till cirka 40 miljarder kronor (3,6 miljarder euro). I november 2023 sålde Cityhold Office Partnership fastigheter i London för cirka 1,8 miljarder kronor (135 miljoner pund). Samma år rapporterades fastighetsinnehavet uppgå till strax under 30 miljarder kronor (2,6 miljarder euro). Utvecklingen av det verkliga värdet av Första och Andra AP-fondernas investeringar i Cityhold presenteras i Figur 34.

Det verkliga värdet av Första och Andra AP-fondernas investeringar i Cityhold, 2015-2025, mdrSEK



Källa: Första och Andra AP-fondens årsredovisningar, 2012-2025
Not: Det verkliga värdet i AP2s årsredovisning har antagits för AP1 2011-2013

Figur 34: Det verkliga värdet av Första och Andra AP-fondernas investeringar i Cityhold, 2015–2025, mdrSEK

Ägarstyrning

Första och Andra AP-fonderna fattar, tillsammans med andra ägare, beslut om till exempel kapitaltillskott och utdelning. Ägarna har även varsin representant som sitter i styrelsen för Cityhold Office Partnerships, där strategiska beslut fattas och innehaven följs upp. Förvaltningsorganisationen inom alternativa tillgångar på Första och Andra AP-fonderna följer även upp innehavet löpande. Givet att TIAA-CREF, via dotterbolaget Nuveen Real Estate, innehar förvaltningsansvaret för portföljen faller detta utanför Första och Andra AP-fondernas ägaransvar.

Willhem

- **Ägare**: Första AP-fonden (100%)
- **Grundat**: 2010
- **Investeringar**: Direktägda investeringar i bostadsfastigheter i Sverige
- **Ägarstyrning**: Deltagande i årsstämman, styrelserepresentation, uppföljning och monitorering av innehavet

Willhem AB är ett fastighetsbolag som grundades 2010 med ett fokus på bostäder. Dess huvudkontor ligger i Göteborg men fastighetsbeståndet är lokaliserat runt om i Sverige. Företaget är helägt av Första AP-fonden som blev approcherade med en investeringsmöjlighet i svenska hyresrätter år 2010.

Under företagets första verksamma år tillkännagavs att bolaget hade förvärvat 11 000 hyresrätter i Stockholm, Göteborg, Malmö, Jönköping, Borås, Karlstad och Linköping till ett värde av totalt 7 miljarder kronor. Tre år efter bolagets grundande, vid 2013, hade Willhem 16 500 hyresrätter i sin portfölj och hade därmed blivit en av Sveriges största privata bostadsbolag. Samma år initierades ett uppgraderingskoncept, Willhemlyftet, vilket omfattade renoveringar av lägenheter och ämnade förverkliga fastighetsbolagets långsiktiga plan för fastigheter och bostadsområden. Vid denna tidpunkt uppgick Willhems marknadsvärde till omkring 13 miljarder kronor.

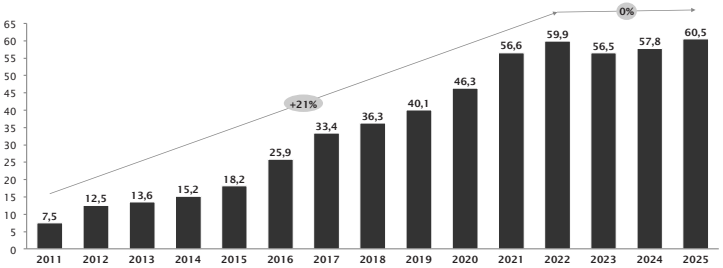
År 2014 tilldelades Willhem det långsiktiga kreditbetyget A- med stabil utsikt av kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's. Vid denna tidpunkt utökade även fastighetsbolaget sitt företagscertifikatprogram, etablerat i september 2013, från 2 till 3 miljarder kronor. Programmet bildades för att möjliggöra upplåning från kapitalmarknaden som ett komplement till bankupplåning. Willhem upptog även ett Medium Term Note-program (MTN-program) som tillåter bolaget att löpande uppta lån på upp till fem miljarder kronor nominellt. Upprättandet av programmet följdes av två obligationsemissioner år 2015 på 2 000 respektive 1 050 miljoner kronor. Utöver förvärv av fastigheter till ett värde av 1,1 miljarder kronor fattades även beslut om att starta företagets första nyproduktionsprojekt i Jönköping 2015. Samma år driftsattes Willhems första solcellsanläggning och företaget placerades topp fem i Europa i GRESB-rapporten. Samtliga efterföljande år har Willhem tilldelats höga betyg och placeringar av GRESB.

I takt med en fortsatt stark tillväxt och flera förvärv under 2016 och 2017 utökades Certifikat- och obligationsprogrammen under 2017 för att möjliggöra en ökad andel upplåning på kapitalmarknaden. Obligationsprogrammet kompletterades även för att möjliggöra emissioner i norska kronor. I linje med bolagets hållbarhetsarbete utökade Willhem sin MTN-program till att inkludera gröna obligationer under 2018, där den första gröna obligationen emitterades i september samma år. Obligationsprogrammets rambelopp utökades igen under 2021 från 18 till 21 miljarder kronor, vilket åtföljdes av ett tilläggsprospekt som godkändes av Finansinspektionen. År 2023 uppgick rambeloppet till 23 miljarder kronor.

Willhem behöll Standard & Poor's kreditbetyg A- med stabila utsikter fram till 2023, då utsikterna justerades från stabila till negativa. Motivet bakom detta var försämrade nyckeltal samt en osäkerhet kring den framtida värdeutvecklingen för fastigheter. Utsikterna kom däremot att ändras till stabila igenom under nästföljande år.

Kontinuerliga förvärv samt nybyggnads- och renoveringsprojekt har bidragit till Willhems bolagstillväxt, med ett fastighetsbestånd utspritt över ett tiotal orter. Tillväxten återges i Figur 35, som visar hur företagets fastighetsbestånd har utvecklats sedan dess grundande år 2010 fram tills 2025. Marknadsvärdet har i genomsnitt vuxit med 21 procent årligen mellan 2011 och 2022 och har därefter cirkulerat kring 60 miljarder kronor, vilket motsvarar värdet för 2025.

Marknadsvärdet av Willhems fastighetsbestånd, 2011-2025, mdrSEK

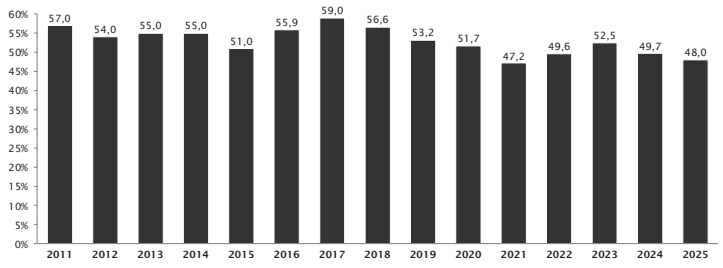


Källa: Willhems årsredovisningar, 2011-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 35: Marknadsvärdet av Willhems fastighetsbestånd, 2011–2025, mdrSEK

Belåningsgraden har även visat på en viss nedåtgående trend under bolagets verksamma år, vilket visas i Figur 36. Sedan 2017 har belåningsgraden bibehållit en relativt god marginal till bolagets målsatta maximala belåningsgrad om 60 procent. En viss ökning visas år 2023, vilket sammanföll med Standard & Poor's tillfälligt förändrade framtidsutsikt från stabil till negativ.

Utveckling av Willhems belåningsgrad, 2011-2025, procent



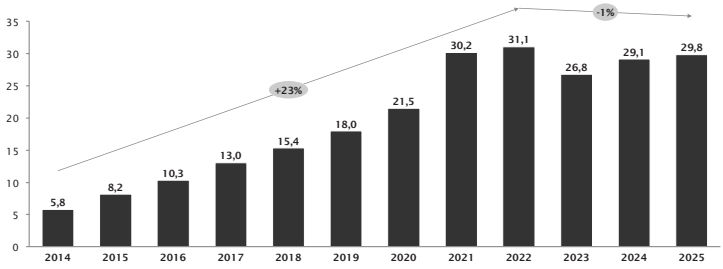
Källa: Willhems årsredovisningar, 2011-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 36: Utveckling av Willhems belåningsgrad, 2011–2025, procent

I linje med ett växande fastighetsbestånd samt en nedåtgående belåningsgrad har det verkliga värdet av Willhem, rapporterat av Första AP-fonden, ökat de senaste tio åren. Detta visas i Figur 37. Det högsta värdet rapporterades år 2022 och uppgick till 31,1 miljarder kronor. Efter en viss sänkning

under 2023 och återhämtning under 2024 uppgick det senast rapporterade verkliga värdet till 29,8 miljarder kronor.

Det verkliga värdet av Första AP-fondens investering i Willhem, 2014-2025, mdrSEK



Källa: Första AP-fondens årsredovisningar, 2014-2025

Figur 37: Det verkliga värdet av Första AP-fondens investering i Willhem, 2014–2025, mdrSEK

Ägarstyrning

Första AP-fonden är ensam ägare av Willhem och utövar sitt ägarinflytande i den årliga årsstämman, bland annat genom val av styrelsemedlemmar. Givet att Första AP-fonden är ensam ägare tillämpas inte en valberedning. Fondens ansvarige förvaltare sitter i styrelsen och deltar därmed i företagets aktiva styrelsekontroll. Därutöver följer Första AP-fonden upp innehavet löpande inom ramen för dess förvaltningsverksamhet.

Hemsö

- **Ägare**: Tredje AP-fonden (85%) och Sagax (15%)
- **Grundat**: 2009
- **Investeringar**: Direktägda investeringar i samhällsfastigheter, till exempel skolor, äldreboenden och sjukhus, i Sverige
- **Ägarstyrning**: Beslut om kapitaltillskott, styrelserepresentation och uppföljning och monitorering av innehavet

Hemsö Fastighets AB (Hemsö) är ett fastighetsbolag som utvecklar, äger och förvaltar samhällsfastigheter med fokus på hållbarhet. Bolaget grundades 2009 när Kungsledens publika fastighetsbestånd samlades i ett separat bolag. Vid denna tidpunkt förvärvade Tredje AP-fonden 50 procent av Hemsö till ett anskaffningsvärde om cirka 2,3 miljarder kronor. Tre år senare, i december 2012, tecknade Tredje AP-fonden avtal om att förvärva resterande 50 procent av bolaget från Kungsleden för 3,4 miljarder kronor. I samband med transaktionen renodlades Hemsös fastighetsbestånd genom att Kungsleden återköpte 15 kontorsfastigheter för 1,6 miljarder kronor. Året därpå gick Sagax in som minoritetsägare i Hemsö. Ägarförändringen genomfördes via det

nybildade företaget Hemsö Intressenter AB, som förvärvade 30 procent av Hemsö och ägdes till lika delar av Tredje AP-fonden och Sagax. Ägarfördelningen på 85–15 procent har inte förändrats efter detta tillfälle.

Under Hemsös första verksamma år breddades fastighetsbeståndet till internationella marknader. Hemsö genomförde sitt första förvärv i Tyskland år 2011 och i Finland år 2013. Fastighetsbeståndet i Sverige har utvecklats parallellt med detta, vilket bland annat reflekteras i färdigställandet av en nybyggd gymnasieskola i Upplands Väsby år 2011 och en grundskola år 2013. Bolaget integrerade även hållbarhet som en del av dess affärsmodell år 2015, vilket följdes av att Hemsö emitterade Nordens första hållbara obligation år 2016.[32]

Hemsö har under dess verksamma år genomfört ett flertal utvecklingsprojekt i Sverige. Företaget breddade sina projekt geografiskt år 2018 genom sin första nybyggnation i Tyskland, följt av en nybyggnation i Finland 2019. Parallellt med detta fortsatte Hemsös utveckling inrikes, till exempel genom bildandet av Hemtag Fastigheter AB 2021. Företaget förvaltade bad– och friskvårdsanläggningar och ägdes till lika delar av Hemsö och Tagebad. Samma år utsåg även Sweden Green Building Council (SGBC) Hemsö som vinnare av årets NollCO2–projekt och årets Breem–In–Use–byggnad. Detta följdes av ett antal förvärv under 2022, bestående av tre social– och hälsovårdsfastigheter och ett psykiatriskt sjukhus i Finland samt tre äldreboenden i Tyskland.

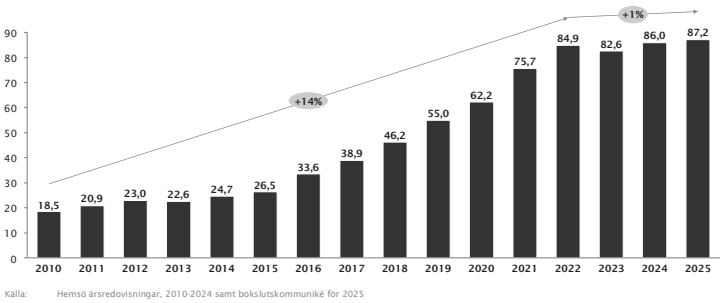
År 2023 erhöll Hemsö kapitaltillskott i form av både lån och aktiekapital. Den multilaterala utvecklingsbanken Council of Europe Development Bank (CEB) beviljade bolaget ett åttaårigt, icke–säkerställt lån på cirka 250 miljoner kronor (22,2 miljoner euro) för finansiering av projektet Campus Tensta. Samma år beslutade ägarna att tillföra 2 miljarder kronor i aktiekapital, i syfte att stärka bolagets kapitalstruktur samt möjliggöra investeringar i nya hållbara skolor och äldreboenden. Under 2023 och 2024 tecknade Hemsö dessutom flera långsiktiga hyresavtal, däribland ett 15–årigt avtal för ett nytt polishus i Borlänge (2023) och ett 20–årigt avtal med Helsingfors stad för en ny grundskola. År 2024 inledde Hemsö även en samägd struktur (eng: joint venture) med Austrian Real Estate för utveckling av skolfastigheter.

Sedan 2015 har Hemsö genomgående tilldelats kreditbetyget ”A–” av Standard & Poor, med undantag för en period år 2021 då kreditinstitutet uppdaterade sina kriterier och temporärt placerade Hemsö på kreditbevakning negativ. Vid 2021 tilldelades Hemsö även det långsiktiga kreditbetyget A med stabila utsikter av Fitch Ratings, vilket sedan uppgraderades till A+ med stabila utsikter år 2021 och till AA– med stabila utsikter år 2024. Ett tredje kreditinstitut, Moody’s, gav fonden det långsiktiga kreditbetyget A3 med stabila utsikter år 2025.

Fastighetsbeståndet har i snitt ökat med en årlig tillväxttakt om 14 procent mellan 2010 och 2022, varefter utvecklingen har stagnerat. En särskilt hög utvecklingstakt uppvisades mellan 2015 och 2022, då portföljens marknadsvärde ökade från 26,5 till 84,9 miljarder kronor. Den årliga tillväxttakten för denna period uppgick till 18 procent. En sammanställning av marknadsvärdet av Hemsös fastighetsbestånd återfinns i Figur 38.

[32] Det fanns sedan tidigare gröna obligationer på den svenska marknaden. Hållbara obligationer omfattar både miljömässig och sociala hållbarhet.

Marknadsvärdet av Hemsös fastighetsbestånd, 2010-2025, mdrSEK

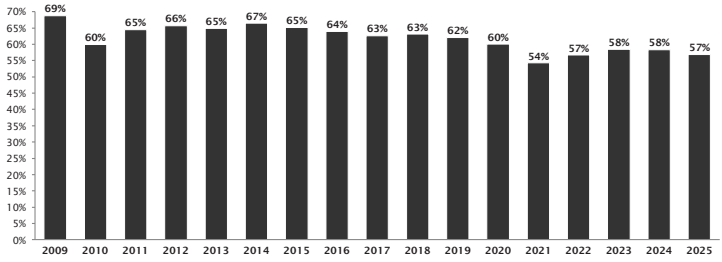


Källa: Hemsö årsredovisningar, 2010-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 38: Marknadsvärdet av Hemsös fastighetsbestånd, 2010–2025, mdrSEK

Samtidigt som fastighetsbeståndet har ökat i värde har belåningsgraden visat på en viss nedåtgående trend. År 2025 uppgick företagets belåningsgrad till 57 procent, vilket motsvarar en minskning med 8 procentenheter över en tio–årsperiod. Den lägsta belåningsgraden rapporterades 2021 och uppgick till 54 procent. En sammanställning av belåningsgradens utveckling återfinns i Figur 39.

Utveckling av Hemsös belåningsgrad, 2009-2025, procent



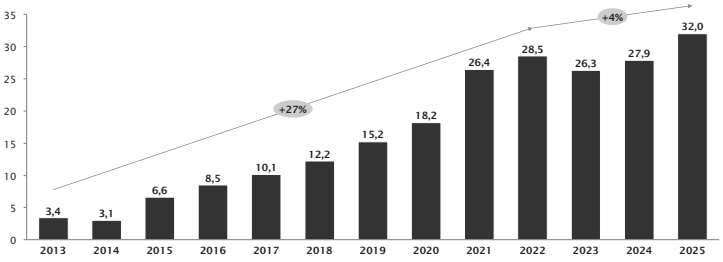
Källa: Hemsö årsredovisningar, 2010-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 39: Utveckling av Hemsös belåningsgrad, 2009–2025, procent

I linje med utvecklingen av Hemsös fastighetsbestånd uppvisar Tredje AP-fondens rapporterade verkliga värde av sin investering i bolaget en ökande trend. Detta kan krediteras till den starka tillväxttakten mellan 2013 och 2022 som uppgick till 27 procent årligen. Tillväxten kan delvis förklaras

av värdeökningen i fastighetsportföljen och delvis av den minskande belåningsgraden. Figur 40 illustrerar utvecklingen av det verkliga värdet för Tredje AP-fondens ägarandel i Hemsö.

Det verkliga värdet av Tredje AP-fondens investering i Hemsö, 2013-2025, mdrSEK



Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar, 2013-2024
Not: Det verkliga värdet avser både Hemsö Fastighets AB och Hemsö Intressenter AB
Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 40: Det verkliga värdet av Tredje AP-fondens investering i Hemsö, 2013–2025, mdrSEK

Ägarstyrning

Tredje AP-fondens vd sitter i styrelsen för Hemsö, tillsammans med vd för Sagax samt tre oberoende ledamöter. Inom ramen för ägarstyrningsarbete följer Tredje AP-fonden upp Hemsös avkastning, genomför omvärldsbevakningar, konkurrentanalyser och för en dialog med såväl bolaget som dess medägare. Ägarstyrningen innefattar beslut om utdelning och kapitaltillskott liksom utnämning av styrelseledamöter.

Rikshem

- **Ägare**: Fjärde AP-fonden (50%) och AMF Tjänstepension AB (50%)
- **Grundat**: 2010
- **Investeringar**: Direktägda investeringar i bostadsfastigheter i Sverige
- **Ägarstyrning**: Beslut om kapitaltillskott i bolagsstämma, deltagande i formellt ägarråd, deltagande i informellt ägarråd, upprättande av ägardirektiv, val av styrelsetillsättning i valberedning, styrelserepresentation samt uppföljning och monitorering av innehavet

Rikshem är ett av Sveriges största fastighetsbolag vars bestånd består av cirka 72 procent bostadsfastigheter och 28 procent samhällsfastigheter. Omkring 50 procent av beståndet är lokaliserat i Uppsala, Knivsta och Storstockholm. Företaget bildades 2010 i samband med att Vasakronan sålde 8 000 bostadsfastigheter till ett värde av 5,5, miljarder kronor till Fjärde AP-fonden. Nästföljande år förvärvade AMF Tjänstepension AB (AMF) 50 procent av företaget. Strukturellt äger Fjärde AP-fonden och AMF 50 procent var i Rikshem Holding AB, som i sin tur är äger samtliga aktier i Rikshem.

Under Första–AP-fondens och AMF:s ägande har Rikshem vuxit kraftigt. Företagets tillväxtambitioner reflekterades i dess namnbyte från Dombron till Rikshem år 2011, som ämnade spegla företagets målsättning om att bli Sveriges största fastighetsföretag. Tillväxttakten under denna period drevs bland annat av förvärv och resulterade i utvecklingen av en ny förvaltningsorganisation år 2012 som strukturerades enligt portföljens geografiska närvaro. Rikshem vidtog även åtgärder för att stärka projektorganisationen. År 2013 startade Rikshem sitt första nyproduktionsprojekt, vilket har ackompanjerats av flertalet nybyggnadsprojekt över dess verksamhetsår. Under Rikshems tillväxtperiod 2011–2016 genomförde företaget förvärv för totalt 27 miljarder kronor.

Mellan 2016 och 2019 gick Rikshem in i en konsolideringsfas med fokus på förvaltning, rutiner och investeringsmöjligheter i befintlig portfölj. Inom ramen för detta arbete genomförde Rikshem trygghetsanalyser i dess bostadsområden, vilket har drivit ett åtgärdande arbete inom områdesutveckling. Konsolideringsfasen följdes av ett fokus på utveckling av befintligt bestånd, där Rikshem tog sin an rollen som både förvaltare och byggherre. Under 2023 vann Rikshem Kundkristallen för bästa förbättring i kundnöjdhet och hade under samma år över 700 färdigställda nyproducerade lägenheter.

Rikshem har haft ett genomgående fokus på hållbarhet, bland annat i dess nyproduktionsarbeten där den största klimatpåverkan i en fastighets livscykel sker. Förutom att använda trä som byggmaterial arbetar Rikshem aktivt med klimatmål och kravställande vid byggprocesser och bygglovsansökningar. Företaget tillämpar även hållbar finansiering och har emitterat gröna företagsobligationer sedan 2014.

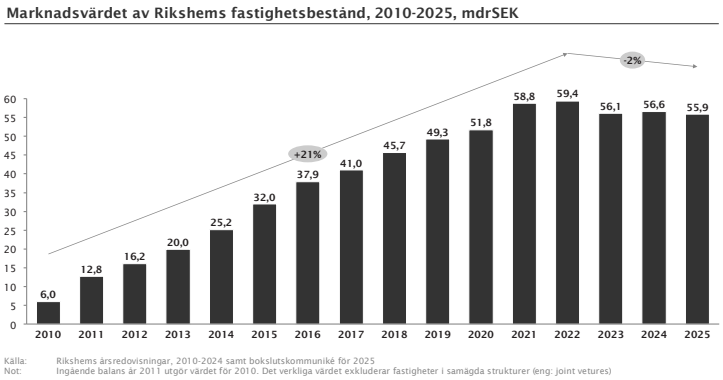
År 2013 tilldelades Rikshem det starka långsiktiga kreditbetyget A– med stabila utsikter av kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's. Med undantag för en sänkning av kreditbetyget till A– med negativa utsikter år 2016 har Rikshem bibehållit detta kreditbetyg fram till 2020. Under detta år placerades företaget på kreditbevakning negativ till följd av Rikshems uppdaterade ägardirektiv och finansiella mål. Kreditinstitutet uppdaterade även deras betygskriterier, vilket föranledde att Rikshems betyg justerades ned till BBB+ med stabila framtidsutsikter. Samma år beslutade företaget om att upphöra med Standard & Poor's kreditvärdering. Därefter har Moody´s långsiktiga kreditvärdering nyttjats, vilken genomgående har varit A3.

I inledningen av 2014 upprättade Rikshem ett Medium Term Note (MTN)–program[33] med ett rambelopp på 5 miljarder kronor. Ramen har därefter höjts med 5 miljarder kronor i tre omgångar under 2015 och 2016, vilket resulterade i ett totalt rambelopp på 20 miljarder kronor i början av 2017. Samma år offentliggjordes programmets notering på Nasdag OMX Stockholm. Ett motsvarande program sattes upp för obligationsemissioner i Europa under 2017 och noterades på den irländska börsen samma år. Följande år tillkännagavs ett rambelopp på cirka 20 miljarder kronor (2 miljarder euro), vilken sedan höjdes till cirka 32 miljarder (3 miljarder euro) 2022.

Fjärde AP-fonden har totalt investerat 3,3, miljarder kronor i Rikshem under ägarperioden. Fonden och AMF förser pro rata Rikshem med en facilitet på totalt 10 miljarder kronor som kan nyttjas i situationer där kapitalmarknaden anses otillgänglig. Över ägarperioden har denna facilitet tagit varierade skepnader men aldrig använts.

[33] Ett MTN–program är en ram inom vilken en aktör, i detta fall Rikshem, kan emittera obligationer i olika trancher/omgångar.

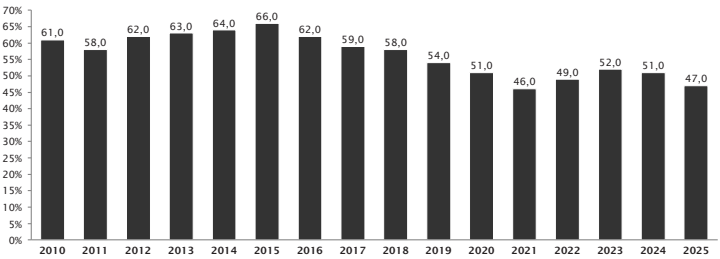
Rikshems fastighetsbestånd har visat på en årlig tillväxttakt på 16 procent mellan 2010 och december 2025. Tillväxten kan hänföras till perioden 2010–2022, där värdet på fastighetsbeståndet växte med 21 procent årligen. I december 2025 rapporteras ett fastighetsvärde på 55,9 miljarder kronor. Utvecklingen av fastighetsbeståndets marknadsvärde sedan Rikshems grundande visas i Figur 41.



Figur 41: Marknadsvärdet av Rikshems fastighetsbestånd, 2010–2025, mdrSEK

Parallellt med ett växande fastighetsbestånd har Rikshem sedan 2015 systematiskt reducerat sin belåningsgrad. Mellan 2010 och 2015 uppgick belåningsgraden till omkring 60 procent, med den högsta noteringen på 66 procent år 2015. Därefter har belåningsgraden reducerats med i snitt 3 procent per år, vilket har resulterat i en belåningsgrad på 47 procent i december 2025. Detta motsvarar den näst lägsta rapporterade nivån sedan dess grundande. Utvecklingen av Rikshems belåningsgrad sammanställs i Figur 42.

Utveckling av Rikshems belåningsgrad, 2010-2025, procent

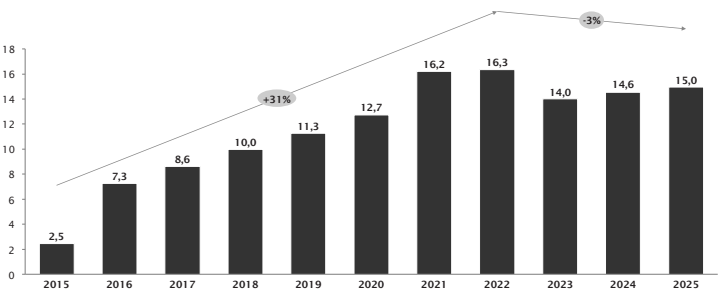


Källa: Rikshems årsredovisningar, 2010-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 42: Utveckling av Rikshems belåningsgrad, 2010–2025, procent

Det växande fastighetsvärdet och den reducerade belåningsgraden kan ha antagits bidra till den positiva utvecklingen av Fjärde AP-fondens rapporterade verkliga värde av företaget. Mellan 2015 och 2022 växte värdet med i snitt 31 procent årligen. Efter 2022 uppvisas en något negativ värdeutveckling. Figur 43 återger Fjärde AP-fondens rapporterade verkliga värde av dess innehav i Rikshem mellan 2015 och 2025.

Det verkliga värdet av Fjärde AP-fondens investering i Rikshem, 2015-2025, mdrSEK



Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar, 2015-2025

Figur 43: Det verkliga värdet av Fjärde AP-fondens investering i Rikshem, 2015–2025, mdrSEK

Ägarstyrning

Fjärde AP-fonden utövar ägarstyrning via representation i ett formellt ägarråd, bestående av ägarrepresentanter, styrelseledamöter och VD, där specifika ägarfrågor såsom kreditbetyg behandlas. Det finns även ett informellt ägarforum där styrelseledamöter deltar för att diskutera bolagsspecifika frågor och ägardirektiv upprättas. Beslut om styrelsetillsättning tillfaller valberedningen och består av en representant per ägare. Fjärde AP-fondens ansvarige för Alternativa Investeringar är representerad i både ägarråd och valberedning. Rikshems styrelse består av fyra oberoende ledamöter samt en representant per ägare. Från Fjärde AP-fonden sitter ansvarig förvaltare för innehavet i styrelsen. Tillsammans med Fjärde AP-fondens team för Alternativa Investeringar följer ansvarig förvaltare upp innehavet löpande inom ramen för fondens förvaltningsverksamhet.

6.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

6.3.1 Bakgrund till tillgångsklassen

Tillgångsklassens investeringsrational

Infrastruktur är en real tillgång som erbjuder exponering mot reala kassaflöden. Det är vanligt att kontrakt eller reglering inom infrastruktur möjliggör prishöjningar som mitigerar en högre inflation, vilket skyddar investerare från ökade kostnader och ger ett naturligt inflationsskydd. Givet att infrastruktur ofta förser nödvändiga tjänster, såsom el och kommunikation, uppvisar tillgångsslaget även en relativt låg marknadskänslighet och korrelation med andra tillgångsklasser. I en investeringsportfölj kan tillgångsklassen därmed erbjuda stabilitet och förutsägbarhet, diversifiering samt långsiktiga avkastningar. Tillgångsklassen karaktäriseras även av höga inträdesbarriärer, bland annat på grund av marknadsregleringar, vilket begränsar antalet aktörer som kan investera på marknaden.

Skog och jordbruk uppvisar liknande karaktäristika som infrastruktur med eftersökta stabila kassaflöden och inflationsskyddande egenskaper med låg korrelation till övrig ekonomi, vilket kan bidra till en högre riskjusterad avkastning.

Klassificering av risk och investeringsstrategier inom infrastruktur

Trots att tillgångsklassen infrastruktur som helhet karaktäriseras av begränsad risk och säkra kassaflöden varierar förhållandet mellan risk och avkastning mellan investeringarnas mognadsstadier. Preqin (u.å.) delar in projektutveckling inom infrastruktur i tre övergripande faser: nyinvesteringar (eng: greenfield), omvandlingsprojekt (eng: brownfield) och operativa tillgångar (eng: secondary stage), vilka listas nedan[34].

- **Nyinvesteringar (eng: greenfield)**: Fasen omfattar infrastrukturtillgångar som ännu inte existerar och kan exempelvis omfattas mark med tillstånds– och konstruktionsrisk. Investerare finansierar såväl uppförandet som det löpande underhållet när tillgången väl är byggd och i drift. Dessa investeringar är relativt riskfyllda och genererar inga intäkter vid investeringstillfället.

[34] Terminologin för klassificering av infrastrukturinvesteringar kan variera mellan aktörer och regioner – exempelvis kring huruvida core-plus primärt handlar om marknader eller expansionsmöjligheter. Denna rapport följer däremot Preqins ramverk, som ger en tydlig överblick över risk-avkastningsprofiler. Andra tolkningar kan dock förekomma beroende på sammanhang.

- **Omvandlingsprojekt (eng: brownfield)**: Fasen består av befintliga infrastrukturtillgångar om kräver förbättringar, reparationer eller utbyggnad. Tillgångarna är ofta delvis i drift och genererar intäkter, vilket begränsar risken.
- **Operativa tillgångar (eng: secondary stage)**: Detta är den mest mogna fasen och innefattar etablerade och fullt operativa tillgångar som inte kräver investeringar för utveckling. De driftsatta infrastrukturerna generar ett kassaflöde och en avkastning, vilket begränsar risken. Alla tillgångar når inte denna fas.

Institutionella investerare utformar investeringsstrategier i infrastruktur utifrån exponering mot respektive utvecklingsfas. Investeringsstrategierna benämns kärninvestering (eng: core), kärninvestering plus (eng: core–plus), värdeutökande (eng: value–added), opportunistisk infrastruktur (eng: opportunistic) och infrastrukturkrediter (eng: infrastructure debt). Samtliga strategier redogörs för nedan.

- **Kärninvestering (eng: core)**: Denna strategi inriktar sig på kritiska tillgångar med begränsad operativ risk som redan genererar avkastning. Tillgångarna har ofta nått det operativa stadiet och befinner sig i regel i utvecklade länder med transparent reglering och politisk styrning. Kännetecken för dessa tillgångar inkluderar en monopolposition, påvisad efterfrågan samt långsiktigt stabila kassaflöden.
- **Kärninvestering plus (eng: core–plus)**: Strategin omfattar tillgångar på outvecklade marknader, men med liten eller ingen uppbyggnadsrisk. Tillgångarna är vanligtvis operativa, alternativt under omvandling om de befinner sig i en utvecklad marknad. De kan också vara mer konjunkturkänsliga och exponerade för efterfrågefluktuationer. Däremot har vissa tillgångar egenskaper som begränsar riskerna, såsom långsiktiga avtal, långsiktigt statligt eller regulatoriskt prisstöd samt höga inträdesbarriärer.
- **Värdeutökande (eng: value–added)**: Detta är en strategi med måttlig till hög risk, bestående av tillgångar som kräver förbättringar. Strategins fokus är att skapa värde genom att öka efterfrågan på tillgången. Tillgångarna är typiskt sätt nyinvesteringar (eng: greenfield) eller omvandlingsprojekt (eng: brownfield) och kan omfatta nya teknologier som saknar inflytande över prissättningen vid investeringstillfället.
- **Opportunistisk infrastruktur (eng: opportunistic)**: Opportunistisk infrastruktur har den högsta risk– och avkastningsprofilen av de fem strategierna. Tillgångarna kan behöva byggas upp, helt eller delvis. Strategin ämnar utveckla tillgångens värde snarare än att generera stabila kassaflöden.
- **Infrastrukturskuld**: Denna strategi omfattar finansiering av infrastrukturtillgångar genom att organisera eller förvärva lån med dessa som säkerhet, till exempel via mezzaninelån[35], preferenskapital eller seniora lån. Strategins riskexponering avgör vilken typ av skuld som tillhandahålls. Däremot finansieras de flesta infrastrukturtillgångar med senior skuld och har enkla kapitalstrukturer, vilket medför en begränsad risk.

Det bör däremot noteras att investeringsstrategier som fokuserar på omvandlingsprojekt (eng: brownfield) och operativa tillgångar (eng: secondary stage) inte är fria från riskexponering. Samtliga infrastrukturinvesteringar kan anses vara exponerade mot politiska och regulativa risker. Dessa kan

[35] Avser ett efterställt lån som ofta är helt eller nästan helt utan säkerhet. Det utgör en mellanform av finansiering och fungerar som en brygga mellan seniora lån (banklån) och aktiekapital.

realiseras vid genomförande av oväntade politiska förändringar eller regulatoriska beslut som påverkar infrastrukturtillgången (World Economic Forum, 2015). Denna risk exemplifierades med Ofwats förslag på prisprövning år 2024 (PR24 Draft Determinations), där Thames Water (2024) bland annat ansåg att förslagen skapade en obalans i förhållandet mellan risk och avkastning. Ofwat (2024) justerade däremot vissa delar i det slutgiltiga beslutet (Final Determinations).

Behovsutveckling av infrastruktur

Globalt bedöms infrastruktur vara ett underinvesterat tillgångsslag. De kommande 15 åren estimeras upp till 900 biljoner kronor (90 biljoner USD) i infrastrukturinvesteringar behövas globalt för att möta de växande behoven från en utökad population, klimatanpassning och ekonomisk tillväxt (SEB, 2025). Den Europeiska unionen har även betonat det akuta behovet av omfattande infrastrukturinvesteringar för att stärka Europas konkurrenskraft. I Europeiska kommissionen (2024) lyfts både digital och grön infrastruktur fram som kritiska beståndsdelar av Europas ekonomiska framgång.

Tillgångsklassens egenskaper, i kombination med framväxten av den gröna industrin, det ökade behovet av infrastruktur samt en långvarig lågräntemiljö som har drivit investerare att söka alternativa tillgångar för att få avkastning, har sammantaget bidragit till investerares utökade exponering mot infrastruktur. Detta reflekteras i de årliga investeringarna i energiomställningen globalt, som har visat på en kraftig tillväxt de senaste fem och tio åren. Tillväxten kan primärt hänföras till segmenten elnät, förnybar energi och eltransport. 2024 var det första året som de årliga investeringarna globalt översteg 21 biljoner kronor (2 biljoner USD). Se Figur 21 (avsnitt 5.7) för en sammanställning av hur globala årliga investeringar i energiomställningen har utvecklats över tid.

Utvalda investeringar

Första–Fjärde AP-fonderna har till varierande grad investerat i infrastruktur. Ett urval av investeringar listas nedan:

- Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna investerar i grön infrastruktur, både digital och fysisk, genom det gemensamägda riskkapitalföretaget Polhem Infra.
- Första och Tredje AP-fonderna, via OMERS och Kembe Water Group, investerat i vatten– och avloppsbolaget Thames Water.
- Tredje och Fjärde AP-fonderna investerar i grön infrastruktur via fondförvaltaren Meridiam och har även gjort en sidoinvestering i Suez via denna förvaltare.
- Andra AP-fonden har introducerat hållbar infrastruktur som en ny strategi, där bland annat sidoinvesteringen i Stegra återfinns i AP-fondens portfölj.

6.3.2 Analyserade direktinvesteringar

Ellevio

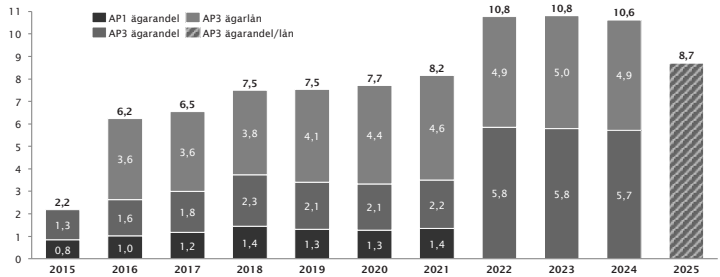
- **Ägare**: Tredje AP-fonden (20%). Första AP-fonden var delägare fram till 2022 (f.d. 12,5%)
- **Grundat**: 2015
- **Investeringar**: Elnätverk i Sverige
- **Ägarstyrning**: Ägarbeslut, valberedning, styrelserepresentation och löpande uppföljning

Ellevio är ett av Sveriges största energibolag som förser en miljon kunder via dess elnät. Företaget klassificeras enligt jordabalken som ett fastighetsbolag, varför AP-fonderna kunde investera i innehavet direkt. Ellevio bildades år 2015 då det nordiska energibolaget Fortum sålde elnätsverksamheten i Sverige till ett konsortium bestående av Tredje AP-fonden, Folksam, Första AP-fonden samt OMERS Infrastructure. Ägarandelen fördelades på följande sätt: Första AP-fonden 12,5 procent, Tredje AP-fonden 20 procent, Folksam 17,5 procent samt OMERS Infrastructure 50 procent. Köpeskillingen för bolaget uppgick till 60 miljarder kronor, vilket resulterade i koncessioner i Ellevios balansräkning 2015 om 40 miljarder och Goodwill på nära 5,8 miljarder. Bolagets totala tillgångar ökade därmed från 23,4 miljarder kronor till 73,7 miljarder kronor.

Nästföljande verksamhetsår förvärvad Ellevio Nynäshamn Energi. Detta följdes av ytterligare ett uppköp av Elverket Vallentuna år 2017, vilket utökade Ellevios kundbas med 14 500 nya kunder. Ellevio har även tagit steg inom hållbarhet och anslöt sig till byggnadsbranschens säkerhetsinitiativ Håll Nollan samt skrev avtal med GodEl under 2018. Nästa förvärv genomfördes år 2020 då Ellevio köpte upp Hamra Besparingsskog och därmed fick ytterligare 500 kunder. Samma år inleddes det omfattande projektet att bygga om kraftledningen mellan Beckomberga och Bredäng i Stockholm. Kundbasen breddades ytterligare under 2021 då Edsbyns Elverk förvärvades, vilket gav Ellevio omkring 4 000 nya elnätskunder. Vid samma tidsperiod påbörjades ombyggnationen av ställverket Värtan i Hjorthagen, Stockholm.

Mot slutet av år 2022 sålde Första AP-fonden sin ägarandel på 12,5 procent till pensionsförvaltaren AMF. I samband med att affären ägt rum ökade det verkliga värdet av Tredje AP-fondens ägarandel i bolaget från 2,2 till 5,8 miljarder kronor, vilket illustreras i Figur 44. Efter ägarbytet har Ellevios utvecklingsarbete fortsatt. Exempelvis etablerade sig koncernen i Norrbotten 2023 genom förvärv av Markbyggnad Net samt initierade 2024 ett omfattande kabelprojekt i Gullspång.

Det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investeringar i Ellevio, 2015-2025, mdrSEK



Källa: Första och Tredje AP-fondens årsredovisningar, 2019-2025
Not: Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data och saknar uppdelning mellan ägarandel och ägarlån

Figur 44: Det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investeringar i Ellevio, 2015–2025, mdrSEK

Ägarstyrning

Tredje AP-fonden utövar ägarstyrning genom ägarbeslut om till exempel kapitaltillskott och utdelning. Fonden är även med i valberedningen där val av styrelseledamöter beslutas om. Därutöver är fonden representerad i Ellevios styrelse, tillsammans med representanter från övriga ägare samt oberoende ledamöter. Förvaltningsorganisationen för Alternativa Investeringar följer även upp innehavet och dess marknad löpande. Ansvarig kapitalförvaltare har även en löpande kontakt med både Ellevio och övriga ägare.

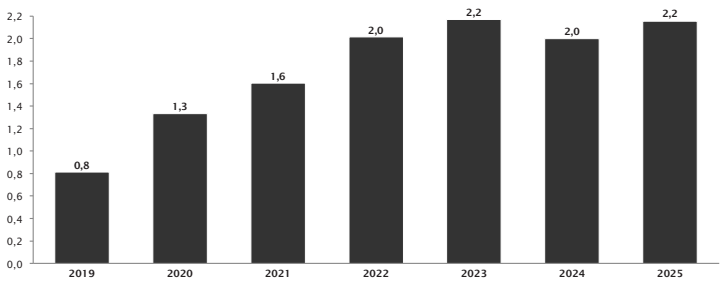
Gysinge Skog

- **Ägare**: Tredje AP-fonden (50%) och Kåpan Tjänstepension (50%)
- **Grundat**: 2019
- **Investeringar**: Skog i Sverige
- **Ägarstyrning**: Ägarbeslut, aktieägarbeslut, styrelsepresentation, valberedning, uppföljning av innehavet

Gysinge Skog AB (Gysinge) bildades 2019 i samband med delningen av Bergvik Skog AB, en skogsägare som hade grundats 2004 av Stora Enso och Billerud Korsnäs. Vid bolagets upplösning gavs ägarna en utdelning i annan form än kontanter (eng: distributions in kind). Två av ägarna till Bergviks Skog var Tredje AP-fonden och Kåpan Tjänstepension (Kåpan), som båda ville äga de utdelade tillgångarna långsiktigt. Mot bakgrund av detta slog Tredje AP-fonden och Kåpan samman sina respektive innehav och bildade företaget Gysinge.

Under ägarperioden har värdet på Gysinges tillgångar inom byggnader och mark uppgått till mellan 2,64 och 2,68 miljarder kronor, med det högsta rapporterade värdet på 2,683 miljarder kronor 2024. Det verkliga värdet på investeringen har mellan 2022 och 2025 cirkulerat runt 2 miljarder. Utvecklingen av det verkliga värdet sammanfattas i Figur 45.

Det verkliga värdet av Tredje AP-fondens investering i Gysinge Skog, 2019-2025, mdrSEK



Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar, 2019-2024
Not: Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 45: Det verkliga värdet av Tredje AP-fondens investering i Gysinge Skog, 2019–2025, mdrSEK

Samägandet i Gysinge Skog regleras i ett aktieägaravtal mellan Tredje AP-fonden och Kåpan. Respektive ägare är representerad i styrelsen och utser styrelserepresentanter enligt aktieägaravtalets bestämmelser. Likt övriga direktägda investeringar följer Tredje AP-fonden även upp investeringen internt via förvaltningsteamet för Alternativa Investeringar.

TIAA–CREF Global Agriculture LLC

- **Ägare**: Andra AP-fonden (22,0%), TIAA–CREF (43,4%), Lacera 17,2%, La Caisse 12,2% och övriga 5,2%
- **Grundat**: 2011
- **Investeringar**: Jordbruk i USA, Australien och Brasilien
- **Ägarstyrning**: Ägarstyrning, styrelserepresentation, aktieägaravtal och beslut om kapitaltillskott

TIAA CREF är en amerikansk pensionsfond för lärare och akademiker som etablerades 1918 och förvaltar över 4,200 miljarder kronor (400 miljarder USD) åt cirka 3,6 miljoner kunder. Organisationen investerar i en bredd av tillgångsklasser och påbörjade 2007 en storskalig investering i jordbruksfastigheter. Till följd av detta har en investeringsorganisation etablerats med omkring 50 personer lokaliserade i USA, Australien och Brasilien. Jordbruksinvesteringar genomförs i samtliga tre regioner. Organisationen har även ett brett spektrum av kompetenser som stödjer dess jordbruksinvesteringsverksamhet. TIAA–CREF driver i regel inte det operativa arbetet för jordbruken internt utan lägger ut dessa till större lokala arrendatorer.

Andra AP-fonden fattade beslut om att investera i jordbruk med TIAA CREF 2011. Formen som nyttjades för investeringen var ett ”saminvesteringsbolag” mellan delägarna, bildat i USA, som till 22 procent ägs av Andra AP-fonden.

Ägarstyrning

TIAA–CREF är huvudinvesterare och förvaltningsansvarig av saminvesteringsbolagets tillgångar. Ägarna fattar däremot gemensamma beslut om strategier och principer. Andra AP-fonden är även representerad i bolagets styrelse där övriga viktiga beslut fattas, såsom årlig budget. Ett upprättat aktieägaravtal reglerar samarbetet och ägare fattar beslut om kapitaltillskott i takt med att investeringar genomförs.

Omers Farmoor 2 och 3 Holdings (Thames Water)

- **Ägare**: Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS), med Första och Tredje AP-fonderna som investerare
- **Grundat**: Den underliggande tillgången Thames Water grundades 1989 och förvärvades, via Kemble Water Group, av OMERS år 2017
- **Investeringar**: Vatten– och avloppshantering i Storbritannien
- **Ägarstyrning**: Informationsdelning från OMERS samt löpande monitorering och uppföljning

Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS) grundades år 1962 och är ett av Kanadas största förmånsbestämda pensionsplaner som förvaltar pensionen för över en halv miljon personer. År 2017 blev OMERS den största ägaren av Thames Water, Storbritanniens största vatten– och avloppsbolag med en kundbas på 16 miljoner människor.

Med ett konsortium av investerare förvärvade OMERS år 2017 32 procent av Kemble Water Group, som i sin tur ägde Thames Water. OMERS blev därmed den största ägaren i Kemble Water Group. Vid denna tidpunkt investerade både Första och Tredje AP-fonderna indirekt i innehavet via de fondliknande formerna OMERS Farmoor 2 Holdings och OMERS Farmoor 3 Holdings. Första AP-fonden investerade i OMERS Farmoor 3 Holdings i två lika stora trancher år 2017 och 2018. Investeringen redovisas till cirka 2,6 miljarder kronor i Första AP-fondens årsredovisning 2018. Tredje AP-fonden investerade cirka 3,1 miljarder kronor i OMERS Farmoor 2 Holdings år 2017. Formellt köpte Första och Tredje AP-fonderna aktier i det underliggande underhavet via OMERS fondliknande former. Ur ett juridiskt perspektiv kan den därför betraktas som en direktinvestering. Ur ett förvaltningsperspektiv har investeringsformen däremot tydliga likheter med en fondstruktur och behandlas därför som en sådan i denna rapport.

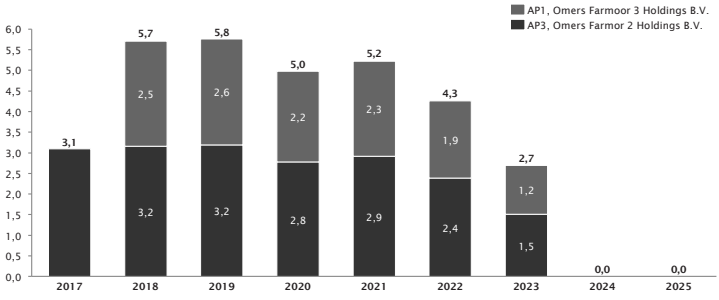
Kembles underliggande investering, Thames Water, har vid ett flertal tillfällen dömts till böter på grund av bristande miljömässig hantering av avfall. I mars 2021 bötfälldes bolaget med cirka 27 miljoner kronor (2,3 miljoner pund) för att ha förorenat en flod med avloppsvatten. I november samma år bötfälldes bolaget för att ha släppt ut orenat avloppsvatten i floder under 2016. Vid detta tillfälle uppgick boten till cirka 47 miljoner kronor (4 miljoner pund). Thames Water fick ytterligare en bot år 2023 på cirka 45 miljoner kronor (3,3 miljoner pund) för att ha pumpat orenat avloppsvatten i floder under 2017. Totalt har Miljödepartementets åtal mot Thames Water lett till böter på omkring 400 miljoner kronor (35,7 miljoner pund) mellan 2017 och 2023.

Under sommaren 2023 rapporterades Thames Water ha initierat dialoger för att säkra ytterligare kapital. Vid denna tidpunkt hade bolaget skulder på omkring 190 miljarder kronor (14 miljarder pund), vilket kunde jämföras med värdet på bolagets materiella anläggningstillgångar som för 2023 rapporterades uppgå till cirka 250 miljarder kronor (19,4 miljarder pund). Under samma period uppvisades relativt höga styrräntor. Företaget har även genomgående haft begränsade möjligheter att öka dess priser på grund av regulativt styrda prisnivåer.

I december 2023 tillkännagav styrelseordförande att bolaget inte har kapital för att betala en skuld på 2,5 miljarder kronor (190 miljoner pund) som förfaller i april kommande år. I juli 2024 uppgav bolaget att deras kassa kommer att ta slut om 11 månader. Bolagets lån hade vid denna tidpunkt stigit till omkring 200 miljarder kronor (15 miljarder pund). För att överleva uppgavs bolaget behöva öka priset på vatten med nästan 60% över en femårsperiod.

I Första och Tredje AP-fondernas årsredovisningar 2024 skrevs Omers Farmoor 2 och 3 Holdings ned till 0 på grund av den överhängande risken för konkurs. En sammanställning av det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investering i Thames Water via OMERS återfinns i Figur 46.

Det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investeringar i OMERS Farmoor 2 och 3 Holdings, 2017-2025, mdrSEK



Källa: Första och Tredje AP-fondens årsredovisningar, 2017-2024, Första AP-fondens årsredovisning 2025 och interna siffror 2025 för Tredje AP-fonden
Not: Första AP-fonden redovisar inte transaktionen för 2017 i en post som entydigt kan härledas till den specifika investeringen. Mot denna bakgrund har endast det verkliga värdet för Första AP-fondens investering från och med 2018 inkluderats i grafen.
Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 46: Det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investeringar i OMERS Farmoor 2 och 3 Holdings, 2017–2025, mdrSEK

I februari 2025 tilldelades Thames Water ett räddningslån på cirka 40 miljarder kronor (3 miljarder pund) för rekonstruktion. Bolagets lån uppgick vid denna tidpunkt till omkring 250 miljarder kronor (19 miljarder pund). Kort därefter, i maj 2025, tilldelades Thames Water en rekordbot på cirka 1,5 miljarder kronor (120 miljoner pund) för att ha misskött avfallshantering samt en utdelning till aktieägare. Så sent som juni 2025 tillkännagavs att det amerikanska investeringsbolaget KKR drar sig ur planerna att köpa upp företaget. Sannolikheten för att Thames Water kommer bli statligt ägt bedömdes därmed öka.

Ägarstyrning

Givet den passiva investeringsstrukturen och den begränsade ägarandelen har arbetet med ägarstyrning, inklusive styrelserepresentation och förvaltning av den underliggande tillgången, tillfallit huvudinvesteraren OMERS. All information och rapportering som delgivits Första och Tredje AP-fonderna har förmedlats via OMERS, med vilken AP-fonderna har haft en kontinuerlig dialog. AP-fonderna har följt upp innehavet löpande under deras respektive innehavsperioder.

6.3.3 Analyserade fondinvesteringar

Meridiam

- **Investerare**: Tredje och Fjärde AP-fonderna
- **Grundat**: 2005
- **Investeringar**: Internationell infrastruktur, med ett betydande fokus på hållbarhet i tillägg till finansiell avkastning
- **Ägarstyrning**: Deltagande i fondens investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Association Committees, förkortat LPACs), möten med fondförvaltare, fondrapportering och övrig uppföljning

Meridiam är ett franskt investeringsbolag som grundades i Paris 2005. Bolaget har ett särskilt hållbarhetssyfte som likställs till dess finansiella syfte (eng: benefit corporation). Med dess expertkunskap inom infrastruktur strävar bolaget efter att förverkliga FN:s hållbarhetsmål genom infrastruktur– och tjänsteinvesteringar inom Europa, Afrika och Amerika. Bolagets investerar både i tillväxtländer och utvecklade länder och fokuserar på att driva förbättringar inom tre områden:

- Kritiska offentliga tjänster, såsom sjukhus, skolor och förskolor;
- Hållbar transport och mobilitet, såsom vägar, tågräls, flygplatser och elektriska vägnät; samt
- Innovativa lösningar med lågt koldioxidutsläpp, till exempel med hjälp av solenergi, vattenkraft, biomassa och biogas.

Vid utgången av 2024 hade investeringsbolaget omkring 400 anställda runt om i världen och dess tillgångar hade skapat över 264 000 jobb, direkt eller indirekt. Värdet av tillgångarna under förvaltning uppgick till omkring 265 miljarder kronor (23 miljarder euro) i december 2024. Tredje och Fjärde AP-fonderna har investerat i ett urval av Meridiams fonder har även gjort en sidoinvestering (eng: co–investment) i Suez med denna aktör.

Ägarstyrning

Ägarstyrning omfattas bland annat av deltagande i fondens investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat LPACs), möten med fondförvaltare, fondrapportering samt övrig uppföljning av fondutfästelserna.

6.3.4 Analyserade sidoinvesteringar

Stegra

- **Investerare**: Andra AP-fonden, via fondförvaltaren Generation Just Climate
- **Grundat:** 2020. Andra AP-fonden investerade i tillgången 2023
- **Verksamhet**: Grön ståltillverkning
- **Ägarstyrning**: Uppföljning gentemot fondförvaltare (se 6.3.4) och det underliggande innehavet, där fonden har en löpande dialog med Stegra

Stegra, tidigare H2 Green Steel, grundades i september 2020 av riskkapitalföretaget Vargas, som beskriver sig som en inkubator för företag som verkar för den gröna omställningen. Bolaget lanserades med visionen att minska koldioxidutsläppen inom industrier där omställningen är särskilt utmanande på grund av ett starkt beroende av fossila bränslen. Stegras målsättning är att bygga en storskalig produktion av grön vätgas, grönt järn och grönt stål för användning inom ett stort antal industrier. Grönt stål har dock utgjort bolagets primära verksamhetsområde sedan dess grundande. År 2025 är Stegras första produktionsanläggning under uppbyggnad i Boden. Stegra har kommunicerat att stålverket ska drivas av grön vätgas och producera fossilfritt stål.

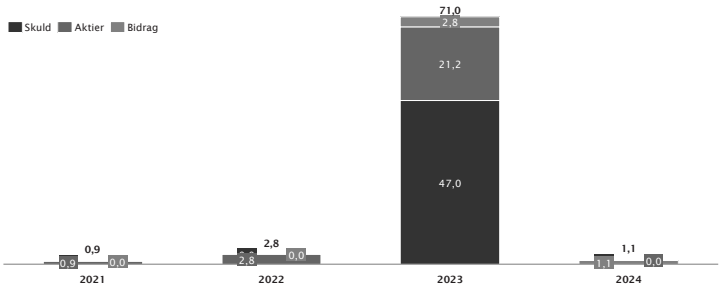
Under sitt första verksamhetsår bedrev Stegra, tillsammans med intressenter, ett projekteringsarbete för etableringen av anläggningen i Boden. Parallellt genomförde bolaget i maj 2021 sin första nyemission, vilken uppgick till cirka 870 miljoner kronor (86 miljoner euro). I juli nästkommande år beviljades Stegra ett tillstånd från Mark– och miljödomstolen att påbörja byggnationerna av den planerade verksamheten i Boden, varpå etableringen av stålverket påbörjades. Under samma år ingick Stegra även avtal om försäljning av grönt stål med flertalet kunder, bland annat BMW och Adient.

I augusti 2022 tillkännagavs en nyemission som uppgick till cirka 2 miljarder kronor (190 miljoner euro) vid seriens första stängning. Vid den slutliga stängningen i oktober hade totalt 2,8 miljarder kronor (260 miljoner euro) i aktiekapital rests. Mellanskillnaden på cirka 800 miljoner kronor (70 miljoner euro) tillfördes genom en privat placering från investerare såsom Kinnevik, Hitachi Energy och Kobe Steel. I september 2023 tillkännagavs ytterligare en nyemission på cirka 18 miljarder kronor (1,5 miljarder euro), som utökades med cirka 3,4 miljarder kronor i november. Det resta kapitalet ämnade finansiera byggandet av ståltillverkningsanläggningen samt Europas första vätgasproduktionsanläggning (giga–scale electrolyz–anläggning). Investeringen kom från en investeringsgrupp ledd av Altor, GIC, Hy24 och Just Climate. Under denna runda investerade Andra AP-fonden i Stegra genom en co–investering med Just Climate. Investeringen genomfördes via JC Verde Co–Investment 1 LP, vars verkliga värde uppgick till cirka 318 miljoner kronor år 2023 och 742 miljoner kronor år 2024. Då JC Verde Co-Investment 1 LP flyttats från kategorin ”Equities in foreign subsidiaries and associated companies” till “Other non-listed foreign companies” i Andra AP-fondens innehavslista saknas verkligt värde 2025.

I början på 2024 skrev Stegra ett avtal om en skuldfinansiering på 47 miljarder kronor (4,2 miljarder USD) med en grupp långivare. Av dessa var drygt 40 miljarder kronor i senior skuld och 7 miljarder kronor i junior lånefacilitet. Över 20 långivare ingick i gruppen, bland dem Svensk Exportkredit (SEK) och den Europeiska Investmentbanken tillsammans med kommersiella banker, lett av BNP Paribas, ING, KfW IPEX–Bank, Societe Generale och UniCredit. Vid samma tidpunkt tilldelades Stegra ett bidrag på runt 3 miljarder kronor från Innovationsfonden genom European Climate, Infrastructure and

Environment Executive Agency (CINEA). Med detta hade Stegra säkrat cirka 75 miljarder kronor. Stegras kapitalresning mellan 2021 och 2024 sammanfattas i Figur 47.

Stegras resta kapital fördelat över tillgångsslagen skulder, aktier och bidrag, 2021-2024, mdrSEK



Källa: Stegras årsredovisning, 2021-2024
Not: Siffrorna är baserat på offentliggjorda tal som kan vara avrundade. De har även konverterats från EUR till SEK med genomsnittskursen för den månad som kapitalrundan har skett. De bör därmed betraktas som ungefärliga tal för Stegras kapitalrundor

Figur 47: Stegras resta kapital fördelat över tillgångsslagen skulder, aktier och bidrag, 2021–2024, mdrSEK

De genomförda finansieringsrundorna ämnar stötta den fortsatta utvecklingen av fabriken i Boden som beräknas påbörja produktionen av grönt stål 2026. Under 2023 och 2024 ingick Stegra även ett flertal kundavtal om leverans av stål med nära–noll utsläpp med planerad leveransstart under 2026 och 2027. I kundgruppen ingick bland annat Bilisten Group, Mercedes–Benz, Marcegaglia, Scania, Volvo Group och ZF Group. Stegras ambitioner sträcker sig dock förbi grönt stål till att påskynda industrins klimatomställning, där även grön vätgas och grönt järn är två viktiga komponenter. För att bättre spegla bolagets mission och vision byttes namnet H2 Green Steel till Stegra i september 2024.

Under sommaren 2024 godkände EU–kommissionen ett bidrag på cirka 3 miljarder kronor (265 miljoner euro). Under september betalades cirka 1,1 miljard kronor (100 miljoner euro) av dessa ut via Energimyndigheten. Resterande 1,9 miljarder (165 miljoner euro), som skulle ha fördelats ut via Naturvårdsverket, tillföll aldrig Stegra då produktionen inte bedömdes vara fossilfri. Med anledning av detta uppges Stegra under 2025 ha börjat se över bolaget kapitalanskaffningsbehov och planera för en nyemission. I september 2025 rapporterades även att Stegras budget för stålanläggningen i Boden har ökat med omkring 8 miljarder kronor. Stegra har däremot inte kommenterat huruvida de ökade kostnaderna är ett ytterligare skäl för nyemissionen.

Ägarstyrning

Andra AP-fonden genomförde en sidoinvestering i Stegra år 2023 med fondförvaltaren Just Climate. Givet investeringsformen sker ägarstyrningen dels via uppföljning gentemot fondförvaltaren, dels gentemot det underliggande innehavet, där Andra AP-fonden har direkt kontakt och löpande dialog med Stegra. Däremot fattade AP-fonden investeringsbeslutet internt.

Suez

- **Investerare**: Tredje och Fjärde AP-fonderna, via fondförvaltaren Meridiam
- **Tidpunkt för investering:** 2022
- **Verksamhet**: Vatten– och avfallshantering
- **Ägarstyrning**: Uppföljning gentemot fondförvaltare (se 6.3.4), representation i styrelseliknande forum, uppföljning av underliggande innehavet

Suez är en vatten– och avfallsaktör med en bred närvaro längs hela värdekedjan. Kärnverksamheten består av att driva vatten– och avfallsanläggningar samt nätverk inom ramen för koncessionsavtal. Bolaget har även stark kompetens inom ingenjörstjänster, konstruktion och digitala lösningar. Suez omfattar också CIRSEE, ett globalt ledande Forsknings– och utvecklingscenter, tillsammans med andra avancerade forsknings– och innovationscentra.

Fondförvaltaren Meridiam (se avsnitt 6.3.4) investerade i Suez i början av 2022, tillsammans med ett konsortium av investerare. Ägarna gavs därefter möjlighet att utöka sin exponering mot innehavet i november samma år. Både Tredje och Fjärde AP-fonderna gjorde en sidoinvestering i Suez via Meridiam.

Ägarstyrning

Både Tredje och Fjärde AP-fonden fattade beslut om sidoinvesteringen internt. Ägarstyrning sker bland annat genom representation i ett styrelseliknande forum för investeringen samt en löpande dialog med förvaltaren. Tredje och Fjärde AP-fonderna följer även upp innehavet och fondförvaltaren internt. Däremot innehar Meridiam det aktiva ägaransvaret för Suez.

6.4 Investeringar i onoterade aktier

6.4.1 Bakgrund till tillgångsklassen

Tillgångsklassens investeringsrational

Marknaden för onoterade aktier har vuxit kraftigt under de senaste åren, medan den noterade marknaden har visat en nedåtgående trend (avsnitt 5.1). För institutionella investerare innebär onoterade aktier tillgång till ett bredare investeringsuniversum, med exponering mot sektorer som är svåra att nå via de traditionella kapitalmarknaderna. Tillgångsslaget erbjuder omfattande möjligheter att generera alfa (överavkastning) och uppvisar samtidigt en låg korrelation med den noterade marknaden. Därigenom kan investeringar i onoterade aktier bidra till ökad portföljdiversifiering och förbättrad riskjusterad avkastning.

Avkastningsspridning och vikten av att välja rätt förvaltare

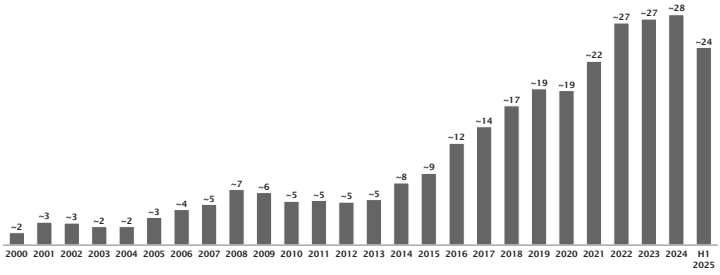
Onoterade aktier uppvisar en betydande spridning i avkastning, där skillnaden mellan den övre och nedre kvartilen för onoterade aktier i fondstrukturer uppgår till 15 procentenheter (Figur 17, avsnitt 5.2). Den övre kvartilen uppgår till 20,2 procent, vilket indikerar att det finns en betydande uppsida i att investera i onoterade aktier. Samtidigt uppgår avkastningen i den nedre kvartilen till 5,1 procent, vilket understiger samma kvartil för bland annat noterade aktier. Det finns därmed en nedsiderisk av att investera i detta tillgångsslag. För att undvika att denna risk realiseras är det centralt för investerare, i detta fall Första–Fjärde AP-fonderna, att välja kvalitativa fondförvaltare som befinner sig i de övre kvartilerna. Detta ställer krav på investerarens förmåga att identifiera högpresterande förvaltare och säkerställa tillgång till dessa.

Det bör noteras att marknaden för onoterade aktier varken är öppen eller ”demokratisk”. De mest högpresterande fondförvaltarna attraherar ofta ett stort antal investerare, vilket gör att de kan vara selektiva med vilka som bjuds in att investera i deras fonder. För att få tillgång till högavkastande fonder behöver institutionella investerare därför ha ett starkt nätverk och en förmåga att bygga relationer med framgångsrika fondförvaltare.

Ett växande oinvesterat kapital

Vikten av att etablera och upprätthålla långsiktiga relationer med de mest högpresterande fondförvaltarna förstärks ytterligare av den växande mängden oinvesterat kapital (eng: dry powder) inom onoterade aktier. Det senaste decenniet har värdet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) visat på en uppåtgående trend. S&P 500 rapporterar att det ackumulerade värdet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) bland globala onoterade aktiefonder uppgick till omkring 26 biljoner kronor i juni 2025. Detta motsvarar en minskning på omkring 3 biljoner kronor från rekordnivåerna 2021. En sammanställning av värdet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) mellan 2000 och 2025 återges i Figur 48.

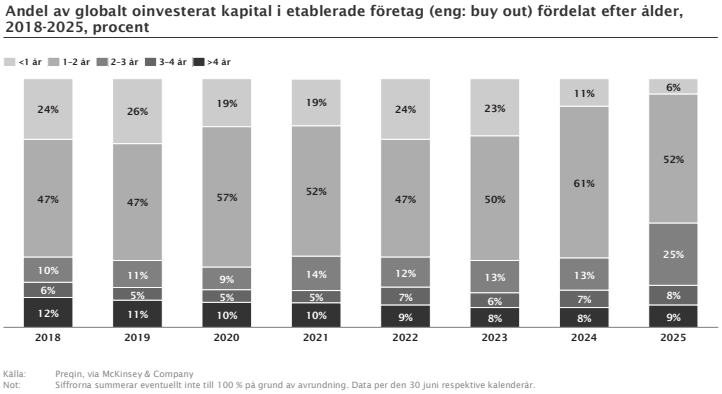
Aggregerat oinvesterat kapital inom globala riskkapitalfonder, 2000-2025 (H1), biljSEK



Källa: Pregin, via S&P Global Market Intelligence
Not: Värdena har konverterats från USD till SEK med växelkursen vid utgången av respektive år eller halvår.

Figur 48: Aggregerat oinvesterat kapital inom globala riskkapitalfonder, 2000–2025 (H1), biljSEK

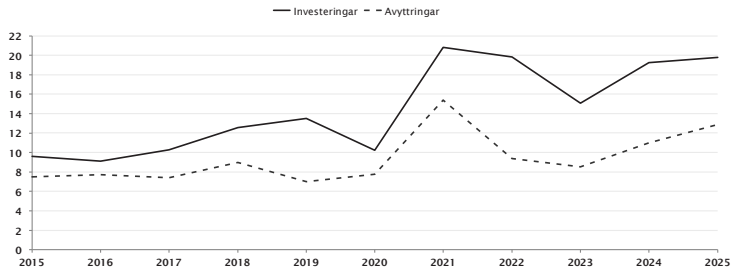
Trots att det ackumulerade värdet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) visade på en återhämtning 2024 kvarstår problematiken kring kapitalets åldrande. Av samtligt oinvesterat kapital (eng: dry powder) inom etablerade företag (eng: buyout) uppges 42 procent vara två år eller äldre. Detta är en markant ökning från 28 procent som rapporterades föregående år. Det åldrande kapitalet kan hänvisas till att fondförvaltare möter utmaningar i att identifiera lämpliga affärsmöjligheter och köpobjekt. Utvecklingen av andelen oinvesterat kapital (eng: dry powder) efter ålder visas i Figur 49.



Figur 49: Andel av globalt oinvesterat kapital i etablerade företag (eng: buy out) fördelat efter ålder, 2018–2025, procent

Det växande oinvesterade kapitalet (eng: dry powder) kan bland annat hänföras till ett minskat antal avyttringar sedan 2021 års höga nivåer. Skillnaden mellan värdet av investeringar och avyttringar har därefter ökat, vilket speglas i Figur 50. Avgörande är att upprätthålla en balans mellan investeringar och avyttringsstrategier, eftersom avyttringar återcirkulerar kapital till kapitalanskaffning. Det möjliggör även användandet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) och kapitalutplacering, vilket stärker fondens avkastning i längden (J.P. Morgan Asset Management, 2025). Givet att antal avyttringar har minskat sedan 2021 begränsas möjligheten för förvaltare att göra nya investeringar och därmed nyttja deras resta kapital. Under 2024 kunde däremot en mer positiv utveckling anas, då både investeringar och avyttringar vände deras två–åriga nedåtgående trend (Bain & Co, 2025).

Värdet av investeringar respektive avyttringar inom onoterade aktier globalt, 2015-2025, mdrSEK



Källa: Preqin, via J.P. Morgan Asset Management.
Not: De presenterade värdena är indikativa och har konverterats från USD till SEK med valutakursen vid utgången av respektive år.

Figur 50: Värdet av investeringar respektive avyttringar inom onoterade aktier globalt, 2015–2025, mdrSEK

Sammantaget är det avgörande för Första–Fjärde AP-fonderna att välja fondförvaltare med högpresterande fonder och en dokumenterad förmåga att konsekvent generera en avkastning i den första eller andra avkastningskvartilen. En aspekt av detta är att undvika förekomsten av en allt för hög grad av oinvesterat kapital (eng: dry powder) genom att investera i fonder där förvaltarna konsekvent allokerar kapitalet i lämpliga underliggande innehav samt gör avyttringar i lämplig takt och omfattning.

Sidoinvesteringar

Ytterligare en aspekt av att identifiera fondförvaltare är de framtida möjligheterna till sidoinvesteringar (eng: co-investments), vilka är förknippade med lägre förvaltningsavgifter, refererat till som ”No fee, no carry” i 2023 års tilläggsuppdrag (Regeringen, 2024). Enligt en analys genomförd av HarbourVest kan sidoinvesteringar (eng: co-investments) reducera avgifterna med 53 procent jämfört med en traditionell fondinvestering. Investeringsformens förmåga till kostnadsbesparingar förutsätter dock att investeraren är exponerad mot fonder som erbjuder attraktiva och återkommande transaktionsmöjligheter. Det förutsätter även att kvalitén av de valda sidoinvesteringarna (eng: co-investments) väger tyngre än den potentiella kostnadsbesparingen. Det bör även noteras att värdet av investeringarna i slutändan avgörs av dess långsiktiga nettoavkastning och bidrag till en förbättrad riskjusterad avkastning för portföljen som helhet. För ändamålet kan sidoinvesteringar bidra till en utökad exponering mot en specifik tillgångsklass.

Det bör även noteras att sidoinvesteringar har en inneboende komplexitet och kräver omfattande resurser över hela investeringsprocessen, förutsatt att mandatet inte läggs ut på en utomstående part. Sidoinvesteringar kan även genomföras under en kortare tidsperiod, vilket ställer krav på organisationernas förmåga att snabbt utvärdera investeringen och fatta ett informerat investeringsbeslut (BAI, 2020). Processens krav på både snabbhet och resurser kan däremot variera beroende på var i processen som investerare bjuds in till och tillgångens karaktär. För infrastruktur

kan köpprocessen bli mer utdragen, exempelvis på grund av regleringar och krav på tillstånd, och sidoinvesteringar kan även syndikeras ut till saminvesterare efter att affären är slutförd. Inom onoterade aktier kan investerare bjudas in under bud– eller förvärvsprocessen, vilket ställer betydande krav på snabbhet.

6.4.2 Analyserade fondinvesteringar

Till skillnad från övriga tillgångsklasser genomför Första–Fjärde AP-fonderna nästan uteslutande investeringar i onoterade aktier via fondförvaltare. I kontrast till investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag, direktägda tillgångar samt fondliknande strukturer avsedda för ett specifikt innehav anses inte analyser av specifika fondförvaltare addera ytterligare förståelse för formen. I stället beaktas tillgångsklassen som helhet i rapportens analyser. Undantag till detta är Första AP-fondens partnerskap med fondförvaltaren Hamilton Lane, vilket presenteras i korthet nedan.

Hamilton Lane

- **Samarbetspartner**: Första AP-fonden
- **Grundat:** 1991. Nuvarande partnerskap med Första AP-fonden bildades 2013
- **Investeringar**: Fonder och onoterade tillgångar
- **Ägarstyrning**: Sker genom ett nära samarbete mellan parterna

Hamilton Lane är ett privat, oberoende investeringsbolag som grundades 1991 i USA. Bolaget investerar i onoterade tillgångar och har tillgångar under förvaltning till ett värde av cirka 9,5 biljoner kronor (1 biljon USD). Totalt har bolaget 2 420 klienter och investerare globalt. Dess investeringsstrategier och tillgångsslag inkluderar direkta krediter, direkta aktier, infrastruktur och reala tillgångar, fastigheter samt investeringar i nybildade företag (eng: ventures) och tillväxtföretag (eng: growth). Första AP-fonden har sedan 2013 ett nära samarbete med Hamilton Lane. Aktören kan betraktas som en fond–i–fond–förvaltare som stöttar AP-fonden med att utvärdera potentiella fondförvaltare och genomföra formella genomlysningar (eng: due diligence). Första AP-fonden har även investerat i Hamilton Lanes fonder vid ett flertal tillfällen. Därutöver gör AP-fonden sidoinvesteringar (eng: co-investments) med Hamilton Lane, som har mandat för samtliga faser i investeringsprocessen.

6.4.3 Analyserade sidoinvesteringar

Likt fondinvesteringar analyseras sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier på en tillgångsklassnivå, i stället för att analysera specifika investeringar. Däremot belyses investeringsplattformar eller övriga ägarkonstruktioner som nyttjas för att genomföra sidoinvesteringar.

Covalent

- **Samarbetspartner**: Tredje AP-fonden
- **Grundat**: 2023
- **Investeringar**: Sidoinvesteringar inom onoterade aktier
- **Ägarstyrning**: Sker genom ett nära samarbete mellan parterna

År 2023 etablerade Tredje AP-fonden en sidoinvesteringsplattform tillsammans med Wafra Inc. (Wafra) under namnet Covalent. Plattformen baseras på samarbetsformen Capital Constellation, som lanserades av Wafra 2018 med syftet att identifiera och investera i tillgångsförvaltare. I likhet med Capital Constellation bildades Covalent för att effektivisera värdekedjan på den privata marknaden och skapa en samarbetsstruktur mellan likasinnade förvaltare.

Wafra är en institutionell investerare inom alternativa tillgångar med ett förvaltat kapital på cirka 260 miljarder kronor (28 miljarder USD). Bolaget erbjuder ett brett spektrum av investeringsstrategier med särskilt fokus på strategiska partnerskap, fastigheter och reala tillgångar. Wafra har sitt huvudkontor i New York och betjänar omkring tjugo kunder globalt. Bolaget ägs av Public Institution for Social Security of Kuwait (PIFSS) och har ett långsiktigt investeringsperspektiv som sträcker sig över generationer.

7. Första AP-fonden

Följande kapitel ger en övergripande beskrivning av Första AP-fondens investeringar i illikvida tillgångar, inklusive portföljutvecklingen 2018–2025, fondens syn på tillgångsslaget, dess förhållningssätt till samägande samt den interna organisationen (avsnitt 7.1). Därefter presenteras fondens investeringsformer inom tillgångsklasserna gemensamägda riskkapitalföretag, onoterade fastigheter, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier (avsnitt 7.2). En icke–uttömmande sammanfattning presenteras i textrutan nedan.

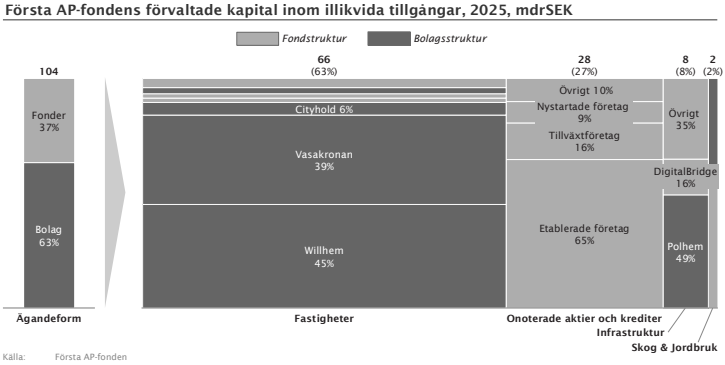
- **Portföljen**: Första AP-fondens portfölj för illikvida tillgångar omfattas primärt av bolagsstrukturer. 63 procent av portföljen utgörs av investeringar i onoterade fastigheter. Mellan 2018 och 2025 har portföljtillväxten drivits av värdestegringar.
- **Nyttjande av bolags– och fondstrukturer**:
  - Bolagsstrukturer används ofta för reala tillgångar, där Första AP-fonden prioriterar närområden, transparens samt enkla ägarstrukturer. Dessa investeringar ärvs ofta.
  - AP-fonden genomför samtliga investeringar i onoterade akter med samarbetspartnern Hamilton Lane
- **Samägande:** AP-fonden betonar vikten av att utvärdera samarbetspartners och upprätta ett aktieägaravtal. Utanför Sverige och Europa tillämpas ett samägande med externa aktörer. Värdefull kunskap och perspektiv kommer från AP-fondens samägda strukturer.
- **Organisation:** Förvaltningsteamet består förutom chef för alternativa investeringar av tre medarbetare som arbetar med reala tillgångar och två som arbetar med övrigt onoterat.
- **Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag:** Polhem Infras organisation har tagit tid att bygga upp men beskrivs idag som välfungerande. 4 to 1 Investments sattes upp med vägledning från Polhem Infras bolagsstruktur. Organisationen dimensionerades enligt behov, och AP-fonden bedömer det som sannolikt att 4 to 1 Investments hade kunnat utvecklats på motsvarande sätt som Polhem Infra. AP-fonden noterar även att ett utökat fokus mot ett enskilt innehav kan ske på bekostnad av förvaltningen av övriga portföljen. Första AP-fonden är representerade i styrelsen (beslutsfattande organ) i båda riskkapitalföretagen, samt i investeringskommittén (beredande organ) för Polhem Infra.
- **Investeringar i fastighetsföretag:** Första AP-fonden är representerade i ägarråd (om sådana finns), styrelse och valberedning för dess direktägda innehav. AP-fonden betonar vikten av att ha externa styrelseledamöter. För samägda innehav anges ett robust aktieägaravtal som centralt. Samtliga innehav utvärderas kontinuerligt för beslut om kapitaltillskott respektive avyttring.
- **Investeringar i infrastruktur:** Första AP-fonden har avyttrat en direktägd investering i en elnätsaktör.[36] AP-fonden har även tillämpat ett passivt ägande, via en komplex fondliknande struktur, för en internationell investering. Formen ansågs ändamålsenlig då AP-fondens organisation saknade förmåga att internalisera investeringsmandatet. Däremot betonas vikten av att avtala möjlighet till kontroll och informationsdelning i dessa former.
- **Investeringar i onoterade aktier:** Samtliga investeringar genomförs tillsammans med fond–i–fond–förvaltaren Hamilton Lane. Första AP-fonden har ett nära samarbete med Hamilton Lane, som tilldelas mandat för de senare delarna av investeringsprocessen. Förvaltaren kan anses utgöra en förlängd arm av Första AP-fondens investeringsorganisation.

[36] Första AP-fonden har även avyttrat Secore – ett fastighetsbolag som AP-fonden ägde tillsammans med ICA. Denna transaktion är däremot inte föremål för analys i denna rapport.

7.1 Övergripande för tillgångsslaget

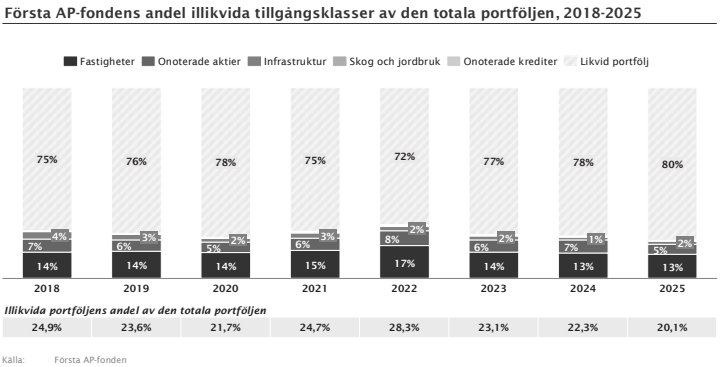
7.1.1 Fondens illikvida portfölj och dess utveckling mellan 2018 och 2025

I december 2025 uppgick Första AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar till 104 miljarder kronor, motsvarande 20,1 procent av den totala portföljen. Majoriteten av kapitalet (63 procent) ägs via bolagsstrukturer. Detta kan primärt hänföras till fondens fastighetsinnehav i Vasakronan och Willhem, vilka tillsammans står för 53 procent av de illikvida tillgångarna och 11 procent av det totala fondkapitalet. Fondens näst största illikvida tillgångsklass utgjordes av onoterade aktier och krediter (27 procent av den illikvida portföljen), följt av investeringar i infrastruktur (8 procent av den illikvida portföljen) och skog och jordbruk (2 procent av den illikvida portföljen). Figur 51 sammanfattar fondens innehav per tillgångsklass och ägarstruktur.



Figur 51: Första AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK

Innan lagförändringarna 2018 och 2019 ansåg Första AP-fonden att placeringsreglerna till viss del begränsade flexibiliteten och hanteringen av den onoterade aktieportföljen i relation till målallokeringen. Efter att de nya placeringsreglerna introducerades har AP-fonden däremot haft möjlighet att överstiga den tidigare limiten om maximalt 5 procent onoterade aktier. För övriga tillgångsslag, såsom fastigheter och infrastruktur, påvisades inte samma direkta effekt av lagförändringen. Figur 52 sammanfattar hur tillgångsklasserna har utvecklats relativt den totala portföljen mellan 2018 och 2025.



Figur 52: Första AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018–2025

Under samma period har Första AP-fonden avyttrat 70,8 miljarder kronor och investerat 48,0 miljarder kronor inom dess illikvida portfölj, motsvarande en nettoavyttring på –22,9 miljarder kronor. Samtidigt har befintliga tillgångar ökat i värde med cirka 46,9 miljarder kronor. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit med 23,8 miljarder kronor mellan 2018 och 2025. Fondens övriga portfölj har däremot haft en högre total värdeökning, vilket har resulterat i en minskad andel illikvida tillgångar. Figur 53 sammanfattar utvecklingen av portföljen mellan 2018 och 2025.

Figur 53: Första AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018–2025, mdrSEK

7.1.2 Fondens syn på onoterade tillgångar

Första AP-fonden betraktar onoterade tillgångar utifrån ett portföljperspektiv med en målsättning om att portföljen som helhet ska generera en högre riskjusterad avkastning genom investeringar i tillgångsslaget. Detta kan till exempel uppnås via exponering mot inflationsskyddande eller diversifierande tillgångar som inte är tillgängliga på den noterade marknaden.

Direktägda investeringar

Första AP-fonden nyttjar direktäga former för investeringar i reala tillgångar. Formen anses relativt resurskrävande jämfört med fondstrukturer. Detta kan bland annat hänföras till den omfattande utvärderingen av innehavet som behöver göras inför ett investeringsbeslut. Vikten av denna utvärdering förstärks av långsiktigheten i direktägda investeringar, som ofta saknar en tidsbestämd investeringshorisont. Även ägarstyrningsarbetet anges som ett resurskrävande arbete. Under ägarperioden bedriver fonden en aktiv förvaltning av innehavet, avseende bevakning, uppföljning av innehavet samt styrelserepresentation. Inom ramen för dess ägarstyrning förmedlar Första AP-fonden strategiska riktningar som bedöms gynnsamma. Tack vare dess nätverk och partnerskap besitter Första AP-fonden kunskap kring rådande trender, risker och möjligheter i Sverige och Europa, inte minst inom fastighetsbranschen.

Första AP-fonden utgår ifrån att direktägda investeringar i reala tillgångar sannolikt kommer ärvas till framtida organisationer. En investering som genomförs idag behöver därför ge utrymme för förändrade investeringsstrategier och marknadsförhållanden framgent. Möjligheterna att på kort sikt justera fondens investeringsstrategi inom reala tillgångar är begränsade. Mot denna bakgrund utgår fondförvaltarna från portföljens givna förutsättningar och förvaltar innehaven på bästa möjliga sätt utifrån dessa. Samtidigt tillämpas ett framåtblickande perspektiv på ärvda tillgångar, där fonden – oavsett tillgångens historik i portföljen – fattar ägarbeslut baserade på rådande analyser och investeringsövertygelser.

Första AP-fonden har justerat sin investeringsstrategi inom reala tillgångar mot att prioritera närområden, transparens samt enkla ägarstrukturer. I marknader där fonden besitter en omfattande intern kunskap kan ett större mandat internaliseras. Detta var fallet med Urbanea, ett fastighetsbolag med ett kommersiellt fastighetsbestånd i Stockholm, där Första AP-fonden nyttjade intern expertis inom området för att bygga upp en fastighetsportfölj. Utanför Europa bedömer Första AP-fonden sin marknadskunskap som mer begränsad. AP-fonden anser även att det är svårare att vara en aktiv ägare och nyttja sin status utanför Europa avseende finansieringsvillkor samt möjlighet till aktivt inflytande. Med anledning av detta har Första AP-fonden beslutat om att endast genomföra direktägda investeringar i Sverige eller Europa.[37] I övriga marknader anses fondstrukturer mer lämpligt.

Den reala portföljen utformas även med beaktning av årgångsfördelning (eng: vintage), likt fondinvesteringar i onoterade aktier. För direktinvesteringar är AP-fondens inflytande över årgångsfördelningen (eng: vintage) större. Detta anses fördelaktigt då Första AP-fonden har möjlighet att avstå investeringar om marknaden bedöms vara överprisad. Samma möjlighet bedöms inte

[37] Däremot har Första AP-fonden ärvt investeringar utanför regionen från tidigare förvaltare.

föreligga för fondinvesteringar, där Första AP-fonden förbinder sig att utfästa kapital över en treårsperiod, oavsett marknadsutvecklingen.

Fondstrukturer

Till skillnad från direktinvesteringar i reala tillgångar har Första AP-fondens fondinvesteringar i onoterade aktier en tidsbestämd investeringsperiod. Fonden strävar efter en kontinuerlig investeringstakt över tid och en jämn årgångsfördelning (eng: vintage). Mellan 2006 och 2011 tillämpade Första AP-fonden ett diskretionärt mandat för investeringar i onoterade tillgångar. Under denna period hade fonden sju samarbetspartners och gjorde omkring 25 fondinvesteringar per år. Första AP-fonden ansåg dock att denna grad av spridning skapade en överdiversifierad portfölj, där varje ny investering inte bidrog till en högre riskjusterad avkastning. Mot denna bakgrund avvecklade Första AP-fonden det diskretionära mandatet och koncentrerade antalet samarbetspartners till tre fonder, samtliga ägda av Hamilton Lane.

Första AP-fonden anser att investeringar i onoterade aktier kräver omfattande resurser och att två personer inte är tillräckligt för att bedriva förvaltningen internt. För att realisera dess investeringsstrategi i onoterade aktier och förvalta den existerade portföljen uppskattas 10–15 heltidsanställda krävas. Denna estimering inkluderar bland annat juridisk kompetens, ett större team för att identifiera och utvärdera investeringar, kompetens inom operationella formella genomlysningar (eng: operational due diligence) och administrativ kapacitet. Utöver detta krävs även en global närvaro i länder där investeringarna har sin hemvistelse. Det har inte ansetts lämpligt att rekrytera en sådan kapitalförvaltningsorganisation, bland annat på grund av kostnaden som uppstår av att rekrytera kompetenta personer. Mot bakgrund av detta ingick Första AP-fonden partnerskap med Hamilton Lane, en fond–i–fond–förvaltare som agerar som en förlängd arm till AP-fonden. Partnerskapet ger Första AP-fonden tillgång till en omfattande organisation med stark kompetens inom onoterade aktier, vilket möjliggör en effektiv investering och förvaltning av tillgångsslaget.

Tillsammans med Hamilton Lane gjorde Första AP-fonden omkring 10–12 fondinvesteringar årligen mellan 2013 och 2022. Därefter ändrades Första AP-fondens investeringsstrategi mot mer hållbara investeringar, vilket reducerade investeringsuniversumet med omkring 90 procent inom onoterade aktier. Detta medförde att Första AP-fonden genomförde omkring 8 investeringar per år fram till 2024. Vid denna tidpunkt expanderades vissa aspekter av fondens hållbarhetsuniversum.

Bedömning av investeringsformernas komplexitet

Första AP-fondens illikvida innehav och dess former anses ha en varierande grad av komplexitet. Bedömningen av komplexiteten varierar även beroende på om den görs utifrån ett juridiskt eller ett förvaltningsperspektiv. Med utgångspunkt i det sistnämnda perspektivet kan dock fondinvesteringar anses som relativt okomplicerade. Detta kan hänföras till att det ofta handlar om ett större antal investeringar av mindre storlek, varierade årgångar (eng: vintage) som sprider risker, ett omfattande investeringsuniversum samt en tidsbestämd investeringslivslängd. Ägarformen medför också ett omfattande stöd från fondförvaltaren som ansvarar för ägarstyrningen av det underliggande innehavet.

Nästa grad av komplexitet omfattas av helägda bolag, alternativt direktägda bolag med en enkel ägarstruktur. I dessa investeringsformer har Första AP-fonden en relativt hög grad av ägarkontroll, vilket bland annat skapar möjligheter till tilläggsförvärv. Därutöver föreligger i regel aktieägaravtal

som möjliggör en förändrad ägarstruktur. Samtidigt medför formen för investeringen krav på ett aktivt ägarskap. Tillgångarna omfattas av fastighetsbolag samt infrastrukturbolag, där framför allt infrastrukturmarknaden möter komplexitet i form av politisk påverkan och reglering.

Ytterligare en nivå av komplexitet tillkommer från investeringar gemensamägda riskkapitalföretag. Trots att den juridiska bolagsstrukturen är relativt enkel och stöttas av detaljerade aktieägaravtal och ägardirektiv följer en komplexitet av investeringsverksamhetens karaktär. Riskkapitalföretagen kan investera i innehav som stämmer överens med deras formulerade strategier, syften och mandat, vilket begränsar urvalet av potentiella investeringar. Representanter från AP-fonden behöver även till viss del ansvara för riskkapitalföretagets investeringsprocess. Givet exponeringen mot innovativa lösningar och infrastruktur medföljer även en regleringsrisk. Sammantaget ställer denna form av investering krav på AP-fondens förmåga att internalisera vissa av de ansvarsområden som i en fondinvestering tillfaller fondförvaltaren.

Första AP-fonden bedömer att den mest komplicerade kategorin av investeringar, sett från både ett juridiskt– och förvaltningsperspektiv, är saminvesteringar med en komplex ägarstruktur där AP-fonden har begränsade möjligheter till handlingsalternativ och påverkan. Komplexiteten kan till exempel härledas till Första AP-fondens begränsade ägarandel. Ytterligare en dimension är marknaden som det underliggande innehavet verkar inom, vilken kan befinna sig utanför Första AP-fondens expertområde eller medföra en exponering mot regulatoriska, politiska och ryktesmässiga risker.

7.1.3 Samägande

Första AP-fonden samäger direktinvesteringar med både AP-fonder och externa aktörer. För att bevaka sina intressen i samägandekonstellationer gör AP-fonden en omfattande utvärdering av potentiella ägarpartners inför en investering. Första AP-fonden drar nytta av sitt omfattande nätverk, goda renommé och synlighet i branschforum för att identifiera lämpliga externa samarbetspartners.

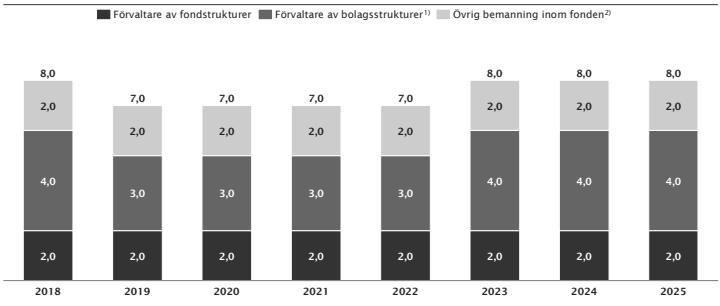
För att skapa förutsättningar att hantera avvikande investeringsövertygelser längre fram upprättar Första AP-fonden ett robust aktieägaravtal med samarbetspartners. En särskild aspekt som kan behöva regleras i aktieägaravtal är långsiktigheten hos samägande parter. Första AP-fonden har en lång investeringshorisont som sträcker sig förbi den traditionella institutionella investerarens tidsperspektiv. På samma sätt har Första AP-fonden också en naturlig stabilitet i svagare marknader eller räntemiljöer, där andra institutionella investerare kan tvingas agera mer kortsiktigt.

Fonden anser att samägande med internationella parter kan medföra större utmaningar än samägande med svenska investerare. Utmaningarna kan bland annat hänföras till varierade investeringsperspektiv samt kulturella och värderingsmässiga skillnader. I dessa situationer är det centralt för Första AP-fonden att bibehålla partnerrelationen och kunna föra diskussioner på en jämställd nivå med de internationella ägarna. Möjligheten till detta begränsas dock i fondkonstruktioner där Första AP-fonden har en mer passiv ägarroll. Samtidigt som det medför vissa utmaningar anses det som värdefullt att ingå i dessa partnerskap ur ett kunskapsperspektiv, där Första AP-fonden kan lära av internationella institutionella investerare, till exempel avseende trender och framträdande investeringsmöjligheter. Kunskapen kan sedan nyttjas i andra ägarkonstellationer och underliggande innehav.

7.1.4 Organisationen för illikvida investeringar

Första AP-fondens organisation för illikvida tillgångar består av totalt 6 medarbetare. Två av dessa arbetar uteslutande med investeringar i onoterade aktier och tre arbetar uteslutande med investeringar i reala tillgångar, vilket till största delen innefattar fastigheter och infrastruktur. Den tydliga arbetsfördelningen grundas i att Första AP-fonden värderar spetskompetens inom respektive tillgångsslag. Avdelningen leds av Chefen för Alternativa Investeringar, som ansvarar för att koordinera arbetet mellan de olika tillgångsslagen och säkerställa ett enhetligt arbetssätt inom gruppen. Första AP-fonden estimerar även att ytterligare två overheadanställda stöttar respektive team. Första AP-fondens allokering inom illikvida tillgångar har varit relativt oförändrad mellan 2018 och 2025, vilket sammanfattas i Figur 54.

Antal heltidsanställda på Första AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025



Källa: Första AP-fonden
Not: 1) Chef för Alterantiva Investeringar ingår i denna kategori 2) Övrig bemanning inom fonden omfattar två overheadanställda (en till vardera område) verksamma inom Juridik, VaR, BO samt ekonomi. Externa resurser från Hamilton Lane har inte inkluderats i estimeringen

Figur 54: Antal heltidsanställda på Första AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018–2025

Investeringsprocessen för onoterade aktier leds av två medarbetare inom avdelningen för Alternativa investeringar. Till följd av det resurskrävande förarbete som krävs för onoterade aktier vilar investeringsprocessen delvis på ett partnerupplägg med Hamilton Lane som samarbetspartner. På så sätt säkerställer AP-fonden tillgång till kompetens och analyskapacitet, vilket skapar förutsättningar för en hög processkvalitet och välgrundade investeringsbeslut. Trots partnerupplägget bibehåller Första AP-fonden samtliga investeringsbeslut. Till skillnad från onoterade aktier internaliseras en större del av investeringsprocessen för fastigheter och infrastruktur, där sourcing och underwriting–teamet på tre medarbetare leder samtliga steg i investeringsprocessen.

Första AP-fonden blir approcherade av ett stort antal investeringsmöjligheter varje år. För att säkerställa att de lägger tid på rätt saker tillämpar Första AP-fonden ett antal kriterier för att effektivt kunna sålla ut omkring 90 procent av alla investeringsmöjligheter. Detta resulterar i en mer avgränsad mängd möjligheter som kapitalförvaltarna har resurser nog att grundligt kunna utvärdera.

7.2 Formerna för investeringar

7.2.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Polhem Infra

Polhem Infra sattes upp med en ambition om att utöka exponeringen mot infrastruktur inom Norden. Tillgångsslaget tenderar att karaktäriseras av större investeringar som endast ett fåtal nordiska aktörer har möjlighet att äga. För att undvika situationer där AP-fonderna konkurrerade mot varandra i tillgångsbudgivningar inleddes diskussioner om att starta en gemensam investeringsform som kunde samla resurser från respektive ägare. Givet att AP-fondernas respektive organisationer inom infrastruktur var begränsade såg Första AP-fonden denna investeringsform som strategiskt fördelaktig. Konceptet om en kostnadseffektiv kapitalförvaltning, driven av delad kompetens och resurser, var även beprövat från samägandet av Vasakronan. Vidare ansågs ägarnas styrning, inflytande och transparens kunna bli mer effektiv i en sådan struktur jämfört med fondinvesteringar. Från ett marknadsperspektiv ansågs AP–fondernas kapital attraktivt för parter som sålde infrastruktur eller var intresserade av att bilda samägande strukturer (eng: joint ventures). Attraktiviteten bedömdes bland annat vara kopplad till AP-fondernas långsiktighet.

Ägarna för Polhem infra tar årligen fram en investeringsstrategi som specificerar vilken typ av investeringar som företaget ska fokusera på. Därutöver tar ägarna fram övriga styrdokument, såsom ägardirektiv, avkastningskrav och riskpolicy. I samband med detta tilldelas Polhem Infras organisation mandat att identifiera investeringar som passar in i investeringsstrategin. Första AP-fonden approcheras även med propåer inom infrastruktur som kan ges vidare till teamet för Polhem Infra för vidare utvärdering. Efter att Polhem Infra har identifierat en intressant investeringsmöjlighet tar organisationen fram ett investeringsmemo som presenteras för företagets investeringskommitté.

Polhem Infras investeringskommitté består av representanter från ägarna och syftar förenklat till att ge ett objektivt perspektiv på investeringsmöjligheten och kritiskt granska dess attraktivitet. I en mer traditionell styrmodell tillfaller detta uppdrag ofta styrelsens investeringsutskott. När Polhem Infra grundades valde ägarna dock att skapa en investeringskommitté för att bibehålla kontrollen internt och därigenom bevaka sina intressen. Initialt godkänner investeringskommittén ofta en budget för förvaltningsorganisationen att jobba vidare med investeringsmöjligheten. Ett urval av utvärderade investeringsmöjligheter presenteras därefter för investeringskommittén som röstar om huruvida dessa ska tas vidare till Polhem Infras styrelse. Styrelsen, som består av en representant per ägare och oberoende ledamöter, fattar de slutgiltiga investeringsbesluten.

För att en investering ska genomföras krävs konsensus mellan samtliga ägare. I en situation där endast två av tre ägare vill genomföra en investering möjliggör aktieägaravtalet att strukturer sätts upp för detta. Denna möjlighet har däremot inte utnyttjats hittills. I stället har ägarnas skilda synsätt på investeringar lett till diskussioner om bland annat risknivåer och avkastningskrav, vilket i sin tur har skapat förutsättningar för mer välgrundade investeringsbeslut som beaktar en bredare uppsättning perspektiv.

Polhem Infra kan anses vara en förlängning av Första, Tredje och Fjärde AP-fondernas investeringsorganisation inom onoterade tillgångar. Antalet medarbetare har rekryterats i takt med portföljens tillväxt och år 2025 bestod Polhem Infra av 7 anställda. Vd för Polhem Infra upprättar årligen en plan för den organisation som behövs för att förvalta portföljen. Ägarna har även

kommunicerat att Polhem Infra stegvis har möjlighet att bygga dess organisation i takt med att de visar på en god resultathistorik och att investeringsverksamheten växer. Första AP-fonden anser att samägandet inom Polhem Infra är välfungerade idag men belyser att det har tagit tid för organisationen att nå nuvarande mognadsgrad. Uppskattningsvis har det krävts 6 år för Polhem Infra att nå önskat stadie av förvaltningsorganisationen.

Samtidigt som organisationens ska dimensioneras enligt behov är kostnadsperspektivet centralt. Det finns inte några ambitioner om att skapa en stor investeringsorganisation. Detta kan delvis hänföras till att Polhem Infra är en investerare som bedriver en aktiv ägarstyrning utan att ta på sig det operativa företagsledningsansvaret. I samband med komplexa transaktioner tar Polhem Infra in extern expertis, vilket gör att den fasta lönekostnaden kan hållas nere. På grund av AP-fondernas ersättningsrestriktioner som förlängs till Polhem Infra finns även en utmaning i att rekrytera branschens mest kompetenta och välbetalda personer.

Initialt tilldelades Polhem Infra en kapitalram för investeringar på 9 miljarder kronor i sina innehav. Denna har därefter utökats till totalt 18 miljarder kronor, motsvarande 6 miljarder vardera för de tre ägarna. Det finns fortfarande outnyttjat kapital inom ramen som Polhem Infra har rätt att kalla på. Däremot har Polhem Infra har inte fri tillgång till kapitalet. I stället fattar dess styrelse, med representanter från Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna, beslut om vad Polhem Infra kan kalla på för respektive investering. Det finns inget krav på Polhem Infra att sysselsätta det utfästa kapitalet. I stället bevakar Första AP-fonden sina intressen genom att betona vikten av att göra goda affärer vid rätt tidpunkt.

4 to 1 Investments

Det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments bildades för att möjliggöra en investering i batteritillverkaren Northvolt. Samtliga av Första–Fjärde AP-fonderna presenterades med investeringsmöjligheten, vilken bedömdes som intressant att undersöka vidare. Givet att det fanns ett tidsbegränsat investeringsfönster behövde formen för investeringen skapas parallellt med utvärderingen. Då investeringen avsåg en onoterad tillgång, som av Första AP-fonden bedömdes kunna förbli onoterad mer än 12 månader, ansågs en direktinvestering möjlig men mindre fördelaktig. Alternativet att bilda ett gemensamägt riskkapitalbolag med övriga AP-fonder erbjöd både en flexibel tidshorisont och framför allt möjligheten att göra ytterligare investeringar likt Polhem. Med vägledning från Polhem Infras bolagsstruktur kunde riskkapitalföretaget sättas upp relativt snabbt.

Utvärderingen av investeringen i Northvolt initierades på AP–fondsnivå och färdigställdes i 4 to 1 Investments. Utvärderingen innefattade bland annat en operationell och kommersiell formell genomlysning (eng: due diligence), en miljöutredning, redovisningsutredning, en försäkringsutredning, en batteriteknikutredning och en legal utvärdering. 4 to 1 Investments, med stöd av Första–Fjärde AP-fondernas analytikerkompetens, utvärderade det framtagna materialet. Samtliga ägare som var med i investeringsrundan tog även del av materialet i sin helhet. Styrelsen i 4 to 1 Investments fattade ett initialt investeringsbeslut i Northvolt under förutsättningen att AP-fonderna skulle skjuta till pengar för affären. Därefter fattade AP-fonderna beslut om att skjuta till pengar. Första AP-fonden gjorde en egen utvärdering för att analysera huruvida de skulle tillskjuta kapital i 4 to 1 Investments. I linje med Första AP-fondens investeringsprocess för illikvida tillgångar togs beslutet upp i investeringskommittén.

I samband med investeringen i Northvolt anställde 4 to 1 Investments en konsult på deltid med ett ägaransvar för innehavet. Detta ansågs vara en lämplig resursallokering för att genomföra de ägaruppgifter som tillföll riskkapitalföretaget, såsom att delta på bolagsstämmor, kapitalstämmor och officiella möten. Northvolts utveckling under 2024 krävde dock ytterligare förvaltningsresurser och ägararbete från AP-fonderna. Mot bakgrund av detta anlitades en till konsult till riskkapitalföretaget och Första AP-fonden allokerade ytterligare interna förvaltningsresurser till innehavet. Därutöver utökades användandet av externa juristtjänster. Det noteras att ett utökat fokus mot en enskild investering kan ske på bekostnad av förvaltningen av den övriga portföljen.

4 to 1 Investments bildades med en intention om att kunna göra ytterligare investeringar längre fram. I takt med portföljens förväntade tillväxt planerades investeringsorganisationen att förstärkas med ytterligare personal. Första AP-fonden bedömer det som sannolikt att en fortsatt utveckling av 4 to 1 Investments hade följt Polhem Infras riktning, med tillväxt av både organisation och förvaltat kapital, om investeringen hade utvecklats positivt. Huruvida en investeringskommitté hade kunnat sättas upp i 4 to 1 Investments skulle däremot behöva prövas. Tvetydigheten grundas i huruvida en investeringskommitté klassificeras som operativ företagsledning, vilket AP-fonderna inte får bedriva i riskkapitalföretaget. Samma lagbestämmelser förelåg inte för Polhem Infra som sattes upp som ett fastighetsbolag.

Trots att ett antal investeringsmöjligheter har övervägts har 4 to 1 Investments inte genomfört investeringar utanför Northvolt. Detta kan delvis hänföras till ett begränsat utbud av nationella investeringsmöjligheter av lämplig storlek. Aktieägaravtalet reglerar även att en investering via 4 to 1 Investments kräver konsensus mellan samtliga ägare. I händelse av att tre ägare är överens om en investering reglerar avtalet att investeringen kan genomföras i en separat struktur.

7.2.2 Investeringar i fastighetsföretag

Willhem

Första AP-fonden är ensam ägare till fastighetsbolaget Willhem – fondens största innehav. Första AP-fondens ansvarige förvaltare är representerad i bolagets styrelse, tillsammans med fem externa ledamöter. Vikten av att komponera en professionell och kompetent styrelserepresentation betonas särskilt i bolag som endast ägs av en AP–fond, då externa ägare som kan ifrågasätta och utmana strategiska frågor saknas. Via styrelserepresentation och ägarstyrning ämnar Första AP-fonden ge stöttning i bolagets övergripande ambitioner och mål. Fonden genomför analyser av bolaget, bland annat grundat i dess kompetens från svenska marknaden, för att informera ägarstyrningen. Däremot lämnas de strategiska besluten till verksamheten. Willhems strategiplan stäms även av årsvis med styrelsen enligt ett bestämt årshjul.

Första AP-fonden har beslutat om att Willhem i första hand ska växa på egen balansräkning. Däremot har särskilda omständigheter påkallat undantag, till exempel Standard and Poors sänkta kreditbetyg. Detta initierade en intern analys av handlingsalternativ och dess konsekvenser, inklusive alternativkostnaden av att inte investera i andra potentiella investeringar. Frågan togs upp i Första AP-fondens investeringskommitté, där ett beslut att tillskjuta kapital i syfte att förbättra kreditbetyget fattades. I detta fall underlättades ägarbeslutet av att Första AP-fonden var ensam ägare av innehavet.

Trots att Willhem är en ärvd investering som funnits i Första AP-fondens portfölj i 15 år utvärderas innehavet kontinuerligt och kritiskt av Första AP-fonden. Skulle fondens analys visa att en alternativ

kapitalallokering är att föredra kommer en avyttring av innehavet att beaktas. På samma sätt grundas beslut om tillskjutning av kapital, likt i ovan exempel, i en tro på fortsatt god riskjuterad avkastning framöver.

Vasakronan

För att bevaka sina intressen i samägda fastighetsinvesteringar mellan AP-fonderna, såsom Vasakronan, nyttjas ett ägarråd. Detta innehar representanter för samtliga delägare där bland annat strategi och syn på långsiktiga marknadstrender diskuteras. Rådet sätter även upp ägardirektiv till det underliggande innehavet. Första AP-fonden deltar även i valberedningen där styrelserekrytering hanteras. Därutöver dedikerar Första AP-fonden andra förvaltningsresurser på dessa innehav, så som uppföljning och utvärdering av innehavet inom teamet för reala tillgångar.

Vasakronan är en långsiktig investering som funnits i Första AP-fondens portfölj sedan 2001. Ägarnas syn på fastighetsinvesteringar bedöms därför sannolikt ha förändrats under ägandeperioden, antingen till följd av förändrade externa marknadsförutsättningar eller interna fondstrategier. Första AP-fonden menar att det ingående aktieägaravtalet är en central byggsten för att möjliggöra framtida ägarstyrning i linje med de justerade förutsättningarna. Trots att det inte är möjligt att förutse samtliga potentiella scenarios bör ett aktieägaravtal reglera utfall som sannolikt kan realiseras, såsom avyttring, förändrade ägarstrukturer, förköp och informationsprocesser. Enligt bestämmelser i Vasakronans aktieägaravtal kräver ägarbeslut konsensus. Första AP-fonden bedömer att samstämmighet mellan flera ägare kan försvåras av varierade investeringsstrategier och organisationer. Däremot anses ägarnas grundläggande samstämmighet ha underlättat beslutsfattande under ägandeperioden.

Cityhold

Första AP-fonden äger företaget Cityhold AB tillsammans med Andra AP-fonden, TIAA–CREF och CBRE GIP. Samtliga ägare har två styrelserepresentanter i bolaget, en från den interna organisationen och en som sitter lokalt i Luxemburg. Till skillnad från Vasakronan, som har anställd personal, tillämpar Cityhold ett förvaltningsavtal (eng: management agreement) med ett bolag som ansvarar för att tillföra resurser och kompetens. Därmed kan investeringen, avseende arbetet kring ägarstyrningen och bevakande av intressen, liknas med en hybridlösning mellan en direktinvestering och en fondinvestering. Investeringsformens likheter med en fondstruktur medför begränsade krav på resurser från AP-fonden. Däremot kräver Cityhold ett aktivt styrelsearbete som bland annat innefattar resor till Luxemburg.

Likt övriga direktägda investeringar betonar Första AP-fonden vikten av ett aktieägaravtal. AP-fonden tar även del av kunskap och expertis från dess internationella samarbetspartners som tillför nya perspektiv i styrelserepresentationen. Första AP-fonden nyttjar denna kunskap i strategidiskussioner med deras resterande fastighetsbolag.

7.2.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

Ellevio

Första AP-fonden köpte in sig i Ellevio 2010 vid sidan om OMERS, en aktör de hade en långtgående relation med och som ansågs erfaren i att driva värdeutveckling. Investeringen motiverades bland annat av säkra intäktsflöden, begränsad konkurrens och en förväntad accelererad elektrifiering. När

investeringen ärvdes till nya medarbetare bedömdes den initiala kalkylen däremot vara allt för optimistisk, bland annat på grund av avkastningsregleringar, politiska påtryckningar, ökande elpriser och nätavgifter samt en svagare än förväntad tillväxt i elektrifieringen.

Den uppdaterade bedömningen föranledde ett övervägande om avyttring. Däremot var utbudet av potentiella köpare smalt, givet att tillgången var säkerhetsklassad och behövde ägas av aktörer med begränsade likviditetskrav. 2021 inledde Första AP-fonden dialoger med potentiella köpare, däribland AMF som visade ett intresse för att förvärva fondens ägarandel på 12,5 procent. Första AP-fonden accepterade ett bud från AMF i december 2022. Första AP-fonden bedömde att budet var rimligt och motsvarade deras förväntningar. Avyttringen möjliggjordes av ett omfattande aktieägaravtal som bland annat reglerade en situation där en ägare önskade sälja sin andel.

OMERS Farmoor 3

Första AP-fonden genomför oftast infrastrukturinvesteringar tillsammans med andra parter. Investeringen i Thames Water genomfördes via en ”fondliknande struktur” med OMERS som huvudinvesterare (eng: lead investor). Vid investeringstillfället 2017 bedömdes detta som en lämplig investeringsform för tillgångsslaget givet AP-fondens tillgängliga resurskapacitet. OMERS satt i styrelsen för det underliggande innehavet och ansvarade för att bedriva den aktiva ägarstyrningen. Investeringsformen gav därmed Första AP-fonden en passiv ägarroll utan beslutanderätt för det underliggande innehavet. I kombination med avtalet som förelåg mellan parterna gav investeringsformen Första AP-fonden få handlingsalternativ när investeringen visade en negativ utveckling. Första AP-fonden var inte heller en av de större investerarna i ägarkonsortiet som prioriterades högst vad gäller styrning och transparens. Detta skapade ytterligare utmaningar för Första AP-fonden att vara fullt informerade om utvecklingen av det underliggande innehavet.

Trots att möjligheten till påverkan var begränsad betonar Första AP-fonden värdet av att ha OMERS som saminvesterare. Med dess omfattande kapitalförvaltningsorganisation har OMERS kunnat lägga ner en betydande mängd tid och resurser på innehavet. När det var som mest kritiskt arbetade OMERS intensivt med denna investering. Första AP-fonden har inte möjligheten att lägga motsvarande mängd resurser. OMERS anses även ha kompetens att hantera komplexa situationer på ett föredömligt sätt.

Investeringen i Thames Water via Kemble Water Group och OMERS kan anses vara en relativt komplex ägarstruktur. I dessa investeringsformer kan det anses särskilt viktigt att detaljerat specificera vad Första AP-fonden har möjlighet att kontrollera samt vilken rätt till informationsdelgivning som föreligger. Även risker, såsom finansiella och regulativa, kan med fördel regleras på en granulär nivå. Samtidigt bör det noteras att dessa regulativa aspekter endast kan generera mindre effekter på formen för investeringen. För att helt undvika problematiken som uppstod i detta fall bedömer Första AP-fonden att bemanningen behöver ske internt, alternativt att investeringen inte genomförs. En intern bemanning skulle däremot sannolikt inte vara möjlig från Sverige, och det skulle ställa höga krav på interna resurser och kompetens.

7.2.4 Investeringar i onoterade aktier

Fondinvesteringar

Samtliga av Första AP-fondens investeringar i onoterade aktier ägs av kommanditbolaget Första AP-fonden Kapital KB. Kommanditbolaget ägs till 99,99 procent av Första AP-fonden och 0,01 procent av

komplementären Första AP-fonden Kapital AB, vilket helägs av Första AP-fonden. Historiskt sattes denna juridiska struktur upp för att minska AP-fondens exponering mot skatterisker som följde av dess placeringar i USA. I den rådande skattesituationen föreligger inte samma behov av riskskydd men strukturen lever kvar.

Investeringar i onoterade aktier kräver omfattande resurser som överstiger Första AP-fondens interna kapacitet. Mot bakgrund av detta har fonden sedan programuppdateringen 2013 ingått ett partnerskap med Hamilton Lane. Detta ger Första AP-fonden tillgång till en robust investerings– och förvaltningsorganisation inom onoterade aktier, samtidigt som beslutsmandatet bibehålls. Partnerskapet tillåter fonden att genomföra fondutfästelser i onoterade aktier i önskvärd skala och frekvens. Vidare bedöms partnerskapet bidra till en kostnadseffektiv organisatorisk robusthet som minimerar anseenderisken som skulle kunna uppstå till följd av otillräckliga förvaltningsresurser. Första AP-fonden anser anseenderisker vara särskilt önskvärt att undvika, särskilt givet dess statliga kontext och ägande.

Hamilton Lane är framför allt involverade i de senare delarna i investeringsprocessen för onoterade tillgångar, bland annat vad gäller operationella formella genomlysningar (eng: operational due diligence). Då en felaktigt utförd operationell formell genomlysning kan leda till en omfattande riskexponering anser Första AP-fonden att det är särskilt viktigt att denna genomförs av en robust organisation med stor kompetens och branscherfarenhet, bland annat inom juridik och skattefrågor.

I investeringsprocessens tidigare stadie arbetar Första AP-fonden och Hamilton Lane parallellt med att identifiera potentiella investeringar. Givet storleken på Hamilton Lanes organisation har aktören kapacitet att göra ett mer omfattande identifieringsarbete. Däremot anser Första AP-fonden att det är centralt att också bedriva detta arbete internt för att bygga relationer till fondförvaltare och säkerställa en egen förmåga att utvärdera deras kvalité. Hamilton Lanes insamlade data på marknaden och dess investeringsmöjligheter sparas i en omfattande databas som Första AP-fonden har möjlighet att dra nytta av i arbetet med att identifiera investeringsmöjligheter. Första AP-fonden noterar även att det finns ytterligare potential att hämta från denna databas, men att det saknas resurser för att göra detta. Intressanta investeringsmöjligheter sammanställs i en kort lista (eng: short list) som parterna går igenom gemensamt varannan vecka.

En central aspekt av partnerskapet är att Första AP-fonden bibehåller beslutsfattanderätten för investeringsstrategi och portföljens uppbyggnad. Första AP-fonden genomför även kommersiella formella genomlysningar (eng: commercial due diligence) internt. Till följd av detta kan Första AP-fonden bilda sig en egen uppfattning om investeringens attraktivitet och säkerställa att dess intressen bevakas relativt deras investeringsstrategi och mål. Vidare betalas inte en prestationsbaserad ersättning (eng: carry) till Hamilton Lane, vilket minimerar dess incitament för att påverka Första AP-fondens beslut i en viss riktning i händelse av olika investeringssyner. Det bör dock noteras att Hamilton Lane och Första AP-fondens har haft överensstämmande investeringsövertygelser som endast har avvikit i begränsad omfattning, till exempel avseende omfattningen av en viss risk.

Ytterligare en central aspekt av ansvarsfördelningen mellan Första AP-fonden och Hamilton Lane är att Första AP-fonden konsekvent äger relationen till samtliga fondförvaltare. Detta bedöms vara av särskild vikt då eftertraktade fondförvaltare har ett begränsat investeringsutrymme och branschen i stor utsträckning bygger på relationer och tillit mellan parter. Första AP-fonden anses även vara en attraktiv investerare på marknaden som har förmågan att fatta snabba investeringsbeslut. Genom att

bygga direkta relationer till fondförvaltare skapas därmed goda förutsättningar för att ges investeringsutrymme i fonder. Första AP-fondens direkta relation till förvaltare understryks vidare av att AP-fonden utfäster kapital separat från Hamilton Lane. Detta innebär att Första AP-fonden inte behöver konkurrera med andra kunder till Hamilton Lane om investeringsmöjligheten. En separat utfästelse möjliggör även representation i fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Agreement Committee, förkortat LPAC), vilket möjliggör en aktiv ägarstyrning och uppföljning av innehaven.

Sidoinvesteringar

Första AP-fonden har genomfört sidoinvesteringar (eng: co-investments) via sidoinvesteringsfonder samt separata konton med Hamilton Lane, där beslut fattas om en investeringsram som ska fyllas inom ett visst antal år. AP-fonden menar att det krävs olika kompetenser för att utvärdera en sidoinvestering och utvärdera en fondförvaltare. Båda uppgifterna kräver omfattande utvärderingsarbete via formella genomlysningar (eng: due diligence). Sidoinvesteringar medför däremot ytterligare krav på diversifieringsanalyser, i syfte att bygga upp en diversifierad sidoinvesteringsportfölj.

Givet utmaningarna som tillkommer från utvärderingsarbetet har Första AP-fonden valt att tilldela ansvaret för de formella genomlysningarna (eng: due diligence), inklusive den kommersiella formella genomlysningen (eng: commercial due diligence), till Hamilton Lane. Första AP-fonden agerar därför endast som plattform för att identifiera (eng: source) sidoinvesteringar (eng: co-investments). Första AP-fonden har däremot möjlighet att sätta riktlinjer för vad de önskar investera i eller avstå exponering mot. Första AP-fonden kan även påverka vilka sidoinvesteringsmöjligheter som presenteras för dem via dess relationer till fondförvaltare.

Sedan 2013 har Första AP-fonden genomfört totalt 25 sidoinvesteringar, samtliga tillsammans med Hamilton Lane. Initialt genomförde AP-fonden sidoinvesteringar i mindre skala i syfte att testa och utvärdera dess framgång. Efter att investeringsformen visade sig framgångsrik har Första AP-fonden, i takt med att Hamilton Lane har fortsatt investera i sin organisatoriska kompetens och byggt en stark resultathistorik, utökat användandet av dem. Samtidigt bibehåller Första AP-fonden en återhållsam inställning till sidoinvesteringar. AP-fonden är medveten om att det inte nödvändigtvis är de bästa investeringarna som presenteras samt att investeringar i denna investeringsform kan kräva omfattande tid och resurser om innehavet skulle visa på en negativ utveckling.

8. Andra AP-fonden

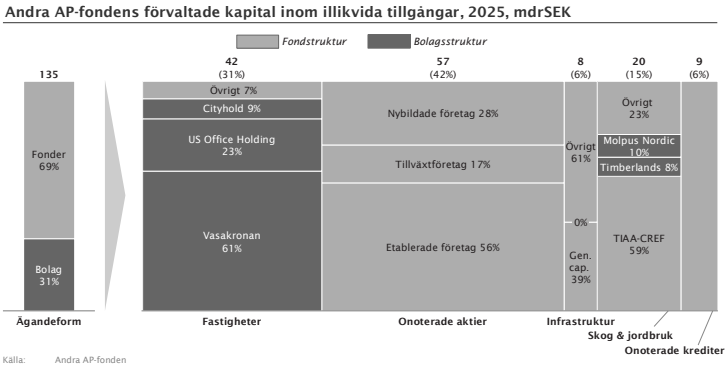
Följande kapitel ger en övergripande beskrivning av Andra AP-fondens investeringar i illikvida tillgångar, inklusive portföljutvecklingen 2018–2025, fondens syn på tillgångsslaget, dess förhållningssätt till samägande samt den interna organisationen (avsnitt 8.1). Därefter presenteras fondens investeringsformer inom tillgångsklasserna gemensamägda riskkapitalföretag, onoterade fastigheter, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier (avsnitt 8.2). En icke–uttömmande sammanfattning presenteras i textrutan nedan.

- **Portföljen**: Andra AP-fondens portfölj för illikvida tillgångar omfattas primärt av fondstrukturer. 42 procent av portföljen utgörs av investeringar i onoterade aktier. Mellan 2018 och 2025 har portföljtillväxten primärt drivits av värdestegringar.
- **Nyttjande av bolags– och fondstrukturer**:
  - Bolagsstrukturer används ofta för investeringar i fastigheter samt skog och jordbruk. För internationella investeringar tillämpas vanligen samägda strukturer (eng: joint ventures).
  - Fondstrukturer tillämpas för investeringar i hållbar infrastruktur, där portföljen ska bestå av 80% kärninvesteringar (eng: core) och 20% opportunistiska investeringar (eng: opportunistic). Fondstrukturer nyttjas även för investeringar i onoterade aktier.
- **Samägande:** Samägande parter ger tillgång till en större kapitalbas och en bredare styrelsekompetens. Däremot ställer samägande krav på samsyn och det kan försvaga AP-fondens kreditfördel.
- **Organisation:** Förvaltningsteamet för alternativa tillgångar består av 6 kapitalförvaltare, varav 2 uteslutande arbetar med onoterade aktier och 4 med onoterade fastigheter, skog och jordbruk samt hållbar infrastruktur.
- **Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag:** 4 to 1 Investments grundades för att investera i Northvolt men avsågs kunna nyttjas för andra investeringar. AP-fonden betraktade ägarformen som lämplig och resurseffektiv. Investeringen i Northvolt grundades i formella genomlysningar (eng: due diligence) och involveringen av starka finansiella och industriella aktörer som Goldman Sachs och Volkswagen ansågs värdefullt. AP-fonden är representerade i riskkapitalföretagets styrelse (beslutsfattande organ).
- **Investeringar i fastighetsföretag:** Andra AP-fonden är representerade i ägarråd (om sådant finns), styrelse och valberedning för dess direktägda innehav. AP-fonden värderar att ha likasinnade ägarpartners samt att sitta vid styrelsebordet och har mandat. Även aktieägaravtal anses centralt.
- **Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk**: För investeringar i jordbruk har Andra AP-fonden nyttjat ett samägt bolag där den operativa förvaltningen köps in. Formen anses ge en geografiskt diversifierad exponering på ett resurs– och kostnadseffektivt sätt. Inom infrastruktur har AP-fonden genomfört en sidoinvestering i Stegra. Investeringsbeslutet fattades internt och AP-fonden följer upp innehavet via både fondförvaltaren och en direkt kontakt med det underliggande innehavet. Inom infrastruktur använder AP-fonden onoterade fondstrukturer, vilka möjliggör diversifiering samt kostnadseffektiva saminvesteringar med fondernas större innehav.
- **Investeringar i onoterade aktier:** För identifiering av fondförvaltare nyttjar AP-fonden sitt internationella nätverk. Utvärdering av förvaltare är en lång och omfattande process. Andra AP-fonden följer upp fonderna genom representation i fondens investerarkommittéer (LPACs).

8.1 Övergripande för tillgångsslaget

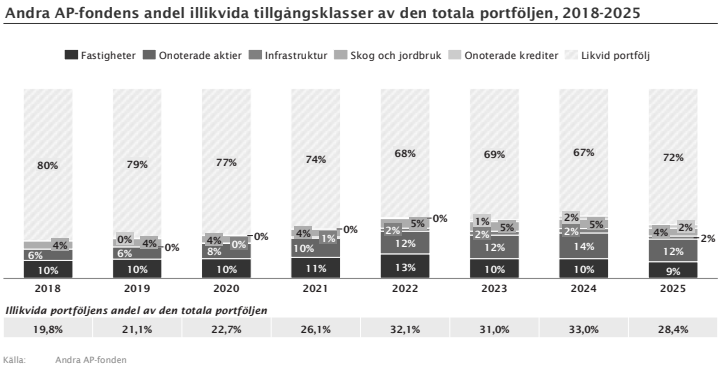
8.1.1 Fondens illikvida portfölj och dess utveckling mellan 2018 och 2025

I december 2025 uppgick Andra AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar till 135 miljarder kronor, motsvarande 28 procent av den totala portföljen. Majoriteten av kapitalet (69 procent) ägs via fondstrukturer. Fondens största illikvida tillgångsklass utgörs av onoterade aktier (42 procent av den illikvida portföljen), där huvuddelen av investeringarna sker i etablerade företag (eng: buyout). Fondens näst största illikvida tillgångsklass utgjordes av fastigheter (31 procent av den illikvida portföljen), följt av investeringar i skog och jordbruk (15 procent av den illikvida portföljen). Infrastruktur och onoterade krediter är de två minsta tillgångsklasserna i fondens illikvida portfölj och utgör 6 procent vardera. Figur 55 sammanfattar fondens innehav per tillgångsklass och ägarstruktur.



Figur 55: Andra AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK

Lagförändringarna som genomfördes 2018 och 2019 möjliggjorde en utökad målallokering mot onoterade aktier, onoterade krediter samt hållbar infrastruktur. Andra AP-fonden introducerade även två nya portföljer inom de två sistnämnda tillgångsklasserna under 2020–2021. I december 2025 uppgick hållbar infrastruktur till 1,6 procent av den totala portföljen och onoterade aktier till 12,0 procent. Andelen onoterade aktier har ökat kraftigt sedan 2018, vilket reflekteras i Figur 56 som sammanfattar hur tillgångsklasserna har utvecklats mellan 2018 och 2025.



Figur 56: Andra AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018–2025

Under samma period har Andra AP-fonden erhållit likviditet genom bland annat avyttringar om 62,3 miljarder kronor och investerat 75,4 miljarder kronor inom dess illikvida portfölj. Detta motsvarar en nettoinvestering på 13,1 miljarder kronor. Samtidigt har befintliga tillgångar ökat i värde med cirka 55,6 miljarder kronor. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit med 68,7 miljarder kronor mellan 2018 och 2025, vilket återges i Figur 57.

Figur 57: Andra AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018–2025, mdrSEK

8.1.2 Fondens syn på onoterade tillgångar

Andra AP-fondens målallokering till onoterade aktier bestäms utifrån från dess Asset Liability Management (ALM)–analys. Målallokering är långsiktig och tillåter kortsiktiga avvikelser. ALM–modellen ger bland annat allokeringsnivåer för fastigheter, jordbruk, hållbar infrastruktur och onoterade aktier.

Bolagsstrukturer

Bolagsstrukturer återfinns primärt i Andra AP-fondens fastighetsportfölj. Fram till 2008 hade AP-fonden primärt fokuserat på en nationell exponering, vilket visas i dess investeringar i Vasakronan och Norrporten. Efter finanskrisen ökade det strategiska fokuset på stabila tillgångar, vilket föranledde ett utökat fokus på tillgångar med en stabil avkastningsprofil. Givet att den noterade marknaden inte ansågs uppfylla detta och att lagen vid denna tidpunkt inte begränsade fastighetsinnehav fattade fonden beslut om att öka exponeringen mot internationella fastigheter. Även skog och jordbruk, som klassades som fastighetsinnehav enligt jordabalken, inkluderas med denna anledning[38]. För dessa investeringar har Andra AP-fonden genomfört direktinvesteringar genom antingen plattformar eller samägda strukturer (eng: joint ventures) och har inte varit intresserade av att ingå i fondstrukturer.

För internationella fastighetsinvesteringar, bland annat i USA, har Andra AP-fonden tillämpat samägda strukturer (eng: joint ventures) som investeringsform. Givet organisatoriska begränsningar behöver dock en annan institutionell investerare vara huvudinvesterare (eng: lead investor).

Fondstrukturer

Andra AP-fonden tillämpar fondstrukturer för investeringar i tillgångsklasserna hållbar infrastruktur samt onoterade aktier, vika redogörs för nedan.

Hållbar infrastruktur: Hållbar infrastruktur bedöms vara en växande tillgångsklass givet det globala samhällsbehovet av ny energi samt utökade riktlinjer och regleringar inom hållbarhet. Mot bakgrund av detta, och de utökade placeringsreglerna, introducerade Andra AP-fondens sin portfölj för hållbar infrastruktur år 2021. Enligt Andra AP-fondens investeringsstrategi ska hållbar infrastruktur bidra till övergången till netto noll utsläpp av växthusgaser (eng: net zero). Tillgångsklassen ämnar även skapa additionalitet[39] och materialitet[40]. Andra AP-fonden investerar i regel inte i omvandlingsprojekt (eng: brownfield), vilket innefattar existerande hållbar infrastruktur, utan fokuserar på nyinvesteringar (eng: greenfield), där det underliggande innehavet utvecklar en ny hållbar energi. Däremot bör underliggande projekt, i största möjliga mån, vara kontrakterade innan byggstart för att minska risken. Tillgångsklassen avkastningsförväntan, som påverkar utformningen av infrastrukturportföljen, är 1 procentenhet över aktieindex. Sedan ett år tillbaka är det globala aktieindexet MSCI ACWI. Andra AP-fondens beslutade strategi är att 80 procent av investeringarna ska genomföras i kärninvesteringar (eng: core), grundade i känd teknik, medan 20 procent ska allokeras till opportunistiska investeringar (eng: opportunistic) med mer högavkastande och riskfyllda investeringar.

[38] I några fall har Andra AP-fonden gjort investeringar i skog och jordbruk genom fonder.
[39] Additionalitet innebär att investeringen leder till verkliga och mätbart positiva miljöeffekter.
[40] Materialitet innebär att de hållbarhetsrelaterade effekterna är betydande och relevanta för investeringens finansiella värde.

Investeringar i fondstrukturer har utgjort Andra AP-fondens primära investeringsform inom hållbar infrastruktur, inte minst för dess innehav i USA. Det noteras även att det finns ett relativt brett utbud av fonder inom denna investeringskategori. Som komplement till detta har Andra AP-fonden tillämpat andra investeringsformer. 4 to 1 Investments investerings i Norhvolt tillhör Andra AP-fondens portfölj för hållbar infrastruktur. Även Stegra, som genomfördes som en sidoinvestering, faller inom denna kategori.

Onoterade aktier: I samband med att lagen tillät en högre andel onoterade tillgångar ökade målallokeringen mot riskkapital från 5 till 10 procent. Målvikten har emellertid en långsiktig inriktning och medför därmed inget krav på en omedelbar ökning av allokeringen. I stället har AP-fonden utökat sin portfölj över tid när tillräckligt attraktiva investeringsförslag har presenterats. Via dess fondförvaltare genomförs omkring 15 fondinvesteringar om året. Andra AP-fonden beaktar årgångar (eng: vintage) och eftersträvar en jämn investeringstakt, förutsatt att det bedöms finnas attraktiva investeringsmöjligheter.

Totalt har Andra AP-fonden relationer med omkring 45 fondförvaltare, varav 30 klassas som kärnrelationer. Andra AP-fonden fokuserar på att välja professionella fondförvaltare med en attraktiv strategi, där hållbarhet är en viktig komponent. Vidare eftersträvas en diversifiering utifrån geografi och stil i den mån attraktiva investeringsalternativ är tillgängliga. Samtliga fondförvaltare, både nya och befintliga, utvärderas. För att utvärdera och upprätta relationen med fondförvaltare träffar Andra AP-fonden samtliga kärnfondförvaltare två gånger om året och resterande fondförvaltare en gång om året, utöver de kvartalsvisa genomgångarna. För att bygga en relation till fondförvaltare behöver fonden allokera en tillräcklig mängd resurser för detta och stämma av budskapet över tid. Utvärdering av fondförvaltare sker löpande och i enskilda fall över en eller flera fondlivscykler.

8.1.3 Samägande

Inom tillgångsklasserna fastigheter, jordbruk och hållbar infrastruktur har Andra AP-fonden valt en strategi att saminvestera med aktörer som redan har en etablerad och stark organisation för dessa tillgångsslag. Samägandeformer anses bidra med förstärkt kapacitet och investeringskompetens, utan att medföra fondförvaltningsavgifter eller betydande kompromisser avseende transparens och inflytande. Andra AP-fonden bedömer att det inte hade varit möjligt att själva bygga upp de omfattande resurser som hade erfordrats för att vara huvudinvesterare (eng: lead investor) i större innehav. Vidare bedömer Andra AP-fonden att deras expertis primärt finns i den nordiska marknaden. Mot bakgrund av detta lämpas större internationella investeringar för samägande med externa parter.

Andra AP-fonden betonar särskilt vikten av att välja en investeringspartner som delar liknande värdering och investeringsfilosofier. Däremot noterar Andra AP-fonden att samarbeten kan utvecklas i oväntade riktningar. För att hantera detta upprättas ett omfattande aktieägaravtal som är anpassat till respektive investering. Avtalen reglerar bland annat hur beslut fattas samt hur en eventuell avyttring ska ske. Vid större direktinvesteringar tas externa juridiska resurser in för utformningen av dessa avtal. För andra investeringar upprättas avtalet med fondens interna juristorganisation.

8.1.4 Organisationen för illikvida investeringar

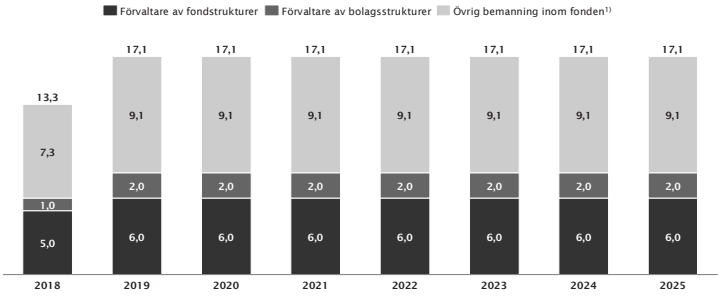
Andra AP-fonden introducerade en ny investeringsprocess för onoterade tillgångar år 2020. Den tidigare investeringsprocessen kan förenklat sammanfattas som att portföljförvaltaren presenterade en investeringsmöjlighet till fondledningen som därefter togs vidare till styrelsen för det slutliga

investeringsbeslutet. Processen medförde att investeringsbesluten upptog en betydande del av styrelsemötenas tid, trots att frågorna i många fall var av operativ natur och därmed mer lämpliga att hanteras inom verksamheten. I kombination med utökade målallokeringar inom illikvida tillgångar, vilka förväntades driva på antalet investeringsbeslut, ansågs det lämpligt att förflytta beslutsmandatet till organisationen. Mot denna bakgrund beslutade fonden att investeringar skulle tas upp i Investeringskommittén för godkännande och därefter rapporteras till fondledningen och styrelsen.

Andra AP-fonden har även haft ett samarbete med fond–i–fond–förvaltaren Pathway. Sedan 2008 har dock inga nya åtaganden gjorts med Pathway, då det inte bedömdes finnas behov av en extra nivå av avgifter för att upprätthålla en portfölj av hög kvalité. Samarbetet ansågs däremot vara värdefullt och har bidragit med både kunskap och relationer som AP-fonden har kvar idag. Andra AP-fondens strategi var att initialt investera med Pathway för att därefter göra egna direktinvesteringar i internationella riskkapitalfonder. Idag internaliserar AP-fonden ansvaret för investeringsprocessens samtliga faser och arbetsuppgifter.

Andra AP-fondens investeringsprocess sköts av teamet för alternativa investeringar, vilket består av 7 kapitalförvaltare. Av dessa arbetar två med onoterade aktier, tre med reala tillgångar (fastigheter, hållbar infrastruktur och jord– och skogsfastigheter) och en med onoterade krediter. Teamet har även en person med ett övergripande ansvar för onoterade tillgångar. I samband med lagförändringen 2019 utökades teamet med två personer, en med ansvar för reala tillgångar och en med ansvar för onoterade akter. Detta återges i Figur 58, som sammanfattar hur Andra AP-fondens organisation inom illikvida tillgångar har utvecklats mellan 2018 och 2025.

Antal heltidsanställda på Andra AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025



Källa: Andra AP-fonden
Not: 1) Övrig bemanning inom fonden är Andra AP-fondens estimering av antal heltidsanställda som allokeras till illikvida tillgångar.

Figur 58: Antal heltidsanställda på Andra AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018–2025

Andra interna funktioner, såsom ekonomi, risk, compliance, hållbarhet och juridik, stöttar även förvaltningsteamet i vissa uppgifter. Dessa funktioner är till exempel involverade i utvärdering av investeringsmöjligheter, såsom vid upprättande av operationella formella genomlysningar (eng: operational due diligence). Trots att dessa funktioner genomgående har bistått förvaltningsteamet

fördjupades deras involvering i samband med det utökade organisationsmandatet år 2020, vilket avlastade kapitalförvaltningen. För investeringar i onoterade aktier via fondbolag genomför Andra AP-fonden samtliga steg av investeringsprocessen internt. Vid direktinvesteringar i reala tillgångar kan även externa resurser tas in för den operationella formella genomlysningen (eng: operational due diligence).

För att använda resurser effektivt eftersträvar kapitalförvaltningsorganisationen att sålla ut investeringsmöjligheter tidigt i processen. En stor del av investeringarna kan till exempel sållas ut baserat på storlek eller hur väl de passar in i Andra AP-fondens strategi och portfölj. Andra AP-fonden anser att det, oavsett antal anställda, kommer att föreligga ett behov av effektiv resursanvändning och prioritering för att komma fram till relevanta investeringsbeslut. En central del av uppdraget består av att välja bort investeringar och skapa ett tydligt verksamhetsfokus, vilket fonden ämnar göra med dess initiala sållning.

8.2 Formerna för investeringar

8.2.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Inför upprättandet av 4 to 1 Investments hade Andra AP-fonden följt Northvolt länge och betraktade detta som en intressant investeringsmöjlighet, bland annat utifrån ett affärs–, miljö– och diversifieringsperspektiv. De övriga ägarna i Northvolt bidrog positivt till utvärderingen av investeringsattraktiviteten. Andra AP-fonden bedömde att Northvolt var en för stor och viktig investering för att strategiska ägare, såsom Volkswagen, skulle låta det misslyckas. Det ansågs särskilt värdefullt att ha Goldman Sachs som huvudinvesterare (eng: lead investor) i Northvolt. Goldman Sachs drev processen för den formella genomlysningen (eng: due diligence) och gav ett andra utlåtande på värderingen som Morgan Stanley hade tagit fram. Resterande investerare, däribland 4 to 1 Investment, kunde ta del av och förlita sig på dessa utvärderingar.

Beslut om att genomföra en intern utvärdering av innehavet, med det framtagna materialet som grund, fattades initialt i Andra AP-fondens investeringskommitté. Andra AP-fonden såg Northvolt som en intressant möjlighet med omfattande kontrakterad försäljning. Samtidigt klassificerades det som ett relativt riskfyllt projekt och diskuterades därför ingående mellan ansvarig för onoterade tillgångar samt ansvarig för reala tillgångar. Innehavet placerats i den 20-procentiga delen av portföljen för hållbar infrastruktur som är avsedd för opportunistiska investeringar.

För att möjliggöra investeringen satte AP-fonderna upp det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments, vilket ansågs vara en resurseffektiv och genomtänkt ägandeform. En fondstruktur hade varit en möjlig alternativ investeringsform. Däremot ansågs det som olämpligt att addera ytterligare ett lager av avgifter, givet att AP-fonden fått tillgång till information om innehavet från Goldman Sachs. Andra AP-fonden ansåg sig även besitta en hög nivå av intern kompetens och erfarenhet inom tillgångsslaget. AP-fondens bedömning stärktes även av samarbetet med övriga AP-fonder och dess kollektivt höga kompetens.

I samband med riskkapitalföretagets bildande tog styrelsen i 4 to 1 Investments beslut om att genomföra en intern formell genomlysning (eng: due diligence) av Northvolt. För att genomföra utvärderingen anlitades en advokatbyrå som arbetade parallellt med AP-fondernas jurister. Andra AP-fonden hade även nära kontakt med Northvolt och dess ledning, både under utvärderingsfasen samt under förvaltningsperioden. Det noteras att formen för investeringen, med en omfattande analys och

organisatorisk kompetens som grund för investeringsbeslutet, inte hade en påverkan på investeringens utfall.

Riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments grundades för att investera i Northvolt men avsågs kunna nyttjas för framtida gemensamma investeringar. Vid bildandet förde AP-fondernas jurister även diskussioner om att använda plattformen för saminvesteringar mellan två eller tre AP-fonder och förbehöll möjligheten att anpassa avtalen om en sådan situation skulle uppstå. Formen för investeringen, bestående av ett kommanditbolag med ett aktiebolag som komplementär, valdes bland annat då det ansågs vara möjligt att anpassa ägarstrukturer vid behov.

Trots att möjligheter har presenterats har 4 to 1 Investments inte gjort investeringar i andra tillgångar än Northvolt. Enligt Andra AP-fonden kan detta hänföras till ett begränsat utbud av möjliga investeringar samt olika syner fonderna emellan. Den bemanning som förelåg i det gemensamägda riskkapitalföretaget var en initial resursallokering som ansågs lämplig för investeringen i Northvolt. Hade ytterligare investeringar adderats till 4 to 1 Investments portfölj hade bemanningen sannolikt utökats i takt med detta.

Andra AP-fonden belyser att den juridiska formen som tillämpades var i enlighet med lagens bestämmelser och har varit möjlig att sätta upp sedan 2001. Däremot var intresset för ägarformen begränsat fram till utökandet av placeringsreglerna för illikvida tillgångar som infördes i januari 2019. Andra AP-fonden ansåg att investeringar i illikvida tillgångar ofta medför betydande kostnader och att en utökad allokering mot 40 procent därför behövde nyttja alternativa investeringsformer i tillägg till fondstrukturer. Investeringsformen som användes för investeringen i Northvolt benämndes specifikt i samband med lagförändringen. Dock betonas att Andra AP-fonden fattade beslut om investeringen och dess investeringsform självständigt, utan påverkan från diskussionerna eller formuleringar i förarbeten.

Att fortsatt våga ta risker i investeringar anses centralt. Däremot ser Andra AP-fonden att en motsvarande grad av investeringskomplexitet kräver en mer omfattande informationsdelning och grad av transparens från både bolag och styrelse. Samtidigt noteras att 4 to 1 Investments hade begränsade förutsättningar att uppnå detta givet att de var en relativt liten ägare i Northvolt som inte var representerade i styrelsen. Andra AP-fonden hade även en hög tillit till Northvolts styrelse, givet dess kompetenta ledamöter och ägare. Ägarskap av industriella aktörer bedömdes initialt som en styrka, då ägarna både kunde tillföra kapital och kompetens. I slutändan visade sig detta däremot utgöra en potentiell svaghet, då utmaningar i ägarnas egna verksamheter hindrade förmågan att tillskjuta kapital till Northvolt.

Ny teknik och marknader ökar i regel risken för investeringar. Andra AP-fonden bedömer att den potentiellt mest framträdande risken med Northvolt sannolikt var av industriell art, då batteritillverkning är en komplex processindustri. I kombination med en hastigt förändrad marknadsutveckling, bland annat drivet av ändrade regleringar, mötte investeringen betydande utmaningarna. För dessa typer av investeringar och marknader betonas vikten av att etablera sig i kärnmarknaden innan en global expansion initieras. För en institutionell ägare är det även viktigt att reagera snabbt och ifrågasätta dessa typer av strategiska beslut. Detta har Andra AP-fonden tagit med sig i uppföljningen av Stegra.

I samband med att investeringen stötte på växande utmaningar krävdes en mer omfattande ägarstyrning av 4 to 1 Investments och Andra AP-fonden. Däremot bedömdes den utökade

arbetsbördan som hanterbar. Andra AP-fonden hade inte gjort investeringar i onoterade tillgångar om de inte ansåg att deras organisation hade resurser och förmågan att hantera dessa investeringar. Givet att onoterade tillgångar medför risker finns även en organisatorisk förståelse och beredskap för att de, i vissa perioder, kan kräva en mer omfattande mängd resurser. Däremot skulle det inte vara möjligt eller försvarbart att permanent dimensionera organisationen utifrån potentiella krissituationer.

8.2.2 Investeringar i fastighetsföretag

Vasakronan

Andra AP-fonden äger 25 procent av Vasakronan Holding AB som i sin tur äger samtliga aktier i Vasakronan AB, vilket är ett av fondens mest högavkastande innehav. Formen för investeringen och samägandet med Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna skapar förutsättningar för ett långsiktigt ägande av innehavet. Förutsatt att Andra AP-fonden fortsatt önskar äga Vasakronan kommer deras övriga fastighetsportfölj optimeras utifrån detta innehav.

Vd:arna från respektive fond sitter i styrelsen för holdingbolaget och behandlar ägarfrågor till innehavet. Syftet med strukturen är att ge Vasakronan samma ägarstandard som ett motsvarande börsnoterat bolag. Ägarna upprättar ett gemensamt ägardirektiv som behandlar företagets övergripande strategi och riktning framåt. Andra AP-fonden bedömer att det finns en utbredd samstämmighet mellan ägarna. I Vasakronans styrelse sitter vd:n för respektive AP–fond samt fyra externa ledamöter, vilka bedömer styrelsearbetet som välfungerande. Det effektiva styrelsearbetet kan delvis hänföras till att ägarfrågor lämnas därhän vid styrelsebordet och att fokus i stället riktas mot bolagets strategiska styrning.

AP-fonderna diskuterar regelbundet sin syn på investeringen och huruvida de är nöjda med innehavet. Dessa diskussioner motiveras bland annat av att Vasakronan utgör en relativt stor del av respektive AP–fonds portfölj. Det anses föreligga legal möjlighet för respektive AP–fond att gå ur investeringen om så önskas. Däremot menar Andra AP-fonden att fonderna troligtvis skulle göra en eventuell avyttring gemensamt. AP-fonderna bedöms även ha en kultur av kommunikation och samarbete, varför en eventuell avyttring skulle föranledas av att resterande ägare har möjlighet att agera. Andra AP-fonden ser det som positivt att ha likasinnade investerare i innehavet samt att ägarna sitter vid styrelsebordet och har mandat.

Cityhold

Andra AP-fonden investerade i Cityhold för att bredda den geografiska exponeringen mot kontorsfastigheter i eftertraktade lägen. Vid utvärdering av potentiella investeringsformer ansågs en fondstruktur som mindre attraktivt ur ett kostnadsperspektiv. Andra AP-fondens strategi var även att äga innehavet långsiktigt, vilket fondstrukturer ofta saknar förutsättningar för. Både Andra och Första AP-fonden var intresserade av att diversifiera portföljen internationellt och deras ansatser för fastighetsinvesteringar var relativt lika. Mot bakgrund av detta gick de ihop och bildade bolaget Cityhold AB. AP-fonderna önskade inte bemanna sig för att bedriva förvaltningen internt och anlitade därför en extern förvaltare. Efter en utvärdering av flertalet förvaltare valdes Catella ut och fick ansvar för att anställda en förvaltningsorganisation för Cityhold.

För att utöka det tillgängliga kapitalet utvärderade Första och Andra AP-fonderna möjligheten att ta in ytterligare en ägare under 2015. I samband med detta presenterades Nuveen som en möjlig

samarbetspartner som dessutom kunde ansvara för förvaltningen. Nuveen ägdes av TIAA CREF som hade en stor faatighetsportfölj i Paris, vilket ansågs bidra till en portföljdiversifiering. Efter en omfattande formell genomlysning (eng: due diligance) slogs TIAA CREF:s fastighetsportfölj ihop med Cityhold. TIAA CREF tilldelades en ägarandel på 50 procent och Nuveen fick rollen som förvaltare.

Andra AP-fonden ser positivt på den valda investeringsformen, bland annat till följd av dess låga avgiftsnivåer. Till skillnad från en traditionell fondstruktur har samtliga ägare investerat kapital i denna investeringsform, vilket skapar ett gemensamt incitament att bidra till dess värdeutveckling. Samtidigt noteras att samägande kan medföra vissa utmaningar. För att effektivt hantera samägandet och bevaka sina intressen har ägarna till Cityhold upprättat ett aktieägaravtal. Andra AP-fonden betonar vikten av att upprätta ett omfattande aktieägaravtal som är anpassat till den specifika investeringssituationen. Det bedöms dock vara av ännu större vikt att ingå en investering med likasinnade aktörer som delar samma utgångspunkt och värderingar.

Uppföljning av innehavet sker bland annat vid styrelsemöten, som hålls minst fyra gånger per år, där kvartalsrapporter och årsredovisningar gås igenom. Vidare har ägarna aktieägarmöten en gång i månaden. Nuveen anses ha en robust och kompetent organisation med en hög grad av transparens. Förutom rapportering av förutbestämda material skapar Nuveen ytterligare uppföljningsmaterial per Andra AP-fondens förfrågan.

8.2.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

TIAA CREF

Andra AP-fonden investerade i jordbruk genom en samägandeform där TIAA CREF agerade huvudinvesterare (eng: lead investor). Avsikten var att skapa en kostnadseffektiv struktur som använde förvaltningsorganisationen som TIAA CREF redan hade byggt upp för sina egna investeringar inom tillgångsslaget, samtidigt som likasinnade investerare kunde bjudas in. Fram till TIAA:s förvärv av Nuveen 2014 var förvaltningsorganisationen integrerad i TIAA. I samband med förvärvet överfördes kapitalförvaltningen till Nuveen.

Andra AP-fonden anser att den valda investeringsformen funktionellt kan betraktas som en hybridstruktur mellan en fondinvestering och en bolagsinvestering. En traditionell fondstruktur skulle ha medfört högre kostnader, vilket inte ansågs försvarbart givet tillgångsslagets relativt låga avkastningsprofil. Ett ensamt ägande av bolagsformen bedömdes inte heller som ändamålsenligt, då branschen ansågs kräva en hög grad av specialistkompetens och manuell handpåläggning. Andra AP-fonden ansåg sig själva sakna förutsättningar att tillhandahålla detta.

Syftet med investeringen var att bygga upp en väldiversifierad portfölj av jordbruksinvesteringar, vilka hade en specifik roll i AP-fondens strategiska portfölj. I investeringsprocessens urvalsfas utvärderade AP-fonden olika investeringsformer och hade möten med ett flertal fondförvaltare. Ett centralt utvärderingskriterium vad en god geografisk spridning i de underliggande tillgångarna, vilket TIAA CREF:s jordbrukstillgångar bedömdes uppfylla. AP-fonden beslutade att göra en formell genomlysning (eng: due diligence) av investeringsmöjligheten med TIAA CREF, vilket bland annat inkluderade ett flertal möten med aktören. Andra AP-fonden bedömde att det förelåg likheter i fondaktörernas arbetssätt och värderingar, vilket underbyggde investeringsbeslutet.

Vid bildandet av samarbetsformen upprättades ett detaljerat aktieägaravtal i syfte att bevaka ägarnas intressen. I avtalet regleras bland avyttringar och övergångsår (eng: gate year), vilka sker vart sjunde år och innebär bland annat att strukturens fortlevnad ses över. Ett beslut om att avveckla strukturen kräver majoritetsbeslut av ägarna. Därtill finns alltid en möjlighet att sälja aktier ifall en av ägarna skulle vilja avveckla innehavet. Ägarna har separata ägarmöten där dessa typer av frågor behandlas.

Stegra

Andra AP-fonden gjorde en sidoinvestering (eng: co–investment) i Stegra med Just Climate, en fondförvaltare som AP-fonden har samarbetat med sedan 2008. Sidoinvesteringen genomfördes med fonden Generation Just Climate 1. Innehavet tillhör portföljen för hållbar infrastruktur och faller inom femtedelen av portföljen som klassificeras som typisk sett har högre risk än övriga investeringar i tillgångsslaget. Vid investeringstillfället skulle Andra AP-fondens innehav i Northvolt och Stegra uppta cirka 15 procent av portföljen och därmed placera sig inom ramen för den 20–procentiga riskfyllda allokeringen. Trots att investeringen bedömdes som riskfylld ansågs tekniken var beprövad och liknande verksamheter hade historiskt visat på framgång.

Inför investeringsbeslutet gavs Andra AP-fonden tillgång till Just Climates portal av data och beslutsunderlag, vilket låg till grund för interna analyser på innehavet. I tillägg till detta har fonden tagit del av Just Climates analyser, inklusive en modell av känslighetsanalyser, vilka beaktas i Andra AP-fondens egna utvärderingar. Andra AP-fonden får rapportering av Just Climate, vars Chef för investeringsverksamheten (eng: Chief Investment Officer, CIO) sitter i styrelsen för Stegra och tar in experter inom stålproduktion för analys av innehavet inför samtliga styrelsemöten. Andra AP-fonden har även en direktkontakt med Stegra.

Investeringen medför en högre risk än övriga investeringar inom tillgångsslaget, vilket reflekteras i att den ligger i den opportunistiska kvoten för hållbar infrastruktur och vid investeringstillfället hade en avkastningsförväntan motsvarande en vinstmultipel om 2,5X. Vidare ställer investeringsformen krav på en högre arbetsinsats inom bland annat formella genomlysningar (eng: due diligence) och uppföljning jämfört med fondinvesteringar. För denna investering bedömer Andra AP-fonden att fördelarna av att ingå i denna investering och investeringsform väger upp för det utökade kravet på arbetsinsatser. Detta kan bland annat hänföras till att denna investering, förutsatt att den lyckas, ger störst koldioxidpåverkan per investerad krona av samtliga innehav i Andra AP-fondens portfölj. Stegra bedöms även ha potential att förändra hela marknaden och därigenom generera en koldioxidpåverkan som sträcker sig förbi produktionen i deras egen fabrik. Utöver detta förväntas investeringen ge en hög avkastning och är beläget i Sverige, där denna investeringstyp och storlek förekommer i begränsad omfattning.

8.2.4 Investeringar i onoterade aktier

Fondinvesteringar

Andra AP-fonden har en global portfölj av riskkapitalinvesteringar där strategin utgår från ett intervall för målallokering per region och investeringsstil samt beslutad målvikt för tillgångsslaget. Vid urval av förvaltare är fokus på att identifiera aktörer med hög institutionell kvalitet och en attraktiv strategi där fondens övergripande fokusområde beaktas samt där hållbarhetsperspektivet ingår vid utvärdering och identifiering av investeringsmöjligheter. Andra AP-fonden följer kontinuerligt marknadens utveckling och säkerställer god kännedom genom löpande uppdateringar med förvaltare,

aktörer och diverse marknadsanalyser. I arbetet att erhålla access till de mest framgångsrika förvaltarna arbetar AP2 proaktivt genom ett brett internationellt nätverk samt säkerställer en kontinuerlig närvaro i marknaden. En kontinuerlig allokeringstakt säkerställer inte bara access utan även att risken i portföljen kontrolleras.

En fondinvestering kan exempelvis initieras av att Andra AP-fonden identifierar en viss trend i marknaden eller ett intressant segment som de vill exponera sig mot. Detta föranleder en urvalsprocess av potentiella fondförvaltare. För ändamålet har Andra AP-fonden byggt upp ett brett internationellt nätverk av högpresterande fondförvaltare. Inför en investering utvärderas förvaltare utifrån en rad kriterier, såsom operativa processer, investeringsstrategi, historisk avkastning och riskexponering. Ett särskilt centralt kriterium utgörs av fondförvaltarens teamsammansättning och kultur, vilka anses avgörande för en långsiktighet i prestation och samarbete.

Utvärderingsprocessen sträcker sig ofta över en längre period, vilket exemplifieras av Andra AP-fondens investering i fonden Thomas Bravo XIII. Dialogerna mellan Andra AP-fonden och Thomas Bravo inleddes vid 2015 och följdes av ett flertal möten, bedömningar och analyser under 2016 och 2017. Efter tre års utvärdering och relationsbyggande fattande Andra AP-fonden beslut om att genomgå en formell genomlysning av fondförvaltaren. För ändamålet gavs Andra AP-fonden tillgång till datarum och hade ett flertal möten med Thomas Bravo. Kort därefter genomförde teamet för onoterade aktier en full avtalsgenomgång tillsammans med chefsjuristen på Andra AP-fonden, innan ett investeringsbeslut fattades.

Den formella genomlysningen täcker för samtliga fondförvaltare ett antal förutbestämda områden, bland annat exponering mot potentiella risker. Detta kan till exempel handla om hållbarhet, organisationens robusthet och politisk eller regulativ exponering. Andra AP-fondens hållbarhetsstrategi har vuxit fram över tid och är idag mer utvecklad än den var vid investeringstillfället för Thomas Bravo XIII år 2018. På motsvarande sätt har denna fondförvaltare, med vägledning från bland annat Andra AP-fonden samt aktiv ägarstyrning från större institutionella ägare, utvecklat en ambitiös hållbarhetsstrategi över tid. I andra fonder har Andra AP-fonden en mer aktiv ägarstyrning kopplat till hållbarhet, bland annat via representation i rådgivande kommittéer. För en San Fransisco–baserad fond har Andra AP-fonden aktivt förespråkat att fonden ska ansluta sig till UN PRI (FN:s principer för ansvarsfulla investeringar).

Andra AP-fonden ser att eftertraktade fondförvaltare kan vara svåra att få investeringsutrymme hos, men bedömer att de har goda förutsättningar att investera önskat kapital. Detta kan bland annat hänföras till Andra AP-fondens goda renommé som institutionell investerare samt dess relationer till fondförvaltare. Även om Andra AP-fonden är måna om att upprätthålla en god relation till fondförvaltare säkerställer AP-fonden att det inte påverkar deras oberoende.

Andra AP-fonden utövar aktiv ägarstyrning av fonderna genom representation i dess investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat LPACs). Tack vare dess långtgående samarbete med fondförvaltaren CVC har Andra AP-fonden, tillsammans med ett antal andra utvalda institutionella investerare, även bjudits in att delta i den fondövergripande kommittén (eng: investor board). Denna styrelserepresentation bedöms ge ytterligare en nivå av transparens och insyn.

Sidoinvesteringar

Andra AP-fonden belyser två former för sidoinvesteringar (eng: co-investments): i) fondförvaltaren sätter upp sidofonder till befintliga fonder och hanterar hela investeringsprocessen, och ii) internalisera investeringsbeslutet och den formella genomlysningen av sidoinvesteringen. En framgångsrik portfölj av sidoinvesteringar anses kräva en viss investeringsvolym och spridning som summerar till en diversifierad portfölj. Andra AP-fonden har valt att inte bygga upp de resurser som skulle krävas för att internalisera investeringsprocessen. Mot bakgrund av detta har Andra AP-fonden valt att investera i sidoinvesteringsfonder, vid sidan av befintliga fonder.

Den valda investeringsformen innebär att fondförvaltare väljer sidoinvesteringar (eng: co-investments) och tillämpar en förutbestämd allokeringsstruktur i enighet med totalallokeringen tillfonden. Andra AP-fonden ser ett flertal fördelar med att tillämpa denna investeringsform. Bland annat möjliggör formen en diversifiering av sidoinvesteringsportföljen, eftersom fondförvaltaren kan ingå flertalet sidoinvesteringar via den upprättade fonden. Formen ger även fondförvaltaren en given investeringskapacitet, vilket tillåter denne att agera snabbt och ge direkta besked vid eventuella transaktioner.

Andra AP-fonden är selektiv i valet av fondförvaltare som de upprättar sidoinvesteringsfonder med. Formen upprättas endast med fondförvaltare där huvudstrategin bedöms som stabil. Ett kriterium för stabilitet är att en hög procent av fondens underliggande tillgångarna levererar över avkastningsmålen, i stället för att ett fåtal innehav väger upp för majoriteten av portföljen. Givet att sidoinvesteringar endast genomfört med fondförvaltare som Andra AP-fonden redan har utvärderat skapas även ytterligare en nivå av säkerhet. Andra AP-fonden genomför endast sidoinvesteringar i etablerade företag (eng: buyout) där det finns förutbestämda värderingskriterier som behöver uppfyllas för att investeringen ska genomföras. Sidoinvesteringar i nybildade företag (eng: ventures) bedöms ha för hög risk och exkluderas därför från investeringsstrategin. Därutöver erbjuds det i princip inte möjligheter att göra sidoinvesteringar (eng: co-investments) inom nybildade företag (eng: ventures).

9. Tredje AP-fonden

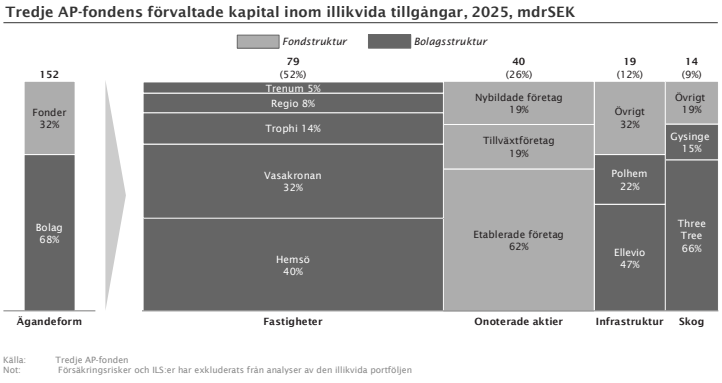
Följande kapitel ger en övergripande beskrivning av Tredje AP-fondens investeringar i illikvida tillgångar, inklusive portföljutvecklingen 2018–2025, fondens syn på tillgångsslaget, dess förhållningssätt till samägande samt den interna organisationen (avsnitt 9.1). Därefter presenteras fondens investeringsformer inom tillgångsklasserna gemensamägda riskkapitalföretag, onoterade fastigheter, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier (avsnitt 9.2). En icke–uttömmande sammanfattning presenteras i textrutan nedan.

- **Portföljen**: Tredje AP-fondens portfölj för illikvida tillgångar omfattas primärt av bolagsstrukturer. 52 procent av portföljen utgörs av investeringar i fastigheter. Mellan 2018 och 2025 har portföljtillväxten primärt drivits av värdestegringar.
- **Nyttjande av bolags– och fondstrukturer**: Illikvida tillgångar betraktas utifrån ett portföljperspektiv och kategoriseras enligt Core, Semi–core och Non–core.
  - Användande av bolagsstrukturer motiveras av AP-fondens långsiktighet, marknadsrenommé och kreditvärdighet. Formen nyttjas främst i AP-fondens hemmamarknad
  - Fondstrukturer tillämpas för onoterade aktier samt övriga tillgångsklasser utanför fondens hemmamarknad. Sidoinvesteringar genomförs för onoterade aktier och infrastruktur
- **Samägande:** Samarbetspartners kan bidra med värdefull kompetens, inte minst i investeringar utanför Norden. Tredje AP-fonden betonar vikten av att investera med likasinnade samarbetspartners samt upprätta ett aktieägaravtal.
- **Organisation:** Förvaltningsteamet för alternativa tillgångar består av 7 kapitalförvaltare, varav 4 huvudsakligen arbetar med direktinvesteringar och 3 med fonder.
- **Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag:** Polhem Infra beaktas som en kostnadseffektiv och långsiktig form, vars organisation har byggts upp över tid. Tredje AP-fonden betraktar Polhem Infras organisation som en som en effektiv plattform att nå den nordiska marknaden. AP-fonden noterar vikten av att rekrytering till Polhem Infra. 4 to 1 Investments grundades för att initialt investera i Northvolt. På Tredje AP-fonden var investeringen ett samarbete mellan teamet för Alternativa investeringar och Noterade aktier. Organisationen för 4 to 1 Investments ansågs väl dimensionerad, givet portföljens storlek och avsaknaden av en kapitalram. AP-fonden har rätt att nominera en styrelseledamot i båda riskkapitalföretagen, samt i investeringskommittén (beredande organ) för Polhem Infra.
- **Investeringar i fastighetsföretag:** Tredje AP-fonden har rätt att nominera en representant i ägarråd (om sådant finns), styrelse och valberedning för dess direktägda innehav. För samägda innehav värderar AP-fonden samstämmighet och ett aktieägaravtal mellan ägande parter. Tredje AP-fonden har inte eviga innehav i dess portfölj.
- **Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk:** För skogsinvesteringar prioriteras bolagsstrukturer. Inom infrastruktur tillämpar AP-fonden bolagsstrukturer, fondliknande strukturer och fondstrukturer. De två sistnämnda formerna nyttjas för större internationella innehav, där vikten av en erfaren förvaltare betonas. AP-fonden nominerar vanligtvis ledamöter till styrelsen för bolagen. För fond– och sidoinvesteringar tilldelas förvaltaren ett diskretionärt mandat.
- **Investeringar i onoterade aktier:** Tredje AP-fonden har upprättat en plattform, vid namn Covalent, med Wafra Inc för sidoinvesteringar i onoterade aktier. Plattformen har ett diskretionärt investeringsmandat.

9.1 Övergripande för tillgångsslaget

9.1.1 Fondens illikvida portfölj och dess utveckling mellan 2018 och 2025

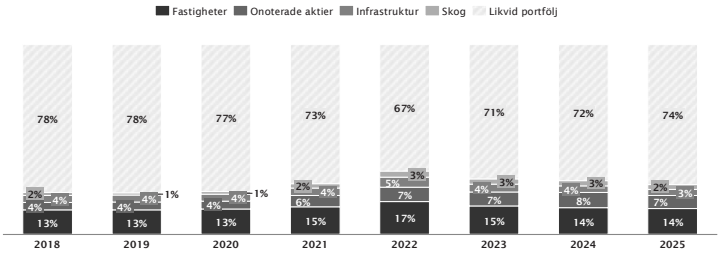
I december 2025 uppgick Tredje AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar till 152 miljarder kronor, motsvarande 26 procent av den totala portföljen. Majoriteten av kapitalet (68 procent) ägs via bolagsstrukturer. Fondens största illikvida tillgångsklass utgörs av onoterade fastigheter (52 procent av den illikvida portföljen), där Hemsö och Vasakronan är de två största innehaven. Fondens näst största illikvida tillgångsklass utgjordes av onoterade aktier (26 procent av den illikvida portföljen), följt av investeringar i infrastruktur (12 procent av den illikvida portföljen) och skog (9 procent av den illikvida portföljen). Figur 59 sammanfattar fondens innehav per tillgångsklass och ägarstruktur.



Figur 59: Tredje AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK

Lagförändringarna som genomfördes 2018 och 2019 möjliggjorde en utökad målallokering mot onoterade aktier (eng: private equity) samt sidoinvesteringar (eng: co-investments). Tredje AP-fonden har därefter upprättat en plattformsstruktur för sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier. Exponeringen mot onoterade aktier har utökats från 3,8 till 6,9 procent mellan 2018 och december 2025. Utvecklingen av den illikvida portföljen och dess tillgångsklasser mellan 2018 och 2025 illustreras i Figur 60.

Tredje AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018-2025



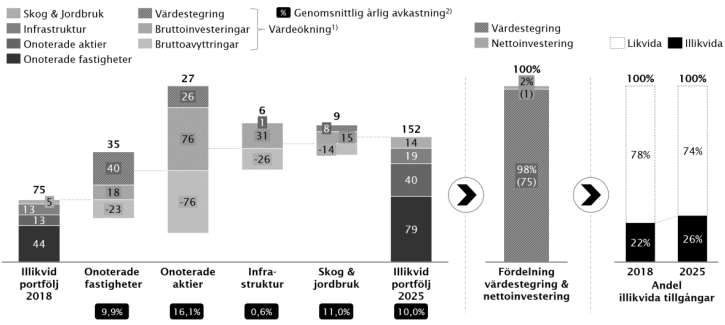
Illikvida portföljens andel av den totala portföljen							
22,2%	21,9%	22,6%	26,7%	33,3%	29,4%	28,3%	26,3%

Källa: Tredje AP-fonden
Not: Försäkringsrisker och ILS:er har exkluderats från analyser av den illikvida portföljen

Figur 60: Tredje AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018–2025

Under samma period har Tredje AP-fonden avyttrat 138,4 miljarder kronor och investerat 139,8 miljarder kronor inom dess illikvida portfölj, motsvarande en nettoinvestering på cirka 1,4 miljarder kronor. Samtidigt har befintliga tillgångar ökat i värde med cirka 74,8 miljarder kronor. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit med 76,2 miljarder kronor mellan 2018 och 2025, vilket återges i Figur 61.

Tredje AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018–2025, mdrSEK



Källa: Tredje AP-fonden
Not: 1) Värdeökning avser summan av värdestegring och nettoinvesteringar, 2) Modifierad Dietzmetod: ett års avkastning = (UB - IB - nettoinvestering) / (IB + (0,5 * nettoinvesteringar)), detta räknas därefter om till det geometriska medelvärdet. UB = utgående balans, IB = ingående balans

Figur 61: Tredje AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018–2025, mdrSEK

9.1.2 Synen på onoterade tillgångar

Alternativa investeringar beaktas och analyseras i relation till den totala portföljen. Tredje AP-fonden kategoriserar samtliga tillgångsslag utifrån deras risk– och avkastningsprofil. Baserat på denna kategorisering modelleras portföljer med optimering mot den effektiva fronten. Modelleringen kompletteras med en kvalitativ analys i syfte att ta fram en målportfölj med allokeringsintervall för respektive tillgångsslag. Den kvalitativa analysen beaktar Tredje AP-fondens specifika förutsättningar, kompetens, resursbas och hållbarhetsinriktning. Särskild vikt läggs vid fondens styrkor, såsom dess höga kreditvärdighet som gör att de underliggande innehaven kan upprätthålla fördelaktiga finansieringsvillkor och en effektiv kapitalstruktur. Tredje AP-fondens begränsade kapitalkrav skapar dessutom utrymme att vara en långsiktig och strategisk partner. I kombination med dess starka kapitalbas gör detta Tredje AP-fonden till en attraktiv ägare och medinvesterare.

Den alternativa portföljen har uppnått sina målvikter och befinner sig i en mogen fas. Tyngdpunkten ligger därmed på optimering och balansering av portföljen och dess allokering, snarare än på ytterligare kapitaltillskott. En del av portföljarbetet omfattar utveckling av innehav samt avyttring av investeringar som inte längre anses lämpliga för portföljen. I fondens strategiarbete 2023 fördelades investeringarna över tre olika kategorier: Core, Semi–core och Non–core. Kategorin Core omfattar investeringar som Tredje AP-fonden fortsatt önskar investera i, medan Non–core innehav prövas skarpt och övervägs för avveckling. Semi–core inkluderar innehav med fortsatt utvecklingspotential, men där vissa åtgärder bedöms nödvändiga.

Genom denna kategorisering kan Tredje AP-fonden att utvärdera och jämföra portföljens innehav på ett systematiskt sätt, vilket informerar beslut om vilka investeringar som ska vidareutvecklas respektive avyttras. Kategoriseringen är dynamisk, vilket innebär att investeringar kan förflyttas mellan de olika kategorierna beroende på Tredje AP-fondens aktuella bedömning av risk och avkastningspotential. Processen att ställa om och förflytta investeringar är dock tidskrävande, särskilt för större och långsiktiga innehav. Till exempel skulle en förflyttning av innehav såsom Vasakronan och Hemsö ske över en längre period. Efter 2023 har Tredje AP-fonden fattat ett antal avyttringsbeslut för Non–core investeringar. En avslutad tillgångsklass är försäkringsrisker (ILS). Samtidigt noteras att möjligheterna till snabb avyttring av onoterade tillgångar är begränsade, vilket medför en reducerad flexibilitet i portföljförvaltningen. Genom aktiv ägarstyrning inom till exempel organisationsutveckling, strategi och hållbarhetsstyrning har Tredje AP-fonden även bidragit till att förflytta vissa investeringar mot kategorin Core.

Bolagsstrukturer

Tredje AP– fonden har identifierat tre attribut som motiverar en allokering mot onoterade tillgångar via bolagsstrukturer. Det första attributet är Tredje AP-fondens långsiktighet, som grundas i att den saknar kontraktuella utfästelser och kapitalkrav. Kombinationen av långsiktighet och ett starkt marknadsrenommé ger tillgång till attraktiva, högavkastande investeringsmöjligheter. Fondens höga kreditvärdighet bidrar dessutom till en effektiv kapitalstrukturering och goda möjligheter till belåning, särskilt inom kapitalintensiva tillgångsslag såsom fastigheter.

Till följd av den långa investeringshorisonten i onoterade tillgångar ser Tredje AP-fonden det som naturligt att investeringar förvaltas av olika förvaltare under sin livscykel. Dessa innehav betraktas däremot inte som eviga, utan ger snarare flexibilitet att avyttra investeringar vid den tidpunkt som bedöms mest gynnsam. AP-fondens långsiktighet utgör därmed en strategisk fördel i förvaltningen av

onoterade tillgångar. Detta exemplifieras genom fondens skogsinnehav, där dagens plantering kommer avverkas om 80–90 år. Oavsett vem som äger skogen vid denna tidpunkt arbetar Tredje AP-fonden för att skapa värde över denna tidshorisont. AP-fondens långsiktiga perspektiv skiljer sig från många andra finansiella skogsinvesterare som ofta har ett mer kortsiktigt avkastningsfokus.

Tredje AP-fonden har direktägda former för investeringar i den svenska marknaden, där fonden kan nyttja dess höga marknadskännedom. Denna ägarmodell betraktas även som kostnadseffektiv och skapar förutsättningar för långsiktigt ägande och aktivt inflytande. Fondstrukturer anses lämpliga för mer komplexa investeringar utanför fondens hemmamarknad. För direktägda innehav nominerar Tredje AP-fonden representanter i styrelser och valberedningar, samt samarbetar med andra ägare i frågor av strategisk betydelse. Fonden betonar vikten av att tydligt särskilja ägarnas ansvar från verksamhetens operativa ansvar.

Tredje AP-fonden styr genom styrelsetillsättning, beslut om kapitalallokering och utdelningspolicys samt teckningsåtaganden. För att stärka styrelsens kompetens och oberoende kan externa ledamöter tillsättas i innehavens styrelser. Vid sammansättningen beaktar fonden faktorer som relevant erfarenhet, en ändamålsenlig styrelsestorlek samt en effektiv beslutsstruktur. Processen för styrelsetillsättningen kan delas in i tre kategorier baserat på innehavens ägarform. Den första kategorin avser ensamägda innehav, där Tredje AP-fonden själv utser samtliga styrelserepresentanter. Den andra kategorin omfattar innehav med flera ägare, där två eller flera parter delar ägandet och styrelsens sammansättning regleras genom aktieägaravtal. Den tredje kategorin är en blandform, där styrelsens tillsättning regleras helt eller delvis, alternativt sker genom en formell valberedning. Tredje AP-fonden utser konsekvent olika personer till styrelse och valberedning.

De direktägda innehaven är relativt stora jämfört med fondens övriga portföljinnehav. Samtidigt menar Tredje AP-fonden att graden av koncentrationsrisk kan diskuteras, då de enskilda investeringarna som mest står för fem procent av den totala portföljen. Det anses även fördelaktigt med en viss grad av koncentration, givet att samma arbetsinsats kan ge högre avkastning i större innehav. Tredje AP-fonden anser därför att en strategi med färre substantiella investeringar möjliggör närmare ägarengagemang och en mer effektiv resursallokering. Detta är särskilt påtagligt inom fastighets– och skogsportföljerna som främst består av ett fåtal större direktinnehav, samt inom infrastrukturportföljen som består av Polhem Infra och Elleivo samt ett mindre antal fondinvesteringar koncentrerade primärt till två externförvaltare. En mer koncentrerad portfölj bedöms även minska risken för sammanfallande realisering av risker, vilket bidrar till stabilitet och en hanterbar arbetsbelastning inom förvaltningen.

Samtidigt som koncentrationsrisken anses begränsad betraktas attributionen från respektive investering och tillgångsslag som en väsentlig komponent i portföljen. Exempelvis bidrar infrastruktur– och skogsinvesteringar med en korrelationsprofil som avviker från den noterade aktiemarknaden, vilket stärker portföljens diversifiering. Därmed anses värdet av den avkastnings– och riskmässiga attributionen från de direktägda investeringarna överstiga de resurs– och ägarkrav som dessa innehav medför.

Fondstrukturer

För investeringar i onoterade aktier använder Tredje AP-fonden fondstrukturer. Dessa fondinvesteringar betraktas, likt direktägda investeringar, som långsiktiga, men kännetecknas vanligtvis av en tidsbestämd ägarperiod. Investeringsformen kräver färre resurser än direktägda

innehav och möjliggör därmed en effektiv uppbyggnad av en bredare och mer diversifierad portfölj av onoterade tillgångar. Genom aktiv ägarstyrning och kontinuerlig uppföljning strävar Tredje AP-fonden efter att uppnå samstämmighet med ledningen för respektive förvaltare – en möjlighet som i regel inte bedöms föreligga på den noterade marknaden.

Utvärderingen av fondförvaltare genomförs internt i Tredje AP-fonden. Däremot har fondförvaltaren mandat för resterande delar i investeringsprocessen, vilket resulterar i en passiv ägarstruktur. För att bevaka sina intressen följer Tredje AP-fonden upp investeringarna löpande, deltar i fonders investerarkommittéer (eng: Limited Partner Advisory Committees, förkortat LPACs) när möjlighet ges, samt för en regelbunden dialog med andra ägare. Tredje AP-fonden kan även förhandla avtal med fondförvaltare för att säkerställa samsyn kring informationsdelning och beslutsmandat, även om graden av förhandlingsutrymme varierar mellan investeringar och förvaltare. Tredje AP-fonden har omkring 180 fondutfästelser inom onoterade aktier, fördelade på cirka 50 fondförvaltare. Det finns en tydlig koncentration i kapitalallokeringen, där fem förvaltare står för cirka 40 procent av det totala kapitalet.

I tillägg till dessa fondinvesteringar genomför Tredje AP-fonden sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier och i infrastruktur. Investeringarna motiveras av tre huvudsakliga faktorer:

- De har ofta lägre avgifter än fondinvesteringar och bidrar därmed till att minska fondens totala förvaltningskostnader.[41]
- De kan ge specifik exponering eller önskad diversifiering inom särskilda sektorer eller tillgångsslag.
- De kan ha en förväntan om alfa, det vill säga en överavkastning relativt marknaden.

9.1.3 Samägande

För investeringar i Norden och framför allt Sverige bedöms Tredje AP-fonden ha kompetens och kapacitet att göra direktinvesteringar i fastigheter och infrastruktur. Däremot ser Tredje AP-fonden att det fortsatt finns fördelar med att samäga direktinvesteringar med andra institutionella investerare. Andra ägare tenderar att ge tillgång till en större kapitalbas och en bredare kompetens i styrelserna, vilket utgör en viktig förutsättning för en effektiv ägarstyrning. Däremot medför samägande ytterligare krav på att säkerställa en tillräcklig grad av samsyn och en gemensam målbild för investeringen. För ägarbeslut krävs ofta enighet, vilket naturligt blir svårare att uppnå med fler ägare och ägarperspektiv. Vidare kan det konstateras att Tredje AP-fonden har goda finansiella investeringsmöjligheter och kan skapa särskilt förmånliga kreditbetyg som få andra institutionella investerare uppnår. Ett samägande med externa parter bedöms därför kunna försvaga Tredje AP-fondens relativa fördel av starka kreditbetyg. En samarbetspartner behöver därmed tillföra andra mervärden till samarbetet som väger upp för den potentiella förlusten av denna fördel.

9.1.4 Organisationen för illikvida investeringar

Tredje AP-fonden har länge haft en delegationsordning för den noterade portföljen och sedan 2022 har en motsvarande struktur tillämpats för alternativa investeringar. Delegationsordningen är ett

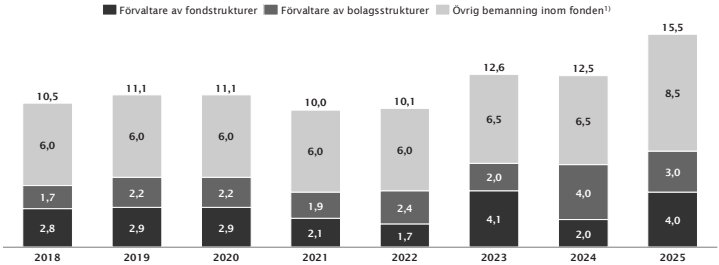
[41] Sidoinvesteringar struktureras dock formellt i separata fondstrukturer.

fundament för Tredje AP-fonden som säkerställer att rätt beslut fattas på rätt nivå. Från Styrelse och VD delegeras mandat vidare nedåt i organisationen till Chefen för Alternativa investeringar. Därefter delegeras mer avgränsade mandat inom fastigheter, infrastruktur, onoterade aktier och skog till förvaltare inom teamet för Alternativa Investeringar. Mandatstrukturen för tillgångsslaget skiljer sig från den noterade portföljen då respektive nivå har ett bestämt investeringsutrymme i absoluta belopp. I takt med att investeringar eskaleras uppåt och konkurrerar om ett utsatt belopp skapas en prioritering av investeringsmöjligheter. Innan delegationsordningen för Alternativa investeringar introducerades fattade VD majoriteten av besluten inom onoterade tillgångar, med undantag för onoterade aktier, efter samråd med kapitalförvaltare.

Tredje AP-fonden har inte obegränsade resurser och behöver därför prioritera ägarstyrningsarbetet utifrån väsentlighet. Däremot säkerställer fonden att samtliga prioriterade arbetsuppgifter genomförs. En särskilt tidskrävande aspekt är direktägda nyinvesteringar. För dessa investeringar anlitar Tredje AP-fonden externa resurser som tillsammans bildar en projektorganisation. Detta utesluter dock inte att investeringen kräver en betydande mängd interna resurser från fonden. Den resurskrävande karaktären av direktägda investeringar bidrar till en välgrundad selektion och prioritering av investeringsmöjligheter.

Teamet för Alternativa investeringar består av sju medarbetare. Fyra av dessa förvaltar huvudsakligen bolagsstukturer och tre arbetar huvudsakligen med fondinvesteringar. Viktigt att notera är att antalet involverade medarbetare sträcker sig förbi förvaltningsteamet för Alternativa tillgångar till att inkludera avdelningar såsom portföljstrategi och hållbarhet, juridik, affärskontroll, ekonomi och riskkontroll. Totalt estimerar Tredje AP-fonden att samtliga interna resurser som allokeras till onoterade tillgångar summerar till 15,5 heltidsanställda. Detta motsvarar en ökning på mellan 5 och 3 personer från tidigare år. Figur 62 sammanfattar hur Tredje AP-fondens organisation inom illikvida tillgångar har utvecklats mellan 2018 och 2025.

Antal heltidsanställda på Tredje AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025



Ytterligare inhyrda heltidsanställda							
4,5	7,5	5,5	5,5	3,8	3,8	4,0	3,8

Källa: Tredje AP-fonden
Not: 1) Övrig bemanning inom fonden är Tredje AP-fondens estimering av antal heltidsanställda som allokeras till illikvida tillgångar.

Figur 62: Antal heltidsanställda på Tredje AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018–2025

Tredje AP-fonden tar även in externa juridikresurser vid behov. För investeringar i onoterade aktier externaliseras även administrativa uppgifter till depåbanken Northen Trust. I skogsinvesteringar arbetar de med IWC – en extern aktör som följer upp, monitorerar och identifierar nya möjligheter inom skogsinvesteringar. Tredje AP-fonden har arbetat med IWC under en längre tid och kan anses agera en förlängd arm av fonden inom detta tillgångsslag.

9.2 Formerna för investeringar

9.2.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Polhem Infra

Tredje AP-fonden övervägde ett antal investeringsformer för infrastrukturinvesteringar, däribland fondstrukturer. Däremot var utbudet av långsiktiga fonder begränsat och ett relativt kostsamt alternativ. Vidare förelåg en risk i att fondförvaltaren skulle skapa en överdiversifiering relativt Tredje AP-fonden investeringsstrategi. Det bedömdes som mer fördelaktigt med investeringsformer som tillåter en koncentrerad portfölj mot innehav som Tredje AP-fonden har en stark tilltro till.

Direktinvesteringar är ett kostnadseffektivt alternativ till fondstrukturer som tillåter en hög grad av kontroll och långsiktighet. Däremot ansågs det betydligt mer resurseffektivt att konsolidera resurser från flera AP-fonder än att bygga upp en större intern organisation inom infrastruktur på Tredje AP-fonden. Mot bakgrund av detta bildades Polhem Infra som ett gemensamägt företag mellan första, Tredje och Fjärde AP-fonderna. Bolagsstrukturen tillät även AP-fonderna att nyttja sin långsiktighet som konkurrensfördel gentemot andra institutionella investerare på marknaden.

Till skillnad från 4 to 1 Investments klassificerades Polhem Infra vid dess bildande som ett fastighetsbolag. Däremot betraktar Tredje AP-fonden innehavet som ett infrastrukturbolag och sedan lagändringen 2019 föreligger inte krav på att fortsatt göra fastighetsklassificerade investeringar. Den juridiska formen med ett aktiebolag och kommanditbolag valdes primärt för att behålla AP-fondernas skattestatus.

Styrningsmässigt bedöms Polhem Infra vara välfungerande, då det drivs av likasinnade ägare och en förvaltningsorganisation som kan vara nära marknaden. Ägarna nominerar representanter till styrelsen som består av en nominerad representant per ägare, en oberoende styrelseordförande och två oberoende ledamöter. Polhem Infras styrelse fattar investeringsbeslut och har möjlighet att kalla på en kapitalram som Tredje AP-fondens styrelse har beslutat om. Kapitalramen för Tredje AP-fonden uppgår till 6 miljarder och beslutades om av styrelsen i två omgångar. Från Tredje AP-fonden hanteras investeringen primärt av en förvaltare. Däremot har andra funktioner involverats vid behov.

Polhem Infras styrelse har gett i uppdrag till vd att säkerställa en väldimensionerad organisation utifrån uppdraget. Dimensioneringen behöver beakta Polhem Infras strategi att vara en större ägare till dess innehav, vilket medför betydande krav på organisationen. Organisationens resurser har successivt stärkts under de senaste åren och förväntas fortsatt anpassas dynamiskt utifrån portföljens och kapitalramens utveckling. Polhem Infra har även en investeringskommitté bestående av varsin ägarrepresentant som agerar rådgivande organ till styrelsen och bereder underlag.

Tredje AP-fonden betraktar Polhem Infras organisation som en förlängning av deras egen förvaltningsverksamhet. Organisationen anses bidra med en expertkompetens som verkar för att förverkliga ägarnas intressen på ett kostnadseffektivt sätt. Detta skapar förutsättning för en hög tillit företaget och en resurseffektiv ägarstyrning. Tredje AP-fonden noterar dock att investeringsformen ställer krav på att rekrytera kompetent personal, vilket i sin tur delvis är beroende av ersättningen som kan erbjudas. Trots att det statliga ägandet medför vissa begränsningar i ersättningsmodellen kan Polhem Infra konkurrera med en tryggare anställning och ett stöd från Tredje AP-fonden. Tredje AP-fonden anser att Polhem Infra har lyckats sätta ihop ett kompetent team.

4 to 1 Investments

Det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments upprättades för att möjliggöra en investering i Northvolt med avsikten att behålla innehavet fram till dess börsnotering. Det var inte möjligt att göra en direktinvestering i företaget då det inte klassades som ett fastighetsbolag. Vidare bedömdes en börsnotering vara mer än 12–månader bort vid investeringstillfället, vilket enligt APL innebar att företaget inte kunde betraktas som en noterad tillgång. Däremot bedömdes ett gemensamägt riskkapitalföretag vara en effektiv och ändamålsenlig form för investering i Northvolt. Formen skapades även med avsikten om att kunna nyttjas för framtida investeringar. Den juridiska strukturen med ett aktiebolag och kommanditbolag valdes primärt för att undvika dubbelbeskattning av portföljen.

Tredje AP-fonden betraktade investeringen i Northvolt som en blivande noterad aktie som placerades i infrastrukturportföljen, vilken var en gemensam förvaltning mellan Alternativa och Noterade teamen. Investeringen var ett resultat av ett samarbete mellan avdelningen för noterade aktier och alternativa investeringar, där båda avdelningar såg det som en intressant investeringsmöjlighet. Genom investeringen i riskkapitalföretaget såg Tredje AP-fonden en möjlighet att investera i tillgången före en kommande börsintroduktion till fördelaktiga villkor. Vid investeringstillfället var avsikten att tillgången skulle ärvas av noterade aktier i samband med en framtida börsnotering. Förvaltare för noterade aktier samt alternativa investeringar har genomgående varit de primära allokerade förvaltningsresurserna från Tredje AP-fonden.

Investeringen följde Tredje AP-fondens investeringsprocess, där vd fattade beslut om den första investeringen i Investeringskommittén för Alternativa Investeringar (IC AI) år 2021. Investeringsformen godkändes även i Tredje AP-fondens riskutskott, RMC. Givet att investeringen översteg en viss nivå informerades även styrelsen om beslutet. De två andra investeringarna i Northvolt genomfördes året efter och fattades av vd i samma investeringskommitté.

För att bevaka sina intressen under ägarperioden har förvaltare från Tredje AP-fondens team för alternativa investeringar haft en styrelserepresentation i 4 to 1 Investments. Därutöver har 4 to 1 Investment anlitat två konsulter, en ekonomiansvarig och en verksamhetsansvarig, som har haft det operativa förvaltningsansvaret för det gemensamägda riskkapitalföretaget. Organisationen ansågs väl anpassad till riskkapitalföretagets verksamhet. Tredje AP-fonden noterar att 4 to 1 Investment endast hade ett portföljinnehav och att ägarandelen för denna endast uppgick till 3,5 procent. Detta medförde begränsade krav på, och möjligheter till, ägarstyrning och därmed behov av organisatoriska resurser. Till skillnad för investeringen i Polhem Infra hade ägarna för 4 to 1 Investments inte fattat beslut om en kapitalram utan tillförde kapital för respektive investering. Mot denna bakgrund ansågs det som lämpligt att stärka organisationen i takt med att fler investeringar genomfördes, i stället för

att tillsätta omfattande resurser initialt. Givet att bolaget inte genomförde ytterligare investeringar har dess bemanning inte utökats.

Tredje AP-fonden ansåg att det fanns en tydlig ansvarsfördelning mellan det gemensamägda riskkapitalföretaget och ägarna, där 4 to 1 Investments fattade investeringsbeslut i styrelsen medan Tredje AP-fondens vd beslutade om ett kapitaltillskott, enligt AP-fondens rådande mandatdelegering. Givet att ägarna behöver besluta om att tillföra kapital till en specifik investering har riskkapitalbolaget inte ett diskretionärt mandat. Trots att ett investeringsbeslut fattades separat utan ägarnas involvering förelåg ett nära samarbete mellan 4 to 1 Investments styrelse, där Chef för Alternativa Tillgångar var ledamot, och vd för Tredje AP-fonden.

4 to 1 Investments ägarandel gav endast ett begränsat inflytande och informationsprivilegium i innehavet. Däremot bedömdes styrmodellen i sig som effektiv och tillät ägarna att befinna sig relativt nära den underliggande innehavet. Tredje AP-fonden menar att ett direktägande i Northvolt inte skulle förändra graden av transparensen och informationsdelgivningen givet att deras ägarandel hade varit fortsatt begränsad och ännu mindre än riskkapitalföretagets gemensamma ägarandel. Tredje AP-fondens anser även att de inte var lämpade för att ta en stor ägarandel i ett så komplext och stort innehav som Northvolt.

4 to 1 Investments var en av de institutionella investerarna i Northvolt. Tredje AP-fonden upplevde att detta medförde ett visst påtryck att investera ytterligare kapital när de industriella ägarna inte hade möjlighet till att göra det. 4 to 1 Investments övervägde ett brygglån under 2024 men ställde vissa krav på Northvolt för att investera ytterligare kapital. Då dessa krav inte uppfylldes ansågs det olämpligt att investera ytterligare kapital i innehavet.

Krishanteringen av Northvolt krävde en betydande mängd resurser från Tredje AP-fonden. Det noteras att en sådan krishantering skulle kan minska fondens möjlighet att göra andra investeringar. Dock bedöms påverkan på investeringstakten som begränsad då infrastrukturinvesteringar sker relativt sällan. Därutöver omallokerades interna resurser för att hantera situationen. Flera förvaltare inom teamet inom alternativa investeringar hjälptes åt för att hantera arbetsbelastningen och andra delar av Tredje AP-fondens organisation allokerades vid behov. Externa resurser kunde även tas in, till exempel i form av en projektgrupp, för att hantera toppar i arbetsbelastningen.

Tredje AP-fonden ser att de borde ha kommunicerat mer proaktivt initialt. Däremot står de fast vid sin investeringsstrategi och ser fortsatt den gröna omställning som en viktig investeringsklass för både institutionella investerare och samhället i stort.

9.2.2 Investeringar i fastighetsföretag

Vasakronan

Tredje AP-fonden förvärvade Vasakronan år 2001, vilket innebär att nuvarande förvaltningsorganisation har ärvt, snarare än valt, innehavet. Däremot anser fonden att investeringsformen är lämplig för innehavet, bland annat tack vare dess kapitalstruktur och AP-fondernas möjlighet till att skapa effektiv upplåning i bolaget. Givet innehavets omfattning finns även stordriftsfördelar i ägarstyrningen och förvaltningen av innehavet.

Fonden ser Vasakronan som en attraktiv investering med ett bra förhållande mellan risk och avkastning. Däremot kan synen på Vasakronan, likt övriga investeringar i portföljen, förändras över tid. Samtliga innehav har ett avkastningskrav som ansvarig portföljförvaltare har ett mandat att uppnå. Investeringar som inte uppfyller avkastningskraven över tid och bedöms sakna kapacitet att nå uppsatta mål ska granskas av ansvarig förvaltare och utvärderas med avseende på relevanta handlingsalternativ. Samtidigt finns en långsiktighet i dessa större investeringar där en utvärdering av handlingsalternativ är en löpande process. Vidare noteras att en förflyttning mot en så kallad Non–core klassificering skulle ta tid, då innehavets storlek medför en viss trögrörlighet.

För att bevaka sina intressen i Vasakronan följer Tredje AP-fonden upp på dess avkastning och har en kontinuerlig dialog med såväl företaget som övriga ägare. Fonden genomför även omvärldsanalyser och konkurrentanalyser regelbundet för att informera dess ägarstyrning. Likt övriga investeringar styr Tredje AP-fonden genom styrelsetillsättning, valberedning och kapitaltillskott. Vasakronan har både obereonde och beroende styrelseledamöter, vilket fonden ser som fördelaktigt. För investeringsbeslut som kräver kapitaltillskott behöver samtliga ägare vara överens.

Tredje AP-fonden anser att samarbetet mellan ägarna historiskt har varit välfungerande. För att facilitera samstämmigheten bland ägarna finns även två centrala verktyg: aktieägaravtal och ägarråd. Aktieägaravtalet vägleder hur situationer och beslut ska hanteras medan ägarrådet utgör ett forum för avstämning av perspektiv och gemensamma diskussioner. Generellt ser Tredje AP-fonden det som långsiktigt fördelaktigt att samtliga AP-fonder fattar beslut och agerar på frågor som de är överens om.

Hemsö

Hemsö är ett av Tredje AP-fondens större portföljinnehav som, likt Vasakronan, har ärvts till nuvarande förvaltningsorganisation. Till skillnad från Vasakronans strategiska inriktning mot kontorsfastigheter fokuserar Hemsö på samhällsfastigeter, vilket bidrar till en portföljdiversifiering. Tredje AP-fonden ser Hemsö som ett attraktivt portföljinnehav med ett bra förhållande mellan risk och avkastning. Synen på samtliga portföljinnehav kan däremot förändras i teorin, varför Tredje AP-fonden inte betraktar dess direktägda investeringar som eviga.

Hemsö ägs till 85 procent av Tredje AP-fonden och 15 procent av Sagax. Inom ramen för samägandet bidrar Sagax med kompetens inom dels fastighetssegment, dels kapitalmarknaden och finansiering av denna typ av bolag. Generellt anser Tredje AP-fonden att en samägande med en branschaktör som besitter kompetens inom segmentet, har en stark organisation och utökar tillgången till transaktionsmöjligheter.

9.2.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

Gysinge

Initialt gjorde Tredje AP-fonden skogsinvesteringar primärt via fondstrukturer. I takt med att fonden utökade sin kompetens och erfarenhet inom området började AP-fonden överväga investeringar via bolagsstrukturer. I dess strategiarbete 2018 bedömdes att en fondstruktur som fokuserar på förädling och sälj inom en viss tidshorisont inte är optimal för en långsiktig skogsägare som Tredje AP-fonden. I stället lyftes långsiktigheten och kostnadseffektiviteten från direktinvesteringar upp som fördelaktigt. Efter strategiuppdateringen 2018 har direktägande varit den primära ägarstrategin och influerat

investeringsformen för bland annat Gysinge. Tredje AP-fonden och Kåpan äger 50 procent var av Gysinge. Samägandet grundades i deras delade syn på dels långsiktighet, dels skalfördelar av en gemensam kapitalbas och förvaltning.

Ellevio

Förvärvet av Ellevio genomfördes 2015 av ett konsortium lett av OMERS. Tredje AP-fonden var med i konsortiet och gjorde en direktinvestering i innehavet. Strukturellt äger Tredje AP-fonden aktier i och har gett ett aktieägarlån till Ellevios holdingbolag som i sin tur äger det operativa bolaget. Internt betraktar Tredje AP-fonden innehavet som en infrastrukturinvestering. Däremot klassificeras innehavet som ett fastighetsbolag juridiskt, vilket möjliggjorde en direktinvestering.

Ellevio styrelse fattar ägarbeslut om verksamheten medan beslut om kapitaltillskott tillfaller ägarna. Samtliga Ellevios förvärv under Tredje AP-fondens ägarperiod har finansierats på egen balansräkning. Tredje AP-fonden har möjlighet att nominera en ledamot i styrelsetillsättningen. Ansvarig förvaltare för Ellevio sitter även som suppleant i styrelsen. Utöver deltagande på samtliga styrelsemöten har ansvarig portföljförvaltare dialoger och möten med resterande ägare samt ledningen för att säkerställa samsyn i riktningen framåt. Därtill krävs resurser för att förstå marknaden och dess regleringar. Sammantaget anses innehavet kräva ett relativt omfattande ägarstyrningsarbete. Förutom teamet för alternativa investeringar har andra avdelningar och medarbetare involverats i investeringen vid behov.

Vid 2022 sålde Första AP-fonden sin ägarandel i Elllevio till AMF. I samband med detta gavs Tredje AP–möjlighet att utöka sin investering, vilket föranledde en diskussion mellan vd, Chef för investeringsverksamheten (eng: Chief Investment Officer, förkortat CIO) samt ansvarig portföljförvaltare. Diskussionen resulterade i ett beslut om att inte öka sin exponering.

OMERS Farmoor 2

Investeringen i Thames Water, via Kemble Water Group, tillkom från Tredje AP-fondens relation till OMERS. Ägandet sattes upp i en fondliknande struktur, OMERS Farmoor 2, som Tredje AP-fonden äger aktier i. Ett direkt ägande möjliggjordes av att investeringen juridiskt klassificerades som ett fastighetsbolag. Innehavet har genomgående betraktats som en del av Tredje AP-fondens infrastrukturportfölj. Investeringsbeslutet fattades i styrelsen givet storleken på affären. Dessför innan hade investeringen varit uppe i motsvarande IC AI (benämnt AG AI vid investeringstillfället) och i DAA.

Vid investeringstillfället upprättades ett kapitalförvaltningsavtal (eng: asset management agreement) med OMERS som reglerade styrningen av innehavet. OMERS var den ledande investeraren för ett ägarkonsortium och innehade det primära ägar– och förvaltningsansvaret för den underliggande tillgången. Enligt avtal hade OMERS kontroll över ett visst antal aktier och satt därmed i styrelsen för innehavet. Tredje AP-fonden har haft ett begränsat ägarinflytande och saknar styrelserepresentation för innehavet. Bevakande av intressen har i stället innefattat beslut om kapitalallokering, rådande förvaltningsavtal, uppföljning av innehavet samt en dialog med OMERS.

I avtalet mellan OMERS och Tredje AP-fonden regleras vissa vetorättigheter för Tredje AP-fonden och det specificeras att det inte finns något åtagande att tillföra kapital om inte Tredje AP-fonden fattar

beslut om det.[42] Det bedöms även ha förelegat intressegemenskap mellan aktörerna då OMERS också hade investerat aktiekapital i innehavet. Det fanns även en vinsdelningsmekanism som bidrog till en överensstämmelse av intressen.

Till följd av den upprättade fondliknande strukturen har samtlig information om innehavet gått via OMERS. Tredje AP-fonden noterar att de har haft ett begränsat inflytande på innehavet då OMERS har ansvarat för ägarstyrningen för konsortiets räkning. Denna ansvarsfördelning var ett medvetet val av Tredje AP-fonden då Thames Water behövde förvaltas av en större aktör på marknaden med hög kompetens inom området. OMERS ansågs vara en lämplig fondförvaltare för ändamålet och möjliggjorde ett ägande till begränsade avgifter. Tredje AP-fonden bedömer även att en motsvarande direktägd ägarandel skulle ha begränsat dess insyn i bolaget, jämfört med vald struktur.

Tredje AP-fonden har gjort investeringar i infrastruktur sedan 2004 och har genomgående haft erfarna medarbetare som arbetar med detta. Fonden gör även den formella genomlysning (eng: due diligence) av innehaven internt och fattar självständigt investeringsbeslut med denna analys som grund. Däremot hade Tredje AP-fonden förtroende för OMERS kompetens och erfarenhet som investeringspartner. Vid saminvestering är det centralt för Tredje AP-fonden att investeringspartner besitter relevant och djup kompetens inom området. För att skapa motsvarande incitament, och erhålla en andra bedömning av investeringens attraktivitet, bedöms det även som fördelaktigt att ägarpartners investerar sina egna pengar.

Meridiam och dess sidoinvestering i Suez

Fondinvesteringar i infrastruktur tillåter Tredje AP-fonden att nå en bredd av sektorer och geografier. AP-fonden gör primärt fondinvesteringar i infrastruktur med förvaltare som har en lång markandserfarenhet. En fondförvaltare som Tredje AP-fonden har en långtgående relation till är Meridiam. För att bevaka sina intressen i fondutfästelserna tar Tredje AP-fonden del av fondrapportering, deltar i årsmöten, sitter i fondens investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat LPACs) och träffar fondförvaltaren under ytterligare mötestillfällen. Uppföljningsansvaret för fondutfästelserna tillfaller förvaltningsteamet för Alternativa investeringar.

Grundat i dess långtgående relation till Meridiam har sidoinvesteringsmöjligheter i infrastruktur presenterat sig. Fondens motivering för att genomföra sidoinvesteringar är att få en mer riktad exponering samt en minskad förvaltningskostnad sett till den totala portföljen. Tredje AP-fonden fattade beslut internt om att göra sidoinvesteringen (eng: co-investment) med Meridiam. Enligt fondavtalet kan fondförvaltaren, efter ett investeringsbeslut, kalla på kapital från Tredje AP-fonden upp till en viss nivå. I fondavtalet finns även bestämmelser för hur vinstdelningen ska gå till, med hänsyn till att även Meridiam har investerat i sidoinvesteringsfonden. Beslut om sidoinvesteringsfond och kapitalram fattas enligt rådande mandatstruktur. Uppföljning av sidoinvesteringar liknar den av klassiska fondinvesteringar. För sidoinvesteringen (eng: co–investment) i Suez delar AP-fonden på representationen i fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Advisory Committee, förkortat LPAC) med andra ägare. De ägare som inte innehar representationen vid en viss tidpunkt deltar som observatörer.

[42] Utöver den ursprungliga investeringen och för att täcka förvaltningsavgift och kostnader för strukturen om det inte täcks av utdelningar.

I dess hemmamarknad föredrar Tredje AP-fonden att göra direktinvesteringar i infrastruktur. Sidoinvesteringar med fondförvaltare är därmed primärt relevant för internationella investeringar. På europeiska marknaden har de gjort sidoinvesteringar för att ta vara på intressanta tillgångar och bredda sin exponera mot segment, såsom vatten och avfallshantering via investeringen i Suez, som de har haft en undervikt i. Trots att risken för ogynnsamt urval (eng: adverse selection) kan vara närvarande vid sidoinvesteringar (eng: co-investments) bedöms den som begränsad för infrastrukturinvesteringar.

9.2.4 Investeringar i onoterade aktier

Sidoinvesteringar

Före 2023 genomförde inte Tredje AP-fonden sidoinvesteringar i onoterade aktier. Detta förändrades när fonden, i samarbete med Wafra Inc, etablerade investeringsplattformen Covalent, vilken möjliggjorde kostnadseffektiva sidoinvesteringar. Tredje AP-fondens sidoinvesteringar i onoterade aktier sker primärt genom Covalentstrukturen, som förvaltas av Wafra Inc. I likhet med fondens sidoinvesteringar inom infrastruktur har plattformen ett diskretionärt investeringsmandat och ansvarar för samtliga faser i investeringsprocessen, inklusive den formella genomlysningen av potentiella investeringar. Tredje AP-fonden har dock möjlighet att vidarebefordra investeringsmöjligheter till plattformen som identifieras inom ramen för fondens eget analys– och utvärderingsarbete.

10. Fjärde AP-fonden

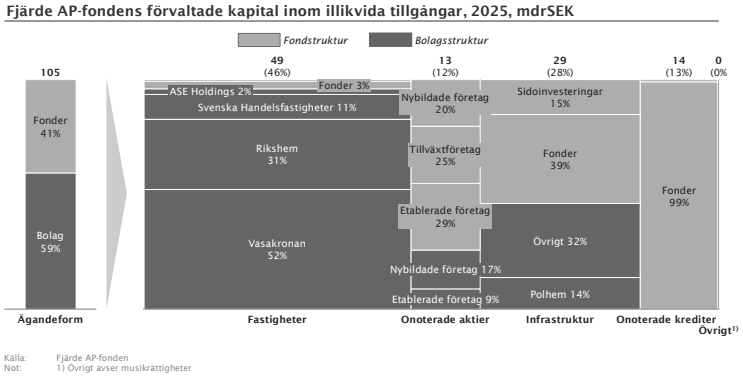
Följande kapitel ger en övergripande beskrivning av Fjärde AP-fondens investeringar i illikvida tillgångar, inklusive portföljutvecklingen 2018–2025, fondens syn på tillgångsslaget, dess förhållningssätt till samägande samt den interna organisationen (avsnitt 10.1). Därefter presenteras fondens investeringsformer inom tillgångsklasserna gemensamägda riskkapitalföretag, onoterade fastigheter, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier (avsnitt 10.2). En icke–uttömmande sammanfattning presenteras i textrutan nedan.

- **Portföljen**: Fjärde AP-fondens portfölj för illikvida tillgångar utgörs till en betydande del av bolagsstrukturer. 46 procent av portföljen utgörs av investeringar i fastigheter. Mellan 2018 och 2025 har portföljtillväxten till lika delar drivits av värdestegringar och nettoinvesteringar.
- **Nyttjande av bolags– och fondstrukturer**: AP-fonden investerar i illikvida tillgångar för att i) tillgå inflationsskydd eller avkastning som är oberoende av ekonomisk tillväxt eller ii) komplettera sin portföljexponering.
  - AP-fonden benämner bolagsstrukturer som plattformar, vilka delas in i direktägande och klubbar/partnerskap. Direktägande nyttjas i Sverige och Norden medan klubbar/partnerskap används för internationella investeringar.
  - Fondstrukturer tillämpas i högre grad där värdeskapande är beroende av en avyttring, till exempel inom onoterade aktier. Även övriga riskfyllda investeringar kan genomföras via fondstrukturer.
- **Samägande:** Fjärde AP-fonden har valt att inte vara ensam ägare för innehav. Ett samägande anses bidra med ytterligare perspektiv, kompetenser och nätverk. AP-fonden betonar även vikten samarbetspartnernas långsiktighet.
- **Organisation:** Förvaltningsteamet består av 9 anställda. Teamet omfattade Chef Alternativa Investeringar, 3 förvaltare inom onoterade aktier, 2 inom infrastruktur, 2 inom fastigheter och 1 inom onoterade krediter.
- **Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag:** Polhem Infra skapades för att ta vara på AP-fondernas långsiktighet och goda renommé. Fjärde AP-fonden betraktar det som sin förlängda arm för investeringar i infrastruktur. Formen kräver dock mer ägarresurser och kompetens än en fondinvestering. Samägande och externa styrelseledamöter anses värdefullt för investeringsformen. Likt Polhem Infra sågs 4 to 1 Investment som en kostnadseffektivt och långsiktig ägandeform. 4 to 1 Investments har hyrt in resurser enligt behov. Organisationen avsågs även växta i takt med att fler investeringar genomfördes. AP-fonden är representerade i styrelsen (beslutsfattande organ) i båda riskkapitalföretagen, samt i investeringskommittén (beredande organ) för Polhem Infra.
- **Investeringar i fastighetsföretag:** Fjärde AP-fonden är representerade i ägarråd (om sådant finns), styrelse och valberedning för dess direktägda innehav. AP-fonden anser att både kommersiella fastigheter och bostadsfastigheter är viktiga strategiska exponeringar i portföljen.
- **Investeringar i infrastruktur:** Utöver Polhem Infra genomförs infrastrukturinvesteringar genom både andra plattformar och genom fondstrukturer. För fondinvesteringar tilldelas förvaltaren ett diskretionärt mandat. För sidoinvesteringar fattar AP-fonden investeringsbeslut internt. AP4 har gjort ett antal saminvesteringar inom infrastruktur.
- **Investeringar i onoterade aktier:** Tredje AP-fonden investerar nästan uteslutande i onoterade aktier via fonder. AP-fonden har (med ett undantag) inte genomfört sidoinvesteringar i onoterade aktier.

10.1 Övergripande för tillgångsslaget

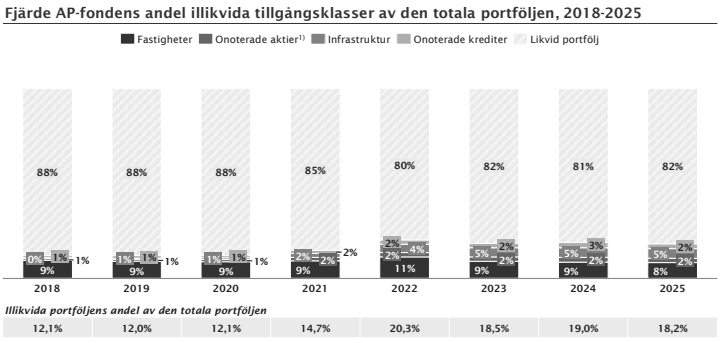
10.1.1 Fondens illikvida portfölj och dess utveckling mellan 2018 och 2025

I december 2025 uppgick Fjärde AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar till 105 miljarder kronor, motsvarande 18,2 procent av den totala portföljen. Majoriteten av kapitalet (59 procent) ägs via bolagsstrukturer. Fondens största illikvida tillgångsklass utgörs av fastigheter (46 procent av den illikvida portföljen), följt av infrastruktur (28 procent av den illikvida portföljen) och investeringar i onoterade krediter (13 procent av den illikvida portföljen). Onoterade aktier står för 12 procent av den illikvida portföljen och genomförs i huvudsak via fondstrukturer. Figur 63 sammanfattar fondens innehav per tillgångsklass och ägarstruktur.



Figur 63: Fjärde AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK

Till följd av lagförändringarna 2018 och 2019 tillämpades en ny strategi och ett högre allokeringsintervall för investeringar i infrastruktur. Detta reflekteras i andelen infrastrukturtillgångar av den totala portföljen, som har vuxit från 0,5 till 5,1 procent mellan 2018 och 2025. Även allokeringen mot onoterade krediter och onoterade aktier har ökat med drygt 1 procentenhet vardera. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit från 12,1 procent till 18,2 procent av Fjärde AP-fondens totala portfölj. Detta vilket reflekteras i Figur 64 som sammanfattar hur tillgångsklasserna har utvecklats mellan 2018 och 2025.



Figur 64: Fjärde AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018–2025

Under samma period har Fjärde AP-fonden avyttrat 33,1 miljarder kronor och investerat 65,3 miljarder kronor inom dess illikvida portfölj, motsvarande en nettoinvestering på 32,2 miljarder kronor. Cirka 69 procent av nettoinvesteringarna kan hänföras tillgångsslaget infrastruktur. Samtidigt har befintliga tillgångar ökat i värde med cirka 30,9 miljarder kronor. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit med 63,1 miljarder kronor mellan 2018 och 2025, vilket återges i Figur 65.

Figur 65: Fjärde AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018–2025, mdrSEK

10.1.2 Synen på onoterade tillgångar

2019 gjorde fonden ett omtag på strategin, grundat i vd:s förvaltnings– och investeringsfilosofi samt det utökade lagutrymmet att investera i illikvida tillgångar. Fjärde AP-fonden hade inte en ambition om att nå den lagstadgade allokeringslimiten om 40 procent illikvida tillgångar. Däremot identifierades en möjlighet att utnyttja en del av investeringsutrymmet. I samband med detta formulerades två övergripande syften med investeringar i illikvida tillgångar: att utöka andelen tillgångar med reala kassaflöden och komplettera existerande noterad exponering.

Det förstnämnda syftet ämnar bidra till ett utökat inflationsskydd och en avkastning som är oberoende av ekonomisk tillväxt. För ändamålet investerar Fjärde AP-fonden i kärntillgångar (eng: core) i infrastruktur och fastigheter. Den andra delen av syftet, komplettering av exponering, innefattar framför allt investeringar i onoterade aktier men även onoterade krediter och värdeutökande (eng: value add) infrastrukturtillgångar. Syftet med investeringarna är att ge en exponering som inte anses möjlig att tillgå via den noterade marknaden. Den diversifierande exponeringen kan till exempel avse skede, där investeringar i onoterade aktier kan ge tillgång till nybildade företag (eng: venture) och tillväxtföretag (eng: growth), samt sektorer eller olika tematiska kopplingar. Flertalet tematiska strategier återfinns i detta strategiska fokus, till exempel avseende hållbarhetsomställningen.

Fjärde AP-fonden har ett omfattande inflöde av propåer av onoterade investeringar. Däremot tas endast ett fåtal vidare i investeringsprocessen[43]. För att tillämpa ett strategiskt arbetssätt i identifiering av investeringsmöjligheter gör Fjärde AP-fonden ett proaktivt analys–och urvalsarbete internt. Formen för investering beaktas redan i det initiala urvalet av investeringar. Fjärde AP-fonden har i regel inte en möjlighet att påverka valet av investeringsform då det styrs av opportunistiska investeringsmöjligheter som presenteras. Det är därmed investeringsattraktiviteten, snarare än formen, som vägleder investeringsbeslutet. I ett fåtal fall kan AP-fonden dock välja struktur genom att identifiera en möjlighet i marknaden och forma sig runt den. Vid utvärdering av olika former för exponering mot ett investeringstema analyseras tillgängliga alternativ utifrån deras lämplighet i förhållande till fondens investeringsstrategi och mål.

Investeringsformen anses inte påverka risken för det underliggande innehavet. Däremot medför olika former olika investeringsstorlekar och möjlighet till påverkan. Direktägda företag är i regel större, både i absoluta tal och relativt AP-fondens portfölj, vilket skapar en större exponering mot eventuella risker. Däremot diversifieras dessa risker bort i den övergripande portföljen. Samtidigt har AP-fonden möjlighet att parera marknadsrisker i direktägda innehav, till exempel genom att anpassa tidpunkten för en avyttring efter rådande marknadsläge. En annan aspekt är kapitalstruktur och belåning, där direktinvesteringar tillåter Fjärde AP-fonden att säkerställa en mer modest belåning, till skillnad från fondinvesteringar där en dubbelbelåningsstruktur kan tillämpas.

Fjärde AP-fonden kategoriserar sina investeringsformer i två övergripande kategorier: plattformar och fonder. Plattformar är i denna rapport synonymt med bolagsstrukturer. Båda övergripande kategorier redogörs för nedan.

[43] Se 2024 års Tilläggsuppdraget för närmre beskrivning av AP-fondens investeringsprocess.

Bolagsstrukturer

Plattformar omfattar investeringar som görs med ett fåtal andra investerare och där ägarna har en betydande grad av inflytande och kontroll. För fastigheter och kärninvesteringar i infrastruktur (eng: core), som karaktäriseras av en lång ägarperiod och ger en löpande utdelning, anses plattformar lämpa sig väl som investeringsform. Fjärde AP-fonden delar in plattformsinvesteringar i direktägda onoterade bolag samt klubbar och partnerskap. Direktägda plattformar föredras i hemmamarknaden, bestående av Sverige och Norden, där Fjärde AP-fonden har en hög kännedom, goda marknadsrelationer och presenteras för flertalet intressanta investeringsmöjligheter. Klubbar eller andra former av partnerskap anses väl utformande för att göra motsvarande investeringar internationellt. Fjärde AP-fonden betonar vikten av valet av samarbetspartners i plattformsinvesteringar, där långsiktighet i strategi och möjlighet att stötta den underliggande tillgången anses särskilt centralt.

För direktägda onoterade har Fjärde AP-fonden typiskt sett representation i styrelsen och deltar i valberedningen, samt tar fram ett ägardirektiv tillsammans med övriga ägare. Ägardirektivet behandlar den strategiska riktningen och avkastningskrav och i vissa fall bredare frågor såsom kapitalstruktur och utdelningsförväntningar. Ägarna ser över ägardirektivet en gång om året och presenterar i regel i stämman för att styrelsen ska vara medvetna om vad ägarna önskar. Synen på bolagen och deras strategiska riktning diskuteras även internt på Fjärde AP-fonden. I styrelsen till plattformsstrukturerna sitter det i regel externa styrelseledamöter som kompletterar AP–fondsrepresentanternas kompetens. Fjärde AP-fonden har ett stort nätverk av potentiella styrelseledamöter som kan bidra med ytterligare perspektiv och kompetens till direktägda bolag. Fjärde AP-fonden arbetar även kontinuerligt med att vidga detta nätverk.

För plattformsinvesteringar tillämpas inte en strategi för årgångsinvesteringar (eng: vintage). Det avgörs snarare av plattformarnas marknadsanalyser och investeringsbeslut. Upprättande av nya plattformar och investeringar tenderar i regel att grundas i fördelaktiga marknadsmöjligheter.

Fondstrukturer

För specialiserade investeringsstrategier vars värdeskapande är beroende av en avyttring anses en fondstruktur som en lämplig investeringsform. På samma sätt kan riskfyllda strategier lämpa sig bättre för fondinvesteringar, där Fjärde AP-fondens exponering mot risken är begränsad och paketeras i en mer passiv ägarform. Fjärde AP-fonden investerar i fonder med flertalet andra investerare. Investeringen regleras av ett investeringsavtal med sidobrev. Fonden tilldelar konsekvent ett diskretionärt mandat till fondförvaltaren för samtliga faser av investeringsprocessen, inklusive investeringsbeslut. För att bevaka sina intressen i fondutfästelserna sitter Fjärde AP-fonden vanligtvis i fondernas investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat: LPACs). Genom dess representation tillhandahålls uppdateringar kvartals– och halvårsvis. De kan även agera bollplank till fondförvaltaren och, tillsammans med andra ägare representerade i fondernas investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat: LPACs), fatta vissa beslut inom till exempel avtalsändringar.

Fondstrukturer är en mer passiv ägarform än plattformsinvesteringar men innebär däremot en högre frekvens av kapitalresning och formella genomlysningsprocesser. Arbetsbelastningen inom fondinvesteringar kan därför betraktas som mer volatil över ägarperioden, jämfört med den mer jämnt fördelade arbetsinsatsen vid plattformsinvesteringar.

10.1.3 Samägande

Fjärde AP-fonden har valt att inte vara ensam ägare för direktägda innehav. I stället samäger Fjärde AP-fonden samtliga direktägda innehav med en eller flera institutionella investerare, antingen externa aktörer eller andra AP-fonder. Fondens beslut grundar sig i mervärdet som tillkommer från ett samägande, såsom ytterligare perspektiv, kompetenser och nätverk. Externa styrelseledamöter anses bredda styrelsens kollektiva kunskap ytterligare och utgör därmed en viktig komponent i direktägda investeringar.

Ett effektivt samarbete grundas i val av investeringspartner. Fjärde AP-fonden betonar särskilt vikten av att ingå samarbeten med långsiktiga investerare som har förmåga att konsekvent stötta investeringen i det underliggande innehavet. Skulle en värderealisering kräva en avyttring ska detta vara reglerat i avtalet mellan de ägande parterna. Fjärde AP-fonden anger både formella och informella ägarråd i direktägda investeringar, samt upprättande av ägardirektiv, som förutsättningar för att diskutera olika perspektiv och uppnå samstämmighet mellan ägarna.

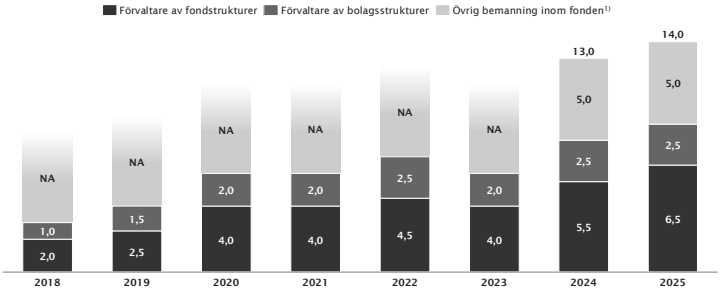
10.1.4 Organisation

Fjärde AP-fonden har ett kontinuerligt behov av hög kompetens inom fastigheter, givet dess omfattande portföljexponering mot tillgångsslaget. På samma sätt har AP-fonden långsiktiga plattformar för kärninvesteringar i infrastruktur (eng: core) och behöver därmed spetskompetens inom även detta tillgångsslag. Rekryteringen till teamet för alternativa tillgångar har dels, utgått från den befintliga portföljens behov, dels fondens investeringsstrategi framåt. Fjärde AP-fonden har även säkerställt att dess investeringsplattformar inom infrastruktur besitter expertis inom tillgångsslaget.

Fjärde AP-fonden har byggt upp sitt team för alternativa investeringar över tid för att säkerställa en djup och bred kompetens inom tillgångsslaget och dess olika investeringsformer. Under 2025 omfattade förvaltningsteamet nio anställda, varav tre arbetar med onoterade aktier, två med infrastruktur, två med fastigheter och en med onoterade krediter. Chef Alternativa Investeringar ansvarar för samtliga tillgångsklasser. Teamet anses väl dimensionerat i förhållande till AP-fondens dagliga verksamhet. Därutöver stöttar övriga avdelningar teamet för alternativa investeringar. För allokerings–, risk– och avkastningsdiskussioner involveras ALMA[44] och för frågor om specifika bolag eller sektorer samverkar teamet med kollegor inom fundamentala aktier, inte minst två personer som arbetar med tematiska investeringar. Därutöver har AP-fonden en bred stödorganisation, bland annat bestående av en administrativ funktion och juridik, vilka de arbetar nära med. Figur 66 sammanfattar hur Fjärde AP-fondens organisation inom illikvida tillgångar har utvecklats mellan 2018 och 2025.

[44] Se 2024 års tilläggsuppdrag för närmre beskrivning.

Antal heltidsanställda på Fjärde AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025



Källa: Fjärde AP-fonden
Not: 1) Övrig bemanning inom fonden är Fjärde AP-fondens estimering av antal heltidsanställda som allokeras till illikvida tillgångar. Datan är inte tillgänglig innan 2024.

Figur 66: Antal heltidsanställda på Fjärde AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018–2025

Vid särskilt resurskrävande händelser kan Fjärde AP-fonden välja att göra färre nyinvesteringar och i stället fokusera på förvaltningen. Vidare noteras att kapitalresning för fonder sker över en längre tidsram. Därmed kan Fjärde AP-fonden fokusera på förvaltning under en viss period och välja att delta i samma investeringsrunda vid ett senare tillfälle. Plattformarna har även ett begränsat behov av nyinvesteringar.

I upprättande av den operationella formella genomlysningen (eng: operational due diligence) har teamet för Alternativa investeringar initierat en process där andra avdelningar i organisationen, såsom compliance, risk, hållbarhet och finans, integreras i utvärderingsprocessen. Dessa avdelningar får i uppdrag att granska förvaltaren, ställa följdfrågor och därefter ge ett internt utlåtande om förvaltarens prestation. Vid avtalsskrivning involverar Fjärde AP-fonden ofta både interna och externa jurister. Däremot kan undantag ske för fondförvaltare som de har en långtgående relation till, för vilka det bedöms tillräckligt med endast interna eller externa resurser. I övrigt tillämpas samma investeringsprocess för både befintliga och nya investeringar. Det formella investeringsbeslutet fattas i finanskommitté där vd har beslutsmandat. Inför detta möte sker en mer kommersiell avstämning med vd och Chef ALMA.

Ett grundläggande synsätt som Fjärde AP-fonden tillämpar är att en tillgångs långsiktiga karaktäristik och avkastningsprofil inte avgörs av dess ägandeform. Mot bakgrund av detta attribueras förvaltningsansvaret för både noterade och onoterade fastigheter teamet för alternativa investeringar. En gemensam förvaltning bedöms som lämplig eftersom tillgångsklassen fastigheter, oavsett ägarform, styrs av samma underliggande fundament. Fjärde AP-fonden utnyttjar vid lämpliga tillfällen respektive ägarforms specifika fördelar. Vidare bedöms det fördelaktigt att ha ett gemensamt team inom alternativa investeringar som förvaltar samtliga onoterade/alternativa investeringar, då dessa oaktat underliggande tillgångsslag har många gemensamma faktorer. Likheter mellan tillgångsslagen omfattas till exempel av att de är avtalstunga, har omfattande och liknande ägarstyrningsfrågor och har en gemensam investeringsprocess.

10.2 Formerna för investeringar

10.2.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Polhem infra

Polhem Infra skapades för att ta vara på AP-fondernas långsiktighet och goda renommé på den svenska och till viss del nordiska infrastrukturmarknaden. Dialogerna om Polhem Infra initierades 2018 och företaget etablerades året därpå. Vid bildandet av riskkapitalföretaget kunde AP-fonderna inte direktäga andra tillgångar än fastigheter. Mot denna bakgrund genomförde Polhem Infra endast investeringar som enligt lag klassificerades som fastigheter. I samband med att placeringsreglerna uppdaterades betraktads Polhem Infra av Fjärde AP-fonden som ett riskkapitalföretag enligt APL:s definition. Därmed behöver Polhem Infra inte begränsa sina investeringar till fast egendom.

Fjärde AP-fonden diskuterar Polhem Infra och dess strategiska inriktning internt med en bestämd regelbundenhet. Ägarna ser även över ägardirektivet en gång om året i det informella ägarforumet och presenterar detta för Polhem Infras styrelse, bestående av tre AP–fondsrepresentanter och tre oberoende ledamöter. Likt övriga plattformsinvesteringar har Polhem Infra en valberedning med en representant från respektive ägare. Valberedningen har årligen möten med externa styrelseledamöter.

Riskkapitalföretaget har även en organisation och företagsledning som driver portföljutveckling, förvaltning och investeringsprocesserna. Mot denna bakgrund kan Polhem Infra betraktas som Fjärde AP-fondens förlängda arm för investeringar i infrastruktur. Däremot är företaget en fristående organisation som driver sin investeringsorganisation självständigt. Organisationen förbereder investeringsförslag, vilka diskuteras, kvalitetssäkras och bereds i företagets investeringskommitté inför styrelsebeslut. Samtliga ägare är representerade i investeringskommittén. Det noteras även att Polhem Infras strategi, inklusive storleken och ägande i innehaven i Polhem Infra kräver en kompetent egen organisation.

Ägarna för Polhem Infra anses i regel vara överens i de flesta frågor, med undantag för delvis varierande riskaptit till vissa investeringar. Eventuella oenigheter kategoriseras som antingen en styrelse– eller ägarfråga för att säkerställa att frågan ska tas upp i rätt forum. Olikheter i riskaptit eller syn på investeringar kan dels hänföras till att en eller flera AP-fonder redan har en motsvarande tillgång i dess övriga portfölj och därmed inte önskar utöka sin exponering mot tillgångsklassen. I vissa fall kan detta hanteras proaktivt. Till exempel gavs inte Polhem Infra mandat att investera i elnät vid företagets bildande, då Första och Tredje AP-fonderna redan var ägare till Ellevio. Däremot noterar Fjärde AP-fonden att samtliga utfall inte kan förutses utan kräver en pågående dialog, vilket underlättas med likasinnade ägare såsom AP-fonderna.

Generellt sett bedömer Fjärde AP-fonden att en investeringsform som Polhem Infra tar mer tid och resurser än en fondinvestering. Formen ställer även högre krav på ägarnas löpande kompetens, där Fjärde AP-fonden ska kunna vara en bra sparringpartner i styrelsen. Till följd av detta avgör Fjärde AP-fondens kompetens och geografiska närvaro vilka branscher och sektorer som ett gemensamt riskkapitalföretag är en lämplig struktur för.

Fjärde AP-fonden anser att gemensamägda riskkapitalföretag som investeringsform fungerar väl, bland annat tack vare den utökade kompetensen och nätverken som tillkommer från ett delat

ägarskap. Däremot noteras att formen medför omfattande ägarstyrningskrav. AP-fonden ser att externa styrelseledamöter bidrar med bredare kompetens i styrelserummet, exempelvis i form av operationell erfarenhet och, ledarerfarenhet, som AP-fondernas representanter inte besitter. I tillägg till detta kan externa styrelseledamöter även bidra till ägarstyrningen. Vidare har Fjärde AP-fonden två förvaltare inom infrastruktur, där primärt en av dessa lägger en betydande del av sin arbetstid på investeringen i Polhem Infra. Chef för Alternativa Investeringar är även involverad i tillgången och övriga avdelningar, såsom fundamentala aktier och den tematiska gruppen, bidrar med perspektiv i sakfrågor.

4 to 1 Investments

Fjärde AP-fonden har en tematisk investeringsstrategi mot den gröna omställningen. Inom denna strategi identifieras bolag som exempelvis bidrar till att minska koldioxidavtrycket i traditionella industrier, möjliggör elektrifiering av transporter samt verkar inom förnybar energi och den bredare energitransitionen. Fjärde AP-fonden har historiskt fått löpande propåer från fondförvaltare som investerar i den gröna omställningen. Däremot var dessa fondförvaltares täckning av den svenska marknaden begränsad. En fondutfästelse skulle även innebära höga förvaltningskostnader och en kort ägarperiod. Samtidigt hade Fjärde AP-fonden internt analyserat investeringsmöjligheter över tid. En attraktiv möjlighet som Fjärde AP-fonden hade följt sedan 2017 var Northvolt.

Under 2021 identifierades en möjlighet att investera i Northvolt genom ett gemensamt företag. Mot denna bakgrund upprättades 4 to 1 investment, vilket Fjärde AP-fonden klassificerar som ett gemensamägt riskkapitalföretag enligt APL. Jämfört med en traditionell fondinvestering ansågs denna ägarstruktur mer kostnadseffektiv och långsiktig för investeringar i svenska bolag som verkar i den gröna omställningen. Det bedömdes som lämpligt att fokusera på AP-fondernas hemmamarknad, där Fjärde AP-fonden regelbundet presenteras för investeringsmöjligheter och har ett brett industrinätverk.

Ägarstyrningen för 4 to 1 Investments motsvarade Fjärde AP-fondens ägarstyrning inom övriga plattformsinnehav. Ägarna har en löpande dialog i ett informellt ägarforum där specifika ägarfrågor för 4 to 1 Investments, inklusive strategisk inriktning, förvärv och utveckling av innehaven diskuteras. Respektive ägare beslutar om eventuella kapitaltillskott till 4 to 1 Investments. Fjärde AP-fondens kapitaltillskott till 4 to 1 bereddes och beslutades i förvaltningsorganisationen enligt ordinarie investeringsprocess för illikvida investeringar.

Medan beslut om kapitaltillskott tillfaller ägarna fattar 4 to 1 Investments beslut om investeringar i dess styrelse. Inför investeringen i Northvolt genomfördes en gedigen analys av investeringen med stöd av både interna och externa experter. Inom Fjärde AP-fonden var ett flertal personer från såväl Alternativa investeringar som Fundamentala aktier involverade i analysarbetet. Inom ramen för utvärderingsarbetet tog både 4 to 1 Investments och Fjärde AP-fonden del av och granskade beslutsunderlag från involverade rådgivare. Därtill genomfördes bland annat expertintervjuer, referenssamtal och möten med ledningen för 4 to 1 Investments. Givet att det fanns större ägare, både finansiella som industriella, med styrelserepresentation lades också vikt vid att förstå deras analyser och agenda.

Likt övriga plattformsinnehav i Fjärde AP-fondens portfölj har 4 to 1 Investments en styrelse med en representant per ägare. Styrelseordförandeposten roterar mellan de fyra styrelseledamöterna. Avsikten var att utöka styrelsen med oberoende ledamöter med bred kompetens inom relevanta

områden i takt med att portföljen utökade sin exponering. Givet att 4 to 1 Investments hitintills inte har gjort några investeringar utanför Northvolt har styrelsesammansättningen lämnats oförändrad. Styrelsen sammanträder vid ett antal tillfällen per år och tillsätter extra möten vid behov. Eventuella transaktioner och investeringar som genomförs av 4 to 1 Investments måste godkännas av styrelsen.

Organisationen inom 4 to 1 Investments har bestått av en verksamhetschef och en ekonomiansvarig. Medarbetarna har anlitats som konsulter men har varit konstanta sedan uppstarten av 4 to 1 Investments och under hela ägarperioden för Northvolt. I andra halvan av 2024 bemannades det gemensamägda riskkapitalföretaget även med en specialist inom ägarstyrning och investeringar, med tidigare erfarenhet av konkurshanteringar. 4 to 1 Investments har genomgående bemannats för att tillgå relevant kompetens på ett kostnadseffektivt sätt. Det har inte ansetts lämpligt att tillsätta heltidsanställda för ett enskilt innehav. Däremot var ambitionen vid upprättandet av det gemensamägda riskkapitalföretaget att göra fler investeringar över tid när attraktiva investeringsmöjligheter presenterades. I takt med detta skulle även utökade resurser tillföras bolaget. Däremot har ytterligare investeringar inte skett, vilket Fjärde AP-fonden delvis hänför till den turbulenta makroekonomiska miljön.

Organisationens dimensionering bör även beaktas i relation till 4 to 1 Investments begränsade ägarandel i Northvolt, motsvarande cirka 3,5 procent för riskkapitalföretaget och 0,9 procent per ägare. Mot bakgrund av detta hade 4 to 1 Investments inte styrelserepresentation i Northvolt. Det fanns även väsentligt större ägare, med omfattande industriell och finansiell kompetens, som påtog sig huvudägaransvaret och satt i bolagets styrelse.

Under 2024 hade Fjärde AP-fonden en tätare dialog mellan 4 to 1 Investments styrelseledamöter och verksamhetschef. Det fanns även en informell dialog mellan 4 to 1 Investments och Fjärde AP-fonden, där större händelser direktrapporterades till AP-fonden. Under 2024 ökade även 4 to 1 Investments och AP-fonderna sin dialog med andra större investerare i Northvolt. Den löpande förvaltningen av 4 to 1 Investments sköts av teamet inom Alternativa investeringar, specifikt av en till två seniora förvaltare. Specialister inom Fundamentala aktier samt juridik har också involverats löpande.

10.2.2 Investeringar i onoterade fastighetsföretag

Vasakronan

Fjärde AP-fondens grundläggande syn är att kommersiella fastigheter bör utgöra en tydlig del av en pensionsfonds portfölj och det finns inte någon indikation på att denna syn skulle ändras drastiskt i närtid. Fonden ser därför Vasakronan som ett lämpligt långsiktigt portföljinnehav. Den totala kontorsfastighetsexponeringen i Fjärde AP-fondens portfölj ligger även i linje med hur institutionella aktörer generellt allokerar mellan fastighetssegment, vilket ytterligare stödjer portföljens exponeringsnivå mot kontor.

Fonden bedömer att samtliga ägare i Vasakronan har en god dialog och delar en gemensam syn på bolagets långsiktiga inriktning. Ägarna för en löpande dialog i Vasakronans informella ägarforum och formulerar regelbundet ett ägarbrev som beskriver den långsiktiga strategiska inriktningen och kapitalstrukturen. Dokumentet skapar en gemensam utgångspunkt för ägarna och ger styrelsen tydliga ramar i bolagets vidare utveckling. Fjärde AP-fonden har dessutom en representant i valberedningen som ansvarar för tillsättningar av ledamöter och som träffar samtliga styrelseledamöter, med särskild betoning på de oberoende. I valberedningens utvärderingsarbete

bekräftar styrelsen att den har ett självständigt mandat och att dess möten präglas av öppna diskussioner med värdefulla inspel från alla ledamöter. Styrelsen består av fyra externa ledamöter samt vd från respektive AP–fond. Vd–representationen i styrelsen uppges vara ett gemensamt beslut mellan fonderna och speglar storleken på innehaven. Fjärde AP-fondens vd har även en nära dialog med fastighetsteamet och övriga berörda funktioner inom ramen för ägarstyrningsarbetet.

Ägarnas önskade exponering mot Vasakronan diskuteras i samband med upprättandet av ägarbreven. Eventuella kapitaltillskott beslutas av bolagsstämman, vilket innebär att ägarna ska vara överens. Fjärde AP-fonden bedömer dessutom att en eventuell minskning av ägandet i Vasakronan föredragsvis bör genomföras gemensamt av fonderna, bland annat eftersom oförändrade relativa ägarandelar anses fördelaktiga. Även om någon avyttring inte har diskuterats utgår Fjärde AP-fonden ifrån att en sådan skulle föregås av en konstruktiv dialog mellan ägarna. Vidare bedöms att en kraftig minskning av fastighetsexponeringen sannolikt endast skulle bli aktuell vid en exogen händelse som leder samtliga fonder till samma slutsats.

Rikshem

Innan investeringen i Rikshem saknade Fjärde AP-fonden exponering mot bostäder, ett segment som ansågs viktigt i en långsiktig pensionsportfölj. Förvärvet genomfördes 2010 och ett år senare sålde Fjärde AP-fonden 50 procent av sin ägarandel till AMF. Fjärde AP-fonden och AMF äger därefter 50 procent vardera av Rikshem Holding, som i sin tur äger 100 procent av aktierna i Rikshem. Under ägarperioden har företaget konsekvent återinvesterat vinster och därför inte gjort utdelningar till ägarna.

Bolagsstyrningen för Rikshem motsvarar den i Vasakronan, med tillägg av ett formellt ägarforum där ägarrepresentanter, Rikshems vd och styrelsens ordförande deltar och träffas kvartalsvis. Ägarforumet delges uppdateringar från bolaget och diskuterar specifika ägarfrågor, såsom kreditbetyg och utdelning. Det finns även ett informellt ägarforum där respektive ägares ägarrepresentanter och styrelseledamöter diskuterar bolagsspecifika frågor. Eventuella kapitaltillskott beslutas av bolagsstämman och kräver båda ägarnas godkännande. Det informella ägarforumet gör också en årlig översyn av ägardirektivet och justerar det vid behov. En valberedning, utsedd av respektive ägare, träffar årligen styrelseledamöterna. Styrelsen består av sex ledamöter, varav fyra är oberoende. Fjärde AP-fondens styrelserepresentant för dialog med förvaltningsteamet för såväl onoterade som noterade aktier och tar vid behov stöd av övriga fondresurser.

10.2.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

Fjärde AP-fonden har inte skogs– eller jordbruksinvesteringar i dess portfölj. Detta avsnitt behandlar därför endast investeringar inom infrastruktur. För ytterligare perspektiv på fondens investeringar i infrastruktur hänvisas till beskrivningen av Polhem Infra.

Meridiam

Fonden Meridiam Sustainable Infrastructure Europe (MSIE) IV investerar huvudsakligen i internationella nybyggnadsprojekt inom infrastruktur som ofta har ett statligt deltagande. Fjärde AP-fonden har en långtgående relation med Meridiam och betraktar fondförvaltaren som en specialist inom PPS–projekt och reglerade tillgångar. Infrastruktursektorn ställer i regel höga krav på

förvaltarens förmåga och kompetens, vilket Fjärde AP-fonden ansåg understryka lämpligheten av att investera i tillgångsslaget via Meridiam.

Till följd av dess långtgående relation med Meridiam gavs Fjärde AP-fonden möjligheten att investera i MSEI IV, vilket är en specialistfond som investerar i projekt som i övrigt är svåra att exponeras mot för. Projekten har i regel en hög grad av kontrakterade kassaflöden i kombination med långsiktiga investeringar och en tydlig inflationskoppling. Fondförvaltarens investeringsstrategi stämmer därmed väl överens med Fjärde AP-fondens strategiska inriktning inom infrastruktur med stabila tillgångar (eng: core). Fjärde AP-fonden sitter i MSIE IV:s styrelse (eng: Limitet Partnership Advisory Committé), där dess investeringar diskuteras och följs upp på. Enligt fondavtalet har denna styrelse rösträtt i vissa frågor. Utöver detta har Fjärde AP-fonden dialoger med dels fondförvaltaren, dels andra investerare i fonden.

Suez

Inom ramen för dess investering i MSIE IV presenterades sidoinvesteringsmöjligheten i Suez, vilket är ett globalt bolag verksamt inom vatten och avfall. Fjärde AP-fonden såg sidoinvesteringen som en möjlighet att få exponering mot redan uppbyggda tillgångar. Investeringen ansågs därför ha en begränsad risk och stämma väl överens med Fjärde AP-fondens investeringsstrategi. Vidare var investeringsformen en kostnadseffektiv möjlighet att utöka AP-fondens exponering mot attraktiva tillgångsegenskaper som fonden redan investerar i. Efter både en kommersiell och operationell formell genomlysning (eng: operational/ commercial due diligence) av sidoinvesteringsmöjligheten och av MSIE IV, fattades beslut om att genomföra sidoinvesteringen i 2021.

Styrningen för sidoinvesteringen sker på motsvarande sätt som fondinvesteringen i Meridiam, med skillnaden att motsvarande styrelse består av färre investerare. Fjärde AP-fonden bjuds även regelbundet in till möten med bland annat vd:n för Suez vid bland annat årsmöten. På samma sätt kan Fjärde AP-fonden efterfråga möten med portföljbolagens ledning. Båda portföljförvaltarna inom infrastruktur på Fjärde AP-fonden lägger betydande tid på denna investering. Därutöver involveras Chef för Alternativa Investeringar, medarbetare i teamet för Alternativa Investeringar, Fundamentala aktier och Tematiska gruppen i investeringen.

10.2.4 Investeringar i onoterade aktier

Fondinvesteringar

Fjärde AP-fondens portfölj inom onoterade aktier består nästan uteslutande av fondinvesteringar. Fonden betonar vikten av att bygga relationer till fondförvaltare och att utvärdera dessa över en längre tidsperiod. Processen för att utvärdera en fondförvaltare estimeras löpa över minst ett år. Centrala komponenter som utvärderas är fondförvaltarnas strategi och deras kultur, organisatoriska resurser och kompetenser, operativa processer, historisk prestation (eng: track record) och villkor. Kultur anses särskilt avgörande för att förutspå förvaltarnas agerande i mer utmanande situationer.

Sidoinvesteringar

Fjärde AP-fonden gör inte sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier. Det kan bland annat hänföras till att presenterade sidoinvesteringsmöjligheter hittills främst varit inom nybildade företag (eng: ventures), där den möjliga storleken på investeringen är liten och inte i proportion till

det arbete som krävs. Ett alternativ för att göra investeringsprocessen mer kostnadseffektiv är att investera i en sidoinvesteringsfond. Detta skulle ge fondförvaltaren ansvar för investeringsprocessen och ett diskretionärt investeringsmandat. Givet risken för ogynnsamt urval (eng: adverse selection) samt vikten av att behålla urvalsprocessen internt har Fjärde AP-fonden valt att inte tillämpa denna investeringsform. Under 2026 kommer Fjärde AP-fonden arbeta vidare med strategin och ett ramverk för sidoinvesteringar som spänner över alla tillgångsslag, med ett särskilt fokus på infrastruktur och onoterade aktier. AP-fonden ser att det finns fördelar med att göra sidoinvesteringar. En stor fördel är att det ofta ges möjlighet att sänka avgifterna genom sidoinvesteringar. En annan fördel är att det ger möjlighet att forma portföljen genom att öka exponeringen mot vissa segment.

11. Referenslista

BAI (Bundesverband Alternative Investments e.V.). (2020). *CO–INVESTING 101: BENEFITS AND RISKS*. HarbourVest. https://www.bvai.de/fileadmin/Themenschwerpunkte/Co-investments_und_Secondaries/Leitfaeden_Whitepapers_Studien/HVP_Co–Investing_White_Papers_–_3–Part_Series.pdf

Bain & Company. (2024). *Global private equity report 2024.* https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf

Bain & Co. (2025). *Global Private Equity Report 2025*. https://www.bain.com/globalassets/noindex/2025/bain–report_global–private–equity–report–2025.pdf

Barton, L., & Varanasi, P. (2024). *Unlocking diversification: The strategic role of real estate in multi–asset portfolios*. Oxford Economics. https://prodapp.epra.com/media/Oxford_Economics_EPRA_portfolio_optimisation_report_2024_1727092189655.pdf?

BloombergNEF. (2025, 30 januari). *Energy Transition Investment Trends 2025.* https://assets.bbhub.io/professional/sites/24/951623_BNEF–Energy–Transition–Trends–2025–Abridged.pdf

Carta. (2025, 28 juni). *How to measure investment fund performance: VC & PE metrics explained*. https://carta.com/uk/en/learn/private–funds/management/fund–performance/?ir=uk–home–ft–valuations%2F&utm

Clark, G. L., & Urwin, R. (2008). Best-practice pension fund governance*. Journal of Asset Management, 9(1), 2–21*. https://doi.org/10.1057/jam.2008.1

Connection capital. (2025, 23 maj). *Why are companies staying private for longer than ever before? (And how does it impact investors?)* https://www.connectioncapital.co.uk/understanding-alternatives/private-markets-and-alternative-investments-the-fundamentals/why-are-companies-staying-private-for-longer-than-ever-before/

EQT. (2024, 29 augusti). *What Are the Different Stages of Private Equity?* https://eqtgroup.com/thinq/Education/what–are–the–different–stages–of–private–equity

Europeiska kommissionen. (2024). *The future of European competitiveness: A competitiveness strategy for Europe. https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd–2dc3–412d–be4c–f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20_%20A%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf*

Europeiska kommissionen. (2019). *Den europeiska gröna given* (COM(2019) 640 final). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=CELEX:52019DC0640

Europaparlamentet och Europeiska unionens råd. (2011). *Direktiv 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiven 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010.* http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj

Europaparlamentet och Europeiska unionens råd. (2019). *Förordning (EU) 2019/2088 av den 27 november 2019 om hållbarhetsrelaterade upplysningar som ska lämnas inom den finansiella tjänstesektorn*. Europeiska unionens officiella tidning. http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/2020-07-12

Europaparlamentet och Europeiska unionens råd. (2020). *Förordning (EU) 2020/852 av Europaparlamentet och rådet av den 18 juni 2020 om inrättande av en ram för att underlätta hållbara investeringar (EU-taxonomiförordningen)*. Europeiska unionens officiella tidning. http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj

EY. (2025, 14 oktober*). Stockholm starkaste IPO–marknaden i Europa. Stockholm starkaste IPO–marknaden i Europa | EY – Sverige*

Franzke, E. (2001). *Four keys to corporate venturing success*. Bain & Co. https://www.bain.com/insights/four–keys–to–corporate–venturing–success/

Gage, D. (2012, 19 September). *The Venture Capital Secret: 3 Out of 4 Start–Ups Fail.* The Wall Street Journal. https://chasegrowthcapital.com/wp–content/uploads/2016/11/THE–VENTURE–CAPITAL–SECRET–3–OUT–of–4–Start–Ups–Fail.pdf

Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2021). *How venture capitalists make decisions.* Harvard Business Review. https://hbr.org/2021/03/how–venture–capitalists–make–decisions

Hochberg, Y.V., Ljungqvist, A., Lu, Yang. (2007). *Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance*. The Journal of Finance, 62(1), 251–299. https://www.cis.upenn.edu/~mkearns/teaching/NetworkedLife/VC_networks.pdf

International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF). (2008). *Santiago Principles: Generally accepted principles and practices (GAPP).* https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf

J.P. Morgan Asset Management. (2025). *Guide to Alternatives.* https://am.jpmorgan.com/se/en/asset–management/adv/insights/market–insights/guide–to–alternatives/

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect theory: An analysis of decision under risk.* Econometrica, 47(2), 263–291. https://www.jstor.org/stable/1914185

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases: Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty. *science*, *185*(4157), 1124-1131. https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124

Linnovate Partners. (2025, 25 februari). *Understanding Limited Partnership Agreements (LPAs) in Funds: A Comprehensive Guide.* https://www.linnovatepartners.com/understanding–limited–partnership–agreements–lpas–in–funds–a–comprehensive–guide/

McKinsey & Company. (2025, 20 maj). *Global Private Markets Report 2025: Braced for shifting weather.*https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20global%20private%20markets%20report/2025/global–private–markets–report–2025–braced–for–shifting–weather.pdf?shouldIndex=false

Moore, D. A., & Healy, P. J. (2008). The trouble with overconfidence. *Psychological Review, 115*(2), 502–517. https://doi.org/10.1037/0033-295X.115.2.502

Moore K. (2023, 24 juli). *Compensation conundrum: CVCs grapple with pressure to pay like a VC.* Global Corporate Venturing. https://globalventuring.com/corporate/best-practice/cvc-compensation/

Nanda, R., Samila, S., Sorenson, Olav. (2020). *The persistent effect of initial success: Evidence from venture capital*. Journal of Financial Economics, 137, 231–248. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.01.004

National Venture Capital Association (NVCA). (2025). *The definitive review of the US venture capital ecosystem (2025 Q3).* https://nvca.org/wp–content/uploads/2025/10/Q3–2025–PitchBook–NVCA–Venture–Monitor.pdf

Naxs. (u.å.). *Fond/Private equity–fond/Limited Partnership*. https://naxs.se/private–equity/ordlista/fondprivate–equity–fondlimited–partnership/

Ofwat. (2024). *PR24 final determinations: Aligning risk and return.* https://www.ofwat.gov.uk/wp–content/uploads/2024/12/PR24–final–determinations–Aligning–risk–and–return–1.pdf?

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2012). *Recommendation of the Council on Guidelines for Pension Fund Governance (OECD/LEGAL/0336). https://legalinstruments.oecd.org/public/doc/251/251.en.pdf*

Ponciano, J. (2025, 15 Juli). *Why Growth Companies Are Opting Out of the Stock Market—And What It Means for You.* Investopedia. https://www.investopedia.com/companies–opting–out–of–stock–market–11757107

Preqin. (u.å.). *Infrastructure.* https://www.preqin.com/academy/lesson–4–asset–class–101s/infrastructure

Pucci, N. (2025, January 29). *Global ESG fund flows increase in Q4.* Morningstar. https://www.morningstar.com/sustainable–investing/global–esg–fund–flows–increase–q4

Regeringen. (2020, 28 maj). *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2019.* (Skr. 2019/20:130). Finansdepartementet. https://www.regeringen.se/contentassets/543618006b5244f287d2c5dba402bcc4/redovisning-av-ap-fondernas-verksamhet-t.o.m.-2019-skr.-201920130.pdf

Regeringen. (2024, 30 maj). *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2023.* (Skr. 2023/24:130). Finansdepartementet. https://www.regeringen.se/contentassets/b38d1cf2adda425b8c5b201fe4e410d9/redovisning–av–AP-fondernas–verksamhet–t.o.m.–2023–skr.–202324130.pdf

Regeringen. (2025, 28 maj). *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2024*. (Skr. 2024/25:130). Finansdepartementet. https://www.regeringen.se/contentassets/4db3887e283c49f4bfd0901ef6b9815d/redovisning-av-ap-fondernas-verksamhet-t.o.m.-2024-skr-202425130.pdf

Riksrevisionen. (2010). *Regeringens försäljning av Vasakronan*. (RiR 2010:2) https://www.riksrevisionen.se/download/18.2008b69c18bd0f6ed3f2ed35/1518435471579/RiR_2010_2.pdf

Riksrevisionen. (2021). *AP-fondernas hållbarhetsarbete – investeringar och ägarstyrning* (RiR 2021:18). https://www.riksrevisionen.se/download/18.2008b69c18bd0f6ed3f2a1f6/1622620525204/RiR%202021_18%20Anpassad.pdf

SEB Group. (2025). *Theme Infrastructure.* https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/alldocsbyunid/551483A455FD0B44C1258C8F00288FFC/$FILE/Theme_Infrastructure_ENG.pdf

Shiller, R. J. (2019). *Narrative economics: How stories go viral & drive major economic events.* Princeton University Press.

Sløk, T. (2024, 4 mars). *Significant decline in the number of publicly listed companies.* Apollo Academy. https://www.apolloacademy.com/significant–decline–in–the–number–of–publicly–listed–companies/

Statistikmyndigheten SCB. (2025). *Antal noterade bolag efter svenska marknadsplatser. 2 ggr/år 2006M12–2025M06*. Statistikdatabasen https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START__FM__FM0201__FM0201D/NoteradeAntalBolag/table/tableViewLayout1/

Sustainalytics. (2025). *Six sustainable investing trends to watch in 2025*. Morningstar. https://connect.sustainalytics.com/hubfs/Six%20Sustainable%20Investing%20Trends%20to%20Watch%20in%202025.pdf

Sveriges regering. (2019). *Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna* (Prop. 2019/20:57). Finansdepartementet. https://www.regeringen.se/contentassets/9cf48b4e93f845149598129c8b321a93/vissa-ytterligare-andringar-av-placeringsreglerna-for-forstafjarde-ap-fonderna.pdf

Sveriges riksdag. (2000). *Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).* *https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2000192-om-allmanna-pensionsfonder_sfs-2000-192/*

Thames Water. (2024). Thames Water PR24 DD response – Risk and Return. https://www.thameswater.co.uk/media–library/home/about–us/regulation/our–five–year–plan/draft–determination–2024/thematic–chapters/TMS–DD–041–Thames–Water–Risk–and–Return.pdf?valid=true

Thomas, D., & Gupta, S. (2025, 4 juli). *Global private equity dry powder continues fall from 2023 peak.* S&P Global Market Intelligence. https://www.spglobal.com/market–intelligence/en/news–insights/articles/2025/7/global–private–equity–dry–powder–continues–fall–from–2023–peak–91374487?

Tägtström, G. (2025, 1 april). *Uppgifter: Inget miljardstöd till Harald Mix stålbolag.* EFN. https://efn.se/uppgifter–inget–miljardstod–till–harald–mix–stalbolag

World Economic Forum. (2015). *Mitigation of political & regulatory risk in infrastructure projects*. https://www3.weforum.org/docs/WEF_Risk_Mitigation_Report14.pdf

Zider, Bob. (1998, November). *How Venture Capital Works*. Harvard Business Review. https://hbr.org/1998/11/how–venture–capital–works

12. Begreppslista

Alfa: Ett mått på en investerings riskjusterade överavkastning i förhållande till relevant marknadsindex eller jämförelsetal (eng: benchmark), där ett positivt alfa indikerar bättre prestation än marknaden och ett negativt alfa visar underprestation.

ALM–modell (Asset–Liability Management modell): Avser i detta sammanhang ett strategiskt analysverktyg som används av AP-fonderna för att säkerställa att tillgångarna över tid kan täcka de framtida pensionsutbetalningarna genom att simulera och optimera samspelet mellan kapitalförvaltning, demografiska förändringar och ekonomiska faktorer såsom räntor, inflation och avkastningskrav.

Fondförvaltare (eng: general partner, förkortat GP): Delägare i ett limited partnership med obegränsat ekonomiskt ansvar. I svensk legal struktur motsvarar GP en komplementär i ett kommanditbolag.

Fondinvesterare (eng: limited partners, förkortat LP): Delägare med begränsat ansvar i ett limited partnership. LP är investerare som tillhandahåller kapital till en investeringsfond. I svensk legal struktur motsvarar LP en kommanditdelägare i ett kommanditbolag.

Co–investering: En fondinvesterare (LP) investerar i ett portföljbolag utanför den huvudsakliga fondstrukturen (eng: main fund). Co–investeringar sker typiskt sett som del av existerande relation med fondförvaltare där LP har pågående fondinvesteringar. Fondförvaltaren (GP) är fortsatt ansvarig för att driva värdeskapandet i den förvärvade tillgången och co–investeringar förvaltas därmed som regel på samma sätt som fondinvesteringar.

Diskretionärt: Avser i denna rapport att förvaltaren tilldelas ett mandat att fatta beslut baserat på egen bedömning och expertis, utan direkt involvering av investeraren.

Etablerade företag (eng: buyout): Avser i denna rapport ett delsegment inom onoterade aktier. Avser investeringar i mogna/större företag än de två andra delsegmenten (inom onoterade aktier growth och venture) som omnämns i denna rapport.

Fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Association Committé, förkortat LPAC): Ett forum som i regel består av de största investerarna (LPs) i fonden. Kommittén behandlar ofta frågor relaterade till intressekonflikter, värderingsmetodologi och andra fördefinierade bestämmelser som rör fonden.

Fondförvaltarens styrelse (eng: investor board): Ett investerarråd kopplat till en fondförvaltare (GP) där utvalda investerare bjuds in att ge strategisk input, följa fondens utveckling och föra dialog om viktiga beslut. Rådet är rådgivande och kompletterar fondförvaltarens formella styrning.

Fondutfästelse (eng: committed capital): Den kapitalsumma som en investerare (LP) ger löfte om att (över tid) betala in till en fond.

Formell genomlysning (eng: due diligence): En process som genomförs av investerare inför ett eventuellt investeringsbeslut för att analysera och utvärdera bland annat de kommersiella, operationella och de legala meriterna av en investering.

Förvaltat kapital (eng: Assets under Management, förkortat AuM): Ett mått på det totala marknadsvärdet av de finansiella tillgångar som en fond, kapitalförvaltare eller investmentbolag förvaltar för sina kunder.

Förvaltningsavtal (eng: management agreement): Ett avtal där en aktör anlitar ett externt företag för att sköta förvaltning, administration eller andra operativa uppgifter. Genom avtalet tillförs resurser och kompetens utan att organisationen själv behöver anställa personal.

Gas: En föreslagen mekanism inom det svenska inkomstpensionssystemet som, i motsats till den automatiska balanseringen (”bromsen”), skulle möjliggöra en höjning av pensionsutbetalningar när balanstalet är starkt.

Huvudinvesterare (eng: lead investor): Den investerare som tar en ledande roll i en transaktion genom att bland annat driva investeringsprocessen, genomföra fördjupade analyser och förhandla villkoren. Huvudinvesteraren förväntas ha särskild kompetens och resurser för att bevaka investeringens intressen.

Illikviditetspremie: Den extra avkastning som en investerare kräver för att ta på sig risken att inte kunna sälja tillgångar snabbt utan att ha en betydande påverkan dess pris (och sälja till en rabatt). Premien kompenserar investeraren för den ökade risken som är associerad med att låsa upp kapital över en längre period.

Kapitalanrop (eng: capital calls): Formella begäranden från en fondförvaltare (GP) till investerare (LP) om att betala in sitt åtagna kapital. Kapital anropas successivt när fonden genomför investeringar eller behöver täcka kostnader, snarare än vid ett enda initialt tillfälle.

Kapitalförvaltningsavtal (eng: assets management agreement): Ett avtal mellan en investerare (LP) och en kapitalförvaltare (GP) som reglerar hur förvaltaren ska sköta och investera tillgångarna. Avtalet reglerar förvaltarens mandat, befogenheter, ersättning och rapportering avseende förvaltningen.

Kommerciella formella genomlysningar (eng: commercial due diligence): En strukturerad analys av ett företags marknad, kunder, konkurrenssituation och affärsmodell inför en investering eller förvärv. Syftet är att bedöma den kommersiella hållbarheten, tillväxtpotentialen och riskerna i affären.

Medium Term Note–program (MTN–program): En ram inom vilken en aktör kan emittera obligationer i olika trancher/omgångar.

Mezzaninelån: Avser ett efterställt lån som ofta är helt eller nästan helt utan säkerhet. Det utgör en mellanform av finansiering och fungerar som en brygga mellan seniora lån (banklån) och aktiekapital.

Nybildade företag (eng: venture): Avser i denna rapport ett delsegment inom onoterade aktier. Nya företag med skalbar affärsidé och tillväxtambitioner, ofta med potential att ta in externt kapital.

Nätgrossistverksamhet (eng: carrier): En verksamhet som tillhandahåller grundläggande nätinfrastruktur och kapacitet till andra operatörer, snarare än till slutkunder. En carrier säljer exempelvis datatrafik, fiberkapacitet eller nätanslutningar på grossistnivå, vilket möjliggör att andra aktörer kan leverera tjänster vidare till slutkund.

Oinvesterat kapital (eng: dry powder): Det kapital som en fond eller investerare redan har åtagit sig men ännu inte placerat.

Ogynnsamt urval (eng: adverse selection): En situation där en part drabbas av nackdelar eftersom den andra parten har mer information och därmed kan utnyttja informationsasymmetrin. Avser i denna rapport att investeraren riskerar att attrahera eller välja sämre investeringar än avsett på grund av bristande transparens.

Onoterade aktier (eng: private equity): Refererar i denna rapport genomgående till investeringar i onoterade aktier via fondstrukturer. Onoterade aktier kan delas in i flera segment såsom etablerade företag (eng: buyout), tillväxtföretag (eng: growth) och nybildade företag (eng: venture).

Onoterade krediter (eng: private credit): Lån och kreditlösningar som ges direkt till företag av privata investerare eller fonder, utan att gå via offentliga marknader. Onoterade krediter används ofta som alternativ finansiering för bolag som inte emitterar obligationer eller tar banklån.

Operationella formella genomlysningar (eng: operational due dilience): En systematisk granskning av ett företags operativa kapacitet, processer och interna kontrollmiljö. Syftet är att bedöma hur väl verksamheten fungerar i praktiken och identifiera risker kopplade till drift, organisation, teknik och ledningsstruktur.

Operativt företagsledningsansvar: Med operativt företagsledningsansvar avses den löpande förvaltningen av ett företag och beslut som fattas med anledning av den.

Prestationsbaserad ersättning (eng: carry): Den del av vinsten som tillfaller fondförvaltaren utöver förvaltningsavgiften när investeringarna utvecklas väl.

Samägd struktur (eng: joint venture): En samarbetsform där två eller flera parter bildar och äger ett gemensamt bolag eller projekt.

Sidoinvestering (eng: co–investment): En fondinvesterare investerar i ett portföljbolag utanför den huvudsakliga fondstrukturen. Sidoinvesteringar sker ofta via fondförvaltare (GPs) som investeraren (LP) har pågående fondinvesteringar med. Fondförvaltaren (GP) ansvarar för att driva värdeskapandet tillgången och sidoinvesteringar förvaltas därmed i regel på samma sätt som fondinvesteringar.

Tillväxtföretag (eng: growth): Avser i denna rapport ett delsegment inom onoterade aktier som innefattar till investeringar i etablerade företag som befinner sig i en tillväxtfas.

Utdelning i annan form än kontanter (eng: distributions in kind): Utdelning som sker i form av andra tillgångar än pengar, exempelvis aktier eller värdepapper.

Årgång (eng: vintage): Avser det år en fond formellt startas och börjar investera kapital, vilket används för att jämföra fonder baserat på marknadsförhållanden och investeringscykler.

Övergångsår (eng: gate year): Ett år då en investerare har möjlighet att ompröva eller säga upp sitt åtagande i en fondstruktur innan nästa investeringsperiod påbörjas.

13. Appendix

Uppdragsbeskrivning – avrop från ramavtal avseende utvärdering av AP-fondernas förvaltning av fondmedlen

Uppdraget omfattar det i ramavtalet separata tilläggsuppdraget.

Den i ramavtalet grundläggande delen (grunduppdraget) som innebär att ta fram underlag för regeringens utvärdering av samtliga AP-fonders förvaltning av fondmedel, planeras att avropas senast i december.

Tilläggsuppdraget ska redovisas i samma rapport som grunduppdraget. En preliminär slutrapport (för godkännande) av grunduppdrag och tilläggsuppdrag ska lämnas senast den 5 mars 2026. Slutgiltig rapport ska lämnas senast den 12 mars 2026.

Tilläggsuppdraget

Tilläggsuppdraget omfattar en fördjupad analys av formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar. Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) får investeringar i illikvida tillgångar endast ske genom fonder, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag (företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta onoterade aktier). Därutöver finns möjlighet till sidoinvesteringar i onoterade företag om en fond som AP-fonden har investerat i också innehar andelar i företaget. Ett övergripande syfte med fördjupningen är att undersöka i vilken utsträckning Första–Fjärde AP-fonderna säkerställer lämplig bemanning och resurser vid indirekt ägande, saminvesteringar och sidoinvesteringar, samt uppföljning och bevakning av sina ägarintressen i investeringarna.

Fördjupningen ska särskilt analysera formerna för gemensamägda riskkapitalföretag, såsom 4 to 1 Investments genom vilket fonderna investerat i batteritillverkaren Northvolt, och fastighetsbolag, både när sådana samägs av Första–Fjärde AP-fonderna själva och när sådana samägs med externa parter, samt av sidoinvesteringar.

Analysen ska, för var och en av Första–Fjärde AP-fonderna, innefatta följande delar.

Intern organisation och kompetens

Investeringar i illikvida tillgångar kräver en gedigen analys, due diligence och löpande uppföljning. När det gäller investeringar i onoterade aktier genom fonder, och till viss del genom sidoinvesteringar, handlar det framför allt om process och metod för valet av fondförvaltare. När det gäller investeringar i onoterade fastighetsbolag eller investeringar i onoterade aktier genom riskkapitalföretag, samägda av Första–Fjärde AP-fonderna eller av några av dem, handlar det om formen för investeringen, samt styrning och genomförande av investeringsbeslutet i respektive fond.

Hur gör Första–Fjärde AP-fonderna för att bevaka sina intressen i onoterade tillgångar, och hur bemannar de sig internt för uppgiften, och särskilt hur detta görs i förhållande till investeringarna i riskkapitalföretag och onoterade fastighetsbolag samt vid sidoinvesteringar. Både inför beslut om en investering, men även efter, när en investering är genomförd, i det löpande uppföljningsarbetet, vilket ställer särskilda krav på Första–Fjärde AP-fondernas interna organisation och kompetens.

Tilläggsuppdraget innebär att det ska göras en undersökning och analys av hur Första–Fjärde AP-fonderna, under hela investeringscykeln från beslut om investering, implementering, förvaltning och beslut om avveckling, säkerställer att det finns tillräcklig egen intern kompetens och resurser, och hur de arbetar internt för att följa upp och bevaka sina intressen i investeringarna.

Formerna för investeringarna

Tilläggsuppdraget syftar till att analysera om, och i så fall på vilket sätt, formen för investeringarna och möjligtvis även storleken på investeringarna, påverkar Första–Fjärde AP-fondernas aktiva involvering i investeringen.

Tilläggsuppdraget innebär vidare att undersöka hur Första–Fjärde AP-fonderna säkerställer att de valda formerna för investeringarna följs upp och bemannas på rätt sätt och om valet av bemanning skiljer sig åt när Första–Fjärde AP-fonderna tillsammans gör saminvesteringar i onoterade riskkapitalföretag eller när de gör saminvesteringar med externa aktörer och varför. Olika risker förknippade med samägande utan eller med externa aktörer ska också belysas.

Tilläggsuppdraget ska redovisas i rapporten för grunduppdraget.

Finansdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 28 maj 2026

Närvarande: statsrådet Svantesson, ordförande, och statsråden Waltersson Grönvall, Forssmed, Tenje, Forssell, Slottner, Wykman, Kullgren, Liljestrand, Bohlin, Rosencrantz, Dousa, Larsson, Britz, Lann

Föredragande: statsrådet Wykman

Regeringen beslutar skrivelse Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2025