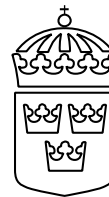


# Regeringens skrivelse

## 2023/24:130



Redovisning av AP-fondernas verksamhet  
t.o.m. 2023

Skr.  
2023/24:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 30 maj 2024

*Ulf Kristersson*

*Niklas Wykman*  
(Finansdepartementet)

## Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2023. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar för 2023 och en utvärdering av AP-fondernas verksamhet sedan 2001. Skrivelsen överlämnas årligen till riksdagen senast den 1 juni. Av skrivelsen framgår bl.a. följande.

- Efter en mycket svag utveckling under 2022 inleddes 2023 med viss optimism på de finansiella marknaderna. En fortsatt orolig värld resulterade dock i stora svängningar på världens aktiemarknader, ränte- och valutamarknaderna. Det samlade resultatet för Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna (buffertfonderna) uppgick till 144 miljarder kronor efter kostnader, vilket motsvarar en avkastning på 8,1 procent. Resultatet kan framför allt härledas till en god utveckling på aktiemarknaderna under slutet av året.
- Sedan det nuvarande pensionssystemet infördes 2001 har den genomsnittliga avkastningen varit 6,2 procent per år. Vid utgången av 2023 uppgick det samlade kapitalet i buffertfonderna till 1 950,5 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 inkomstpen-

sionssystemets räkning. Fonderna har haft den betalningsberedskap som behövs för uppgiften. Under 2023 var nettoflödet mellan Första–Fjärde AP-fonderna och inkomstpensionssystemet efter administrationskostnader ca 20,5 miljarder kronor, vilket är en knapp miljard mer än föregående år.

### Buffertfondernas redovisade avkastning och totala fondkapital

Procent och miljarder kronor

	2019	2020	2021	2022	2023	2001–2023
Avkastning, %	17,4	8,5	20,2	-8,0	8,1	6,2 <sup>1</sup>
Avkastning, mdkr	240	132	338	-160	144	1 642
Nettoflöde pensionssystemet	-27	-33	-31	-20	-21	-291
<b>Totalt fondkapital</b>	<b>1 596</b>	<b>1 696</b>	<b>2 004</b>	<b>1 826</b>	<b>1 950</b>	

Not 1: Årsgenomsnitt, geometriskt medelvärde.

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

- Förvaltningskostnaderna för buffertfonderna uppgick till 1 507 miljoner kronor under 2023. Det var 95 miljoner kronor lägre än föregående år och motsvarar en minskning på 5,9 procent.
- Sjunde AP-fonden har i uppgift att förvalta förvalsalternativet AP7 Såfa inom premiepensionssystemet. Under 2023 uppgick avkastningen för den genomsnittliga AP7-spararen till 18,4 procent (avser det samlade kapitalet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond), med majoriteten (95 procent) av spararna i AP7 Såfa. Detta kan jämföras med den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fondens genomsnittliga årsavkastning uppgår till 7,8 procent sedan 2001, medan motsvarande avkastning för de privata fonderna uppgår till 5,3 procent. Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond uppgick till 0,05 procent respektive 0,04 procent av förvaltad kapital 2023. Detta kan jämföras med den genomsnittliga förvaltningsavgiften för de omkring 450 privata fonderna i premiepensionssystemet som uppgick till 0,20 procent.
- Samtliga AP-fonder har uppfyllt det lagstadgade målet om att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt.

1	Inledning och innehållsöversikt .....	4
2	AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet .....	4
2.1	Inkomstpensionssystemet .....	6
2.2	Premiepensionssystemet.....	8
3	Buffertfondernas samlade resultat.....	11
3.1	Rollen som buffert för hantering av över- och underskott .....	11
3.2	Rollen som långsiktig finansiär .....	13
3.3	Avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder.....	16
3.4	Tillgångsallokering.....	18
3.5	Utvecklingen på finansmarknaderna .....	23
4	Buffertfondernas samlade kostnader.....	24
5	Första–Fjärde AP-fondernas samlade hållbarhetsarbete .....	30
6	Redovisning och utvärdering av AP-fonderna .....	35
6.1	Första AP-fonden .....	35
6.2	Andra AP-fonden .....	44
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 .....	90
7.1	Process för prövning av sidouppdrag för styrelseledamöter.....	90
7.2	Samarbete mellan AP-fonderna.....	91
7.3	Sammanfattning från revision .....	92
Bilaga 1	Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna.....	94
Bilaga 2	Placeringsbestämmelser för AP-fondernas verksamhet i sammandrag .....	103
Bilaga 3	Utdrag ur årsredovisning för Första AP-fonden .....	106
Bilaga 4	Utdrag ur årsredovisning för Andra AP-fonden .....	124
Bilaga 5	Utdrag ur årsredovisning för Tredje AP-fonden.....	145
Bilaga 6	Utdrag ur årsredovisning för Fjärde AP-fonden.....	163
Bilaga 7	Utdrag ur årsredovisning för Sjätte AP-fonden.....	187
Bilaga 8	Utdrag ur årsredovisning för Sjunde AP-fonden.....	205
Bilaga 9	Underlag från Arkwright Utvärdering av AP-fondernas verksamhet.....	217
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 30 maj 2024.....	522

# 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 för inkomstpensionssystemets finansiella ställning och Sjunde AP-fondens roll inom premiepensionssystemet. I avsnitt 3 redovisas buffertfondernas samlade resultat. Här beskrivs hur buffertfonderna sammantaget uppfyllt rollen som buffert för hantering av över- och underskott och rollen som långsiktig finansär. 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. Hur utvecklingen på finansmarknaderna påverkar AP-fondernas resultat beskrivs också. I avsnitt 4 redogörs för buffertfondernas samlade kostnader och i avsnitt 5 redogörs för Första–Fjärde AP-fondernas samlade hållbarhetsarbete. 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 hållbarhet, 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.

I *bilaga 1* finns regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna. Bilagan är oförändrad sedan föregående år. 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 2023. Den externa utvärderingen har genomförts av Arkwright AB och innehåller utöver en grundläggande granskning även en fördjupad analys av AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar.

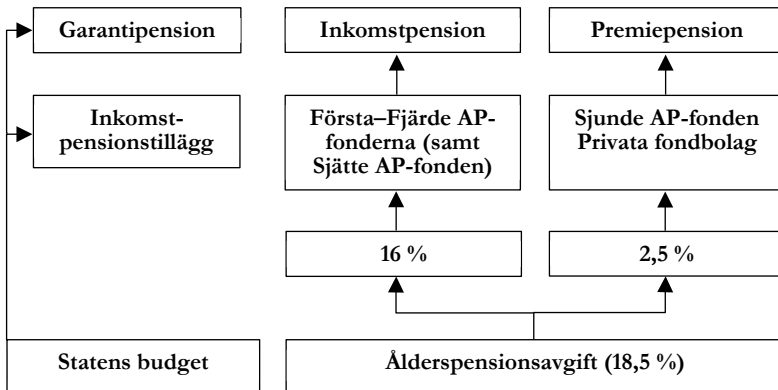
## 2 AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet

Det svenska pensionssystemet består av tre delar: den statliga allmänna ålderspensionen, tjänstepensionssystemet och privat pensionssparande.

Den allmänna ålderspensionen består i sin tur av flera 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.<sup>1</sup> Reformen innebär 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.<sup>2</sup> Utöver lön räknas ersättning från social- och arbetslöshetsförsäkringar som pensionsgrundande inkomster. Även sjuk- och aktivitetsersättning tillgodoräknas liksom år med små barn (barnår), studier och pliktjänst.<sup>3</sup> 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.

<sup>1</sup> Dessa partier bildade Pensionsgruppen, en arbetsgrupp för vårdande av pensionsöverenskommelsen (sedan 2023 står samtliga partier i riksdagen bakom överenskommelsen och ingår i Pensionsgruppen). Reformen innebär att den tidigare förmånsbestämda allmän tilläggspension (ATP) och folkpension ersattes. För dem som tjänat in pension tidigare inrättades övergångsregler (s.k. tilläggspension) och för dem som haft låg eller ingen inkomst infördes garantipension, ett grundskydd som finansieras via statsbudgeten.

<sup>2</sup> Det finns en gräns på 7,5 inkomstbasbelopp per år för hur stor del av inkomsten som tillgodoräknas som pensionsgrundande.

<sup>3</sup> Fram till 2010 tillgodoräknades pensionsgrundande belopp även vid pliktjänst. Från 2018 är det åter möjligt att få det då värnplikten har återinförts.

Pensionsrätterna för inkomstpensionen räknas årligen upp med en avkastning som beräknas med utgångspunkt i 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.<sup>4</sup>

I inkomstpensionssystemet används inbetalda pensionsavgifter för att finansiera samma års pensionsutbetalningar, detta brukar kallas för att systemet är ofonderat. 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.

## 2.1 Inkomstpensionssystemet

### **Buffertfonderna och det allmänna pensionssystemet**

Buffertkapitalet förvaltas av Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna som är buffertfonder 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 om allmänna pensionsfonder, vilken även reglerar Sjunde AP-fonden.

Enligt lagen 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

<sup>4</sup> 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.

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 är också en buffertfond men regleras i en egen lag, lagen om Sjätte AP-fonden. Till skillnad från de andra buffertfonderna är Sjätte AP-fonden sluten, vilket innebär att den inte har några betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Fondens uppdrag skiljer sig också från de andra buffertfonderna. Sjätte AP-fonden ska, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, förvalta medlen genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden har 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 nu gällande 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 tillskötts i samband med att den dåvarande Sjätte fondstyrelsen bildades 1996. Sedan den 1 juli 2022 omfattas 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 ekonomiskpolitiska mål. Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende.

### **Buffertfondernas två olika roller**

Buffertfonderna har två olika 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 balansenringen aktiveras, vilket har samband med hur demografiska och ekonomiska 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 buffert-

kapitalet) 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 2023 uppgick tillgångarna i inkomstpensionssystemet till 12 193 miljarder kronor, varav avgiftstillgången stod för 10 242 miljarder kronor och buffertfonderna för 1 950 miljarder kronor. Pensionsskulden uppgick vid samma tillfälle till 10 880 miljarder kronor (se tabell 2.1 nedan).

Balanstalet för 2025, som baseras på 2023 års tillgångar och skulder, beräknas till 1,1206. Att balanstalet överstiger 1 beror på att systemets tillgångar var större än dess skulder per den 31 december 2023. Systemets balanstal för 2024 är sedan tidigare fastställt till 1,1295. I tabell 2.1 redovisas 2023 års och tidigare års resultat för inkomstpensionssystemet.

**Tabell 2.1 Inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder**

Miljarder kronor

Beräkningsår	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Balanseringsår	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Buffertfonderna	1 950	1 826	2 004	1 696	1 596	1 383	1 412	1 321
Avgiftstillgång	10 242	9 907	9 188	8 893	8 616	8 244	7 984	7 737
<b>Summa</b>	<b>12 193</b>	<b>11 733</b>	<b>11 192</b>	<b>10 589</b>	<b>10 213</b>	<b>9 627</b>	<b>9 396</b>	<b>9 058</b>
<b>tillgångar</b>								
Pensionsskuld	10 880	10 388	9 991	9 783	9 454	9 165	9 080	8 714
Över-/underskott	1 313	1 345	1 201	806	758	463	315	344
<b>Balanstal</b>	<b>1,1206</b>	<b>1,1295</b>	<b>1,1202</b>	<b>1,0824</b>	<b>1,0802</b>	<b>1,0505</b>	<b>1,0347</b>	<b>1,0395</b>

Källa: Pensionsmyndighetens årsredovisning för 2023, s. 104.

Som nämns ovan påverkas inkomstpensionssystemets resultat (balanstalet) 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.

## 2.2 Premiepensionssystemet

Premiepensionssystemet är fonderat. 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. Vid slutet av 2023, fanns



det omkring 450 fonder att välja mellan på premiepensionens fondtorg. Under 2022 infördes ett nytt regelverk för upphandling av fonder till fondtorget. Det inrättades en ny myndighet, Fondtorgsnämnden, som framöver ska upphandla, förvalta och granska de valbara fonderna på fondtorget. Den första upphandlingen av fonder påbörjades under 2023.

Premiepension kan tas ut som antingen traditionell försäkring eller fondförsäkring. Traditionell försäkring innebär att den försäkrades fondandelar säljs av och att Pensionsmyndigheten tar över investeringsansvaret. Pensionen beräknas som ett livsvarigt garanterat nominellt belopp och om förvaltningen går bra erhålls 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 från 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 sex fondportföljer, varav AP7 Såfa är förvalsalternativet, 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 2023 omfattade premiepensionssystemet 8,3 miljoner individer, varav ca 6,4 miljoner pensionssparare och ca 1,8 miljoner pensionärer. Totalt förvaltad kapital under 2023 uppgick till 2 251,1 miljarder kronor (1 889,4 miljarder kronor 2022), varav 2 179,7 miljarder kronor (1 827,5 miljarder kronor 2022) i fondförsäkring och 71,96 miljarder kronor (61,9 miljarder kronor 2022) i traditionell försäkring. Den kraftiga ökningen av tillgångarnas värde beror i huvudsak på en positiv börsutveckling och en allmänt högre räntenivå under 2023 men även på tillförda medel avseende nya pensionsrätter. Värdeutvecklingen i fondförsäkringen för 2023 uppgick till 322,4 miljarder kronor (-256,2 miljarder kronor 2022), vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 17,6 procent (-12,4 procent 2022) mätt som tidsviktad årsavkastning<sup>5</sup>. En stor del av kapitalet i fondförsäkringen är placerat i aktier och ökningen av tillgångarna jämfört med 2022 var en följd av en positiv börsutveckling under 2023. Värdeutvecklingen i fondförsäkringen sedan start den 13 december 2000 har gett en genomsnittlig årlig avkastning på 6,1 procent (5,6 procent 2022) mätt som tidsviktad avkastning.

Sjunde AP-fonden är den enskilt största fondförvaltaren i premiepensionssystemet. AP7 Såfa fondkapital motsvarar 48,1 procent av det totala fondkapitalet i premiepensionssystemet fondförsäkringsrörelse. Vid 2023 års slut förvaltade Sjunde AP-fonden totalt 1 105,6 miljarder kronor (905,2 miljarder kronor 2022), varav 992,0 miljarder kronor i AP7 Aktiefond och 113,6 miljarder kronor i AP7 Räntefond. Under 2023 hade den genomsnittliga Såfa-spararen en avkastning på 18,4 procent, vilket kan jämföras med att de privata premiepensionsfonderna i genomsnitt gav en avkastning på 16,7 procent. Skillnaden förklaras bl.a. av att AP7 Såfa sammantaget har en högre aktiemarknadsexponering och en högre valutaexponering än de privata premiepensionsfonderna. Risker (mätt som standardavvikelse under den senaste 24-månadersperioden) har för AP7 Såfa varit 14,0 procent jämfört med 13,8 procent för de privata premiepensionsfonderna.

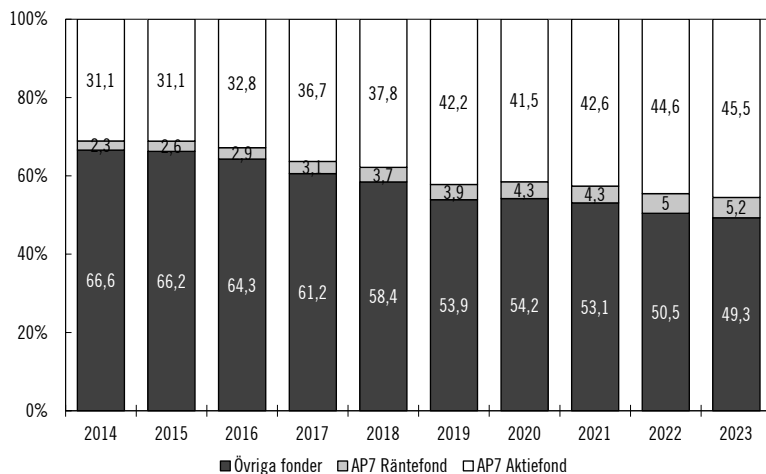
I slutet av 2023 förvaltade Sjunde AP-fonden 50,7 procent av det totala premiepensionskapitalet, se figur 2.2. Som framgår av figuren har Sjunde AP-fondens andel av det totala kapitalet ökat sedan 2014. Trenden med procentuell förskjutning av antal sparare och kapital till Sjunde AP-fonden och AP7 Såfa fortsatte under 2023. Ökningen beror dels på att flera yngre sparare inte gör egna fondval, samt dels på att kapitalet från avslutade fonder ofta går till förvalet.

<sup>5</sup> Tidsviktad årsavkastning visar årlig avkastning på en krona som satts in i början på perioden. Hänsyn har inte tagits till om kapitalets storlek förändrats under perioden.

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

Skr. 2023/24:130

Procent



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

En utförlig beskrivning av det allmänna pensionssystemet finns i Pensionsmyndighetens årsredovisning 2023.

## 3 Buffertfondernas samlade resultat

Buffertfonderna har två olika roller:

- att vara buffert för hantering av över- och underskott i inkomstpensionssystemet och
- 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 behövs för uppgiften.

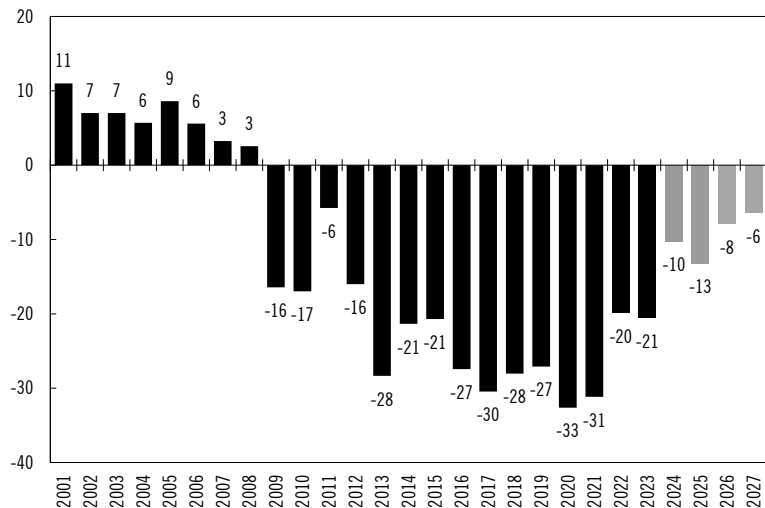
**Skälen för regeringens bedömning:** Rollen som buffert finns eftersom de löpande inbetalningarna av pensionsavgifter inte är lika stora som utbetalningarna av inkomstpension till dagens pensionärer. När inbetalningarna till systemet är större än utbetalningarna sparas

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 inga 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 2001–2023, prognos 2024–2027



Källa: Pensionsmyndigheten.

Under 2023 var nettoflödet mellan Första–Fjärde AP-fonderna och inkomstpensionssystemet efter administrationskostnader ca 20,5 miljarder kronor, vilket är en knapp miljard 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 nya pensionssystemet. Under denna period tillfördes AP-fonderna sammanlagt 50,7 miljarder kronor. År 2009 vände betalningsströmmarna och under åren 2009–2023 användes sammanlagt 342,8 miljarder kronor från AP-fonderna för att finansiera pensionsutbetalningar och administrationskostnader. För hela perioden 2001–2023 har nettoutflödet från AP-fonderna till inkomstpensionssystemet uppgått till 292,1 miljarder kronor (inklusive administrationskostnader). 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 kommer Första–Fjärde AP-fonderna att fortsätta att bidra till finansieringen av inkomstpensionerna under överskådlig framtid. Under 2024 beräknas överföringen uppgå till 10,3 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 0,5 procent av fondvärdet vid årets början. Under åren 2024–2027 beräknas överföringen sammanlagt uppgå till 38 miljarder kronor, vilket är lägre än förra årets prognos.

**Regeringens bedömning:** Buffertfonderna har bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Sedan nuvarande system inrättades 2001 har den genomsnittliga avkastningen efter kostnader uppgått till 6,2 procent per år. Detta har bidragit till att buffertkapitalets andel av tillgångarna i inkomstpensionssystemet har ökat från ca 10 procent 2001 till ca 16 procent 2023. Ökningen har bidragit till att tillgångarna överstigit skulderna under samtliga år förutom 2008, 2009 och 2012.

### Skälen för regeringens bedömning

#### *Resultatuppföljning*

Första till 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 2023. Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden den 1 januari 2001–31 december 2023.

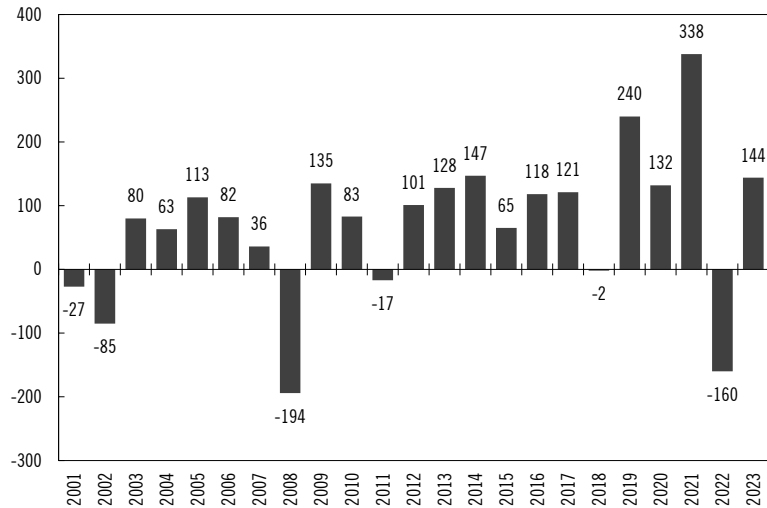
Under 2023 uppgick det samlade resultatet för buffertfonderna till 144 miljarder kronor efter kostnader. Fondernas aktieinnehav och räntebärande tillgångar har drivit den positiva utvecklingen, medan alternativa tillgångar och till viss del den svagare kronan har haft en dämpande effekt på buffertfondernas resultat under 2023. Avkastningsbidraget från aktier och räntebärande tillgångar har under året varit positivt för buffertfonderna, medan alternativa tillgångar minskat i värde. På lång sikt har framför allt en hög andel aktier bidragit till buffertfondernas positiva resultat. Vid utgången av 2023 uppgick det ackumulerade resultatet till 1 642 miljarder kronor sedan det nuvarande pensionsystemet infördes 2001.

Åren efter finanskrisen 2008 står för ca 96 procent av det ackumulerade resultatet. Under 2008 föll världens börser med ca 40 procent. Åren därefter präglades av en expansiv penningpolitik med låga räntor. Tillsammans med en god global ekonomisk tillväxt bidrog detta till en långvarig börsuppgång. En stark ökning av inflationstakten som inleddes 2021 innebar under 2022 slutet på en period med låga eller negativa räntor och kvantitativa lättnader, som understött värderingar av riskfyllda finansiella tillgångar sedan den globala finanskrisen 2008. År 2023 med en fortsatt osäker geopolitisk omvärld resulterade i stora svängningar på världens aktiemarknader, och på ränte- och valutamarknaderna. Det var visserligen en nedgång i den höga inflationstakten men det svårbedömda världsläget gjorde att centralbankerna behövde balansera sina penningpolitiska beslut mellan att försöka undvika recession och behovet av att stävja och stabilisera inflationen. Utöver det tilltog de geopolitiska spänningarna. En stark avslutning på året gjorde dock att 2023 sammantaget innebar ett år med god avkastning för både aktier och räntor (se även avsnitt 3.5).

På samma sätt som de senaste årens starka börsutveckling fram t.o.m. 2021 har bidragit till buffertfondernas positiva resultat, fick de kraftiga börsnedgångarna 2001–2002, 2008 och 2022 resultatet att falla betydligt. Ett svagare resultat redovisades även för 2011 då bl.a. statsfinansiella problem i Europa bidrog till ökad osäkerhet på finansmarknaderna. Buffertfondernas resultat i miljarder kronor redovisas i figur 3.2.

**Figur 3.2 Buffertfondernas samlade resultat efter kostnader**

Miljarder kronor



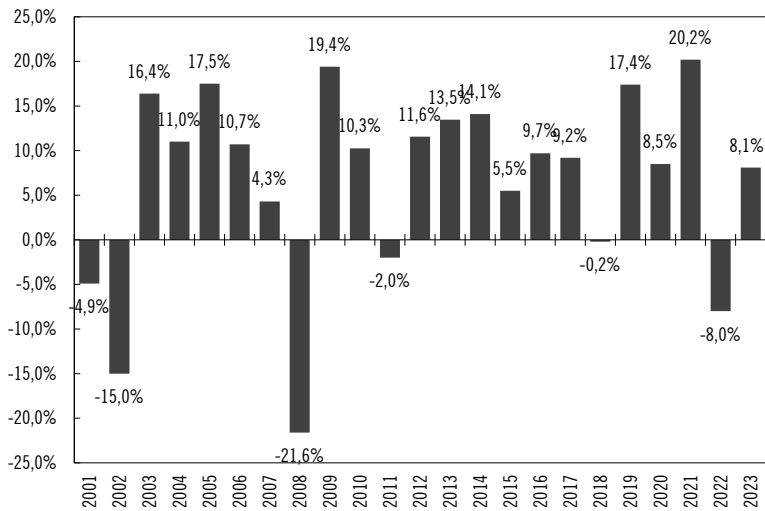
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna).

I figur 3.3 redovisas buffertfondernas samlade resultat (efter kostnader) uttryckt i procent. Avkastningen (resultatet) för 2023 uppgick till 8,1 procent, samtidigt som den genomsnittliga årliga avkastningen uppgick till 6,2 procent sedan start 2001. Det senast enskilda året med lägst avkastning var under finanskrisåret 2008 då buffertfonderna visade sitt historiskt sämsta resultat, vilket var -21,6 procent. Årets resultat är framför allt drivet av en stark aktiemarknad, där t.ex. globala aktier steg med ca 18 procent och svenska börsen med ca 16 procent samtidigt som svenska och amerikanska statsobligationer steg med ca 5 procent respektive 4 procent.

**Figur 3.3 Buffertfondernas samlade resultat efter kostnader**

Skr. 2023/24:130

Procent



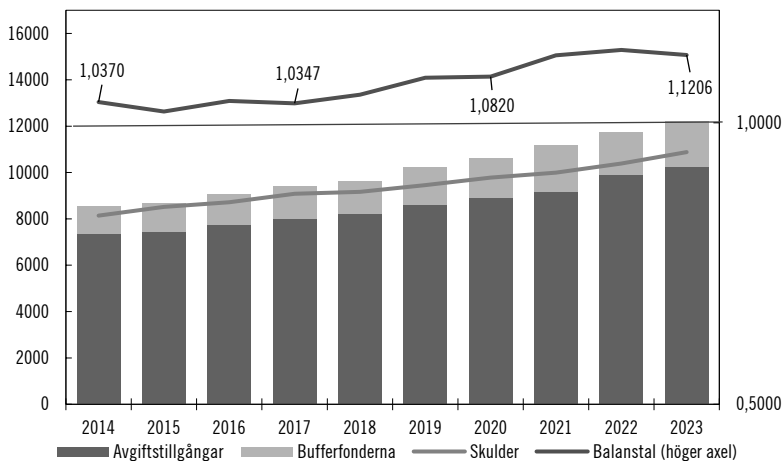
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna).

*Buffertkapitalets utveckling*

Vid 2023 års slut uppgick det förvaltade kapitalet i buffertfonderna till 1 950,5 miljarder kronor, vilket var 144,0 miljarder kronor mer än vid föregående års slut. Sedan det nuvarande pensionssystemet infördes 2001 har buffertkapitalet ökat med ca 1 383,5 miljarder kronor. Under samma period har nettoutflödet från buffertfonderna för att täcka underskottet i inkomstpensionssystemet varit ca 291 miljarder kronor.

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

Miljarder kronor



I figur 3.4 illustreras utvecklingen av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet. Avgiftstillgången utgör merparten av tillgångarna i systemet (84,0 procent vid utgången av 2023). Som framgår av figuren har buffertfondernas andel av tillgångarna i systemet ökat sedan 2014.

Vid 2023 års slut utgjorde buffertfondernas kapital 16,0 procent av tillgångarna i inkomstpensionssystemet. Detta är en ökning med ca 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.

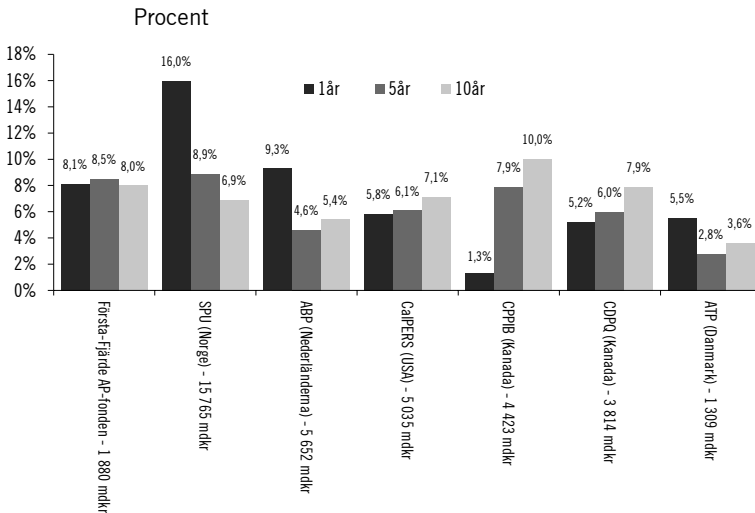
### 3.3 Avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder

**Regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fondernas avkastning är god i jämförelse med ett urval av utländska pensionsfonder. Skillnader mellan de olika fonderna medför att jämförelser bör göras med viss försiktighet.

**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 visar Arkwrights jämförelse att de svenska AP-fonderna under 2023 i genomsnitt överträffade de internationella jämförbara pensionsfonderna, med en genomsnittlig avkastning om 8,1 procent, en dryg procentenhet över det internationella snittet på 6,9 procent i sammanställningen. Samma mönster uppenbarar sig även för den fondgemensamma avkastningen hos Första–Fjärde AP-fonderna ur ett fem- och tioårigt perspektiv, där AP-fondernas genomsnittliga årliga avkastning på 8,5 procent och 8,0 procent kan jämföras med det internationella snittet på 6,4 procent och 7,3 procent.

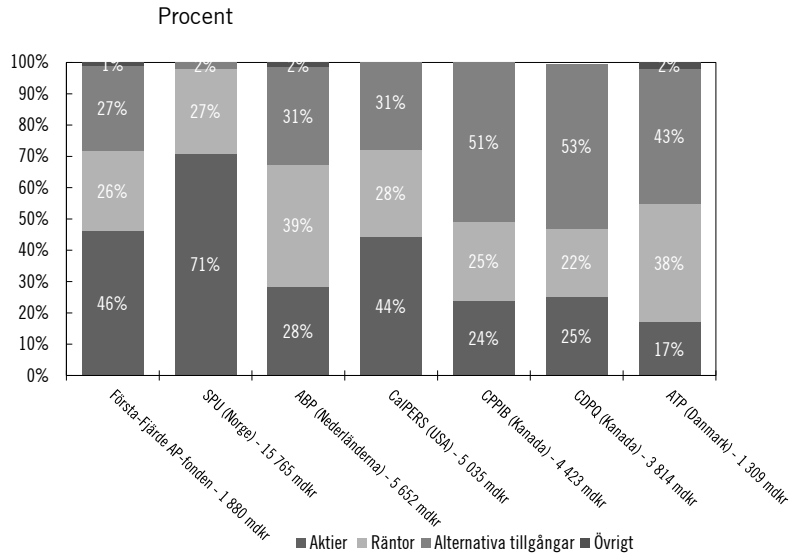


**Figur 3.5 Första-Fjärde AP-fondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder 2023**



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

I figur 3.6 nedan redovisas Första-Fjärde AP-fondernas 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. I övrigt har buffertfonderna tillsammans med Statens Pensjonsfond Utland (SPU) i Norge, även kallad "Oljefonden", sett över de senast fem åren, en ökad allokering av fondmedel till noterade aktier.

**Figur 3.6 Första-Fjärde AP-fondernas tillgångsallokering i jämförelse med utländska pensionsfonder 2023**

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

De utländska pensionsfonderna har viss spridning sinsemellan när det gäller tillgångsslagens andelar av portföljerna. Av figur 3.6 ovan framgår att buffertfondernas andelar ligger inom denna spridning. I sammanhanget bör också nämnas att buffertfondernas andel alternativa investeringar först på senare år har närmast sig de utländska pensionsfondernas andelar.

### 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.

Illikvida tillgångar utgör en allt större andel av AP-fondernas totala portföljer. För att möjliggöra uppföljning av prestationsbaserade ersättningar hänförliga till fondsstrukturer som investerar i illikvida tillgångar är det viktigt med transparens. AP-fonderna bör uppmuntras att fortsätta ställa krav på fondförvaltares rapportering av sådan ersättning. Mot bakgrund av AP-fondernas relativt stora innehav i onoterade fastighetsbolag bör AP-fonderna även uppmuntras att genom ökad transparens förtydliga strategin och styrningen kring dessa innehav.

#### Skälen för regeringens bedömning

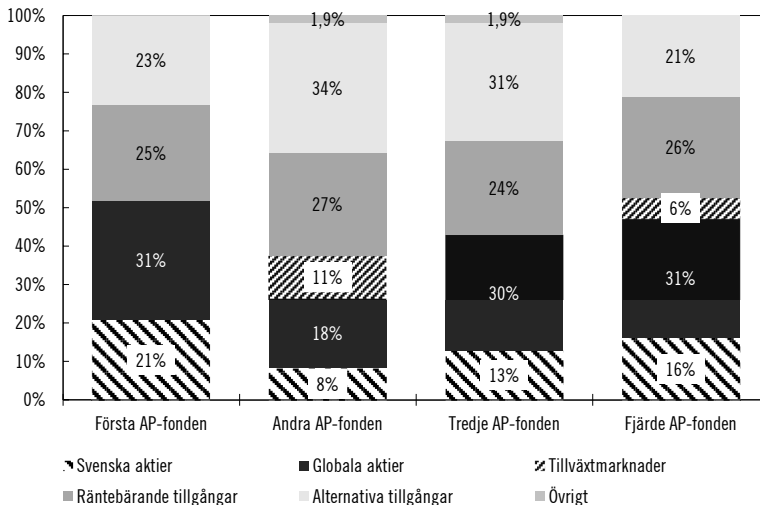
Buffertfondernas självständighet gör att varje fond har utvecklat sin egen förvaltningsmodell och att fonderna allokerar sina tillgångar olika (se figur 3.7). Tillgångsallokeringen skiljer sig inom bl.a. tillgångsslaget globala aktier, där Andra AP-fonden, jämfört med övriga fonder, har en relativt

låg exponering. Detta mönster visar sig också inom svenska aktier, där Första AP-fonden utmärker sig med störst exponering mot den svenska noterade aktiemarknaden. Inom alternativa tillgångar har Andra och Tredje AP-fonderna störst exponering, medan Första och Fjärde AP-fonderna har en något lägre nivå som uppgår till strax över 20 procent av totala portföljen. Samtliga fonder ligger på en relativt jämn nivå avseende ränteförvaltningen. Både Första och Tredje AP-fonderna avyttrade under 2022 helt sina aktieinnehav i tillväxtmarknader, och andelen aktier i tillväxtmarknader skiljer sig nu som mest 11 procentenheter mellan fonderna. Fonderna har olika definitioner av vad som ingår i alternativa investeringar, vilket innebär att allokeringen inte är helt jämförbar, men samtliga klassar dock aktier i onoterade bolag, infrastruktur och fastigheter som alternativa investeringar.

Första–Fjärde AP-fonderna har under 2023 framför allt minskat allokeringen till alternativa tillgångar (med 4,2 procentenheter), jämfört med 2022. Detta är framför allt en följd av den negativa värdeutvecklingen inom tillgångsslaget, snarare än strategiska avyttringar av tillgångar under året. Det kan dock konstateras att värdeförändringar i onoterade tillgångar, som inte marknadsvärderas löpande, sker med en viss eftersläpning jämfört med noterade tillgångar. Eventuella värdeminskningar i alternativa tillgångar reflekterades därmed inte fullt ut 2022, utan i stället i 2023 års portföljdata.

**Figur 3.7 Jämförelse av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångsallokering 2023**

Procent av fondernas faktiska portföljer, 31 december 2023



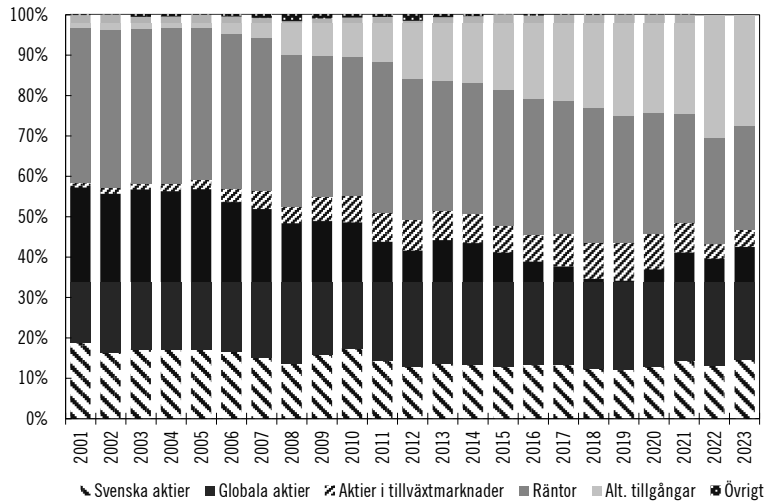
Anm.: Ändring av vissa kategorier för ökad jämförbarhet.

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

I figur 3.8 nedan 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 innebär att andelen aktier i tillväxtmarknader ökade, delvis på bekostnad av en något lägre andel globala aktier. Med bakgrund av en målsättning att minska beroendet av extern förvaltning avslutade Första och Tredje AP-fonderna sina mandat för aktier i tillväxtmarknader föregående år, vilket lett till att andelen aktier i tillväxtmarknader minskade under 2023. Andelen svenska aktier, som uppgår till 14,5 procent, är större än dess vikt på den globala aktiemarknaden, där svenska aktier uppgår till strax under 1 procent (s.k. home bias).

**Figur 3.8 Tillgångsallokering Första–Fjärde AP-fonderna**  
Procent av fondernas faktiska portfölj, årsgenomsnitt



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

### Faktaruta Alternativa investeringar

Det finns ingen gemensam definition för alternativa investeringar utan det anses ofta vara tillgångar av mer illikvid karaktär där investeringshorisonten oftast är lång och investeringsprocessen kan vara mer komplex. Exempel på alternativa investeringar är fastigheter, jordbruk, skog, infrastruktur, riskkapitalföretag (private equity) och hedgefonder.

Syftet med att investera i alternativa investeringar är att diversifiera portföljen och att skapa en högre riskjusterad avkastning eftersom tillgångarna kan ha låg korrelation med tillgångar som aktier och räntor.

I skrivelsen används begreppet alternativa tillgångar synonymt med alternativa investeringar.

### Fördjupning om 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 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. Illikvida tillgångar kan betraktas som en delmängd av alternativa tillgångar. Den största skillnaden mellan alternativa och illikvida tillgångar för AP-fondernas del är framför allt att både noterade och onoterade fastighetsbolag ingår i begreppet alternativa tillgångar medan endast onoterade fastighetsbolag ingår i det senare.

Vid utgången av 2023 motsvarade illikvida tillgångar 28 procent av det totala buffertfondkapitalet. Motsvarande siffra för Första–Fjärde AP-fonderna var ca 25 procent. Den aggregerade fördelningen av buffertkapitalets illikvida tillgångar var 42 procent onoterade fastighetsbolag, 36 procent onoterade aktier (eng: private equity), 12 procent infrastruktur, 7 procent skog och jordbruk och 3 procent onoterade krediter, där investeringar i det som inte är fastighetsbolag sker via fonder eller via riskkapitalföretag.

Under 2019–2023 ökade andelen illikvida tillgångar som en andel av Första–Fjärde AP-fondernas totala kapital från 14,2 procent till 25,9 procent motsvarande en ökning i absoluta termer om ca 320 miljarder kronor över perioden. Ökningen är framför allt hänförligt till tillgångsslaget onoterade fastighetsinnehav och onoterade aktier via fonder (eng: private equity funds). Onoterade aktier via fonder har haft den högsta relativa värdestegringen, medan de onoterade fastighetsinnehaven har bidragit mest till värdeökningen i absoluta tal.

En majoritet av de illikvida tillgångarna för Första-, Tredje- och Fjärde AP-fonderna sker genom ägande via bolagsstrukturer där ”närheten” till de underliggande innehaven generellt sett är större. Majoriteten av dessa tillgångar är baserade i Sverige. Andra AP-fonden skiljer sig något i detta hänseende med en större andel illikvida investeringar i fondstrukturer samt en väsentligt lägre exponering mot Sverige.

Vad gäller redovisning och extern rapportering av kostnader för illikvida tillgångar redogör Arkwright i den externa utvärderingens fördjupade analys att kostnader förekommer i olika lager. Kostnaderna kan delas in i olika kategorier utifrån hur synliga de är i AP-fondernas årsredovisningar:

- *Synliga*: Primärt kostnader för AP-fondernas interna organisation.
- *Delvis synliga*: Förvaltningsavgifter för fondinnehav eller fond-i-fondinnehav.
- *Ej synliga*: Förvaltningsavgifter hänförliga till direktägda innehav, och underliggande fondförvaltare (som fond-i-fonder/Separately Managed Accounts [SMA] investerar i).

Omfattningen av prestationsbaserad ersättning, som är strukturerad som en vinstdelning, redovisas inte i AP-fondernas årsredovisningar. Det skiljer sig från prestationsbaserad ersättning till förvaltare av fonder som investerar i likvida tillgångar. Sjätte AP-fondens redovisning av fondförvaltningsavgifter skiljer sig jämfört med de andra AP-fonderna där fondförvaltningsavgiften periodiseras och rapporteras i relation till den totala exponeringen mot fondinvesteringar (NAV + kvarvarande utfästelser).

Arkwright redogör vidare för att redovisningspraxis, ägandeform och ersättningsmodell ger upphov till skillnader i redovisningen av kostnader och ersättningar som är primärt hänförliga till externt förvaltad kapital. Det ger upphov till svårigheter vid jämförelser mellan likvida och illikvida marknader. Kostnader och ersättningar kan övergripande delas in i tre kategorier. Kostnader och ersättningar

1. som dras av på ett nettoresultat (och därmed inte explicit redovisas),
2. vars omfattning explicit tas upp i AP-fondernas resultaträkning, eller
3. som dras av på nettoresultatet, men redovisas i brödtext eller not i årsredovisningen.

Till den förstnämnda kategorin hör prestationsbaserad ersättning hänförligt till investeringar i onoterade tillgångar, ofta i form av s.k. vinstdelning. Till den andra kategorin hör förvaltningsavgifter för investeringar i fonder som investerar i underliggande likvida/noterade tillgångar. Till den tredje kategorin hör prestationsbaserad ersättning hänförligt till investeringar i noterade tillgångar samt förvaltningsavgifter för investeringar i onoterade innehav.

Arkwright anser att Andra–Fjärde och Sjätte AP-fonderna saknar heltäckande uppföljning av prestationsbaserad ersättning hänförlig till investeringar i fondsstrukturer som investerar i illikvida innehav. Enligt regeringen bör AP-fonderna uppmuntras att fortsätta ställa krav på transparens när det gäller fondförvaltares rapportering av sådan ersättning. AP-fonderna bör även överväga att redovisa information om omfattningen av sådan prestationsbaserad ersättning i takt med att heltäckande rapportering av vinstdelning åstadkoms.

Vidare noterar Arkwright att samtliga buffertfonderna har i stort sett samma övergripande process för värdering av illikvida tillgångar. Hur värderingarna ska genomföras specificeras typiskt sett i investeringsavtal. Eftersläpande rapportering av värderingar avser främst illikvida tillgångar i fondstrukturer vilka i huvudsak rapporteras med ca 45 dagars fördröjning och därmed kommer in i AP-fondernas sammanställda resultat med en fördröjning om 90 dagar. Då värderingsfrekvensen för infrastruktur, andra reala tillgångar och investeringar i onoterade krediter via fonder typiskt sett sker årligen (mindre frekvent) kan även dessa värderingar innebära ett betydande inslag av eftersläpning. Dock fluktuerar värderingarna och antagandena bakom dessa generellt sett i mindre utsträckning vilket föranleder ett mindre behov av frekvent värdering. Sammantaget är Arkwrights bedömning att det inte finns anledning att väsentligt förändra processen för marknadsvärdering av illikvida tillgångar, exempelvis genom utmaning av externa värderingar eller genom att internalisera processen för värdering av dessa. Kostnaderna förknippade med ett sådant förfarande skulle sannolikt överstiga fördelarna. AP-fonderna bedöms generellt inte ha en bättre uppfattning om värdet på de underliggande tillgångarna än tredje part eller förvaltare.

Mot bakgrund av AP-fondernas relativt stora innehav i onoterade fastighetsbolag bör fonderna uppmuntras att genom ökad transparens förtydliga strategin och styrningen kring dessa innehav.

**Sammanfattning:** AP-fondernas resultat och värdeutveckling är starkt beroende av utvecklingen på finansmarknaderna. Breda börsuppgångar efter finanskrisen 2008 och fallande räntor sedan början av 2000-talet har bidragit till AP-fondernas långsiktiga resultat. År 2023 präglades av stora svängningar på de underliggande finansmarknaderna. En stark avslutning på året gjorde dock att 2023 sammantaget innebar ett år med god utveckling på många finansiella tillgångar vilket har påverkat AP-fondernas resultat positivt.

Resultatet och värdeutvecklingen i AP-fonderna är starkt beroende av utvecklingen på finansmarknaderna. Efter en mycket svag utveckling under 2022 var utvecklingen under 2023 sammantaget bra på de marknader där AP-fonderna är aktiva, vilket förklarar årets positiva avkastning. Fortsatt geopolitisk osäkerhet resulterade dock i stora svängningar på världens aktiemarknader, och på ränte- och valutamarknaderna, men trots stor volatilitet summerades det till plus för helåret.

Omkring 37–53 procent av kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna utgörs av aktier, vilket innebär att utvecklingen på världens aktiemarknader har stor betydelse för fondernas resultat. Historiskt sett har den höga andelen aktier bidragit positivt till buffertfondernas höga avkastning sedan starten 2001. Under 2023 bidrog återigen framför allt en stark aktiemarknad till buffertfondernas positiva avkastning. Den amerikanska börsen, som väger tungt i globala aktieindex, drevs huvudsakligen av uppgången inom tekniksektorn som bl.a. gynnades av det stora intresset för artificiell intelligens (AI). En grupp av företag som under 2023 ökade materiellt i värde var de s.k. Magnificent Seven, vilket är en vedertagen benämning för de sju största amerikanska teknikföretagen. Avkastningen på globala aktier och aktier i tillväxtmarknaden var under 2023 ca 18 respektive 5,6 procent, uträknat i US-dollar. För svenska aktier var avkastningen under 2023 ca 16 procent, i svenska kronor. Under perioden 2001–2023 var den genomsnittliga årliga avkastningen mätt i svenska kronor för svenska aktier 8,6 procent, globala aktier 7,0 procent och aktier i tillväxtmarknader 8,2 procent (se figur 3.9).

Till följd av den höga svenska inflationen fortsatte Riksbanken att höja den svenska styrräntan, från 2,5 procent i början av 2023 till 4 procent i slutet av 2023. De mer direkta effekterna påverkar den fjärdedel av kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna som utgörs av räntebärande tillgångar. När marknadsräntan stiger faller värdet av obligationsinnehaven samtidigt som framtida avkastning från nya räntebärande tillgångar stiger. Den svenska ekonomin är räntekänslig och fastighetsbranschen och byggindustrin är två sektorer som drabbats av det högre ränteläget. Det högre ränteläget öppnar samtidigt upp för mer attraktiva möjligheter för investeringar i räntebärande värdepapper.

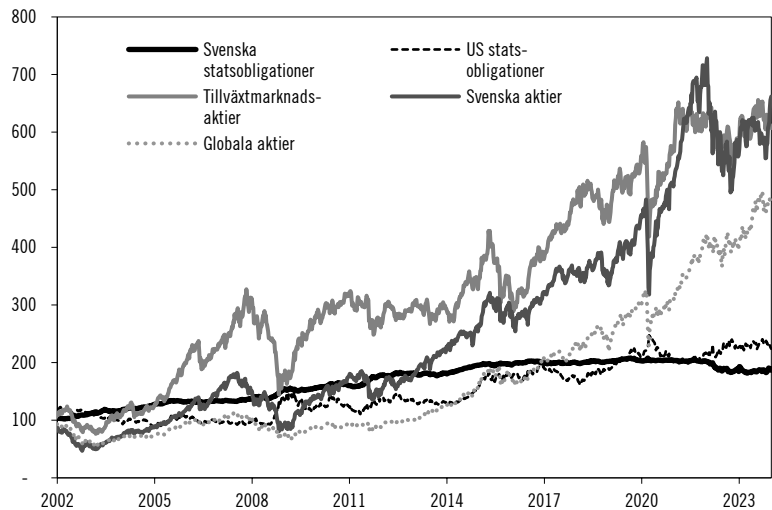
Cirka en tredjedel av kapitalet i buffertfonderna utgörs av alternativa investeringar (fastigheter, infrastruktur och riskkapitalföretag m.m.). Alternativa investeringars andel av fondkapitalet har ökat på senare år, dels på grund av tillgångsslagets stigande värde, dels då vissa av fonderna har fokuserat på att öka innehavet av strategiska skäl. Alternativa

investeringar har genererat en god avkastning de senaste åren och har dessutom ofta en dämpande effekt när aktiemarknaden utvecklas negativt eftersom dessa tillgångar marknadsvärderas mer sällan än likvida tillgångar. Efter en mycket lång period av konstant hög positiv avkastning för alternativa investeringar blev 2023 däremot ett år där en ny omvärld med hög inflation, stigande räntor och lägre tillgång till kapital hade en markant påverkan på tillgångsslaget och värdeutvecklingen som resulterade i nedskrivningar. Detta var ogynnsamt för fonderna under 2023 då tillgångsslaget bidrog med negativ avkastning.

Trots ett andra utmanande år i följd uppvisade dock Sjätte AP-fonden, vars uppdrag är avgränsat till att investera i noterade tillgångar, en positiv avkastning även 2023. I figur 3.8 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas allokering och i figur 3.9 utvecklingen på de underliggande marknaderna.

**Figur 3.9 Utvecklingen på de underliggande marknaderna**

Index 100=2001



Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Datastream). Uträknat i SEK.

## 4 Buffertfondernas samlade kostnader

**Regeringens bedömning:** Buffertfondernas kostnader i absoluta tal har fortsatt att minska under 2023. För AP-fonderna, liksom övrig verksamhet i offentlig regi, är det viktigt att ständigt arbeta för en hög kostnadseffektivitet. Detta bidrar både till nettoavkastningen och till allmänhetens förtroende för det allmänna pensionssystemet. Nettoavkastningen bidrar till buffertfondernas långsiktiga finansiering av inkomstpensionssystemet, vilket kostnadsbesparingar ska vägas emot. Viktiga faktorer för kostnadsutvecklingen i absoluta tal är fondkapitalets utveckling och placeringarnas inriktning.



*Sammanfattning*

Buffertfondernas kostnader uppgick till 1 507 miljoner kronor under 2023. Jämfört med föregående år var detta en minskning med 95 miljoner kronor eller 5,9 procent. Det är framför allt de externa förvaltningskostnaderna som har minskat. För de interna förvaltningskostnaderna fortsätter dock ökningstrenden, i år från 1 115 till 1 195 miljoner kronor.

Den absoluta kostnadsutvecklingen styrs 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 rörelse gentemot andra valutor påverkar fondernas kostnader för köp av tjänster som prissätts i t.ex. US-dollar och euro.

Under perioden 2012–2015 ökade kostnaderna med i genomsnitt 10 procent per år, men 2016 bröts trenden och kostnaderna minskade med 103 miljoner kronor eller 5,6 procent under året. Under perioden 2016–2023 har kostnaderna minskat med 13,2 procent medan det sammanlagda buffertkapitalet har ökat med ca 48 procent totalt.

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. Att det totala fondkapitalet är fördelat på fem fonder bidrar även till lägre kostnadseffektivitet.

*Kostnadssammanställning*

Buffertfondernas kostnader finansieras av de medel som fonderna förvaltar.<sup>6</sup> Kostnaderna delas in i interna och externa kostnader, vilka redovisas 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

	2019	2020	2021	2022	2023
Interna förvaltningskostnader	1 017	1 018	1 055	1 115	1 195
Externa förvaltningskostnader <sup>1</sup>	739	617	569	487	312
<b>Summa</b>	<b>1 756</b>	<b>1 635</b>	<b>1 624</b>	<b>1 602</b>	<b>1 507</b>

<sup>6</sup> 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).

	2019	2020	2021	2022	2023
Förändring jmf föregående år, mnkr	42	-121	-11	-22	-95
Förändring jmf föregående år, procent	2,5	-6,9	-0,7	-1,4	-5,9
Buffertkapital i genomsnitt, mdkr <sup>2</sup>	1 490	1 646	1 842	1 910	1 888

Not 1: Exklusive prestationsbaserade arvoden.

Not 2: Genomsnittligt fondkapital under året (ingående fondkapital + utgående fondkapital)/2.

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

Under 2023 uppgick buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader till sammanlagt 1 507 miljoner kronor. I förhållande till föregående år är detta en minskning med 95 miljoner kronor eller 5,9 procent. Av kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna förvaltades ca 83 procent internt vid 2023 års slut, jämfört med ca 70 procent vid 2014 års slut. I en internationell jämförelse är andelen internt förvaltad 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

	2019	2020	2021	2022	2023
Personalkostnader	628	644	668	678	724
Informations- och datatjänster	232	236	236	265	308
Köpta tjänster	64	54	67	64	73
Lokalkostnader	50	50	54	63	57
Övrigt	42	33	30	38	33
<b>Summa interna förvaltningskostnader</b>	<b>1 017</b>	<b>1 018</b>	<b>1 055</b>	<b>1 115</b>	<b>1 195</b>

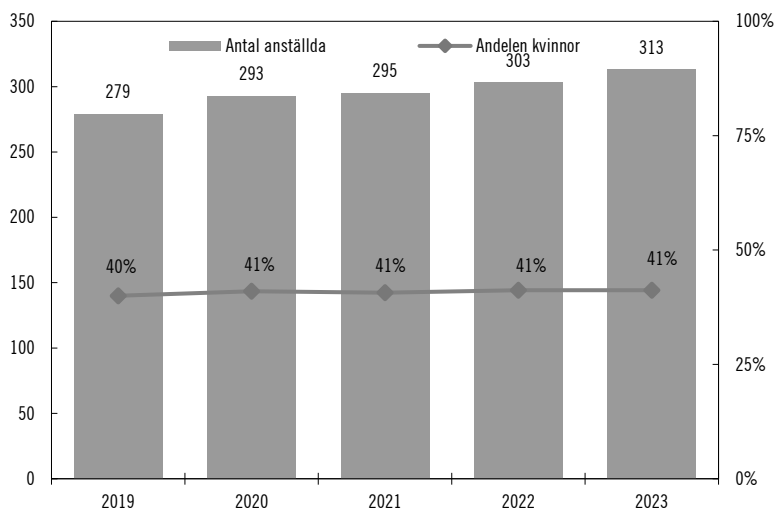
Källa: Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas årsredovisningar.

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.

**Figur 4.1** Antal anställda i buffertfonderna och andelen kvinnor

Skr. 2023/24:130

Antal (vänster axel), andel (höger axel)



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

Vid 2023 års slut var 313 personer anställda i buffertfonderna, vilket är en ökning med 10 personer jämfört med föregående årsskifte (figur 4.1). Andelen kvinnor är oförändrad på 41 procent.

Tredje och Fjärde AP-fonderna har t.o.m. 2023 använt rörliga ersättningsprogram för medarbetare. Under 2023 betalades 6,1 miljoner kronor ut i rörlig ersättning, vilket är högre än 2022 men betydligt lägre jämfört med 2019–2021 års rörliga ersättningar (se tabell 4.3). Andra AP-fonden beslutade att upphöra med rörliga ersättningar från och med 2022. Tredje och Fjärde AP-fondernas styrelse har beslutat att inte tillämpa rörliga ersättningar från och med den 1 januari 2024.

**Tabell 4.3** Rörliga ersättningar för medarbetare i buffertfonderna

Miljoner kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Första AP-fonden	0	0	0	0	0
Andra AP-fonden	6,0	5,3	6,0	0	0
Tredje AP-fonden	3,4	5,0	4,0	0	3,1
Fjärde AP-fonden	6,4	6,0	7,7	0,2	3,0
Sjätte AP-fonden	0	0	0	0	0
<b>Summa</b>	<b>15,8</b>	<b>16,3</b>	<b>17,7</b>	<b>0,2</b>	<b>6,1</b>

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 bok-

slutsrevisionen 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 varje år under perioden 2019–2023 trots att buffertkapitalet har ökat. De lägre kostnaderna beror på aktivt strategiskt arbete med att öka andelen internt förvaltad kapital och omstrukturering av mandat. Minskningen under 2023 är den högsta under perioden både i absoluta tal (175 miljoner kronor) som i relativa termer (-35,9 procent).

**Tabell 4.4 Buffertfondernas externa förvaltningskostnader**

	2019	2020	2021	2022	2023
Externa förvaltningskostnader mnkr <sup>1</sup>	739	617	569	487	312
Förändring jfr föregående år, procent	-3,8	-16,5	-7,8	-14,4	-35,9
Buffertkapital i genomsnitt, mdkr <sup>2</sup>	1 490	1 646	1 842	1 910	1 888

Not 1: Exklusive prestationsbaserade arvoden.

Not 2: Ingående fondkapital + utgående fondkapital)/2.

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

#### *Prestationsbaserade arvoden för extern förvaltning*

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 erlagda 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 förvaltad kapital.

**Tabell 4.5 Prestationsbaserade arvoden för extern förvaltning**

Skr. 2023/24:130

Miljoner kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Första AP-fonden	48	103	66	40 <sup>1</sup>	0
Andra AP-fonden	148	293	120	-11 <sup>2</sup>	31
Tredje AP-fonden	197	133	99	199	69
Fjärde AP-fonden	13	96	166	29	34
Sjätte AP-fonden	0	0	0	0	0
<b>Summa</b>	<b>406</b>	<b>625</b>	<b>451</b>	<b>257</b>	<b>134</b>

Not 1: Utöver detta har återbetalning under året uppgått till 131 mkr

Not 2: Under 2022 var de prestationsbaserade avgifterna en intäkt då det gjordes för höga reserveringar i samband med bokslutet 2021.

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

För onoterade tillgångsslag är en annan avtalskonstruktion vanligare, vilken oftast innebär att erlagda 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.<sup>7</sup> Detta innebär att erlagda arvoden 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 erlagda som återbetalda belopp för onoterade avtalsupplägg i sina årsredovisningar. Ändringen och förtydligandet i skrivelsen innebär att erlagda arvoden 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. Under 2023 var de erlagda arvoden 1 193 miljoner kronor högre än de återbetalda.

**Tabell 4.6 Netto erlagda och återbetalda arvoden för onoterade innehav**

(positivt belopp då erlagda arvoden överstiger återbetalda)

Miljoner kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Första AP-fonden	-107	0	0	7	78
Andra AP-fonden	82	9	-160	225	323
Tredje AP-fonden	226	409	260	306	471
Fjärde AP-fonden	68	94	144	223	321
<b>Summa</b>	<b>269</b>	<b>512</b>	<b>451</b>	<b>761</b>	<b>1 193</b>

Anm.: Sjätte AP-fonden har som princip att periodisera sina förvaltningskostnader och dessa ingår därmed inte i tabellen.

<sup>7</sup> En prestationsbaserad ersättning (eng: performance fee/carried interest) som vanligen struktureras som en vinstdelning under förutsättning att ett visst tröskelvärde/minsta avkastningskrav har uppnåtts.

Vinstdelningen sker efter en viss vinstnivå, men denna nivå uppnås först efter det att AP-fonden har återfått investerat belopp och erlagda avgifter och därutöver även erhållit en ersättning motsvarande en viss procentuell årlig avkastning på hela det investerade beloppet. Vinstdelningen redovisas inte specifikt utan den har reducerat erhållet försäljningsbelopp och därmed reducerat nettoresultatet. Jämfört med 2022 har netto erlagda och återbetalda arvoden ökat från 761 till 1 193 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.

## 5 Första–Fjärde AP-fondernas samlade hållbarhetsarbete

**Regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fondernas arbete med att implementera nya eller uppdaterade policyer och strategier inom hållbarhetsområdet har fortsatt under 2023. Regeringen ser positivt på att flera av fonderna har fastställt hållbarhetsmål inom områden där det tidigare inte funnits definierade målsättningar.

Under 2023 har Första–Fjärde AP-fondernas totala koldioxidutsläpp fortsatt att minska. Den portföljviktade koldioxidintensiteten har också minskat i fonderna. Regeringen ser positivt på att Första–Fjärde AP-fondernas samlade koldioxidavtryck fortsätter att minska.

Regeringen ser även positivt på den samverkan som sker i hållbarhetsfrågor och välkomnar utvecklingen av Etikrådets verksamhet.

Även om Första–Fjärde AP-fonderna bedriver sitt hållbarhetsarbete oberoende av varandra finns ett antal gemensamma teman som präglar arbetet. Regeringen ser positivt på att samtliga fonder integrerar hållbarhetsarbetet i kapitalförvaltningen och att integrationen ökar. Vidare välkomnar regeringen utvecklingen mot ett mer aktivt ägar-engagemang hos fonderna. Regeringen ser också positivt på ökad transparens och mer omfattande rapportering inom hållbarhetsområdet och uppmuntrar fonderna att fortsätta arbetet med att vidareutveckla resultatrapporteringen.

**Skälen för regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fondernas hållbarhetsarbete innefattar en rad aspekter så som miljö och klimat, mänskliga rättigheter, bolagsstyrning samt mångfald, jämlikhet och

inkludering. Samtliga fonder integrerar hållbarhetsperspektivet i kapitalförvaltningen. Detta uttrycks bl.a. genom ett i regel nära samarbete mellan fondernas hållbarhetsfunktioner och kapitalförvaltare. Därtill samarbetar fonderna med andra kapitalförvaltare i Sverige och utomlands för att utveckla strategier för mer hållbara investeringar.

Första–Fjärde AP-fonderna har identifierat olika fokusområden för arbetet med hållbarhetsfrågor. De senaste åren har fonderna arbetat med att implementera nya eller uppdaterade policyer och strategier inom området. Detta arbete har fortsatt under 2023. Fokusområdena har inte förändrats men flera av fonderna har fastställt mål inom områden där det tidigare inte funnits definierade målsättningar, vilket regeringen ser positivt på.

I tabell 5.1 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas fokusområden för hållbarhetsarbetet samt antal mål och förändringar under 2023.

**Tabell 5.1 Första–Fjärde AP-fondernas fokusområden, antal mål och förändringar inom hållbarhetsområdet 2023**

AP-fond	Fokusområden	Antal mål 2023 (2022)	Förändringar
Första AP-fonden	Klimat	1 (7)	Oförändrat fokusområde. Tidigare målsättningar har ändrats till nyckeltal som följs upp årligen. Kvarvarande mål oförändrat.
Andra AP-fonden	Klimat, biologisk mångfald, mänskliga rättigheter, mångfald, jämlikhet och inkludering samt ägarstyrning	9 (8)	Oförändrade fokusområden. Färdigställt arbete med målsättningar inom samtliga områden. Ett nytt mål inom området mänskliga rättigheter.
Tredje AP-fonden	Bolagsstyrning, klimat, mänskliga rättigheter och biologisk mångfald	10 (6)	Oförändrade fokusområden. Färdigställt arbete med att definiera mål inom samtliga områden. Nya mål inom områdena mänskliga rättigheter och biologisk mångfald.
Fjärde AP-fonden	Klimat och miljö samt ägarstyrning	11 (11)	Oförändrade fokusområden. I allt väsentligt oförändrade mål.

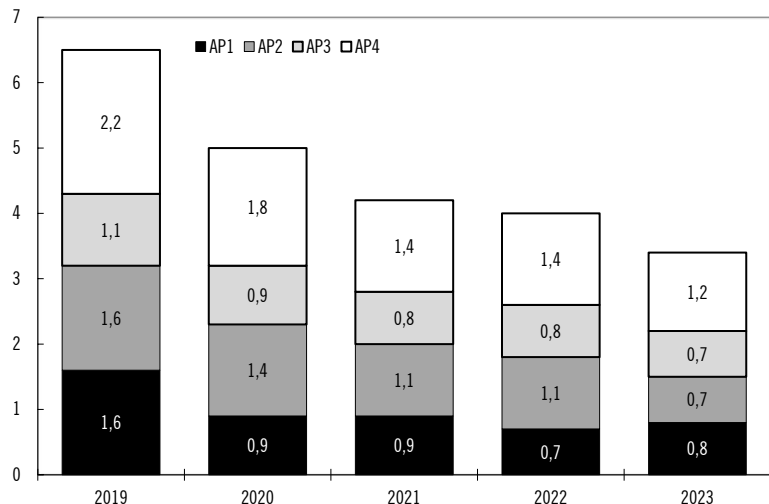
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första–Fjärde AP-fonderna).

Inom klimatområdet rapporterar samtliga AP-fonder koldioxidavtryck enligt gemensamt framtagna riktlinjer. Koldioxidutsläpp mäts vanligtvis i Scope 1, 2 och 3, vilket är vedertagna begrepp på marknaden. Scope 1

visar direkta utsläpp från källor som kontrolleras av företaget, Scope 2 visar indirekta utsläpp från förbrukning av el, fjärrvärme och fjärrkyla och Scope 3 visar övriga indirekta utsläpp som företaget orsakar både uppströms och nedströms i värdekedjan. Totalt koldioxidutsläpp redovisas av Första–Fjärde AP-fonderna som summan av ägd andel av de noterade portföljbolagens respektive koldioxidutsläpp. Under 2023 har AP-fonderna anpassat de gemensamma riktlinjerna för rapportering i linje med uppdaterade internationella rekommendationer. AP-fondernas ägarandelar beräknas från och med detta år i förhållande till portföljbolagens totala bolagsvärde (EVIC), i stället för som tidigare i förhållande till bolagens marknadsvärde. Därutöver utökas redovisningen i samtliga fonder till att även omfatta portföljbolagens indirekta utsläpp (Scope 3). När det gäller utsläpp inom Scope 3 är dock tillgången till data fortfarande begränsad och beräkningarna grundas till viss del på antaganden vilket leder till osäkerhet i redovisningen.

I figur 5.1 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas totala koldioxidutsläpp inom Scope 1 och 2 under åren 2019–2023. Eftersom historiska data enligt den nya beräkningsmetoden EVIC varierar mellan fonderna redovisas utsläppen beräknat i förhållande till portföljbolagens marknadsvärde. De totala utsläppen från fondernas portföljer har nästintill halverats under perioden. Under 2023 minskade utsläppen i samtliga fonder utom Första AP-fonden. Fondernas totala utsläpp uppgick till 3,4 miljoner ton koldioxidekvivalenter (CO<sub>2</sub>e), vilket är en minskning med 0,6 miljoner ton CO<sub>2</sub>e sedan föregående år. Beräknat utifrån EVIC uppgick utsläppen till 2,4 miljoner ton CO<sub>2</sub>e.

**Figur 5.1 Totala koldioxidutsläpp 2019–2023, Scope 1 och 2**  
Miljoner ton CO<sub>2</sub>e



Anm.: Avser summan av ägd andel av de noterade portföljbolagens respektive koldioxidutsläpp baserat utifrån bolagens marknadsvärde. AP-fonderna har olika stora noterade innehav, vilket i huvudsak förklarar skillnaden i absoluta tal mellan fonderna.

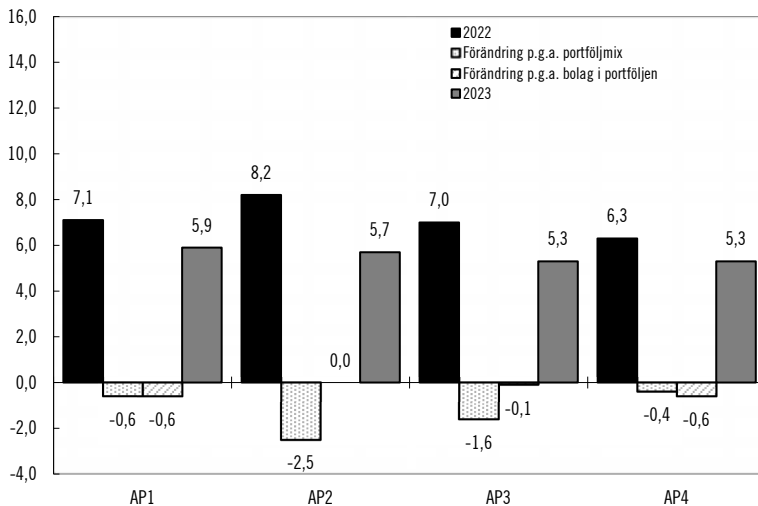
Källa: Första–Fjärde AP-fonderna.



Att enbart fokusera på de totala koldioxidutsläppen från AP-fondernas portföljer kan vara missvisande av flera skäl. För det första kan en ökad portföljstorlek medföra en ökning av utsläppen även om underliggande bolag och verksamheter minskar sina utsläpp. För det andra kan avyttring av bolag med högre utsläpp och omallokering till bolag med relativt lägre utsläpp göra att de totala utsläppen från portföljen minskar utan att någon real utsläppsminskning skett. AP-fonderna redovisar även portföljviktad koldioxidintensitet. Det är ett mått på de underliggande portföljbolagens respektive koldioxidintensitet, dvs. ett bolags koldioxidutsläpp i förhållande till dess omsättning, viktat baserat på respektive bolags andel av portföljen. Måttet är väletablerat och reflekterar portföljens exponering mot bolag som genererar koldioxidutsläpp. Den portföljviktade koldioxidintensiteten sjönk för Första–Fjärde AP-fonderna under 2023 (figur 5.2). Det kan noteras att även Sjätte och Sjunde AP-fonderna redovisar en minskning av den portföljviktade koldioxidintensiteten.

**Figur 5.2** Portföljviktad koldioxidintensitet, Scope 1 och 2

Ton CO<sub>2</sub>e/miljoner kronor



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

Förändringar i den portföljviktade koldioxidintensiteten kan bero på förändrad portföljmix, t.ex. genom ökad eller minskad kapitalallokering till vissa bolag. Förändringar kan också ske på grund av ökad eller minskad utsläppsintensitet för portföljbolagen. Eftersom portföljbolagens koldioxidintensitet mäts i förhållande till deras omsättning kan förändrad intensitet härstamma från såväl faktiskt ökade eller minskade utsläpp från bolagens verksamhet som förändrad omsättning i bolagen. För samtliga fonder utom Andra AP-fonden beror minskningen av den portföljviktade koldioxidintensiteten på en kombination av förändrad portföljmix och utsläppsförändringar bland bolagen i portföljen.

Regeringen ser positivt på att Första–Fjärde AP-fondernas koldioxidavtryck fortsätter att minska över tid.

AP-fonderna samverkar kring flera aspekter av hållbarhet, bl.a. i fråga om redovisning och rapportering på området (se t.ex. ovan om redovisning av koldioxidavtryck). Fonderna deltar även gemensamt i ett stort antal nationella och internationella organisationer, projekt och initiativ.

Sedan 2007 samarbetar Första–Fjärde AP-fonderna också inom AP-fondernas etikråd (Etikrådet) vars syfte är att utifrån fondernas uppdrag och gemensamma värdegrund åstadkomma förbättringar på miljö- och etikområdet. Etikrådets arbete är indelat i tre områden: proaktivt arbete, reaktivt arbete och gemensamma ställningstaganden.

Det proaktiva arbetet syftar till att konstruktivt bidra till positiv förändring och möta komplexa hållbarhetsutmaningar. Arbetet är organiserat i projekt med utvalda teman och syftar till att genom dialog med bolag förebygga och hantera väsentliga hållbarhetsrisker i AP-fondernas portföljer. Under 2023 har Etikrådet och Första–Fjärde AP-fonderna prioriterat fem nya fokusområden: 1) antimikrobiell resistens (AMR), 2) barnarbete och tvångsarbete, 3) klimat, 4) techbolag och mänskliga rättigheter, och 5) vatten. Inom ramen för fokusområdena har Etikrådet nio pågående projekt, varav fem projekt inleddes under 2023.

Etikrådets reaktiva arbete syftar till att identifiera AP-fondsägda bolag som kränker internationella konventioner. Under 2023 utökades arbetet till att omfatta genomlysning av svenska och utländska börsnoterade bolag samt noterade krediter, såväl direktägda som indirekt ägda genom fondinvesteringar. Vid genomlysningarna identifierades 84 incider med bekräftad kränkning eller risk för kränkning (se tabell 5.2). Under 2023 påbörjade Etikrådet tre reaktiva bolagsdialoger och avslutade sju dialoger där målet med dialogen uppnåts. Ytterligare 25 dialoger avslutades på grund av andra anledningar, t.ex. förändringar i AP-fondernas innehav eller att bolaget sålt den aktuella verksamheten. Etikrådet rekommenderade exkludering av tre bolag och återinkludering av ett bolag. Vid årets slut hade Etikrådet aktiv dialog med 54 bolag.

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

	2019	2020	2021	2022	2023
Antal genomlysta bolag i AP-fondernas portföljer	3 557	2 430	3 168	3 202	3 510
- varav bekräftad kränkning	29	22	23	28	18
- varav risk för kränkning	91	72	89	83	66
- varav utan anmärkning	3 437	2 336	3 056	3 091	3 426

Källa: Etikrådet.

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

Under 2023 har Etikrådet implementerat den nya strategi som beslutades av Första–Fjärde AP-fonderna föregående år efter en gemensam översyn.

Strategin innebär bl.a. en utvidgad ambition för Etikrådets proaktiva och reaktiva arbete samt en ny styrmodell där organisationen förstärks på ett för fonderna resurseffektivt sätt. Regeringen ser positivt på den samverkan som sker i hållbarhetsfrågor och välkomnar utvecklingen av Etikrådets verksamhet.

Även om det sker samverkan mellan Första–Fjärde AP-fonderna bedriver de sitt hållbarhetsarbete oberoende av varandra, vilket är i linje med fondernas självständighet. Det har resulterat i att fonderna delvis har valt olika fokusområden, målsättningar och arbetssätt. Arkwright har dock i den externa utvärderingen observerat ett antal gemensamma teman som präglar fondernas arbete med hållbarhetsfrågor.

Till att börja med integrerar samtliga fonder hållbarhetsarbetet i kapitalförvaltningen sedan flera år tillbaka. 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 institutioner. Den generella hållningen bland fonderna inom det arbetet är att fokusera på samarbeten där det finns störst möjlighet till påverkan. Regeringen välkomnar i likhet med föregående år denna utveckling mot ett mer aktivt ägarengagemang. Slutligen har fondernas ambitionsnivå och interna kapacitet att följa upp hållbarhetsfrågor ökat under de senaste åren. Fondernas målsättningar uppdateras kontinuerligt för att säkerställa kvantifierbar mätbarhet i möjligaste mån. Som ett led i detta noteras en ökad transparens och mer omfattande rapportering inom hållbarhetsområdet. Regeringen ser positivt på utvecklingen och uppmuntrar fonderna att fortsätta arbetet med att vidareutveckla resultatrapporteringen.

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 regeringens förväntningar på fonden.

#### Skälen för regeringens bedömning

##### *Sammanfattning*

Under 2023 överförde Första AP-fonden 4,8 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fonden har därmed bidragit till att hantera det under-

skott 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 6,3 procent, vilket omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsmål varit 4,1 procent under samma period, och är i linje med fondens långsiktiga avkastningsmål (4,0 procent genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år). Fondens avkastning efter kostnader 2023 var 9,1 procent, jämfört med -8,6 procent 2022.

Första AP-fonden har i likhet med föregående år haft klimat som ett särskilt fokusområde för sitt hållbarhetsarbete. Fonden har fastställt ett kvantitativt och långsiktigt hållbarhetsmål som är relaterat till fokusområdet. Därutöver har fonden ett antal nyckeltal som används för att årligen följa upp verksamheten.

**Tabell 6.1 Första AP-fondens resultat**

Miljarder kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Ingående fondkapital	323,7	365,8	392,6	465,8	421,2
Överföringar	-6,5	-7,9	-7,5	-4,7	-4,8
Årets resultat	48,6	34,8	80,7	-39,9	38,0
Utgående fondkapital	365,8	392,6	465,8	421,2	454,4
Årets förändring	42,1	26,9	73,1	-44,6	33,2
<i>Procent</i>					
Avkastning före kostnader	15,3	9,8	20,8	-8,5	9,1
Avkastning efter kostnader	15,1	9,7	20,8	-8,6	9,1

Källa: Första AP-fondens årsredovisningar.

#### *Fondkapital och resultat*

Första AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 38,0 miljarder kronor 2023, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 9,1 procent (se tabell 6.1). Under året överfördes 4,8 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fondkapitalet ökade med 33,2 miljarder kronor för att uppgå till 454,4 miljarder kronor vid årets slut.

Under 2023 uppgick Första AP-fondens totala avkastning till 9,1 procent före kostnader. Största positiva bidraget till avkastningen gav globala aktier i utvecklade marknader (7,2 procentenheter), svenska aktier (4,0 procentenheter) och räntebärande tillgångar (1,2 procentenheter) samtidigt som alternativa investeringar genererade en negativ avkastning (-2,8 procentenheter).

#### *Första AP-fondens avkastningsmål*

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 också aktiv avkastning. Från och med 2020 gäller det medelfristiga avkastningsmålet som består av passiv real avkastning (förväntan) (2,1 procent) och premie för aktiv förvaltning (1 procent).

Första AP-fondens styrelse beslutade att fr.o.m. 2020 sänka avkastningsmålet från 4,0 till 3,0 procent genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år, mätt över rullande tioårsperioder. Anledningen till beslutet var lägre avkastningsförväntningar i närtid på grund av rådande låga ränteläge. Det medelfristiga målet kompletterades samtidigt med ett långfristigt mål om 4,0 procent real avkastning över en rullande 40-årsperiod. På grund av det fortsatt 4-procentiga långsiktiga målet, kommer det medelfristiga avkastningsmålet framöver behöva höjas till över det långsiktiga.

#### *Uppföljning av Första AP-fondens avkastningsmål*

I tabell 6.2 redovisas genomsnittlig avkastning för hela perioden 2001–2023, för den senaste tioårsperioden 2014–2023 samt för den senaste femårsperioden 2019–2023. 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

	2001–2023 <sup>1</sup>	2014–2023	2019–2023
Genomsnittlig nominell avkastning	6,3	8,0	8,7
Genomsnittlig real avkastning	4,1	5,0	4,1
Långsiktigt avkastningsmål (real) (40 år)	4,0		
Medelfristig avkastningsförväntan (real) (10 år)		3,0	3,0

Not 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 8,7 procent under den senaste femårsperioden (2019–2023) och 8,0 procent under tioårsperioden (2014–2023). För hela perioden 2001–2023 har Första AP-fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 6,3 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 4,1 procent under den senaste femårsperioden (2019–2023), 5,0 procent under den senaste tioårsperioden (2014–2023) och 4,1 procent för hela perioden 2001–2023. Första AP-fonden har därmed uppnått styrelsens målsättning under samtliga nämnda perioder.

#### *Finansiell risk och tillgångsallokering*

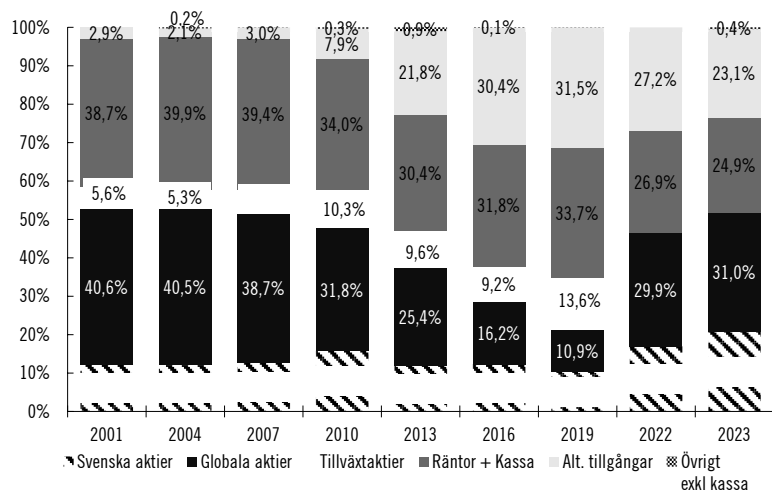
Utöver målet för den reala avkastningen fattar styrelsen även beslut om hur stor finansiell risk som fonden bör ta. Detta uttrycks i en övergripande tillgångsfördelning mellan aktier och räntebärande placeringar. Det finns också ett definierat mandat när det gäller tolerans för avvikelser och ett antal 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 2023 års slut av 51,7 procent aktier, 24,9 procent räntebärande tillgångar och 23,1 procent alternativa investeringar (se figur 6.1). Jämfört med föregående årsskifte ökade andelen aktier med ca 5 procentenheter, andelen räntor ökade med knappt 1 procentenhet och andelen alternativa investeringar minskade med ca 4,1 procentenheter.

**Figur 6.1 Tillgångsallokering Första AP-fonden**

Skr. 2023/24:130

Procent av totala tillgångar



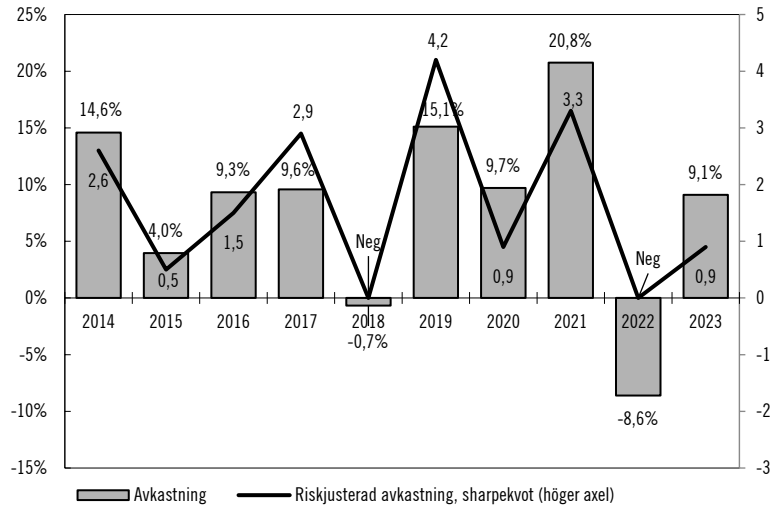
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Första AP-fonden).

### Riskjusterad avkastning

I figur 6.2 redovisas Första AP-fondens totala avkastning efter kostnader samt den riskjusterade avkastningen under den senaste tioårsperioden, 2014–2023. 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 1,9.

**Figur 6.2 Avkastning Första AP-fonden**

Nominell avkastning efter kostnader, procent



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

### Utveckling av 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 19 procent av det totala fondkapitalet 2014 till 23 procent 2023. Från och med 2021 tillämpas en ny definition av illikvida tillgångar som överlappar med, men inte exakt motsvarar, den äldre definitionen, vilket bör tas i beaktning vid jämförelser över tid.

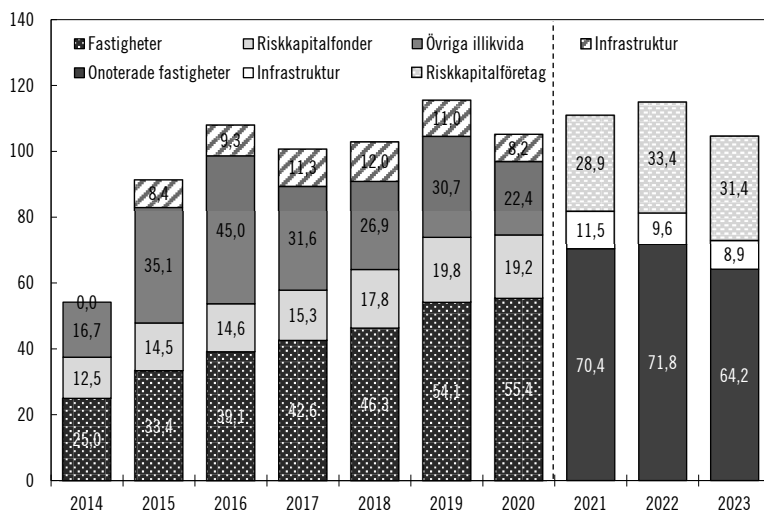
De illikvida tillgångarna består framför allt av onoterade fastigheter samt riskkapitalföretag (64,2 respektive 31,4 miljarder kronor 2023). Det bör noteras att värdeförändringar i illikvida tillgångar inte marknadsvärderas löpande utan med en viss eftersläpning. Värderingsfrekvensen bidrar till en viss 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 2014–2023**

Skr. 2023/24:130

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 2023 till 247 miljoner kronor.

Första AP-fondens rörelsekostnader har under perioden 2019–2023 varierat mellan 239 miljoner kronor och 247 miljoner kronor. Under 2023 ökade rörelsekostnaderna med 9 miljoner kronor, primärt hänförligt till högre informations- och datakostnader.

De externa förvaltningskostnaderna har minskat successivt och uppgick för 2023 till 10 miljoner kronor. Minskningen jämfört med 2022 uppgick till 17 miljoner kronor och är framför allt hänförlig till genomfört arbete med översyn av externa förvaltningskostnader. Årets minskning beror på fondens indragna externt förvaltade mandat på tillväxtmarknader.

**Tabell 6.3 Första AP-fondens kostnader och antal anställda**

Miljoner kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Interna kostnader	239	226	231	238	247
Personalkostnader	149	134	139	144	146
Lokalkostnader	13	14	17	17	15
Köpta tjänster	20	19	20	17	19
Informations- och datakostnader	53	55	50	55	64
Övrigt	4	4	5	5	4

	2019	2020	2021	2022	2023
Externa förvaltningskostnader <sup>1</sup>	186	76	61	27	10
<b>Summa</b>	<b>425</b>	<b>302</b>	<b>293</b>	<b>265</b>	<b>257</b>
Förvaltningskostnadsandel %	0,12	0,08	0,07	0,06	0,06
Antal anställda <sup>2</sup>	67 <sup>3</sup>	66	67	67	67
Antal kvinnor/män	27/40	29/37	29/38	31/36	31/36
Andel kvinnor %	40	40	43	46	46

Not 1: Exklusive prestationsbaserade arvoden.

Not 2: Vid årets slut.

Not 3: Varav en projektanställd.

Källa: Första AP-fondens årsredovisningar.

### Hållbarhet

Första AP-fondens hållbarhetsarbete vägleds av en ESG-strategi som är fastställd av styrelsen. Strategin omfattar hela investeringsprocessen och revideras årligen. Hållbarhetsarbetet integreras i samtliga delar av Första AP-fondens arbete och innefattar samtliga ESG-dimensioner. Inom kapitalförvaltningen anpassas hållbarhetsarbetet till respektive tillgångsslag och förvaltningsstrategi. Därutöver har Första AP-fondens styrelse identifierat klimat som ett speciellt fokusområde. Detta innebär ett ökat fokus på klimatrelaterade risker i förvaltningen samt att fonden genomför projekt och aktiviteter med syfte att verka för en långsiktig minskning av klimatutsläpp i den reala ekonomin. Utöver ESG-strategin utgör fondens ägarpolicy ett centralt styrmedel för Första AP-fondens hållbarhetsarbete. Ägarpolicyn uppdateras årligen och innefattar bl.a. åtta grundläggande principer för ägarstyrning. I praktiken har policyn lett till ett antal exkluderingsåtgärder i de olika tillgångsslagen.

Under 2023 har Första AP-fonden arbetat aktivt med fortsatt implementering av den nya ESG-strategi som antogs 2021. Implementeringen har bl.a. lett till nya arbetssätt och processer för ett mer integrerat hållbarhetsarbete. Ett annat fokusområde under året har varit en fortsatt vidareutveckling av uppföljningen av bolag med särskilt hög hållbarhetsrisk.

Första AP-fonden har som målsättning att öka sina investeringar i tillgångar som främjar en hållbar utveckling. Under 2023 minskade värdet på de tematiska investeringarna inom hållbarhetsområdet från ca 86 miljarder kronor till 78 miljarder kronor. Minskningen berodde i stor utsträckning på nedgången på fastighetsmarknaden. Under året har Första AP-fonden samtidigt gjort ett ökat antal investeringar inom riskkapitalfonder som främjar en hållbar utveckling.

Första AP-fonden har arbetat aktivt för påverkan genom att rösta i olika frågor på bolagsstämmor. Under 2023 röstade fonden på 88 svenska och 1 154 utländska bolagsstämmor (2022: 82 respektive 1 288 stämmor). En av de mest återkommande frågorna i de svenska bolagen har varit att lägga till hållbarhetsparametrar med bäring på finansiella resultat i olika incitamentsprogram. Under 2023 var Första AP-fonden även aktiv i 21 valberedningar (2022: 14 valberedningar).

Första AP-fonden har fastställt ett kvantitativt och långsiktigt hållbarhetsmål relaterat till fokusområdet klimat. Därutöver har fonden ett

antal nyckeltal som utgår från dess ESG-strategi och ägarpolicy och som följs upp årligen. Nyckeltalen motsvarar i viss utsträckning fondens tidigare målsättningar inom hållbarhetsområdet. De är dock inte längre formulerade som mål i sig, utan ska ses som verktyg för att följa upp fondens verksamhet.

Skr. 2023/24:130

I tabell 6.4 redovisas Första AP-fondens hållbarhetsmål, nyckeltal och resultat för 2023. Som jämförelse redovisas även resultat för 2022.

**Tabell 6.4 Första AP-fondens hållbarhetsmål och nyckeltal**

Hållbarhetsmål och nyckeltal		Resultat		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
Hållbarhetsmål				
1	Reducera portföljens koldioxidutsläpp till netto noll 2050.	Koldioxid-utsläpp Scope 1 och 2 EVIC (mn tCO2e)	0,40	0,61
	Delmål: Halvera portföljens koldioxidintensitet till 2030 (basår 2019).	Portföljviktad koldioxidintensitet Scope 1 och 2 (tCO2e/mnkr)	7,1	5,9
				64 procent <sup>1</sup> jämfört med 2019
Nyckeltal				
1	Bolag som har godkända vetenskapligt baserade klimatmål enligt SBTi.	Andel av totala utsläpp (procent)	-	49
2	Tillgångar som motsvarar fondens kriterier för investeringar som främjar en hållbar utveckling.	Marknadsvärde (mnkr)	86 548	78 117
3	Rösta på bolagsstämmor.	a) Sverige b) Utomlands (antal stämmor)	a) 82 b) 1 289	a) 88 b) 1 154
4	Jämställda styrelser i de bolag där fonden arbetar i valberedningen.	Andel kvinnor (procent)	41	38
5	Fondens innehav i fastighetsportföljen redovisar enligt GRESB.	Andel av portföljen (procent)	98	98
	GRESB-score över tid.	GRESB-score	88	88

Not 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 fonder, endast har satt upp ett hållbarhetsmål. Målet är dock tydligt och därutöver använder fonden olika nyckeltal för att följa upp sitt hållbarhetsarbete. 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 2023 bl.a. granskat Första AP-fondens interna styrning och kontroll samt efterlevnad av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare (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. Fondens har genererat avkastning som bidrar till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fondens har även uppfyllt målet att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt. Sammantaget har Andra AP-fonden infriat regeringens förväntningar på fonden.

### **Skälen för regeringens bedömning**

#### *Sammanfattning*

Under 2023 överförde Andra AP-fonden 4,8 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fondens 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 6,0 procent, vilket omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsförväntan varit 3,9 procent under samma period. Det är lägre än fondens långsiktiga avkastningsförväntan (4,5 procent genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år). Noteras kan att Andra AP-fondens avkastningsförväntan är högre satta än de övriga ”öppna” buffertfonderna.

Fondens avkastning efter kostnader 2023 var 5,9 procent, jämfört med 6,7 procent 2022.

Andra AP-fonden har i likhet med föregående år haft fokus på områdena klimat, biologisk mångfald, ägarstyrning, mänskliga rättigheter samt mångfald, jämlikhet och inkludering i sitt hållbarhetsarbete. Fonden har fastställt nio övergripande hållbarhetsmål som är relaterade till fokusområdena, varav ett är nytt för året. Målsättningarna är medel- eller långfristiga och saknar gränsvärden för 2023.

**Tabell 6.5 Andra AP-fondens resultat**

Miljarder kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Ingående fondkapital	334,8	381,4	386,2	441	407,1
Överföringar	-6,5	-7,9	-7,5	-4,7	-4,8
Årets resultat	53,0	12,8	62,3	-29,2	23,7
Utgående fondkapital	381,4	386,2	441,0	407,1	426,0
Årets förändring	46,6	4,9	54,8	-33,9	18,9
<i>Procent</i>					
Avkastning före kostnader	16,1	3,7	16,4	-6,6	6,0
Avkastning efter kostnader	15,9	3,5	16,3	-6,7	5,9

Källa: Andra AP-fondens årsredovisningar.

### *Fondkapital och resultat*

Andra AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 23,7 miljarder kronor 2023, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 5,9 procent. Under året överfördes 4,8 miljarder kronor till inkomstpensions-systemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 18,9 miljarder kronor till 426,0 miljarder kronor vid årets slut.

Under 2023 uppgick Andra AP-fondens totala avkastning till 6,0 procent före kostnader. Till den totala avkastningen bidrog framför allt globala aktier exklusive tillväxtmarknader (2,4 procentenheter), svenska aktier (1,5 procentenheter), aktier i tillväxtmarknader (1,1 procentenheter) samt räntebärande tillgångar (1,9 procentenheter). Alternativa tillgångar bidrog negativt till den totala avkastningen med 1,4 procentenheter. Värt att notera är att Andra AP-fonden inkluderar valutaeffekter i respektive tillgångsslags avkastning, och resultatet från valutasäkringarna motsvarar resultatet för fondens valutasäkring (svagt positivt 2023 med 0,3 procentenheter). För övriga AP-fonder redovisas tillgångsslagens avkastning exklusive valutaeffekter.

### *Andra AP-fondens avkastningsförväntan*

Andra AP-fonden använder inget avkastningsmål, utan har i stället en långsiktig *förväntad* avkastning som fonden kommunicerar utåt. Fondens avkastningsförväntan är 4,5 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).

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 avkastnings-

förväntan består av förväntad real avkastning om 4 procent på vald strategisk portfölj samt aktiv förvaltning om 0,5 procent.

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

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

Andra AP-fondens avkastningsförväntan är högre än de övriga buffertfondernas avkastningsmål.

#### *Uppföljning av Andra AP-fondens avkastningsförväntan*

I tabell 6.6 redovisas genomsnittlig avkastning för hela perioden 2001–2023, för den senaste tioårsperioden 2014–2023 samt för den senaste femårsperioden 2019–2023. 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

	2001–2023 <sup>1</sup>	2014–2023	2019–2023
Genomsnittlig nominell avkastning	6,0	6,8	6,6
Genomsnittlig real avkastning	3,9	3,9	2,1
Långsiktig avkastningsförväntan (realt)	4,5	4,5	4,5

Not 1: Tidsperioden gäller fr.o.m. den 1 juli 2001.

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

Av tabellen framgår att fondens årliga nominella genomsnittliga avkastning efter kostnader uppgick till 6,6 procent under den senaste femårsperioden (2019–2023) och 6,8 procent under tioårsperioden (2014–2023). För hela perioden 2001–2023 har Andra AP-fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 6,0 procent per år, i nominella termer. Fondens avkastningsförväntan är 4,5 procent per år i reala termer 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 2,1 procent under den senaste femårsperioden (2019–2023), 3,9 procent under den senaste tioårsperioden (2014–2023) och 3,9 procent för hela perioden 2001–2023. Andra AP-fonden har därmed inte uppnått styrelsens långsiktiga avkastningsförväntan för någon av ovan nämnda perioder.

#### *Finansiell risk och tillgångsallokering*

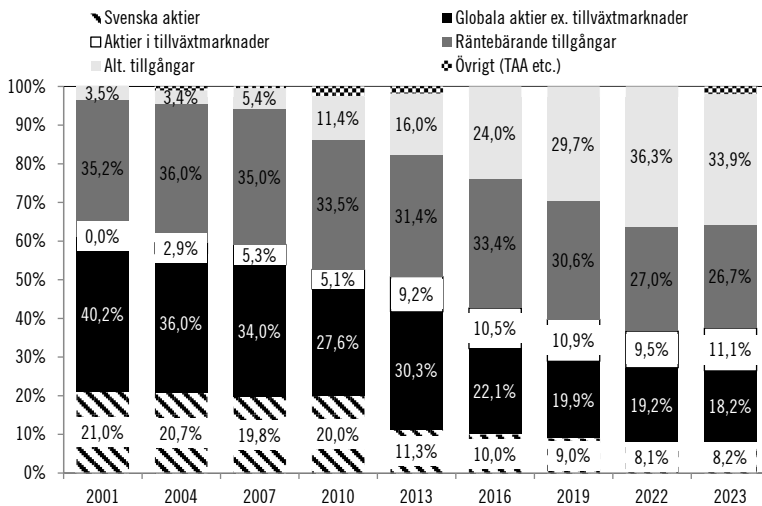
Andra AP-fondens strategi bygger på värdeskapande i flera steg: val av strategisk tillgångsfördelning, val av index och aktiv förvaltning. Till

grund för strategin ligger ett antal investeringsövertygelser. Dessa beskriver fondens syn på hur kapitalmarknaden fungerar samt möjligheter och förutsättningar att skapa en god avkastning. Bland fondens investeringsövertygelser ingår först och främst att en gedigen analys av pensionssystemet är centralt för strategivalet, därutöver bl.a. att systematiskt risktagande krävs, att diversifiering minskar risken, att aktiv förvaltning skapar mervärde, att hållbarhet lönar sig, att klimatförändringar är en hållbarhetsrisk, och att det långsiktiga uppdraget ger speciella möjligheter.

Andra AP-fondens portfölj bestod vid 2023 års slut av 37,5 procent aktier, 26,7 procent räntebärande tillgångar och 33,9 procent alternativa investeringar (se figur 6.4). Jämfört med föregående årsskifte har andelen aktier ökat med 1,5 procentenheter och andelen alternativa investeringar minskat med 2,1 procentenheter.

**Figur 6.4 Tillgångsallokering Andra AP-fonden**

Procent av totala tillgångar



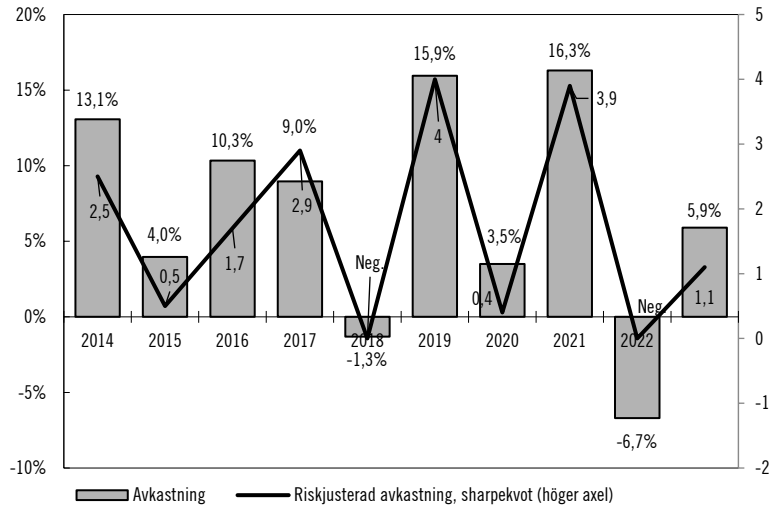
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Andra AP-fonden).

### Riskjusterad avkastning

I figur 6.5 redovisas Andra AP-fondens totala avkastning efter kostnader samt den riskjusterade avkastningen under den senaste tioårsperioden, 2014–2023. 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 6.5 Andra AP-fondens totala avkastning**

Nominell avkastning efter kostnader, procent



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

### Utveckling av illikvida tillgångar

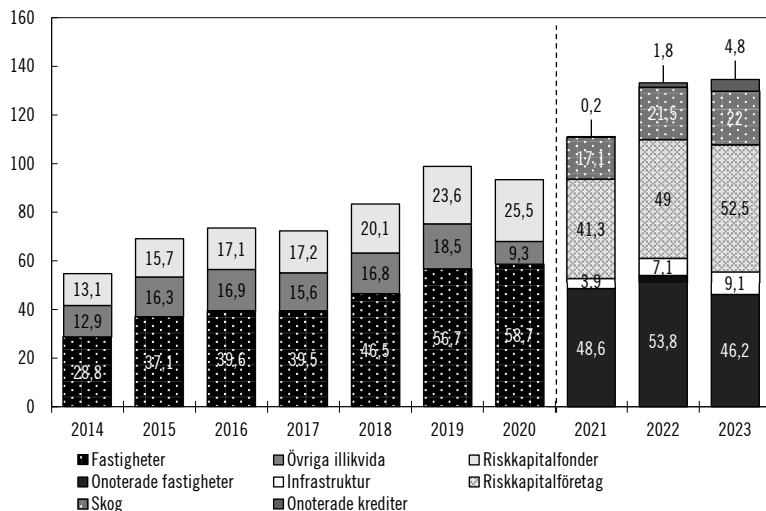
Andra AP-fondens illikvida tillgångar har gått från att utgöra ca 18,5 procent av det totala fondkapitalet 2014 till ca 31 procent 2023. De illikvida tillgångarna består framför allt av riskkapitalfonder (52,5 miljarder kronor 2023), därefter onoterade fastigheter (46,2 miljarder kronor 2023). Andra AP-fonden har också betydande investeringar i skog och jordbruk (22 miljarder kronor 2023). 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 2014–2023**

Skr. 2023/24:130

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 2023 till 278 miljoner kronor. Andra AP-fondens rörelsekostnader har under perioden 2019–2023 ökat med ca 38 miljoner kronor. Under 2023 ökade rörelsekostnaderna med 16 miljoner kronor, varav 7 miljoner kronor utgörs av ökade administrationskostnader.

Fonden arbetar aktivt med kvantitativ förvaltning och i dag förvaltas en betydande del av kapitalet av de interna avdelningarna för kvantitativ förvaltning och tillväxtmarknadsobligationer. Denna typ av förvaltning kräver en ansenlig informationsmängd och datakällor, vilket tillsammans med kostnaden för annan marknadsinformation är en väsentlig del av fondens interna kostnader.

De externa förvaltningskostnaderna för 2023 uppgick till 108 miljoner kronor, vilket var en betydande minskning med 93 miljoner kronor. Sedan 2019 har denna post minskat med 184 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 2023 förvaltades 83 procent av kapitalet internt. Detta är något mer än Tredje och Fjärde AP-fondernas andel (78 respektive 80 procent) men lägre än Första AP-fondens (92 procent).

**Tabell 6.7 Andra AP-fondens kostnader och antal anställda**

Miljoner kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Interna kostnader	240	235	245	262	278
Personalkostnader	147	150	155	161	170
Lokalkostnader	6	7	7	7	8
Köpta tjänster	11	10	12	15	12
Informations- och datakostnader	66	61	65	70	77
Övrigt	10	7	6	9	11
Externa förvaltningskostnader <sup>1</sup>	292	277	208	201	108
<b>Summa</b>	<b>532</b>	<b>512</b>	<b>453</b>	<b>463</b>	<b>386</b>
Förvaltningskostnadsandel %	0,15	0,14	0,11	0,11	0,09
Antal anställda <sup>2</sup>	71	71	68	69	68
Antal kvinnor/män	24/47	24/47	24/44	25/44	24/44
Andel kvinnor %	34	34	35	36	35

Not 1: Exklusive prestationsbaserade arvoden.

Not 2: Vid årets slut.

Källa: Andra AP-fondens årsredovisningar.

### Hållbarhet

Andra AP-fondens hållbarhetsarbete vägleds av en hållbarhetspolicy som är antagen av fondens styrelse. Policyn ligger till grund för en hållbarhetsstrategi som består av sex delar – integrering, väsentlighet, analys, påverkansarbete, samarbete och transparens. Det praktiska arbetet utgår i sin tur från fem fokusområden: 1) klimat, 2) biologisk mångfald, 3) mänskliga rättigheter, 4) mångfald, jämlikhet och inkludering, och 5) ägarstyrning. Fokusområdena är oförändrade sedan föregående år. Hållbarhetsarbetet 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 hållbarhetsrisker/möjligheter och till hur fonden genom sina innehav påverkar människa och miljö.

Under 2023 har Andra AP-fonden bl.a. vidareutvecklat och implementerat operationella processer i linje med den uppdaterade hållbarhetspolicy som antogs 2022. De fem fokusområdena har utgjort grunden för arbetet. Inom exempelvis området klimat har Andra AP-fonden utvecklat sin förmåga inom hållbarhetsrapportering genom att bredda redovisningen inom Scope 3 för fler tillgångsslag. Inom området biologisk mångfald har fonden fokuserat på avskogning och inom mänskliga rättigheter har fokus legat på påverkansdialoger.

Utöver integrering av hållbarhetsaspekter inom den ordinarie förvaltningsverksamheten genomför Andra AP-fonden riktade investeringar. Dessa ska uppfylla förutbestämda kriterier och utvärderas utifrån ett särskilt ramverk. Vid slutet av 2023 uppgick marknadsvärdet av fondens tillgångar i denna kategori till 38,9 miljarder kronor (35,4 miljarder kronor 2022).

Andra AP-fonden röstade under 2023 på 127 svenska och 1 401 utländska bolagsstämmor (2022: 121 respektive 1 261 stämmor). Det motsvarar 72 respektive 67 procent av antalet svenska och utländska bolag i den noterade portföljen. Vid de svenska bolagsstämmorna röstade fonden emot styrelsens förslag vid 22 tillfällen (av totalt 1 328 förslag). De frågor där fonden röstade emot styrelsens förslag rörde incitamentsprogram i samtliga fall. Vid de utländska bolagsstämmorna röstade Andra AP-fonden emot styrelsens förslag vid ca 23 procent av omröstningarna, framför allt i fråga om styrelseledamöter och ansvarsfrihet. Under 2023 var Andra AP-fonden även aktiv i tolv svenska valberedningar (2022: nio valberedningar).

Andra AP-fonden har fastställt nio långsiktiga hållbarhetsmål, varav ett mål är nytt för 2023. Av dessa mål är två relaterade till fokusområdet klimat, två till biologisk mångfald, två till mänskliga rättigheter, två till mångfald, jämlikhet och mångfald samt ett till ägarstyrning. Under året har arbetet med att uppdatera målsättningar inom samtliga fokusområden färdigställts. Målsättningarna är definierade mot kvantitativa mätetal och är en kombination av aktivitets- (t.ex. att genomföra ett antal aktiviteter inom en given tidsperiod) och resultatmål (t.ex. att uppnå ett visst resultat). Eftersom samtliga mål är av medel- eller långfristig karaktär saknas gränsvärden för 2023.

I tabell 6.8 redovisas Andra AP-fondens hållbarhetsmål och resultat för 2023. Som jämförelse redovisas även resultat för 2022.

**Tabell 6.8 Andra AP-fondens hållbarhetsmål**

Hållbarhetsmål		Måluppfyllelse		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
Fokusområde: Klimat				
1	Nettonollutsläpp av växthusgaser i portföljbolagen senast 2045.	Koldioxid-utsläpp, scope 1–3 (mn tCO <sub>2</sub> e)	7,2	5,4
	Minskade utsläpp av växthusgaser (basår 2019) 2025: -35 procent 2030: -55 procent	Förändring från 2019 (procent)	-31	-48
2	Alla tillgångsslag i linje med Parisavtalet.	Andel av strategisk portfölj (procent)	70	76
Fokusområde: Biologisk mångfald				
3	Bidra till en positiv nettoutveckling för naturen 2030. <sup>1</sup>	Ännu ej definierat	-	-

Hållbarhetsmål		Måluppfyllelse		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
4	En portfölj som inte bidrar till illegal avskogning 2025.	Andel av strategisk portfölj i linje med riktlinjer från Finance Sector Deforestation Action (procent)	4	21
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)	59	71
6 <sup>2</sup>	Mänskliga rättighetsperspektiv ska genomsyra alla delar av fondens verksamhet 2030.	Ännu ej definierat	-	-
Fokusområde: Mångfald, jämlikhet och inkludering				
7	Fondens noterade innehav ska i genomsnitt ha minst 40 procent av vardera kön i styrelsen 2030.	Genomsnittlig andel kvinnor i styrelsen (procent)	Ej uppföljt	Sverige: 38 Utland: 29
8	Fonden ska aktivt ha påverkat portföljbolagen att ha en strategi för mångfald, jämlikhet och inkludering.	Antal dialoger	Ej uppföljt	Skrivit under initiativ som når 1200 bolag
Fokusområde: Ägarstyrning				
9	Aktivt och ansvarsfullt ägarskap genom ett ökat antal dialoger och röstning i fondens samtliga noterade aktieinnehav senast 2027.	a) Röstat på antal stämmor b) Andel av totala stämmor fonden röstat på (procent)	a) 1382 b) -	a) 1582 b) Sverige: 87 Utland: 76

Not 1: Målsättning och mätetal kommer att utvecklas.

Regeringen bedömer att Andra AP-fonden har satt upp tydliga hållbarhetsmål och arbetat aktivt för att uppnå dem under 2023. 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 arbetsätt 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 förtroendeskadorna. 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 regel efterlevnad (andra försvarslinjen) samt internrevision (tredje försvarslinjen).

De av regeringen utsedda revisorerna har i revisionen för 2023 bl.a. granskat Andra AP-fondens interna styrning och kontroll samt efterlevnad av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare (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 regeringens förväntningar på fonden.

### **Skälen för regeringens bedömning**

#### *Sammanfattning*

Under 2023 överförde Tredje AP-fonden 4,8 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 6,7 procent, vilket omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsmål varit 4,6 procent under samma period. Avkastningen överstiger fondens långsiktiga avkastningsmål (3,5 procents genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år). Fondens avkastning efter kostnader 2023 var 7,8 procent, jämfört med -5,8 procent 2022.

Tredje AP-fonden har i likhet med föregående år haft fokus på områdena bolagsstyrning, klimat, mänskliga rättigheter och biologisk mångfald i sitt hållbarhetsarbete. Fonden har fastställt tio övergripande hållbarhetsmål relaterade till fokusområdena, varav fyra är nya för året. Målen är medel- eller långfristiga och saknar gränsvärden för 2023.

**Tabell 6.9 Tredje AP-fondens resultat**

Miljarder kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Ingående fondkapital	340,7	393,7	423,0	502,3	468,4
Överföringar	-6,5	-7,9	-7,5	-4,7	-4,8
Årets resultat	59,5	37,2	86,8	-29,2	36,2
Utgående fondkapital	393,7	423,0	502,3	468,4	499,8
Årets förändring, mdkr	53,0	29,3	79,3	-33,9	31,4
<i>Procent</i>					
Avkastning före kostnader	17,7	9,8	20,8	-5,7	7,8
Avkastning efter kostnader	17,6	9,7	20,7	-5,8	7,8

Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar.

#### *Fondkapital och resultat*

Tredje AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 36,2 miljarder kronor 2023, vilket motsvarar en avkastning på 7,8 procent efter kostnader. Under året överfördes 4,8 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 31,4 miljarder kronor till 499,8 miljarder kronor.

Under 2023 uppgick Tredje AP-fondens totala avkastning till 7,8 procent före kostnader. Största positiva bidraget till avkastningen kom från globala aktier (6,4 procentenheter), svenska aktier (1,9 procentenheter) och räntebärande tillgångar (0,9 procentenheter). Alternativa investeringar, genom onoterade fastigheter, bidrog negativt till avkastningen (med -1,3 procentenheter).

#### *Tredje AP-fondens avkastningsmål*

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, som reviderades 2019, baserades på en bedömning att den teoretiskt möjliga avkastningen

från en optimal portfölj var 4,0 procent samt 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 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 pensions-systemet 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*

I tabell 6.10 redovisas genomsnittlig avkastning för hela perioden 2001–2023, för den senaste tioårsperioden 2014–2023 samt för den senaste femårsperioden 2019–2023. Avkastningsmålet är uttryckt i reala termer och därför redovisas även för motsvarande tidsperioder fondens avkastning, omräknat i reala termer, för att vara jämförbart med Tredje AP-fondens målsättning för avkastningen.

**Tabell 6.10 Tredje AP-fondens avkastning och avkastningsmål**

Procent

	2001–2023 <sup>1</sup>	2014–2023	2019–2023
Genomsnittlig nominell avkastning	6,7	8,7	9,6
Genomsnittlig real avkastning	4,6	5,8	4,9
Långsiktigt avkastningsmål (realt)	3,5	3,5	3,5

Not 1: Tidsperioden gäller fr.o.m. den 1 juli 2001.

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

Av tabellen framgår att fondens årliga nominella genomsnittliga avkastning efter kostnader uppgick till 9,6 procent under den senaste femårsperioden (2019–2023) och 8,7 procent under tioårsperioden (2014–2023). För hela perioden 2001–2023 har Tredje AP-fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 6,7 procent per år, i nominella termer. Fondens avkastningsmål är 3,5 procent 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 4,9 procent under den senaste femårsperioden (2019–2023), 5,8 procent under den senaste tioårsperioden (2014–2023) och 4,6 procent för hela perioden 2001–2023. Tredje AP-fonden har därmed uppnått styrelsens långfristiga avkastningsmål under samtliga nämnda perioder.

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 fastställer allokeringintervall för tillgångsslagen aktier, räntor, alternativa investeringar och valutor. Utifrån dessa intervall tar fondens kapitalförvaltning fram ett förslag på ett s.k. operativt benchmark, som beslutas av fondens riskkommitté. Det innehåller marknadsindex för samma investeringskategorier, och utgör ett jämförelseindex för kapitalförvaltningen. Aktiv förvaltning gentemot operativt benchmark bedrivs utifrån olika specialistområden och tidshorisonter.

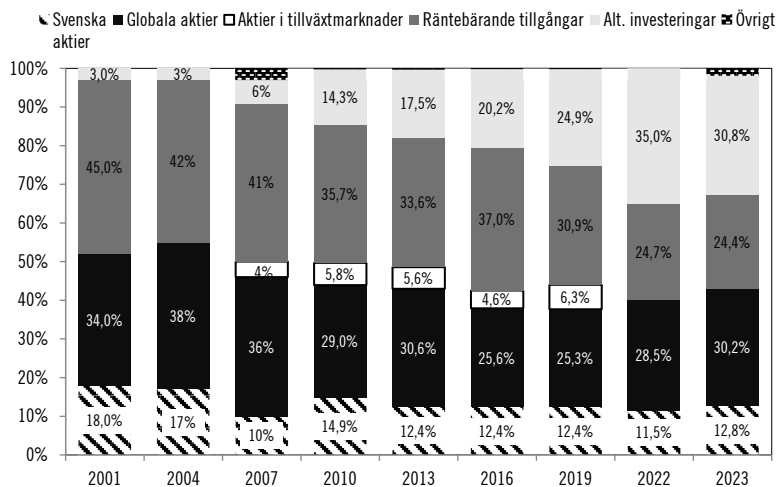
Enligt förvaltningsmodellen ska kapitalförvaltningens organisation och ansvarsfördelning i huvudsak följa portföljstrukturen. Kapitalförvaltningschefen ansvarar för portföljens övergripande allokering, och förvaltningsbesluten ska fattas av de enheter som har störst möjlighet att bedriva förvaltningen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

Tredje AP-fondens portfölj baserat på tillgångsslag bestod vid 2023 års slut av 43 procent aktier, 24,5 procent räntebärande tillgångar 31 procent alternativa investeringar och 2 procent övrigt<sup>8</sup> (se figur 6.7). Allokeringen förändrades under 2023 framför allt genom att fonden ökade allokeringen mot aktier och räntebärande tillgångar, vars andel steg med 3 respektive 0,9 procentenheter. Aktieinnehavets positiva avkastning, samt andra tillgångsslags negativa utveckling bidrog också till ökningen i aktieexponeringen. Allokeringen till alternativa investeringar minskade samtidigt med 4 procentenheter. Tredje AP-fonden avvecklade under föregående år samtliga aktieinvesteringar i tillväxtmarknader.



**Figur 6.7 Tillgångsallokering Tredje AP-fonden**

Procent av totala tillgångar



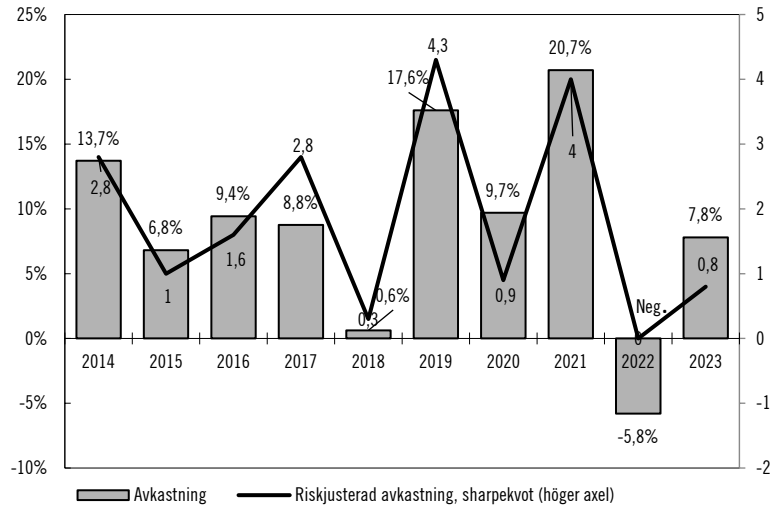
Källa: Arkwright bilaga 9 (grunddata från Tredje AP-fonden).

### *Riskjusterad avkastning*

I figur 6.8 redovisas Tredje AP-fondens totala avkastning efter kostnader samt den riskjusterade avkastningen under den senaste tioårsperioden, 2014–2023. 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).

### Utveckling av illikvida tillgångar

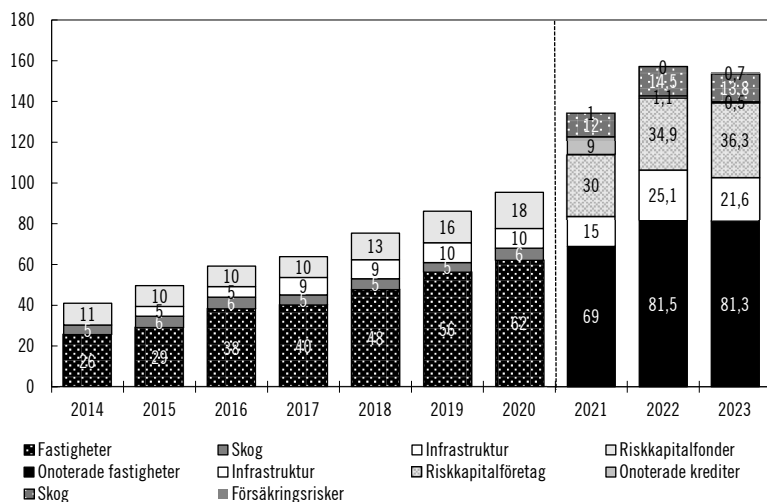
Tredje AP-fondens illikvida tillgångar har gått från att utgöra 14 procent av det totala fondkapitalet 2014 till 31 procent 2023.

De illikvida tillgångarna består framför allt av onoterade fastigheter (81,3 miljarder kronor 2023), därefter riskkapitalföretag (36,3 miljarder kronor 2023). 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 2014–2023**

Skr. 2023/24:130

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 2023 till 285 miljoner kronor.

Tredje AP-fondens rörelsekostnader har under perioden 2019–2023 ökat med ca 73 miljoner kronor. Under 2023 ökade rörelsekostnaderna med 33 miljoner kronor, varav 17 miljoner kronor utgörs av ökade administrationskostnader.

De externa förvaltningskostnaderna har varierat mellan som mest 142 och som lägst 76 miljoner kronor under perioden 2019–2023, delvis beroende på värdeutvecklingen under åren, eftersom avgifterna på externa mandat baseras på förvaltningsvolym. År 2023 uppgick de externa förvaltningskostnaderna till 76 miljoner kronor, vilket var en minskning med 43 miljoner kronor från föregående år, trots en positiv värdeutveckling under året och förklaras i stället av minskade arvoden för noterade tillgångar.

**Tabell 6.11 Tredje AP-fondens kostnader och antal anställda**

Miljoner kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Interna kostnader	212	222	234	252	285
Personalkostnader	130	138	147	152	168
Lokalkostnader	11	12	13	17	15
Köpta tjänster	13	12	17	17	22
Informations- och datakostnader	51	54	53	60	73

	2019	2020	2021	2022	2023
Övrigt	7	5	4	5	6
Externa förvaltningskostnader <sup>1</sup>	122	126	142	119	76
<b>Summa</b>	<b>334</b>	<b>348</b>	<b>376</b>	<b>371</b>	<b>361</b>
Förvaltningskostnadsandel %	0,09	0,09	0,08	0,08	0,07
Antal anställda	58	60	61	66	70 <sup>2</sup>
Antal kvinnor/män	23/35	26/34	26/35	27/39	29/41
Andel kvinnor %	40	43	43	41	41

Not 1: Exklusive prestationsbaserade arvoden.

Not 2: Vid årets slut. Varav 1 anställd i AP-fondernas etikråd.

Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar.

### Hållbarhet

Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete utgår från fondens policy för ansvarsfulla investeringar som årligen revideras och fastställs av styrelsen. Arbetet är integrerat i förvaltningen och utgör en del av de analyser som ligger till grund för investeringsbeslut. Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete täcker alla ESG-aspekter, men fonden arbetar systematiskt med fyra fokusområden – bolagsstyrning, klimat, mänskliga rättigheter och biologisk mångfald. Fokusområdena är oförändrade sedan föregående år.

Under 2023 har Tredje AP-fonden fortsatt arbetet med att implementera fondens uppdaterade policy för ansvarsfulla investeringar (tidigare benämnd hållbarhetspolicy). Vidare har fonden bl.a. arbetat med att stärka sitt datadrivna tillvägagångssätt vid beslutsfattande inklusive en kartläggning av samtliga fokusområden. Därutöver har Tredje AP-fonden utvecklat ett ramverk för landutvärdering, vilket är en del av beredskapen för återinträde på tillväxtmarknader som lämnades i samband med Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina 2022. Fonden har under året även upprättat en proaktiv dialog med bolag som har fortsatt verksamhet i Ryssland.

Utöver integrering av hållbarhetsaspekter inom den ordinarie förvaltningsverksamheten genomför Tredje AP-fonden riktade investeringar inom ramen för policyn för ansvarsfulla investeringar. Ett av målen är att investeringar i gröna och sociala obligationer ska utgöra 25 procent av den totala ränteportföljen 2025. Under 2023 utgjorde investeringarna 22,4 procent.

Tredje AP-fonden röstade under 2023 på 170 svenska och 1 050 utländska bolagsstämmor (2022: 158 respektive 980 stämmor). Det motsvarar 95 respektive 100 procent av antalet svenska och utländska bolag i den noterade portföljen. Under 2023 deltog Tredje AP-fonden även i fem svenska valberedningar, i likhet med föregående år.

Tredje AP-fonden har fastställt tio övergripande hållbarhetsmål. Under 2023 färdigställdes arbetet med att definiera målsättningar inom samtliga fokusområden och det infördes fyra nya mål för områdena biologisk mångfald och mänskliga rättigheter. Målsättningarna är definierade mot kvantitativa mätetal och är en kombination av aktivitets- (t.ex. att genomföra ett antal aktiviteter inom en given tidsperiod) och resultatmål

(t.ex. att uppnå ett visst resultat). Eftersom målen är av medel- eller långfristig karaktär saknas gränsvärden för 2023. Skr. 2023/24:130

I tabell 6.12 redovisas Tredje AP-fondens hållbarhetsmål och resultat för 2023. Som jämförelse redovisas även resultat för 2022.

**Tabell 6.12 Tredje AP-fondens hållbarhetsmål**

Hållbarhetsmål		Resultat		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
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)	38,8	38,8
2	Andel svenska bolag i portföljen med hållbarhetskriterier i incitamentsprogram ska fördubblas från 20 till 40 procent senast 2025.	Andel bolag i portföljen (procent)	20	20
Fokusområde: Klimat				
3	Halverat CO <sub>2</sub> -avtryck i den direktägda aktieportföljen 2019–2025.	Koldioxidavtryck i den noterade portföljen, scope 1 och 2 (mntCO <sub>2</sub> e)	0,8 (+ 7 procent jämfört med föregående år)	0,7 (-32 procent jämför med föregående år)
4	Samtliga portföljbolag ska vara i linje med 1,5-gradersmålet vid 2040.	Andel bolag (procent)	28	38
5	Föra påverkansdialog med bolag som står för 70 procent av utsläppen 2023 och 90 procent av utsläppen 2030.	Andel initierade dialoger	-	Dialoger initierades under första kvartalet 2023
6	25 procent av ränteportföljen ska vara investerad i hållbara obligationer senast 2025.	Andel av ränteportföljen (procent)	21	22,4
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

Hållbarhetsmål		Resultat		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
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)	-	- <sup>1</sup>
Fokusområde: Mänskliga rättigheter				
9	Samtliga bolag i sektorer med förhöjd risk ska ha policy för mänskliga rättigheter 2030.	Andel bolag (procent)	-	91
10	Samtliga bolag i sektorer med exponering mot utsatta grupper ska ha genomlysningssprocess 2030.	Andel bolag (procent)	-	60

Anm.: Mål 7–10 är nya för 2023.

Not 1: 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 2023. 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 och risksystem. 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 2023 bl.a. granskat Tredje AP-fondens interna styrning och kontroll samt efterlevnad av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare (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. Sammanslaget har Fjärde AP-fonden infriat regeringens förväntningar på fonden.

Skr. 2023/24:130

## Skälen för regeringens bedömning

### Sammanfattning

Under 2023 överförde Fjärde AP-fonden 4,8 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 6,7 procent, vilket omräknat i reala termer för att vara jämförbart med fondens avkastningsmål varit 4,6 procent under samma period. Det överstiger fondens långsiktiga avkastningsmål (3,5 procentens genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år). Fondens avkastning efter kostnader uppgick till 9,6 procent 2023, jämfört med -11,9 procent för 2022.

Fjärde AP-fonden har i likhet med föregående år haft fokus på områdena klimat och miljö samt ägarstyrning i sitt hållbarhetsarbete. Fonden har fastställt elva övergripande hållbarhetsmål som följts upp under året. Målen är huvudsakligen av medel- eller långfristig karaktär. I den mån kortfristiga gränsvärden formulerats för 2023 bedöms målen vara uppfyllda.

**Tabell 6.13 Fjärde AP-fondens resultat**

Miljarder kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Ingående fondkapital	349,3	418,0	449,4	527,6	460,5
Överföringar	-6,5	-7,9	-7,5	-4,7	-4,8
Årets resultat	75,2	39,3	85,7	-62,5	43,9
Utgående fondkapital	418,0	449,4	527,6	460,5	499,6
Årets förändring	68,7	31,4	78,2	-67,1	39,3
<i>Procent</i>					
Avkastning före kostnader	21,8	9,7	19,3	-11,8	9,6
Avkastning efter kostnader	21,7	9,6	19,2	-11,9	9,6

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar.

### Fondkapital och resultat

Fjärde AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 43,9 miljarder kronor 2023, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 9,6 procent. Under året överfördes 4,8 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammanslaget ökade fondkapitalet under 2023 med 43,9 miljarder kronor till 499,6 miljarder kronor.

Under 2023 uppgick Fjärde AP-fondens totala avkastning till 9,6 procent före kostnader. Största positiva bidragen till avkastningen kom från utländska aktier i utvecklade marknader (5,8 procentenheter) och svenska aktier (2,9 procentenheter). Alternativa och illikvida tillgångar samt

Skr. 2023/24:130 valutasäkringar bidrog negativt till avkastningen (med -1,0 respektive -0,1 procentenheter).

#### *Fjärde AP-fondens avkastningsmål*

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 reallt 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 viktfordelning i det valda aktiespannet kan leverera (2,8–2,9 procent år 2020) understiger det långsiktiga avkastningsmålet. Den slutliga bedömningen om 3,5 procent omfattar 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 reallt 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 reallt. Det medelsiktiga målet är lägre än det långsiktiga, då fonden anser det vara svårt att bibehålla 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.

Fjärde AP-fondens avkastningsmål har reviderats två gånger under de senaste åren. År 2017 reviderades målet från 4,5 procent till 4 procent med motiveringen att avkastning, i synnerhet på räntebärande tillgångar, förväntades bli lägre framgent samt att nackdelen för pensionssystemet av att öka risken i tillgångsportföljen för att kompensera för den lägre förväntade avkastningen översteg nyttan av det avkastningsbidrag som i så fall kunde förväntas. Samtidigt infördes även ett medelfristigt mål om 3 procent, vilket genomfördes 2018 och har varit oförändrat sedan dess. År 2021 reviderades det långsiktiga målet ytterligare, från 4 procent till 3,5 procent, med motiveringen att avkastning på samtliga tillgångar förväntades bli lägre i ljuset av låga räntor och en längre anpassningsperiod till ett normalläge. Givet pensionssystemets starka balansräkning, i kombination med allt kortare återstående tid av utflöden från systemet ansågs det bättre att sänka målet något än att öka risknivån i investeringsportföljen.

Som framgår ovan skedde två revideringar med 0,5 procentenheter under en relativt kort tidsperiod. Det var dock redan 2017 diskussion om att revidera ned målet med en hel procentenhet. Anledningen till att ingen större revidering genomfördes, utan i stället delades upp i två revideringar,



var att trösklarna för att revidera målet är höga och att Fjärde AP-fonden Skr. 2023/24:130 föredrar en stegvis justering av större förändringar.

#### *Uppföljning av Fjärde AP-fondens avkastningsmål*

I tabell 6.14 redovisas genomsnittlig avkastning för hela perioden 2001–2023, för den senaste tioårsperioden 2014–2023 samt för den senaste femårsperioden 2019–2023. 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

	2001–2023 <sup>1</sup>	2014–2023	2019–2023
Genomsnittlig nominell avkastning	6,7	8,5	8,9
Genomsnittlig real avkastning	4,6	5,6	4,3
Långsiktigt avkastningsmål (real) (40 år)	3,5		
Medelfristig avkastningsmål (real) (10 år)		3,0	3,0

Not 1: Tidsperioden gäller fr.o.m. den 1 juli 2001.

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

I tabellen framgår att fondens genomsnittliga avkastning efter kostnader uppgick till 8,9 procent under den senaste femårsperioden och 8,5 procent under den senaste tioårsperioden. För hela perioden 2001–2023 har Fjärde AP-fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 6,7 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 4,3 procent under den senaste femårsperioden (2019–2023), 5,6 procent under den senaste tioårsperioden (2014–2023) och 4,6 procent för hela perioden 2001–2023. Fjärde AP-fonden har uppnått styrelsens långsiktiga avkastningsmål under samtliga nämnda perioder.

#### *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 valuta-exponering.

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.

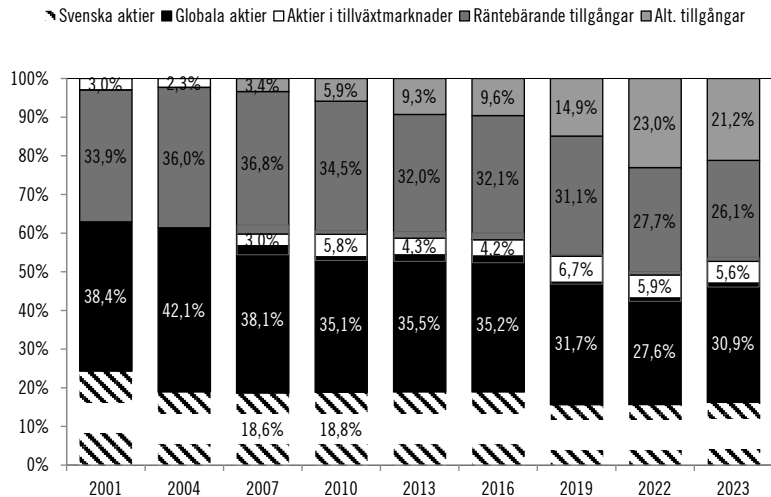
Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi baseras på fondens särdrag som långsiktig investerare med stora frihetsgrader och stort kapital.

Fjärde AP-fondens portfölj bestod vid 2023 års slut av 53 procent aktier, 26 procent räntebärande tillgångar, och 21 procent alternativa investeringar. Under 2023 skiftade fondens faktiska allokering främst till aktier (+3,6 procentenheter) inom segmentet globala aktier. Denna utveckling är delvis en konsekvens av taktiska omallokeringar. Den ökade aktieexponeringen är delvis en konsekvens av taktiska omallokeringar, men också av den relativt svagare utvecklingen i marknadsvärde i övriga tillgångsslag under året.

Under 2022 införde Fjärde AP-fonden det nya tillgångsslaget defensiva aktier som utgör ca 5 procent av den dynamiska normalportföljen. Den nya tillgångsklassen 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).

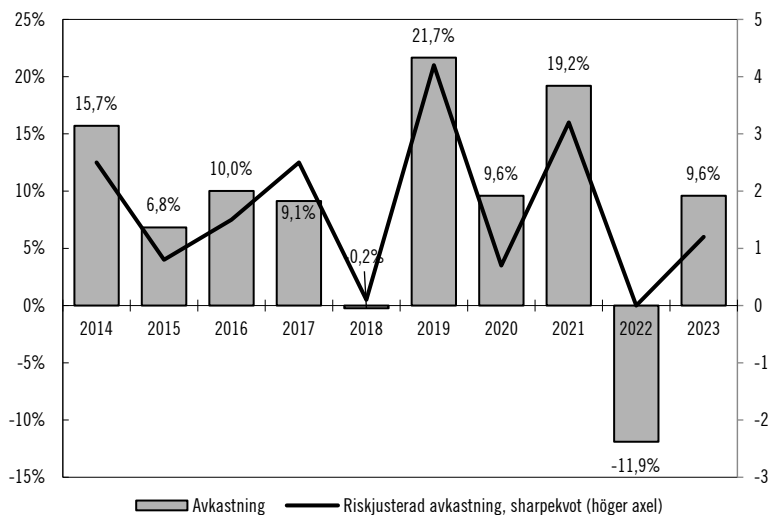
### Riskjusterad avkastning

I figur 6.11 redovisas Fjärde AP-fondens totala avkastning efter kostnader samt den riskjusterade avkastningen under den senaste tioårsperioden, 2014–2023. 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. Skr. 2023/24:130  
 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



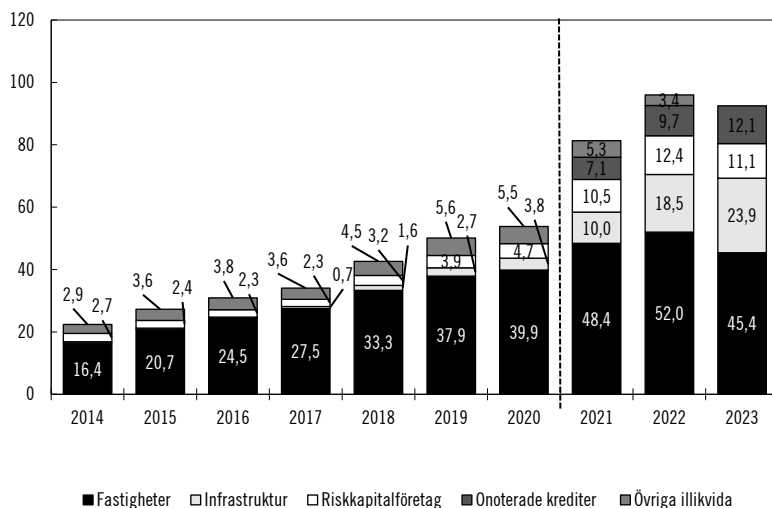
Källa: Fjärde AP-fonden.

### Utveckling av illikvida tillgångar

Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar har gått från att utgöra knappt 8 procent av det totala fondkapitalet 2014 till 18,5 procent 2023. De illikvida tillgångarna består framför allt av fastigheter och infrastruktur (45,4 miljarder kronor respektive 23,9 miljarder kronor 2023). Det bör noteras att värdetförändringar 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 2014–2023**

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 2023 till 281 miljoner kronor. Fondens rörelsekostnader har under perioden 2019–2023 ökat med ca 50 miljoner kronor. Under 2023 ökade rörelsekostnaderna med 22 miljoner kronor.

De externa förvaltningskostnaderna uppgick till 118 miljoner kronor för 2023, vilket var en minskning med 22 miljoner kronor från föregående år. Under perioden 2019–2023 ökade de externa förvaltningskostnaderna med 21 miljoner kronor. Avgifterna på externa mandat baseras på förvaltat volym, vilket innebär att de externa förvaltningskostnaderna minskar när värdet på förvaltat kapital minskar.

**Tabell 6.15 Fjärde AP-fondens kostnader och antal anställda**

Miljoner kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Interna kostnader	231	246	247	259	281
Personalkostnader	136	155	154	147	162
Lokalkostnader	11	11	11	16	12
Köpta tjänster	17	11	12	13	11
Informations- och datakostnader	58	62	63	74	87

	2019	2020	2021	2022	2023
Övrigt	9	7	7	9	9
Externa förvaltningskostnader <sup>1</sup>	139	138	158	140	118
<b>Summa</b>	<b>370</b>	<b>384</b>	<b>405</b>	<b>399</b>	<b>399</b>
Förvaltningskostnadsandel %	0,10	0,09	0,08	0,08	0,08
Antal anställda <sup>2</sup>	53	65	67	67	76
Antal kvinnor/män	20/33	26/39	26/41	25/42	29/47
Andel kvinnor %	38	40	39	42	38

Not 1: Exklusive prestationsbaserade arvoden.

Not 2: Vid årets slut. Antalet inkluderar även visstidsanställda studenter. Medeltal anställda omräknat till heltidstjänster under 2023 var 66 personer.

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar.

### Hållbarhet

Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete styrs av fondens hållbarhetspolicy som anger övergripande riktlinjer och strategier för arbetet. Policyn revideras och fastställs årligen av styrelsen. Hållbarhetsarbetet är integrerat i alla delar av organisationen och det löpande förvaltningsarbetet. Fonden har fem olika implementeringsstrategier för sitt hållbarhetsarbete: 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 är oförändrade sedan föregående år.

Under 2023 har Fjärde AP-fonden utvidgat arbetet inom ramen för sina implementeringsstrategier. Fonden har uppdaterat sin tematiska hållbarhetsanalys i syfte att skapa en bättre förståelse för hållbarhetstrender. Inom ramen för fokusområdet klimat och miljö har fonden framför allt arbetat med frågor som rör biologisk mångfald, bl.a. genom att identifiera verktyg och analysmodeller för att kunna implementera sådana överväganden i investeringsbeslut. Fjärde AP-fonden har även genomfört tematiska investeringar till ett belopp av 7,6 miljarder kronor (7,4 miljarder kronor 2022). Dessa gjordes framför allt i den onoterade portföljen, t.ex. inom områdena hållbar infrastruktur och förnyelsebar energi.

Fjärde AP-fonden röstade under 2023 på 131 svenska och 1 216 utländska bolagsstämmor (2022: 125 respektive 1 267 stämmor). Det motsvarar 74 respektive 100 procent av antalet svenska och utländska bolag i den noterade portföljen. Under 2023 deltog Fjärde AP-fonden även i 56 svenska valberedningar (2022: 46 valberedningar).

Fonden har fastställt elva övergripande hållbarhetsmål. Av dessa är fem mål relaterade till fokusområdet klimat och miljö, medan övriga mål är relaterade till området ägarstyrning. Målen är i allt väsentligt oförändrade sedan föregående år. En majoritet av målen är definierade mot kvantitativa mätetal och samtliga målsättningar är en kombination av aktivitets- (t.ex. att genomföra ett antal aktiviteter) och resultatmål (t.ex. att uppnå ett visst utfall). Målen är huvudsakligen av medel- eller långfristig karaktär. I den

mån kortfristiga gränsvärden formulerats för 2023 bedöms målen vara uppfyllda.

I tabell 6.16 redovisas Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och resultat för 2023. Som jämförelse redovisas även resultat för 2022.

**Tabell 6.16 Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål**

Hållbarhetsmål		Resultat		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
Fokusområde: Klimat och miljö				
1	Bidra till minskningen av globala klimatutsläpp i enlighet med Parisavtalet. Halvera portföljens CO2e-utsläpp 2030 (jämfört med 2020 års nivå) och nå nettollutsläpp senast 2040.	1. Förändring koldioxidutsläpp under året (procent) 2. Förändring koldioxidutsläpp sedan 2010 (procent)	1. -3 2. -61	1. -11 2. -65
2	Göra investeringar som minskar klimatriskerna i portföljen.	1. Koldioxidutsläpp som andel av globalt aktieindex (procent) 2. Koldioxidintensitet som andel av globalt aktieindex (procent)	1. 45 2. 40	1. 41 2. 41
3	Göra proaktiva investeringar som bidrar till och drar fördel av klimatomställning.	Genomförda investeringar	Målet uppnått. 7,4 mdkr i nya hållbarhetsinvesteringar.	Målet uppnått. 7,6 mdkr i nya hållbarhetsinvesteringar.
4	Utvärdera möjliga förvaltningsstrategier baserat på kartlagda indikatorer.	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått
5 <sup>1</sup>	Påverka för klimatomställning.	1. Förändring koldioxidutsläpp, portföljmix (procent)	1. - 2. -	1. -9 2. -2

Hållbarhetsmål		Resultat		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
		2. Förändring koldioxidutsläpp, bolagens utsläpp (procent)		
Fokusområde: Ägarstyrning				
6	Arbeta aktivt i valberedningar i kraft av ägarandel.	1. Antal valberedningar	1. 47 2. 92	1. 56 2. 93
		2. Andel av valberedningar där fonden erbjudits delta (procent)		
7	Intervjua hela eller delar styrelsen vid styrelseutvärderingar.	Genomförda intervjuer	Målet uppnått	Målet uppnått
8	Arbeta för ökad mångfald i styrelserna, särskilt med avseende på jämnare könsfördelning.	Andel kvinnor av nyvalda ledamöter (procent)	39	54
9	Utöva rösträtten vid svenska stämmor.	1. Antal svenska stämmor där fonden röstat	1. 125 2. 88	1. 131 2. 74
		2. Andel stämmor där fonden röstat (procent av totalt innehav)		
10	Utöva rösträtten vid utländska stämmor.	Antal utländska stämmor där fonden röstat	1. 1 267 2. 100	1. 1 216 2. 100
		2. Andel stämmor där fonden röstat		

Hållbarhetsmål		Resultat		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
		(procent av totalt innehav)		
11	Stötta initiativ som verkar för aktieägares rättigheter och bolagens arbete med hållbarhet.	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått

Not 1: Uppdaterat mål 2023.

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 2023. 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 2023 bl.a. granskat Fjärde AP-fondens interna styrning och kontroll samt efterlevnad av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare (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 regeringens förväntningar på fonden.



*Sammanfattning*

Sjätte AP-fonden är till skillnad från Första–Fjärde AP-fonderna en sluten fond. Det innebär att Sjätte AP-fonden inte ska hantera nettoflöden mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet. Fondens uppdrag regleras i lagen om Sjätte AP-fonden. Fondens mål är att skapa långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning genom investeringar på den onoterade riskkapitalmarknaden. Styrelsen beslutade under 2020 att från och med 2021 använda ett nytt avkastningsmål. Målet syftar till att utvärdera fondens prestation relativt en marknad av onoterade tillgångar globalt, och kommer huvudsakligen utvärderas över rullande femårsperioder.

Avkastningen för 2023 uppgick till 3,0 procent. Den genomsnittliga avkastningen efter kostnader över fem år uppgick till 15,3 procent. Därmed uppfyllde Sjätte AP-fonden sitt långsiktiga avkastningsmål som uppgick till 11,4 procent under samma period.

**Tabell 6.17 Sjätte AP-fondens resultat**

Miljarder kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Ingående fondkapital	34,7	37,5	45,2	67,3	68,6
Årets resultat	2,9	7,6	22,2	1,3	2,1
Utgående fondkapital	37,5	45,2	67,3	68,6	70,7
Årets förändring, mdkr	2,8	7,7	22,1	1,3	2,1
<i>Procent</i>					
Avkastning efter kostnader	8,2	20,4	49,1	1,9	3,0

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 från och med årets utvärdering. Sjätte AP-fonden har i likhet med föregående år haft fokus på områdena klimat, jämställdhet och mångfald samt mänskliga rättigheter i sitt hållbarhetsarbete. Fonden har fastställt elva hållbarhetsmål som i huvudsak är oförändrade sedan föregående år. Målen är av kort-, medel- eller långfristig karaktär. I den mån gränsvärden formulerats för 2023 bedöms målen vara uppfyllda.

*Fondkapital och resultat*

Sjätte AP-fondens resultat uppgick till 2,1 miljarder kronor 2023, jämfört med 1,3 miljarder kronor året innan. Detta motsvarar en nominell avkastning på 3,0 procent, jämfört med 1,9 procent året innan. Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet ökat med 60,3 miljarder kronor, från 10,4 miljarder kronor till 70,7 miljarder kronor. Detta motsvarar en total värdetillväxt sedan starten på ca 580 procent och en årlig genomsnittlig tillväxt på 7,3 procent.

Under 2023 uppgick Sjätte AP-fondens totala avkastning till 3,0 procent, eller 2,1 miljarder kronor, efter kostnader. Största positiva bidragen till avkastningen kom från buyout co-investeringar (2,5 miljarder kronor)

och buyout fond-investeringar (0,7 miljarder kronor). Valutasäkringar bidrog 2023 positivt (0,2 miljarder kronor). Största negativa bidraget till avkastningen kom från venture/growth (-1,4 miljarder kronor).

#### *Sjätte AP-fondens avkastningsmål*

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.

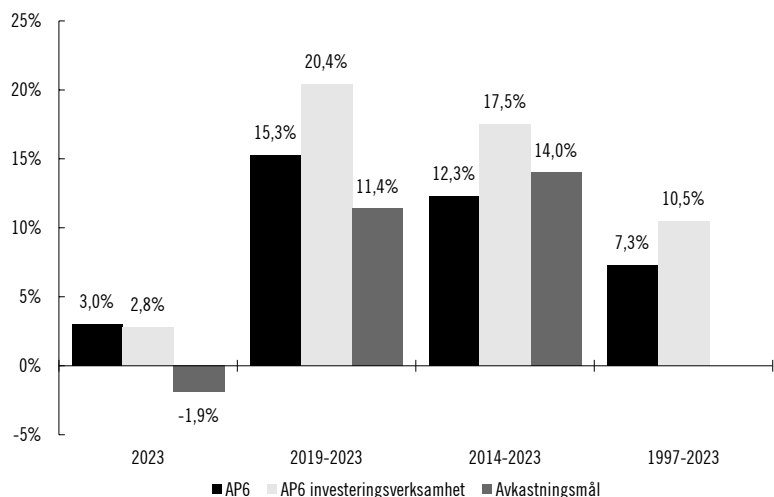
Sjätte AP-fondens mål är att fonden genom sin inriktning mot onoterade tillgångsdrag ska hålla en hög långsiktig avkastning, med en balanserad totalrisk för portföljen. Sjätte AP-fondens ambitionsnivå är dock, enligt fonden, att skapa högre avkastning än median i marknaden. Sjätte AP-fondens mål är till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

#### *Uppföljning av Sjätte AP-fondens avkastningsmål*

I figur 6.13 redovisas genomsnittlig avkastning för hela perioden 1997–2023, för den senaste tioårsperioden 2014–2023, för den senaste femårsperioden 2019–2023 samt för 2023. 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



Avkastningen för 2023 uppgick till 3,0 procent. Fondens genomsnittliga avkastning efter kostnader var 15,3 procent under den senaste femårsperioden och 12,3 procent under den senaste tioårsperioden. Jämförelseindexet avkastade -1,9 procent 2023, 11,4 procent i genomsnitt per år under perioden 2019–2023 och 14,0 procent i genomsnitt per år under perioden 2014–2023. 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 är sluten och inte är en del av flödet inom inkomstpensionssystemet i övrigt.

#### *Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet*

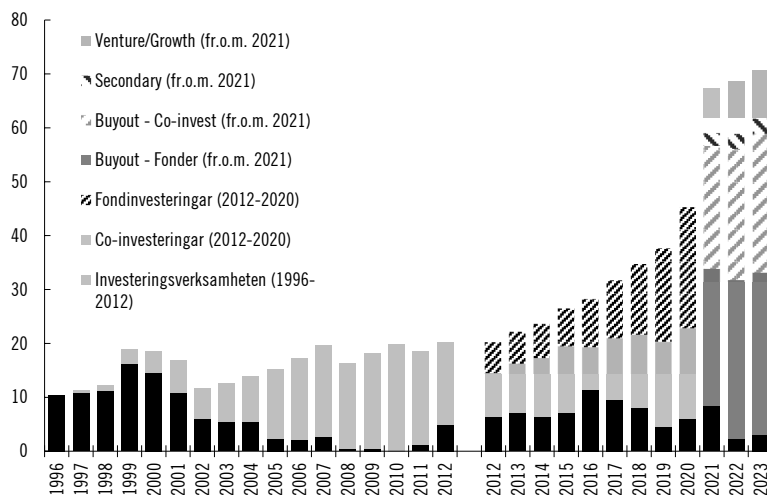
Investeringsverksamheten, som utesluter fondens likviditetsförvaltning, ökade under året och uppgick vid årsskiftet till 67,7 miljarder kronor, vilket motsvarar 96 procent av det totala kapitalet. Resultatet för investeringsverksamheten uppgick 2023 till 1,85 miljarder kronor.

År 2020 fastställde Sjätte AP-fondens styrelse en ny långsiktig strategisk inriktning mot 2030 som styr mot en allokering inom buyout, venture/growth och secondary<sup>9</sup>. Redovisningen av segmenten venture/growth och secondary var ny 2021. Inom buyout är allokeringen en kombination av fondinvesteringar och co-investeringar. Den långsiktiga strategiska inriktningen som antogs 2020 innebar ingen kursändring från den strategiomläggning som skett från 2013. I den ändrade strategin från 2011 har tidigare direktinvesteringar successivt ersatts av co-investeringar i mer mogna onoterade bolag.

Marknadsvärdet av co-investeringarna 2023 uppgick till 25,7 miljarder kronor. Marknadsvärdet av fondinvesteringarna 2023 uppgick till 30,1 miljarder kronor. Marknadsvärdet av venture/growth och secondary uppgick 2023 till 9,1 miljarder respektive 2,8 miljarder kronor. Buyoutsegmentet omfattar 79 procent (varav co-investeringar 36 procentenheter och fondinvesteringar 43 procentenheter), venture/growth omfattar 13 procent och secondary omfattar 4 procent av investeringsverksamhetens förvaldade kapital som uppgår till totalt 96 procent av fondkapitalet.

<sup>9</sup> 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.

Totala tillgångar, miljarder kronor



Not 1: 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).

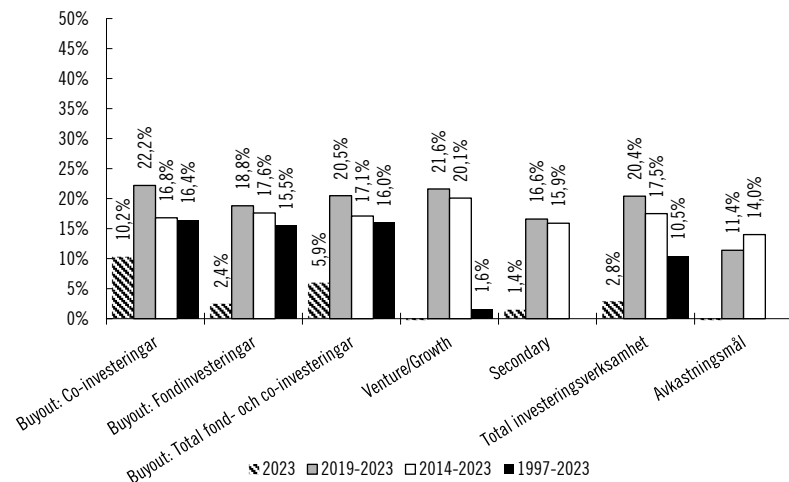
Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet drivs utifrån en portföljstrategi som kan skapa en hög riskjusterad avkastning på portföljnivå där de olika segmenten varierar i avkastningen mellan olika år. Investeringsinriktningen är främst mogna bolag och under 2023 drevs avkastningen i första hand av segmentet buyout som utgör en majoritet av det förvaldade kapitalet i fonden. Buyout-segmentet, som motsvarar mogna bolag, genererade 2023 en avkastning om 5,9 procent (avkastningen kom framför allt från co-investeringar som avkastade 10,2 procent medan fondinvesteringar avkastade 2,4 procent). Det mogna marknadssegmentet har generellt sett haft en bra avkastning under perioden 1997–2023, vilket var 16,0 procent för buyout-segmentet, (16,4 procent för co-investeringar och 15,5 procent för fondinvesteringar). För tioårsperioden (2014–2023) uppgick avkastningen till 17,1 procent (16,8 procent för co-investeringar och 17,6 procent för fondinvesteringar). För femårsperioden (2019–2023) var motsvarande siffror 20,5 procent (22,2 respektive 18,8 procent för co-investeringar och fondinvesteringar).

Venture/growth-segmentet, som motsvarar bolag i tidig fas, genererade en negativ avkastning om 13,9 procent. Det var betydligt lägre än samtliga övriga segment 2023 och betydligt lägre jämfört med föregående års 5,2 procent eller 2021 års 110,6 procent. Sedan fondens start har venture/growth-segmentet i jämförelse avkastat 1,6 procent årligen. För tioårsperioden (2014–2023) avkastade venture/growth 20,1 procent årligen och för femårsperioden (2019–2023) 21,6 procent årligen. Trots en nedgång under 2023 har venture/growth-delen av Sjätte AP-fondens förvaldade kapital under senaste fem- och tioårsperioden haft högst

procentuell avkastning, mycket på grund av den starka venture-marknad som rådde 2020–2021. Skr. 2023/24:130

Secondary-segmetet, som motsvarar andrahandshandel med av andra investerare redan ingångna investeringsavtal, avkastade 1,4 procent och 16,6 procent för femårsperioden (2019–2023) samt 15,9 procent för tioårsperioden (2014–2023).

**Figur 6.15 Sjätte AP-fondens resultat och fondkapital per affärsområde**  
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. Under 2023 har valutasäkringar liksom under 2022 tagit en betydande del av likviditetsbufferten i anspråk. Förvaltningen ska ske med tillfredsställande riskspridning.

En del av likviditetsförvaltningen utgörs av den korta betalningsberedskapen. Denna del utgörs främst av kapital på fondens bankkonton och uppgår till ca 1–3 månaders nettoutflöden inom investeringsverksamheten. Belopp överstigande den löpande betalningsberedskapen placeras i externa fonder. Eftersom 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.

Till följd av att valutasäkringar tagit en betydande del av likviditetsbufferten i anspråk fanns i stort sett inga medel placerade i likviditetsförvaltningen vid utgången av 2023. Likviditetsportföljen minskade under året och uppgick vid årsskiftet till 1,1 miljarder kronor. Posten inkluderar fr.o.m. 2022 värdet på valutaterminer och övriga poster. Resultatet för likviditetsförvaltningen uppgick till 134 miljoner kronor och hade en marginellt positiv inverkan på resultatet 2023.

### *Kostnader*

Sjätte AP-fondens interna kostnader (rörelsekostnader) uppgick för 2023 till 104 miljoner kronor. Sett till hela perioden 2019–2023 så har rörelsekostnaderna ökat från 95 till 104 miljoner kronor.

Externa förvaltningskostnader för den onoterade verksamheten ingår inte i tabellen.

**Tabell 6.18 Sjätte AP-fondens kostnader**

Miljoner kronor

	2019	2020	2021	2022	2023
Interna kostnader	95	89	98	104	104
Personalkostnader	66	67	73	76	78
Lokalkostnader	9	6	6	6	7
Köpta tjänster	3	2	6	11	9
Informations- och datakostnader	4	4	5	6	7
Övrigt	12	10	8	5	3
Externa förvaltningskostnader <sup>1</sup>	0	0	0	0	0
<b>Summa</b>	<b>95</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>104</b>	<b>104</b>
Antal anställda <sup>2</sup>	30	31	32	34	32
Antal kvinnor/män	17/13	18/13	15/17	16/18	16/16
Andel kvinnor %	57	58	47	47	50

Not 1: Exklusive prestationsbaserade arvoden.

Not 2: Vid årets slut.

Källa: Sjätte AP-fondens årsredovisningar.

### *Hållbarhet*

Sjätte AP-fonden integrerar hållbarhet i förvaltningen 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 är oförändrade sedan föregående år.

Under 2023 har Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete utvecklats vidare baserat på fondens övergripande hållbarhetstänk och målsättningar. Sjätte AP-fonden har bl.a. breddat sin väsentlighetsanalys i enlighet med principen om dubbel väsentlighet<sup>10</sup> och utvecklat metodiken för att främja respekten för mänskliga rättigheter inom investeringsverksamheten. Därutöver har fonden också utvecklat och formaliserat sitt samarbete med övriga AP-fonder, exempelvis i frågor om hållbarhetsrapportering.

Sjätte AP-fonden har fastställt elva hållbarhetsmål som i huvudsak är oförändrade sedan föregående år. Målen är relaterade till fondens huvud- och fokusområden och därmed kategoriserade i fem grupper. Samtliga mål utom ett är definierade mot kvantitativa måttetal och det är en kombination av aktivitets- (t.ex. att genomföra ett antal aktiviteter inom en given tidsperiod) och resultatmål (t.ex. att uppnå ett visst resultat). Målen är av kort-, medel- eller långfristig karaktär. I den mån kortfristiga gränsvärden formulerats för 2023 bedöms målen vara uppfyllda.

I tabell 6.19 redovisas Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och resultat för 2023. Som jämförelse redovisas även resultat för 2022.

**Tabell 6.19 Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål**

Hållbarhetsmål		Målpuppfyllelse		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
Huvudområde: ESG-integrering				
1	Positiv trend i årlig ESG-utvärdering i förändring av betygsättning bland förvaltare.	Förändring av betygsättning (procent)	+2 i hela portföljen och +1 i befintliga innehav	+1 i hela portföljen och +3 i befintliga innehav (med ett totalt resultat om 85 procent)
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	Resultat inom första decilgruppen i PRI:s årliga utvärdering	Betyg i PRI:s utvärdering	Inget betyg (rapportering inställd)	Policy: 5/5 Indirekta private equity-investeringar: 4/5

<sup>10</sup> Principen om dubbel väsentlighet innebär att hänsyn tas både till hur fondens investeringar påverkas av hållbarhetsrisker/möjligheter och till hur fonden genom sina innehav påverkar människa och miljö.

Hållbarhetsmål		Måluppfyllelse		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
				Förtroende- skapande åtgärder: 4/5
4	Samtliga signifikanta minoritetsinvesteringar ska ha en handlingsplan för hållbarhet.	Andel av innehav (procent)	100	100
Huvudområde: Transparens				
5	Förvaltare motsvarande 100 procent av investerat kapital ska hållbarhetsrapportera (enligt relevant rapporteringsstandard, t.ex. PRI eller GRI) till 2025	Andel av investerat kapital (procent)	78	84
6	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)	63	75
Fokusområde: Klimat				
7	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)	47	59
8	Innehav motsvarande a) 65 procent (2025) och b) 100 procent (2030) av förvaltad kapital ska redovisa växthusgasutsläpp.	Andel av investerat kapital (procent)	52	70
Fokusområde: Jämställdhet och mångfald				
9	Jämställd fördelning mellan kvinnor och män hos förvaltaren, a) i investerings-team (2025) och b) på partnernivå (2030). Jämställdhet definieras som minst 40 procent representation av den underrepresenterade gruppen.	Andel av den underrepresenterade gruppen (procent)	a) 27 b) 14	a) 29 b) 17
10	10 procent årlig ökning mot föregående år av representationen av den underrepresenterade gruppen (i syfte att nå mål nr 9).	Förändring i procent mot föregående år a) investerings-team b) partnernivå	a) 0 b) 17	a) 7 b) 10
Fokusområde: Mänskliga rättigheter				



Hållbarhetsmål		Måloppfyllelse		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
11	Processmål: Ökad förståelse av nuläge samt ökad kunskap och medvetenhet inom området till 2023.  Metod: Fortsatt kartläggning, förkovring samt interna och externa dialoger.	Aktiviteter	Initial kartläggning och undersökning av området	Kartläggning, utbildning, rundabordsamtal och bransch-samarbete <sup>1</sup>

Not 1: För 2024 och framåt har Sjätte AP-fonden utvecklat en kvantitativ målsättning.

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 2023. 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 2023 bl.a. granskat Sjätte AP-fondens interna styrning och kontroll samt efterlevnad av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare (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 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. Portföljens sammansättning och riskprofil visar att under ytterligare ett utmanande år klarar fonden att skapa ett positivt resultat på totalnivå även om olika delportföljer varierar i avkastning. Styrelsen konstaterar vidare att även under 2023 har en omfattande likviditet använts för att uppfylla det lagstadgade valutasäkringskravet. Lagkravet resulterar i en likviditetsrisk vilket kraftigt reducerar möjligheten att genomföra nya co-investeringar. Vidare noterar styrelsen att Sjätte AP-fonden har fortsatt att utveckla 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 fondens investeringsverksamhet och hållbarhetsarbete har utvecklats mycket väl under 2023 trots utmanande förutsättningar, vilka primärt relaterar till ej ändamålsenliga lagkrav.

**Regeringens bedömning:** Sjunde AP-fonden har uppfyllt sin roll inom premiepensionssystemet. Den kapitalviktade avkastningen har sedan 2001 varit högre än inkomstpensionens utveckling och 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 regeringens förväntningar på fonden.

### Skälen för regeringens bedömning

#### *Sammanfattning*

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 förvaltsalternativ (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. Sjunde AP-fonden har uppnått detta mål. Under perioden 2000<sup>11</sup>–2023 uppgick den kapitalviktade<sup>12</sup> avkastningen för Sjunde AP-fonden till 10,4 procent per år, vilket är 7,2 procentenheter högre än inkomstpensionens avkastning under samma period (3,2 procent per år). Sjunde AP-fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan 2001 har samtidigt uppgått till 7,8 procent per år, vilket överstiger avkastningen för de privata fonderna i premiepensionssystemet som ökat med i genomsnitt 5,3 procent per år under samma period, i tidsviktad avkastning<sup>13</sup>.

Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har sänkts i flera steg under perioden 2012–2022 och uppgick under 2023 till 0,05 procent respektive 0,04 procent av förvaltad kapital, oförändrat sedan 2022. Detta kan jämföras med den genomsnittliga förvaltningsavgiften för de omkring 450 fonder som ingick i premiepensionssystemet vid 2023 års slut uppgick fortsatt till 0,20 procent (0,20 procent 2022).<sup>14</sup>

Sedan den 1 januari 2023 har Sjunde AP-fonden i likhet med övriga AP-fonder ett lagstadgat mål om föredömlig förvaltning. En stor del av fondens hållbarhetsarbete sker inom ramen för tre parallella treåriga fördjupningsteman. Under 2023 har temaområdena varit avskogning och biologisk mångfald, universell ägarstyrning och styrelseansvar. Sjunde AP-fonden har fastställt elva övergripande hållbarhetsmål som uppdaterats under året. Samtliga mål som har gränsvärden för 2023 bedöms vara uppfyllda.

<sup>11</sup> Sedan december 2000.

<sup>12</sup> Kapitalviktad avkastning anger genomsnittlig årlig utveckling för en genomsnittlig sparares konto och kan jämföras med utvecklingen för inkomstpensionen.

<sup>13</sup> Tidsviktad årsavkastning visar årlig avkastning på en krona som satts in i början på perioden. Hänsyn har inte tagits till om kapitalets storlek förändrats under perioden.

<sup>14</sup> Den kapitalviktade avgiften (exklusive Sjunde AP-fonden).

Under 2023 genererade Sjunde AP-fonden en avkastning på 18,4 procent<sup>15</sup>. AP7 Aktiefonds avkastning 2023 var 19,9 procent efter kostnader, och AP7 Räntefonds avkastning var 5,3 procent efter kostnader.

Sjunde AP-fondens förvaldade kapital har växt från 65 miljarder kronor 2001 till 1 105,6 miljarder kronor vid utgången av 2023, vilket innebär att fondens portföljvärde motsvarar mer än hälften (ca 57 procent) av det samlade värdet i Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna. Av beloppet uppgick AP7 Aktiefond till 992,0 miljarder kronor och AP7 Räntefond till 113,6 miljarder kronor, vid utgången av 2023.

Sjunde AP-fondens högre tillväxt i termer av kapital jämfört med Första–Fjärde AP-fonderna är delvis ett resultat av stora inflöden. Under 2023 var det fortsatt stora inflöden, 45,9 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 ca 13,1 miljarder kronor under samma period. Ökningen av det totala förvaldade kapitalet förklaras, utöver nettoinflöde på 32,8 miljarder kronor, av en positiv värdeutveckling under året till följd av uppgångar på de globala aktiemarknaderna, samt fallande räntor. Vid utgången av 2023 förvaldade Sjunde AP-fonden 50,7 procent av medlen i premiepensionssystemet för omkring 5,5 miljarder kronor pensionssparare. Trenden med procentuell förskjutning av antalet sparare och kapital till AP7 Såfa fortsatte 2023. Detta är bl.a. en följd av att flera yngre sparare inte gör egna fondval, samt att kapitalet från avslutade fonder oftast går till förvalet. Sedan 2001 har Sjunde AP-fondens andel av det totala premiepensionssystemet ökat med totalt 20,4 procentenheter.

#### *Sjunde AP-fondens avkastningsmål*

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. De risk-

<sup>15</sup> Avkastningen för den genomsnittliga AP7-spararen 2023 var 18,4 procent, med majoriteten (ca 95 procent) av spararna i AP7 Såfa.

höjande inslagen utgörs av flera delar och syftar till att jämna ut risktagandet över tid och som ett instrument att öka risk och förväntad avkastning till en nivå som tillgodoser pensionslösningens övergripande mål. De riskhöjande inslagen utgörs bl.a. av hävstång, en ökad allokering till tillväxtmarknadsaktier och mindre bolag, samt olika former av riskpremieexponeringar. 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 är att överträffa sitt jämförelseindex, medan det för AP7 Räntefond är att följa sitt jämförelseindex.

#### *Uppföljning av Sjunde AP-fondens avkastningsmål*

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. Under perioden 2000<sup>16</sup>–2023 uppgick den kapitalviktade avkastningen för Sjunde AP-fonden till 10,4 procent per år, vilket är 7,2 procentenheter högre än inkomstpensionens avkastning under samma period (3,2 procent per år), och översteg därmed målet om minst 2 procentenheters överavkastning jämfört med inkomstpensionen.

Sjunde AP-fondens avkastning kan även jämföras med den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna på Pensionsmyndighetens fondtorg. Under perioden 2001–2023 har Sjunde AP-fonden<sup>17</sup> i genomsnitt avkastat 2,5 procent mer än de privata fonderna per år (7,8 procent för Sjunde AP-fonden jämfört med 5,3 procent per år för de privata fonderna, i tidsviktad avkastning). Sedan den nuvarande förvaltningsmodellen infördes i maj 2010 och t.o.m. 2023 uppgår avkastningen i Sjunde AP-fonden till 13,3 procent per år, jämfört med de privata fondernas avkastning om 8,9 procent per år (se tabell 6.20). 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 2019–2023 avkastade AP7 Aktiefond årligen 15,6 procent, vilket är något högre än fondens jämförelseindex som avkastade 15 procent årligen under samma period. Den genomsnittliga avkastningen under 2019–2023 för AP7 Räntefond uppgick till -0,2 procent, vilket är något lägre än fondens jämförelseindex (-0,1 procent) under samma period.

<sup>16</sup> Sedan december 2000.

<sup>17</sup> Avser det samlade kapitalet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond.

**Tabell 6.20 Utveckling för förvalsalternativet AP7 Såfa maj 2010–2023 och 2001–2023**

Skr. 2023/24:130

Procent

	2000–2023	2010–2023 <sup>3</sup>	2023
AP7 (PSF och Såfa) <sup>1</sup>	7,8	13,3	18,4
Privata fonder i premiepensionssystemet <sup>2</sup>	5,3	8,9	16,7
Avkastning för inkomstpensionen	3,2		

Not 1: Utgörs av PSF (Premiesparfonden) januari 2001–maj 2010 och Såfa maj 2010–december 2023.

Not 2: I SEK men inte valutasäkrad. Genomsnittlig avkastning för fonderna i premiepensionssystemet (exklusive Sjunde AP-fondens produkter).

Not 3: Geometriskt snitt av den årliga avkastningen den 24 maj 2010–31 dec 2023.

Källa: Sjunde AP-fondens årsredovisning.

### AP7 Aktiefond

AP7 Aktiefond har en global inriktning. I förvaltningen av AP7 Aktiefond används normalt hävstångsteknik för att öka risk och förväntad avkastning. Marknadsrisken i fonden tillåts vara inom intervallet 0,9–1,6 gånger marknadsrisken i fondens referensportfölj (MSCI All Country World Index [Gross]). AP7 Aktiefond har 99 procent av placeringarna utanför Sverige och valutasäkrar normalt inte utländska tillgångar. Det innebär att valutarörelser på kort sikt kan få stor påverkan på fondens utveckling. De diversifierande inslagen utgörs av flera olika delar och styrs genom av styrelsen beslutade riskintervall för respektive portföljkomponent. Dessa uttrycks som andel av totalportföljen: globala aktier 90–135 procent, tillväxtmarknader 2–10 procent, faktorpremier 3–10 procent, småbolag 1–10 procent, riskkapitalföretag (private equity) 1–6 procent och alternativa strategier 0–10 procent. AP7 Aktiefond har även aktiv förvaltning på utvalda marknader med fokus på kort till medellång sikt. Av fonden förvaltas 99 procent externt. Vid 2023 års slut uppgick det förvaltade kapitalet till 992,0 miljarder kronor (814,0 miljarder kronor 2022). Fondens totalavkastning uppgick under 2023 till 19,9 procent (-9,9 procent 2022).

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.
- Anpassning av fondens risknivå och riskinnehåll över tid med hjälp av en systematisk riskhantering – riskramverk.

Tillämpning av hävstång i förvaltningen gör att placeringsutrymmet är större än fondkapitalet. AP7 Aktiefonds hävstångsnivå uppgick vid utgången av 2023 till 15,0 procent (15,2 procent vid utgången av 2022).

**Tabell 6.21 Avkastning efter kostnader AP7 Aktiefond**

Procent per år

	2019	2020	2021	2022	2023
AP7 Aktiefond	36,2	4,7	34,1	-9,9	19,9
Jämförelseindex	33,5	2,2	31,2	-5,6	18,8
<b>Differens</b>	<b>+2,7</b>	<b>+2,5</b>	<b>+2,9</b>	<b>-4,3</b>	<b>+1,1</b>

Källa: Sjunde AP-fondens årsredovisning.

Totalavkastningen för AP7 Aktiefond var 19,9 procent under 2023, vilket var 1,1 procentenheter bättre än jämförelseindex (se tabell 6.21).

### AP7 Räntefond

Det förvaltade kapitalet i AP7 Räntefond uppgick till 113,6 miljarder kronor vid 2023 års slut (91,2 miljarder kronor 2022). Under 2023 uppgick avkastningen till 5,3 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), och får avvika från jämförelseindex genom investering i gröna obligationer som uppfyller Sjunde AP-fondens kriterier för hållbarhet och lönsamhet. Utifrån målet har Sjunde AP-fondens styrelse beslutat om räntefondens strategiska inriktning. Strategin är att placera fondens tillgångar i svenska ränterelaterade finansiella instrument med låg kreditrisk så att den genomsnittliga räntebindningstiden normalt är tre år. Placeringarna görs genom intern förvaltning. Detta innebär att placeringarna vid 2023 års slut i huvudsak utgjordes av svenska säkerställda obligationer och gröna obligationer. Den modifierade durationen i portföljen var ca 2,8 procent vid utgången av 2023.

**Tabell 6.22 Avkastning efter kostnader AP7 Räntefond**

Procent per år

	2019	2020	2021	2022	2023
AP7 Räntefond	-0,2	1,0	-0,7	-5,9	5,3
Jämförelseindex	-0,2	1,1	-0,6	-5,8	5,2
<b>Differens</b>	<b>0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>+0,1</b>

Källa: Sjunde AP-fondens årsredovisning

### 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 2023 var 3,7 procent (motsvarande ca 41 miljarder kronor) av Sjunde AP-fondens kapital investerat i illikvida tillgångar. 82 procent av de illikvida tillgångarna är hänförliga till fondinvesteringar i ooterade aktier med geografisk tyngdpunkt utanför Sverige. Resterande

18 procent av de illikvida tillgångarna är hänförliga till en fastighetsinvestering i Stockholm som genomfördes under 2023 och som ägs genom bolagsstruktur.

### *Resultat för verksamheten*

Under 2023 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 501,4 miljoner kronor (443,5 miljoner kronor 2022). 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 200,4 miljarder kronor under 2023. Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 373,0 miljoner kronor (457,2 miljoner kronor 2022). Resultatet för myndigheten Sjunde AP-fonden blev således 128,5 miljoner kronor (-13,7 miljoner kronor 2022). Det balanserade resultatet vid 2023 års slut var 1 381,8 miljoner kronor (1 395,5 miljoner kronor 2022).

### *Kostnader*

Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har sänkts i flera steg under perioden 2012–2022. Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond uppgick till 0,05 procent respektive 0,04 procent av förvaltat kapital (detsamma som året innan). Detta kan jämföras med att den genomsnittliga förvaltningsavgiften för de omkring 450 fonder som ingick i premiepensionssystemet vid 2023 års slut var 0,20 procent (detsamma som året innan).

I Sjunde AP-fonden förekommer ingen rörlig ersättning till anställda. Antalet tillsvidareanställda ökade under året med fyra personer och vid utgången av 2023 var de 46 personer, varav 20 kvinnor.

### *Hållbarhet*

Sjunde AP-fonden arbetar med ett integrerat hållbarhetsperspektiv i förvaltningsverksamheten, både vid investeringsbeslut och i ägarstyrningen av förvaltade bolag. Arbetet vägleds av fondens klimathandlingsplan med intilliggande policyer, däribland en ägarpolicy. Utöver det integrerade arbetet organiseras en del av fondens hållbarhetsarbete inom ramen för tre parallella treåriga fördjupningsteman. Under 2023 har temaområdena varit avskogning och biologisk mångfald (2021–2023), universell ägarstyrning (2022–2024) och styrelseansvar (2023–2025).

Sjunde AP-fonden bedriver projekt inom ramen för temaområdena som syftar till att utveckla fondens och portföljbolagens hållbarhetsarbete samt sprida kunskap om metoder för hur investerare kan bidra till angelägna hållbarhetsfrågor. Under 2023 avslutades arbetet inom temaområdet avskogning och biologisk mångfald. Sjunde AP-fonden har beslutat att natur blir ett nytt temaområde för kommande år.

Under 2023 har Sjunde AP-fonden bl.a. utvecklat sin klimathandlingsplan och genomfört vissa organisationsförändringar i styrningsmodellen för hållbarhetsarbetet. Därutöver har fonden genomfört särskilda insatser inom ramen för ägarstyrning, bl.a. riktade mot bristande jämställdhet och diskriminering. Fonden har även bedrivit påverkansdialoger för att stötta arbete i linje med Parisavtalet. Under 2023 har Sjunde AP-fonden även

röstat på 4 353 bolagsstämmor, vilket motsvarar 99 procent av bolagen i portföljen.

Mot bakgrund av den nya klimathandlingsplanen och det lagstadgade målet om föredömlig förvaltning har Sjunde AP-fonden tydliggjort en ambition om riktade hållbarhetsinvesteringar inom alla tillgångsslag. Under 2023 har arbetet med att utveckla en omställningsportfölj färdigställts. Därutöver har Sjunde AP-fonden genomfört riktade investeringar inom ramen för sin räntefond. Fonden har även gröna mandat inom samtliga tillgångsslag.

Sjunde AP-fonden har fastställt elva hållbarhetsmål som har uppdaterats under året 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 måttetal 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 2023 bedöms vara uppfyllda.

I tabell 6.23 redovisas Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och resultat för 2023. Som jämförelse redovisas även måluppfyllelse för 2022.

**Tabell 6.23 Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål**

Hållbarhetsmål		Måluppfyllelse		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
Aktivt ägande				
1	Rösta på minst 95 procent av bolagsstämmorna i aktieportföljen.	Andel bolag (procent)	99 (4 523 av 4 578 stämmor)	99 (4 353 av 4 409 stämmor)
2	År 2025 ska alla prioriterade bolag <sup>1</sup> i portföljen vara föremål för fördjupat aktivt ägande för att nå netto nollutsläpp till 2050.	Andel bolag (procent)	69	84
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)	26	36
Hållbarhetsinvesteringar				
4	Gröna mandat i samtliga tillgångsslag fonden investerar i. År 2025 ska fonden ha fördubblat andelen gröna investeringar jämfört med 2020.	Mdkr	9,2 i gröna obligationer, 3,2 i grönt mandat (listade aktier), och 1,5 i cleantech	34,5 i gröna obligationer, 3,2 i grönt mandat (listade aktier), och 1,5 i cleantech
				Målet uppnått



Hållbarhetsmål		Måluppfyllelse		
Nr	Beskrivning	Mätetal	2022	2023
5 <sup>2</sup>	Omställningsmandat ska utgöra 10 procent av aktiefonden 2025. Den första investeringen ska ske under 2022.	Andel av fonden	Första investeringen gjordes	Ingick partnerskap med LGIM om gemensam omställningsstrategi
6	Öka andelen gröna obligationer i räntefonden till 50 procent 2025.	Andel i portföljen (procent)	10	33
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				
8	Sprida kunskap om hållbara investeringar och ägarstyrning	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått, bl.a. genom publicering av rapport om temat arbetet med klimatomställning
Bidra till trygg pension				
9	Ett kontinuerligt sparande i förvaltsalternativet ska ge en långsiktig överavkastning om minst två procentenheter i förhållande till inkomstpensionen.	Avkastning	Målet uppnått	Målet uppnått

Not 1: Bolag vars utsläpp står för 70 procent av fondens koldioxidutsläpp (scope 1 och 2).

Not 2: Nytt mål 2023.

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 2023. 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, regel- efterlevnad 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 2022 bl.a. granskat Sjunde AP-fondens interna styrning och kontroll samt efterlevnad av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare (se avsnitt 7.3). Utöver denna granskning är det förenat med svårigheter för regeringen att närmare utvärdera fondens interna styrning (eng. governance).

## 7 Övriga förvaltningsfrågor

### 7.1 Process för prövning av sidoupdrag för styrelseledamöter

**Regeringens bedömning:** I syfte att värna om förtroendet för pensions-systemet 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 kan frågan 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 ska förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. Det är också viktigt att styrelseledamöter i dessa fonder 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 ha förmåga att identifiera när jäv eller risk för förtroendeskada uppstår och 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 sidoupdrag 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 kring

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-fonderna förordnas för ett år i taget. Förordnanden beslutas i slutet av maj efter det att regeringen fastställt fondernas resultat- och balansräkningar för föregående år. Under våren utvärderas samtliga styrelseledamöter (50 stycken) bl.a. efter dialog med styrelseordföranden i respektive AP-fond.

## 7.2 Samarbete mellan AP-fonderna

**Regeringens bedömning:** Regeringen ser positivt på att fonderna har stärkt samarbetet under en längre period. Inga specifika samarbetsprojekt påbörjades under 2023. Fonderna bör fortsätta arbetet med att identifiera konstruktiva samverkansmöjligheter och aktivt arbeta med att genomföra de samarbetsprojekt som inte äventyrar fondernas självständighet och diversifiering av förvaltningsmodellerna. Ett ändamålsenligt utformat samarbete bidrar till ökad kostnadseffektivitet.

**Skälen för regeringens bedömning:** Regeringen har i tidigare års skrivelser om redovisning av AP-fondernas verksamhet betonat vikten av att AP-fonderna gemensamt fortsätter att utveckla samverkan för att ytterligare sänka kostnaderna och förbättra förvaltningen av buffertkapitalet. Regeringen har samtidigt betonat att ett samarbete endast bör ske om det inte har negativa konsekvenser för självständigheten i förvaltningen och därmed diversifieringen av förvaltningsmodellerna.

AP-fondernas gemensamma samverkansråd har en övergripande roll att se till att samverkan sker mellan fonderna. Samarbetet inleddes av Första–Fjärde AP-fonderna, men Sjätte och Sjunde AP-fonderna deltar på senare år i allt större utsträckning. 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 2023 har det löpande arbetet i samverkansgrupperna fortsatt. Utöver regelbundna gemensamma möten har samverkan skett genom direkt kontakt mellan medarbetare på 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 gemensamma dotterbolag, som t.ex. investeringsbolaget 4 to 1 Investment.

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

Regeringen välkomnar den samverkan som AP-fonderna har haft under 2023 och anser att fonderna bör fortsätta arbetet med att identifiera konstruktiva samverkansmöjligheter och aktivt arbeta med att genomföra de samverkansprojekt som inte äventyrar fondernas självständighet.

### 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 2023 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 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 FAR:s rekommendation RevR 100 om Revision av finansiella företag till respektive fonds styrelse. Under året har AP-fondernas redovisningsramverk varit oförändrat.

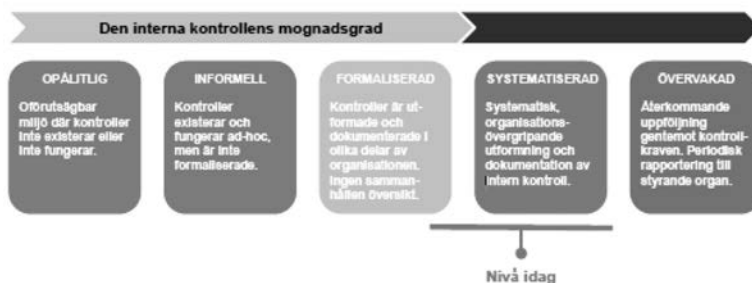
Revisionen har utgått från riskanalysen där väsentliga poster utvärderas utifrån risken för fel i den finansiella rapporteringen. Analysen har resulterat i fokus på följande områden:

- 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 7.2). AP-fonderna har under 2023 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 7.2 Den interna kontrollen mognadsgrad**



Källa: PwC.

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 riktlinjer 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 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

## 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.*

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 balansräkning, 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 Första–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 revisorerens 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 åtagandetsida och uppdraget i övrigt (prop. 1999/2000:46 s. 111 ff.).

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 2015, s. 14 f.). 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 2015, s. 33 ff).

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 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 löpande förvaltning.

## **Tillsättning av styrelser**

*Regeringen ska i sin utnämningsspolitik tillse att styrelserna är kvalificerade för sin uppgift. Nya ledamöter ska introduceras av företrädare för regeringen, utöver den introduktion som sker genom 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 införs för uppdrag som ledamot i AP-fondernas styrelser.*

Ledamöterna i AP-fondernas styrelser tillgodoser höga krav på kompetens, erfarenhet och integritet och måste göra detta mot bakgrund av styrelsernas ansvar och uppdragets betydelse i samhället. Ledamöterna ska enligt lag utses på grundval av sin förmåga att främja fondförvaltningen. Det är angeläget att styrelserna är kvalificerade för sin uppgift bl.a. avseende bakgrund och erfarenhet. Könstilldelningen ska vara så jämn som möjligt.

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 stämmevalda 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.

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 fortsatt uppsikt. Vid behov kommer ytterligare åtgärder för att förbättra AP-fondernas kostnadseffektivitet att föreslås.*

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 iaktas 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 realiserar. 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 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 uppstår 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 ersättningsvilkorens 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 försäkras sig om att den *totala ersättningen* är rimlig, präglad av måttfullhet och väl avvägd, samt bidrar till en god etik och organisationskultur.

Regeringen kommer att följa upp och utvärdera efterlevnaden av dessa riktlinjer. Utvärderingen avser att behandla hur AP-fonderna har tillämpat riktlinjerna och levt upp till riktlinjernas ersättningsprinciper. Utvärderingen kommer att 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

- 1.1 hur styrelsen säkerställer att ersättningarna följer dessa riktlinjer,
- 1.2 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 rymms 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. Ersättningen 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 månads-

löner, 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 anställda 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 aktieföretag. Reglerna för detta återfinns huvudsakligen i aktieföretagslagen (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 föga 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 anställda, 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

Skr. 2023/24:130  
Bilaga 2

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.

## 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 två 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 tio 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 riskkapitalbolag). Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i 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 tio 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 två procent av värdet av sådana aktier.
Röstetal	Högst tio 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 tillfredställande riskspridning tillgodoses.

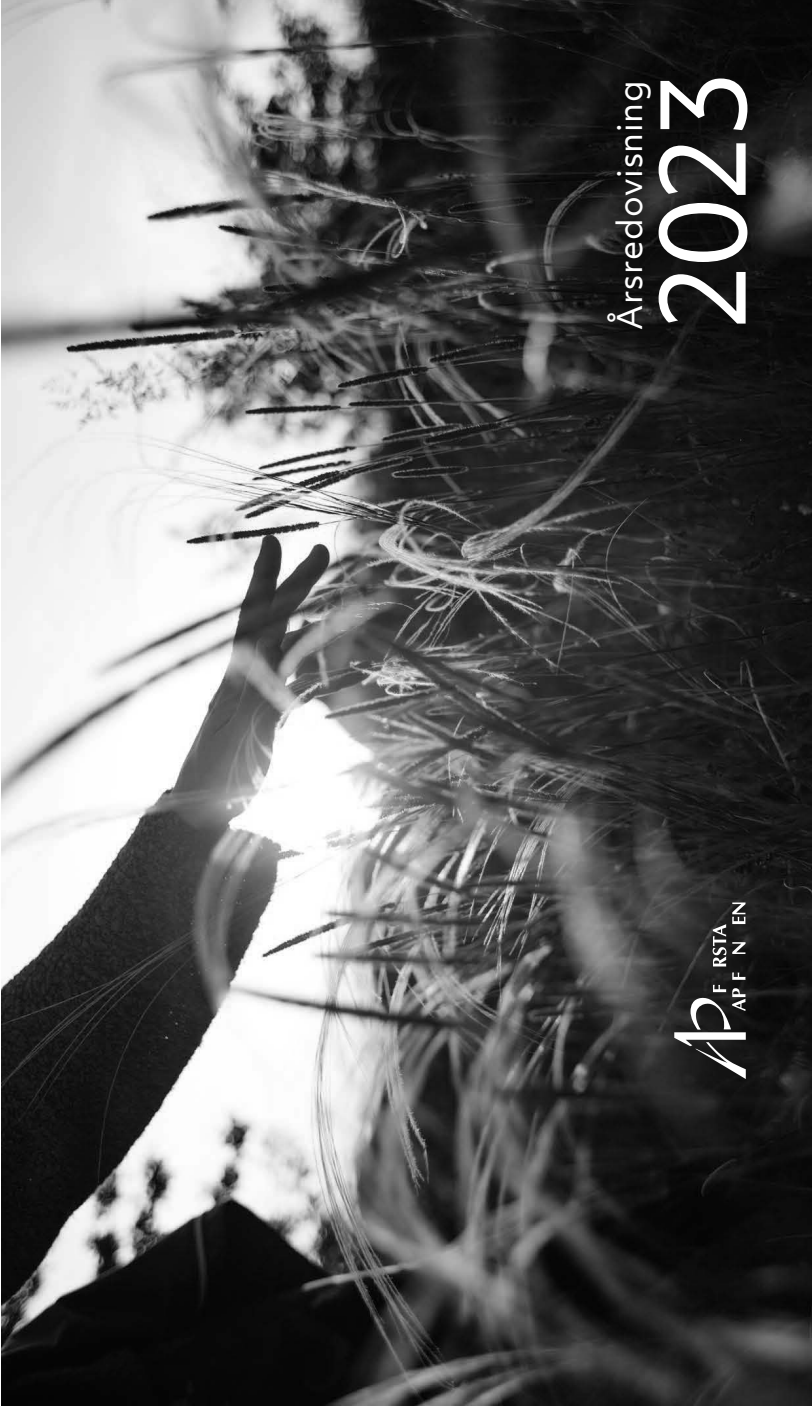
Sjätte AP-fonden har bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska eller utländska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför 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 tio procent av fondkapitalet för valutarisk (prop. 2006/07:100 s. 188 f.).



## **Sjunde AP-fonden**

Skr. 2023/24:130  
Bilaga 2

Sjunde AP-fonden lyder under samma regelverk som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna, lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), 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 fem procent av röstetalet i ett svenskt eller utländskt aktiebolag och är i normalfallet förhindrad att rösta för aktierna i svenska aktiebolag. Sjunde AP-fonden har ingen begränsning för hur mycket av fondkapitalet som får vara exponerat för valutarisk.





## Verksamheten

- **Innehåll**
- Verksamheten**
- Detta är Första AP-fonden
- Årets siffror
- 2023 i korta sammandrag
- Vd-ord
- Första AP-fondens uppdrag
- Grunden i det statliga pensionsystemet
- Så styrs AP-fonderna
- Makrouvecklingen 2023
- Medarbetare
- Investeringsövertygelse**
- Hållbarhet**
- Finansiell information
- Risker och Fondstyrning

<b>1</b>	<b>Verksamheten</b>	<b>2</b>	<b>Hållbarhet</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>1 Detta är Första AP-fonden</li> <li>2 Årets siffror</li> <li>3 2023 i korta sammandrag</li> <li>4 Vd-ord</li> <li>8 Första AP-fondens uppdrag</li> <li>9 Grunden i det statliga pensionsystemet</li> <li>11 Så styrs AP-fonderna</li> <li>12 Makrouvecklingen 2023</li> <li>23 Medarbetare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>14 Hållbarhetsrapportering</li> <li>14 Enkelt förstått</li> <li>17 Ansvarfullt ägande</li> <li>18 Fokusområde klimat</li> <li>20 Revisorns yttrande om hållbarhetsrapporten</li> <li>22 Hållbart värdepappersinnehåll</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>27 Förvaltningsberättelse</li> <li>29 Beskrivning</li> <li>33 Balansräkning</li> <li>38 Noter</li> <li>41 Styrelsens försäkran</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>42 Styrelsens berättelse</li> <li>46 Styrelsens rapport om riskhantering</li> <li>47 Styrelse</li> <li>70 Oberoende kontrollfunktioner</li> <li>71 Ledning inom förvaltningen</li> <li>72 Revisionsberättelse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>61 Råken och räkenskaper 2023</li> <li>64 Styrelsens rapport om riskhantering</li> <li>68 Styrelse</li> <li>70 Oberoende kontrollfunktioner</li> <li>72 Ledning inom förvaltningen</li> </ul>	



Verksamheten

**Innehåll**  
**Verksamheten**  
Detta är Första AP-fondens  
Årets siffror  
→ 2023 i korta sammandrag

Vd ord  
Första AP-fondens uppdrag  
Grunden i det statliga  
pensionssystemet  
Så styrs AP-fonderna

Makroutvecklingen 2023  
Medarbetare  
**Investeringsövertygelser**  
**Hållbarhet**

Finansiell information  
Risker och Förestyrning

# 2023 i korta sammandrag

INNEHÅLL VERKSAMHETEN INVESTERINGSÖVERTYGELSER

HÅLLBARHET

FINANSIELL INFORMATION

RISKER OCH FÖRESTYRNING

**FÖRVALTNING**

**Genom aktivt beslutsfattande** och med fokus på att ta tillvara på de möjligheter som uppstått i den volatila marknaden har vi under året redovisat en vinstmarginal på 21 procent.

**Förvaltningen har aktivt ändrat positionerna** utifrån ändrade marknadsförutsättningar. Aktieexponeringen har ökat, durationen i ränteportföljen har höjts och den öppna valutaxponeringen har minskats, vilket sammantaget har bidragit till fondens värdeökning.

**Inom den globala tekniska allokeringen** har effektivisering av utgåffan och beräkningar varit fokus. En grund har lagts för effektivare hantering, utveckling av mer avancerade metoder samt analys. Vi har också fortsatt utveckla fondens systematiska förvaltning av aktier med inlett att effektivisera förvaltningen och minska kostnader.

**Under året har exponeringen mot aktier ökat** dels via aktier i utvalda utvecklingsområden och dels genom att ta strategiska beslut om och motståndskraftig makroekonomisk utveckling bidrag till att räntor som tillgångsslag hade ett utmanande år.

**Efter en dyster utveckling** på fastighetsmarknaden har stort fokus lagts på att compassa våra fastighetsinnehav i Europa och på att stärka vår exponering mot utvecklingsområden. En förhållningsriktig strategi har varit att under 2023 tidigare är och avyttringar när marknaden värderades högre har varit positivt för resultatet.

**HÅLLBARHET OCH KLIMAT**

**Den noterade aktieportföljens koldioxidintensitet** fortsätter att minska och har sedan 2019 gått ner med 64%. Bolog som står för 49% av utsläppen har vetenskapligt baserad klimatmål i linje med Parisavtalet enligt Science Based Targeted initiativ.

**För att än mer strukturerat kunna adressera naturrelaterade risker** i vår förvaltning har vi påbjudit ett arbete som innebär att vi identifierat och värderat naturrelaterade risker i våra värdepappersportföljer och påverkan på naturkapital. Till exempel integreras naturkapital som en ESG-faktor i våra systematiska strategier.

**Nya investeringar i riskkapitalfonder** som riktar sig mot bolag som bidrar till en hållbar utveckling och samtidigt minskar fondens risk och volatilitetsnivå.

**Struktur och process för investesmentdiologer** har utvecklats för att ytterligare integreras i den löpande verksamheten och ge värdefulla insikter.

**ÄGARSTYRNING**

**Ansvarfull ägarstyrning är ett fokusområde** och ansvar deltagit i valberedningar, röstar på bolagsstämmor och har varit på främre om jämställdhetsreger och hållbara verksamheter.

**En uppdaterad ägarpolicy**, som ligger till grund för fondens fortsatta ägararbete har antagits av styrelsen.

**Genom AP-fondens Etkrådd för diologer** med utländska partifoljbolag för att som ansvarstagare på våra värdepappersportföljer under 2023 har Etkrådet, som består av AP-fondens styrelse, bolagsstyrelser, modeller och organisation som ger bättre förutsättningar att på ett kostnadseffektivt sätt uppnå större påverkan. Under året tillträdde Jenny Gustafsson som chef för Etkrådet och två analytiker har rekryterats till konsult.

**STYRELSE OCH VD**

**I maj 2023 utsåg regeringen** Lars Frisker och Linda Jonsson till nya ledamöter i Första AP-fondens styrelse och i oktober utsågs Samilla Helqvist till ny ledamot.

**I vår strövan att vara transparenta** har vd:vid, Kristin Magnusson Bernard, syns flitigt som talesperson i media, både i Sverige och internationellt. Fokus har varit att förmedla fondens syn på makrolaget, inflationen, ränteläget och fastighetssektorn.

**UTVÄRDERINGAR**

**I den årliga internationella kostnadsjämförelsen** som utförs av Morningstar har vi fortsatt att vara kostnadseffektiv jämfört med liknande internationella aktiefonder. Fonden har under året sänkt sina kostnader med 9 mkr, bland annat genom att öka andelen internt förvaltat kapital.

**I regeringens årliga utvärdering** av AP-fonderna konstaterades att vi har bidragit till den långsiktiga finansieringen av den svenska välfärdssamhället. Under 2023 har vi underbyggt vårt uppdrag med ett utvald antal kostnadsreducerade möten som utvärderades med ett förordningsligt sätt och med ett uppnå uppsett som hållbarhetsmål.

**En utredare för i uppdrag av regeringen att se över AP-fondernas verksamhet** för att modernisera och effektivisera förvaltningen av pensionsfonderna. Uppdraget ska redovisas under 2024.



Finansiell information

- Innehåll
- Verksamheten
- Investeringsövertygelse
- Hållbarhet
- Finansiell information
- Förvaltningsberättelse
- Tiåårsöversikt
- Resultaträkning
- Balansräkning
- Noter
- Styrelsens försäkran
- Revisionsberättelse
- Risker och Fondstyrning



Resultaträkning

Mkr	Not	2023-12-31
<b>Rörelsenintäkter</b>		
Ränteränta	2	2 753
Erfoliga utdelningar		5 868
Nettoreultat, noterade aktier och andelar	3	39 139
Nettoreultat, noterade obligationer och andelar	4	-11 664
Nettoreultat, rörelseintäkter och tillgångar		2 302
Nettoreultat, derivatinstrument		1 949
Nettoreultat, valutakursförändringar		-2 062
Provisionskostnader	5	-10
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>38 276</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>		
Personalkostnader	6	-146
Ovriga förvaltningskostnader	7	-101
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-247</b>
<b>Resultat</b>		<b>38 029</b>

Balansräkning

Mkr	Not	2023-12-31	2022-12-31
<b>Tillgångar</b>			
Aktier och andelar, Noterade	8	232 915	197 893
Aktier och andelar, Onoterade	9	100 609	114 678
Obligationer och andra rörelseintäkter tillgångar	10	108 450	101 117
Derivat	11	9 958	2 251
Kassa och bankmedel		3 716	6 544
Övriga tillgångar	12	894	493
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	763	506
<b>Summa tillgångar</b>		<b>457 304</b>	<b>423 482</b>
<b>Skulder</b>			
Derivat	11	655	2 246
Övriga skulder	14	2 259	42
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	5	5
<b>Summa skulder</b>		<b>2 919</b>	<b>2 293</b>
<b>Fondkapital</b>			
Inlagda fondkapital	16	421 189	465 784
Nettoreultat från periodens styrelse		-4 833	-4 689
Årets resultat		38 029	-39 706
<b>Summa fondkapital</b>		<b>454 386</b>	<b>421 189</b>
<b>Summa fondkapital och skulder</b>		<b>457 304</b>	<b>423 482</b>
Poster inom linjen	17	39 490	36 846



Not 1 – Redovisningsprinciper, fortsättning

**Värderegler**  
Utdelade värdepapper redovisas i bokföretagets tillgångs- och nettobalansräkningar för utlåningen redovisas som rörelseintäkter i resultaträkningen. Efterslagna säkerheter för utlånda värdepapper kan bestå av värdepapper och/eller kontanter, i de fall Första AP-fonden har rätt att förfoga över enhälliga kontantinsatser redovisas denna typ av säkerheter som rörelseintäkter i resultaträkningen. I de fall fonden inte förfogar över säkerheten redovisas den enhälliga säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat i not under rubriken "Ställda parner, ansvarföretag och äggarunder". Under utlåningen redovisas även värden av utlånda värdepapper samt säkerheter för dessa.

**Poster som redovisas direkt mot fondkapital**  
Direkt mot fondkapital har sterrnåc pensionsystem redovisats direkt mot fondkapitalet.

**Provisionskostnader**  
Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en utgående post under rubriken "Resultatposter". De poster för förvaltningskostnader, såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade bönder, prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastningsmål, och andra kostnader för förvaltningen redovisas som utgående poster under nettoresultat för aktuell tillgångstyp i resultaträkningen. Förvaltararvoden för noterade aktier och andelar redovisas som inkomstförluster i resultaträkningen och kommer därmed ingå i det avkastningsresultatet.

**Rörelses kostnader**  
Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanker, som redovisas under rörelseskostnader i resultaträkningen, redovisas i resultaträkningen och förvaltarprogramvara kostnadsförs i normalfall löpande.

**Skatt**  
Skatt på avkastning är beräknad från allkonstern som vidsläpningar i Sverige. Skatt på utdelningar och kupongskatter som påförs i vissa länder redovisas i resultaträkningen under respektive inkomstslag. Fonden är från och med 2012 registrerad till inkomstskatt i Sverige. Fonden har inte rätt till återfå betald mer värdeskat. Kostnadsför mer värdeskat inkluderats i respektive kostnadspost. Belopp inkommer (mln), där inget annat anges.

Not 2 – Ränneto

Mkr	2022	2023
<b>Räntebätker</b>		
Ökningar i värdepapper och andra räntebätkande värdepapper	2 426	2 515
Övriga räntebätker	244	244
<b>Summa räntebätker</b>	<b>2 833</b>	<b>2 760</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Övriga räntekostnader	-7	-11
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>
<b>Summa ränneto</b>	<b>2 753</b>	<b>2 822</b>

Not 3 – Nettoresultat, noterade aktier och andelar

Mkr	2022	2023
Nettoresultat	39 176	-48 649
Avgår courtage	-37	-
<b>Nettoresultat, noterade aktier och andelar</b>	<b>39 139</b>	<b>-48 649</b>

Not 4 – Nettoresultat, noterade aktier och andelar

Mkr	2022	2023
Resultatresultat	1 662	3 869
Orealiserade värdeändringar	-13 226	-4 407
<b>Nettoresultat, noterade aktier och andelar</b>	<b>-11 664</b>	<b>3 722</b>

Externa förvaltararvoden till noterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastas därmed direkt mot rörelseskostnader i resultaträkningen. Förvaltningskostnader förvaltningens påverkande avkastningen redovisas som rörelseskostnader i resultaträkningen. Under året har totalt 133 (145) mkr engångs förvaltararvoden avseende noterade tillgångar, varav 114 (138) mkr medgår återbetalning till investerare. Förvaltararvoden för noterade aktier och andelar har därmed netto påverkats negativt med 78 (112) mkr.

Not 5 – Provisionskostnader

Mkr	2022	2023
Externa förvaltararvoden, noterade tillgångar	0	-16
Övriga provisionskostnader, inkl. depåbankkostnader	-10	-11
<b>Provisionskostnader</b>	<b>-10</b>	<b>-27</b>

Provisionskostnader ingår inte i prestationsbaserade arvoden. Prestationsbaserade arvoden har under året uppgått till 0 (40) mkr, där ruber har återbetalning skett avseende tidigare års arvoden om 0 (131) mkr. Av de återbetalningar som skett under året har inga utgående poster för respektive tillgångstyp.

Finansiell information

- Innehåll
- Verksamheten
- Investeringsövertygelse
- Hållbarhet
- Finansiell information
- Förvaltningsberättelse
- Tjänstoversikt
- Resultaträkning
- Balansräkning
- Noter
- Styrelsens försäkran
- Revisionsberättelse
- Risker och Fondstyrning





Not 6 – Personal

Antal anställda	2023		2022			
	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor
Medelantal anställda	67,1	36,2	30,9	67,5	35,9	30,6
Antal anställda vid årets utgång	67	36	31	67	36	31
Antal personer i ledningsgruppen vid årets utgång	4	2	2	4	2	2

Personalkostnader, 2023, tkr	Löner och arvoden		Pensionskostnader		varav löneavdrag		Sociala kostnader*		Summa
	Män	Kvinnor	Män	Kvinnor	Män	Kvinnor	Män	Kvinnor	
Styrelsens ordförande	207						65		272
Ovriga styrelseledamöter (8 pers)	876						275		1151
Vd	4 273		1 927		635		1 816		8 015
Ledningsgrupp exkl vd	1 446		491		127		589		2 526
Chief Kommunikation	2 174		1 058		948		948		4 180
Chief Operations	1 931		491				733		3 154
Chief Verksamhetsstöd och utveckling	71 157		23 589		2 866		28 679		123 228
Ovriga anställda									
<b>Summa</b>	<b>82 063</b>		<b>27 355</b>		<b>3 628</b>		<b>33 105</b>		<b>142 523</b>
Ovriga personalkostnader									3 681
<b>Summa personalkostnader</b>									<b>146 204</b>

Personalkostnader, 2022, tkr	Löner och arvoden		Pensionskostnader		varav löneavdrag		Sociala kostnader*		Summa
	Män	Kvinnor	Män	Kvinnor	Män	Kvinnor	Män	Kvinnor	
Styrelsens ordförande	220						69		289
Ovriga styrelseledamöter (8 pers)	817						257		1 074
Vd	3 997		1 887		635		1 718		7 602
Ledningsgrupp exkl vd	3 450		1 040		2		1 338		5 829
Chief Kapitalförvaltning	1 356		452		127		547		2 356
Chief Kommunikation	2 140		933				907		3 980
Chief Operations	1 880		450				705		3 035
Chief Verksamhetsstöd och utveckling	68 654		18 747		2 907		26 907		114 307
Ovriga anställda									
<b>Summa</b>	<b>82 515</b>		<b>23 508</b>		<b>3 671</b>		<b>32 449</b>		<b>138 471</b>
Ovriga personalkostnader									5 705
<b>Summa personalkostnader</b>									<b>144 176</b>

\* I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt. Från och med 2023 presenteras effekten av löneavdrag under pensionskostnader.


Finansiell information

- Innehåll
- Verksamheten
- Investeringsövertygelse
- Hållbarhet
- Finansiell information
- Företagsberättelse
- Tioårsöversikt
- Resultaträkning
- Balansräkning
- Noter
- Styrelsens försäkran
- Revisionsberättelse
- Risker och Fondstyrning



**Finansiell information**

- Verksamheten
- Investeringsovertygelse
- Hållbarhet
- Finansiell information
- Förvalningsberättelse
- Tjänstoversikt
- Resultaträkning
- Balansräkning
- Noter
- Styrelsens försäkran
- Revisionsberättelse
- Risker och Fondstyrning



**INNEHÅLL**    VERKSAMHETEN    INVESTERINGSOVERTYGELSE

**Not 7 – Övriga förvalningskostnader**

Mkr	2023	2022
Levarkostnader	-15	-17
Konjunktörer	-19	-17
Införande- och dokumentskostnader	-64	-55
Övriga administrativa kostnader	-4	-5
<b>Övriga förvalningskostnader</b>	<b>-101</b>	<b>-94</b>

**Not 8 – Noterade aktier och andelar**

Isoloppet för köpta tillgångar ingår i den medlemsbärande fördelning, tkr:

PWC	-705	-678
Övriga uppdrag, skatteerätterat	-292	-50
<b>Övriga förvalningskostnader</b>	<b>-997</b>	<b>-728</b>

**Not 9 – Noterade aktier och andelar**

**Verkligt värde, mkr**

	2023-12-31	2022-12-31
Svenska aktier	80 869	72 104
Utländska aktier	142 853	122 789
Andelar i svenska fonder	-	-
Andelar i utländska fonder	-	-
<b>Totalt verkligt värde</b>	<b>223 722</b>	<b>194 893</b>

**Fem största svenska aktieinnehav**

Namn	Antal aktier	Verkligt värde
Atlas Copco	53 444 397	8 827
Investor	31 310 010	7 311
Volvo	22 651 373	5 928
Asse Abloy	12 413 253	3 604
Hexagon	27 262 247	3 297
<b>Totalt</b>	<b>147 081 280</b>	<b>28 967</b>

**FINANSIELL INFORMATION**    RISKER OCH FONDSTYRNING

**Not 8 – Noterade aktier och andelar, fortsättning**

**Fem största utländska aktieinnehav**

Es följande försäkring över certifikat, noter och andelar, innehav vid kvävs- och halvårsstämman på Första AP-fondens webbplats [www.ap1.se](http://www.ap1.se)

Namn	Antal aktier	Verkligt värde
Apple	3 820 300	7 412
Microsoft Corp	1 724 900	6 537
Alphabet	1 439 900	3 833
Amazon.com	2 236 200	3 424
Nvidia	597 300	2 981
<b>Totalt</b>	<b>10 018 600</b>	<b>24 187</b>

**Not 9 – Noterade aktier och andelar**

**Verkligt värde, mkr**

	2023-12-31	2022-12-31
Svenska noterade aktier och andelar:	56 091	64 334
Utländska noterade aktier och andelar:	4 177	5 888
Övriga noterade aktier och andelar	40 340	44 456
<b>Summa</b>	<b>100 609</b>	<b>114 678</b>

**Not 10 – Noterade aktier och andelar, fortsättning**

**Dotter- och intressebolag**

Namn	Antal	Org.nr	Säte	Ägarandel %	Resultat	Eget kapital	Verkligt värde
<b>Svenska aktier och andelar, dotter- och intressebolag</b>							
Aras Bostad IV AB	14 747	559032-9503	Stockholm	29,5	54*	1 002*	353
Pohlem Infra AB	559 785-3917	20 000	Stockholm	33,3	0	0	0
Urbanex Fastigheter AB	89 789-2413	91 575	Stockholm	33,3	-1061	7 273	2 424
Urbanex Holding AB	559201-2008	1 000 000	Stockholm	98,5	64*	596*	632
Wolke AB	556972-1285	770 881 717	Stockholm	100,0	-10 990	75 252	24 468
416 Investment AB	556972-1285	770 881 717	Stockholm	100,0	-4 309	22 265	26 799
416 Investment KB	559313-2490	6 250	Stockholm	25,0	-1	2	0
416 Investment KB	969795-3033	6 250	Stockholm	25,0	39	5 822	1 456
<b>Utländska aktier och andelar, dotter- och intressebolag</b>							
First Australian Farmland Pty Ltd	155 718 013	155 718 013	Australien	100	-14**	670**	682
Chapone Steel	2 293 927	2 293 927	Luxemburg	100	-613**	2 935**	1 881
Chapone Steel Oy	2 293 927	2 293 927	Luxemburg	100	-14**	11**	317
OMENS Finance 3 Holding B.V.	69 968 175 000 000	69 968 175 000 000	Nederländerna	100	-709**	2 061**	1 185
ASE Holding S.r.l	81 169 527	81 169 527	Luxemburg	38	-278**	13**	66
Anglo-Swedish Aviation Estates III Limited	135 188 533	135 188 533	Storbritannien	35	-617**	837**	392
<b>Summa</b>	<b>1 000 000</b>	<b>1 000 000</b>					<b>4 177</b>

\* Aversiffron offentliggjord per 2022-12-31 \*\* Aversiffron offentliggjord per 2022-12-31

## Finansiell information

Innehåll  
Verksamheten  
Investeringsövertygelse  
Hållbarhet  
Finansiell information  
Fövaltningsberättelse  
Tioårsöversikt  
Resultaträkning  
Balansräkning

→ Noter

Styrelsens försäkran  
Revisionsberättelse  
Räkter och Fondstyrning

AP  
FÖRSTA  
AP-FONDEN

## INNEHÅLL

## VERKSAMHETEN

## INVESTERINGSOVERTYGLIGELSER

## HÅLLBARHET

## FINANSIELL INFORMATION

## RISKER OCH FONDSTYRNING

## Not 9 – Onoterade aktier och andelar, försättning

## Fem största innehav onoterade aktier och andelar

	Säte	Andel %	Anskaffnings- värde
Fourth Stockholm Global Hamilton Lane LP	USA	100	7 522
Fifth Stockholm Global Hamilton Lane LP	USA	100	7 064
Private Equity LP			
Biogenare AP LP Class C	USA	100	1 902
Capital Holdings LP	Qatar	5	1 337
HSEPII Co-Investment LP	Jersey	50	987

En fullständig förteckning över samtliga onoterade aktier och andelar finns på Första AP-fondens webbplats [www.ap.f.se](http://www.ap.f.se)

## Not 11 – Derivat

Verkligt värde, mkr	2023-12-31		2022-12-31	
	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde
<b>Aktierlaterade instrument</b>				
Optioner				
Innehav				0
Utbild		-1		-1
Swappar	166	-14		-26
Terminer				
<b>Summa</b>	<b>166</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>-27</b>
<b>Räntelaterade instrument</b>				
Swappar	90	-78		-16
Terminer				
<b>Summa</b>	<b>90</b>	<b>-78</b>	<b>14</b>	<b>-16</b>
<b>Valutalaterade instrument</b>				
Swappar	8 960	-262	2 222	-2 205
Terminer				
Optioner	742			
Innehav		-300		
Utbild				
<b>Summa</b>	<b>9 702</b>	<b>-562</b>	<b>2 222</b>	<b>-2 205</b>
<b>Summa derivatinstrument</b>	<b>9 958</b>	<b>-655</b>	<b>2 251</b>	<b>-2 246</b>

Derivatpositioner med negativt värde uppgående till -33 (-2) mkr har längre löptid än 12 mån. För löptidanalys av dessa se not 15.

## Not 10 – Obligationer och andra räntelaterade tillgångar

	2023-12-31	2022-12-31
<b>Verkligt värde, mkr</b>		
<b>Fördelning på emittenttyp</b>		
Svenska staten	24 319	21 110
Svenska kommuner	-	-
Svenska bolagsföretag	2 708	1 897
Övriga svenska företag	820	882
Finansiella företag	1 165	2 811
Utländska företag	62 721	48 386
Övriga utländska emittenter	16 707	26 022
<b>Totalt</b>	<b>108 450</b>	<b>101 117</b>

## Fördelning på instrumenttyp

Realtionsobligationer	29 915	26 036
Övriga obligationer	78 535	75 756
Strukturerade andelar	-	-
Certifikat	-	-
Övriga instrument	-	1 324
<b>Totalt</b>	<b>108 450</b>	<b>101 117</b>

FÖRSTA AP-FONDEN // ÅRSREDOVISNING 2023

4/52



**Not 18 – Finansiella instrument, pris och värderingshierarki, fortsättning**

En finansiell tillgång är en förvärfvingsakt som ger innehavaren en viss rätt till en viss summa pengar eller annan tillgång som kan utvärderas till en viss värde. En förvärfvingsakt som ger innehavaren en viss rätt till en viss summa pengar eller annan tillgång som kan utvärderas till en viss värde är en finansiell tillgång. En förvärfvingsakt som ger innehavaren en viss rätt till en viss summa pengar eller annan tillgång som kan utvärderas till en viss värde är en finansiell tillgång. En förvärfvingsakt som ger innehavaren en viss rätt till en viss summa pengar eller annan tillgång som kan utvärderas till en viss värde är en finansiell tillgång.

**Verkligt värde**  
För ett finansiellt instrument definieras som det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlatas eller en skuld regleras. Detta ska ske mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs. Beräknas på vilket marknadsvärde som finns tillgängligt vid värderingen av de tillgångar och skulder som omfattas av denna värdering.

**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 tillräckligt många aktiva köpare och säljare finns tillgängliga.

**Nivå 2:** Finansiella instrument som handlas på en marknad som inte bedöms aktiv men där det finns noterade priser som används okejligt för analys eller observerbar indata som regelbundet uppdateras med högre frekvens än en gång per vecka.

**Nivå 3:** Instrument tillhör nivå 3 om de inte kan hänföras till nivå 1 eller nivå 2. I dessa fall kan inte observerbara marknadskräta användas för värderingen. Värderingar baseras på information med hänvisning till tillgängliga data och kan kräva ett betydande mått av uppskattning från fondförvaltningsbolaget.

**Aktiv marknad**  
En aktiv marknad definieras av ett noterat pris med jämna och regelbundet uppdaterade priser som är tillgängliga för alla villkor och att prisstämning på transaktionerna sker enligt ett fastställt villkor. I princip är det endast aktier för noterade företag, valutor samt noterade papper som är utgivna av stat, kommun, banker eller andra myndigheter som omfattas av denna definition.

**Inaktiv marknad**  
En inaktiv marknad kännetecknas av låg handelsvolym och av att handelskvoterna är mycket låga på en aktiv marknad. Tillgängliga priser varierar kraftigt över tid eller mellan marknadsskiktet. Priserna är ofta osäkra.

\* Vid klassificering till lämplig nivå, värderingshierarki ska finansiella instrument bedömas utan genomlysning

	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
<b>Finansiella tillgångar och skulder, utgående balans 2022-12-31, Mkr</b>				
<b>Finansiella tillgångar</b>				
Aktier och andelar, noterade	232 914	0	1	232 915
Aktier och andelar, onoterade	0	0	100 609	100 609
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	104 605	0	3 845	108 450
Derivat	337 519	9 958	0	347 477
<b>Totalt summa tillgångar värderade till</b>	<b>337 519</b>	<b>9 958</b>	<b>104 455</b>	<b>451 932</b>
<b>Finansiella skulder</b>				
Derivat	-655	-655	0	-1 310
<b>Totalt summa skulder värderade till</b>	<b>0</b>	<b>-655</b>	<b>0</b>	<b>-655</b>
<b>Finansiella tillgångar och skulder</b>	<b>337 519</b>	<b>9 303</b>	<b>104 455</b>	<b>451 277</b>
<b>Finansiella tillgångar och skulder, utgående balans 2022-12-31, Mkr</b>				
<b>Finansiella tillgångar</b>				
Aktier och andelar, noterade	197 890	1	2	197 893
Aktier och andelar, onoterade	0	0	114 678	114 678
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	95 505	0	5 612	101 117
Derivat	0	2 251	0	2 251
<b>Totalt summa tillgångar värderade till</b>	<b>293 395</b>	<b>2 252</b>	<b>120 292</b>	<b>415 939</b>
<b>Finansiella skulder</b>				
Derivat	-	-2 246	-	-2 246
<b>Totalt summa skulder värderade till</b>	<b>0</b>	<b>-2 246</b>	<b>0</b>	<b>-2 246</b>
<b>Finansiella tillgångar och skulder</b>	<b>293 395</b>	<b>5</b>	<b>120 292</b>	<b>413 693</b>
<b>Förändring nivå 3</b>				
<b>Redovisar värde vid årens ingång</b>	2	114 753	5 557	120 292
Investeringar	0	4 072	1 054	5 126
Säl/åter köpt under året	0	-5 472	-2 791	-8 263
Realiserad värdeförändring	0	2 558	57	2 615
Omvaliderad värdeförändring	-1	-15 319	-12	-15 332
Förnying till nivå 1 eller 2	17	0	0	17
Förnying till nivå 2	0	0	0	0
<b>Redovisar värde vid årets utgång</b>	<b>1</b>	<b>100 609</b>	<b>3 845</b>	<b>104 455</b>

Av ovan redovisad skuldförändring var 69 210 mkr (68 862 mkr) avseendet på bolagsägare. Fonden har en övervägande andel placeringar nivå 1 där värderingen är baserad på värdenomräddade värderingskällor.

**Finansiell information**

- Investeringsövertyg
- Hållbarhet
- Finansiell information
- Förvaltningsberättelse
- Tiårsöversikt
- Resultaträkning
- Balansräkning
- Noter
- Styrelsens försäkran
- Revisionsberättelse
- Risik- och Fondstyrning



Finansiell information

- Innehåll
- Verksamheten
- Investeringsövertygelse
- Hållbarhet
- Finansiell information
- Förvaltningsberättelse
- Tiöårsöversikt
- Resultaträkning
- Balansräkning
- Noter
- Styrelsens försäkran
- Revisionsberättelse
- Risker och Fondstyrning



Not 19 – Finansiella risker

**Känslighetsanalys: Redovisning av marknadrisk**

Beräkningar av marknadrisk följer en gemensam standard som Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna enats om. Tabellen nedan har totalportföljens realiserade volymer uttryckt i förstärkt beräknat urifrån kvantitativa värderingar realiserade under de senaste tio åren. Derivater och andra värdepappersinstrument som inte omfattas av denna analys redovisas separat i tabellen nedan. Derivater och andra värdepappersinstrument som omfattas av denna analys redovisas i tabellen nedan. Tabellen nedan visar den totala portföljens, vilken vid utgången av 2023 utgjorde 77,0 procent av totalportföljen.

Realiserad Marknadrisk, per 31 december	Volymer i förstärkt, %	
	2023	2022
Portföljen totalt, 10 år	7,7	7,4
Portföljen totalt, 1 år	6,6	6,6
Likvidportföljen, 1 år	9,3	13,5

**Prognostiserad risk** beräknas utifrån den historiska volymen i tabellen nedan. Beräkningen är utförd genom att simulera utvecklingen i marknadsräntor och andra faktorer som påverkar värdena i tabellen nedan för perioden 2023 till slutet av december 2023 kombinerat med historiska marknadsvärden. I tabellen nedan redovisas prognostiserad risk för den totala portföljen, vilken omfattas av denna analys. Prognostiserad volatilitet (11,4%) skiljer sig alltså från realiserad volatilitet (6,6%). Detta kan förklaras av att prognostiserad risk beräknas utifrån en simulering av den totala portföljens värde vid utgången av 2023, vilket innebär att prognostiserad risk inte tar hänsyn till den faktiska utvecklingen av marknadsräntor och andra faktorer som påverkar värdena i tabellen nedan. Prognostiserad risk är ett mått på den potentiella risken för att värdena i tabellen nedan skulle avvika från de värden som beräknas i tabellen nedan.

Simuleringen utgår från en gemensam standard som Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna enats om. Tabellen nedan visar de resultat som beräknats utifrån denna simulering. Tabellen nedan visar de resultat som beräknats utifrån denna simulering. Tabellen nedan visar de resultat som beräknats utifrån denna simulering. Tabellen nedan visar de resultat som beräknats utifrån denna simulering.

**Finansiella risker**

**Prognostiserad Marknadrisk per 31 december**

	Volymer i förstärkt, %		Value at Risk ärsränta, mkr		Expected Shortfall ärsränta, mkr		Value at Risk en dögr, mkr		Expected Shortfall en dögr, mkr	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
Aktier	12,4	21,0	-57,087	-70,071	-65,289	-85,524	-3,340	-4,346	-4,049	-5,304
Räntebiträde	4,1	6,2	-7,040	-10,511	-8,937	-13,910	-4,837	-6,552	-5,584	-8,663
Alternativa investeringar	19,4	29,2	-36,208	-57,509	-45,169	-73,629	-2,246	-3,567	-2,801	-4,566
Valuta	11,0	10,3	-16,592	-14,040	-21,129	-20,331	-1,029	-871	-1,310	-1,261
Bilag från Diversifiering	-4,2	-4,7	31,423	32,650	38,911	46,260	1,949	2,025	2,413	2,869
Likvidportföljen	8,4	15,1	-47,143	-65,158	-56,859	-83,340	-2,924	-4,041	-3,526	-5,169
<b>Portföljen totalt</b>	<b>11,4</b>	<b>17,2</b>	<b>-85,504</b>	<b>-119,482</b>	<b>-101,613</b>	<b>-147,134</b>	<b>-5,303</b>	<b>-7,410</b>	<b>-6,502</b>	<b>-9,125</b>

**Likviditetsrisk, per 31 december**

	1 < 3		3 < 5		5 < 10		> 10		Total balans, mkr	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
<b>Förfallstruktur, Läpplid år, mkr</b>	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
Nominellt stor	3,498	9,778	6,921	9,292	6,715	4,537	17,318	22,445	23,261	11,506
Nominellt kredit	892	650	5,717	4,817	3,904	3,829	4,287	6,803	2,739	2,250
Realt	2,389	275	9,445	4,505	5,379	7,741	8,282	8,801	4,467	4,745
<b>Portföljen totalt</b>	<b>6,779</b>	<b>10,703</b>	<b>22,083</b>	<b>18,613</b>	<b>15,597</b>	<b>16,107</b>	<b>29,887</b>	<b>38,049</b>	<b>30,467</b>	<b>18,501</b>

**Derivatpositioner med negativt verkligt värde, överstigande 12 mån löplid, per 31 december**

	1 < 3		3 < 5		5 < 10		> 10		Total balans, mkr	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
<b>Förfallstruktur, Läpplid år, mkr</b>	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
Aktierelaterade instrument									0	0
Räntelaterade instrument									-35	-21
Valutalaterade instrument										
<b>Totalt</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-5</b>	<b>-18</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-33</b>	<b>-21</b>

**Kreditrisk, per 31 december**

	AAA		AA		A		BBB		<BBB		Total balans, mkr	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
<b>Rating, mkr *</b>	17,228	20,078	29,052	29,217	7,160	5,962	4,275	2,301	0	5,773	57,557	18,348
Nominellt kredit	1,632	1,977	2,569	2,397	6,848	5,768	4,630	4,198	1,860	4,008	17,539	18,348
Realt	13,706	10,237	15,094	12,740	1,991	2,155	1,170	936	0	29,961	26,608	
<b>Totalt</b>	<b>32,566</b>	<b>32,291</b>	<b>44,775</b>	<b>44,354</b>	<b>15,999</b>	<b>13,865</b>	<b>10,075</b>	<b>7,435</b>	<b>1,860</b>	<b>4,008</b>	<b>108,213</b>	<b>101,973</b>

\* Redovisning av räntebärande värdepappers kreditrisk utifrån ratingbetyg utgivna av värdepapperscentralerna.

## Not 20 – Finansiella tillgångar och skulder som nettas eller lyder under kvittningsavtal

2023-12-31, mkr	Brutto- belopp	Relaterade belopp som inte nettas			Summa i balans- räkningen			
		Netto- belopp i balans- räkningen	Removal om kvittning	Netto- belopp Övrigt*				
<b>Tillgångar</b>								
Derivat	9 958	0	9 958	655	11 783	0	0	9 958
<b>Summa tillgångar</b>	<b>9 958</b>	<b>0</b>	<b>9 958</b>	<b>655</b>	<b>11 783</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9 958</b>
<b>Skulder</b>								
Derivat	655	0	655	655	0	0	0	655
Återköpskonstruktioner	2 019	0	2 019	0	2 021	0	0	2 019
<b>Summa skulder</b>	<b>2 674</b>	<b>0</b>	<b>2 674</b>	<b>655</b>	<b>2 021</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2 674</b>

## Relaterade belopp som inte nettas

2023-12-31, mkr	Brutto- belopp	Relaterade belopp som inte nettas			Summa i balans- räkningen			
		Netto- belopp i balans- räkningen	Removal om kvittning	Säkerheter				
<b>Tillgångar</b>								
Derivat	2 251	0	2 251	2 245	676	0	0	2 251
<b>Summa tillgångar</b>	<b>2 251</b>	<b>0</b>	<b>2 251</b>	<b>2 245</b>	<b>676</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2 251</b>
<b>Skulder</b>								
Derivat	2 245	0	2 245	2 245	974	0	1	2 246
Återköpskonstruktioner	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>2 245</b>	<b>0</b>	<b>2 245</b>	<b>2 245</b>	<b>974</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2 246</b>

\* 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 tillgångarna och skulder som inte nettas i balansräkningen. Finansiella tillgångar och skulder nettas i balansräkningen när fonden har en legal rätt att netto under normala affärsförhållanden, i händelse av insolvens och om det finns en avsikt att erlagga likvid netto eller realisera tillgången och erlagga likvid för skulden samtidigt. Finansiella tillgångar och skulder som lyder under rättslig bindande removal om kvittning eller liknande avtal som inte presenteras netto i balansräkningen, presenteras i balansräkningen i löpa kraft i händelse av insolvens men inte under normala affärsförhållanden eller om rangordning där fonden inte har intentionen att oveccla positionerna samtidigt.

## Finansiell information

Innehåll  
Verksamheten  
Investeringsövertygelse  
Hållbarhet  
Finansiell information  
Förvaltningsberättelse  
Tioårsöversikt  
Resultaträkning  
Balansräkning  
→ Noter  
Styrelsens försäkran  
Revisionsberättelse  
Risker och Fondstyrning

Finansiell information

- Innehåll
- Verksamheten
- Investeringsövertygelse
- Hållbarhet
- Finansiell information
- Förvaltningsberättelse
- Tiödsöversikt
- Resultaträkning
- Balansräkning
- Noter
- Styrelsens försäkran
- Revisionsberättelse
- Risiker och Fondstyrning



Not 21 – Närstående

Tabellen redovisar Första AP-fondens transaktioner, utestående aktieinnehav och aktieinnehav till Första AP-fondens balansräkning vid utgåendet 31 december 2023. Första AP-fondens transaktioner definieras i IAS 24. En transaktion definieras som en transaktion mellan dotter- och intressebolag där fondens ägare har utgående till minst 20 % eller där fonden har nyckelpersoner i ledande ställning. Avseende örener och ersättningar till styrelseledamöter och ledningsgrupp, se not 6.

	2023-12-31	2022-12-31	Motpart	2023-12-31	2022-12-31	Motpart	2023-12-31	2022-12-31
<b>Motpart</b>								
<b>ARGOS Bonded IV AB</b>			<b>ASE Holdings Sàrl</b>			<b>Pohlem AB</b>		
Aktieinnehav under året	-	36	Ränteinräkter	16	0	Aktieinnehav under året	0	0
Investeringsåtgärande	36	-	Ågarlön	0	258	-	34	0
			Aktieinnehav under året	303	-	Pohlem KB	0	0
<b>Chapeau Sàrl</b>			<b>Anglo Scandinavian Estates III Limited</b>			Investeringsåtgärande	0	0
Ränteinräkter	13	43	Ränteinräkter	6	22	Aktieinnehav under året	3 473	3 473
Ågarlön	2 477	2 326	Ågarlön	8	294	<b>Urbaneca Fastigheter AB</b>	0	0
Aktieinnehav under året	16	194	Aktieinnehav under året	398	38	Aktieinnehav under året	49	121
Investeringsåtgärande	253	392	Investeringsåtgärande	43	39	Investeringsåtgärande	17	66
<b>Vasakronan Holding AB</b>			<b>Juras Invest Finland OY</b>			<b>4 to 1 Investment AB</b>		
Lokalhyror*	11,5	12	Ränteinräkter	44	40	Aktieinnehav under året	0,3	0
Ränteinräkter	9	9	Ågarlön	472	578	-	540	598
Aktieinnehav under året	-	-	Aktieinnehav under året	151	15	<b>4 to 1 Investment KB</b>	0,1	0,1
Åtgärande om att på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolagen Vasakronan och Vasakronan tillsammans på likviditetssnabb om	4 500	4 500	Investeringsåtgärande	541	540	Aktieinnehav under året	-	-
			<b>First Australian Farmland Pty Ltd</b>					
<b>Willhem AB</b>			Ränteinräkter	35	24			
Ränteinräkter	28	28	Ågarlön	608	588			
Aktieinnehav under året	1 001	-	Aktieinnehav under året	-	-			
Åtgärande om att på Willhems begäran köpa företagscertifikat i bolaget med tilläggsåtgärda sammantagna likviditetssnabb om	8 000	8 000	<b>OMER Farmoor 3 Holdings B.V.</b>					
			Ågarlön	280	14			
			Aktieinnehav under året	14	-			

\* Första AP-fonden hyr kontorslokaler av Vasakronan till marknadsprisvärda villkor



## Finansiell information

- Innehåll
- Verksamheten
- Investeringsövertygelse
- Hållbarhet
- Finansiell information
- Förelmningsberättelse
- Tiodörsöversikt
- Resultaträkning
- Balansräkning
- Noter
- Styrelsens försäkran
- Revisionsberättelse
- Räkter och Fondstyrning



## Styrelsens försäkran

Härmed försäkras att, såvitt vi känner till, årsredovisningen är upprättad i överensstämmelse med god redovisningssed och de av AP-fonderna gemensamt utarbetade redovisnings- och värderingsprinciperna samt att lämnade uppgifter stämmer med faktiska förhållanden och att ingenting av väsentlig betydelse är utelämnat som skulle kunna påverka den bild av fonden som skapats av årsredovisningen.

Stockholm den 20 februari 2024

**Urban Hansson Brusewitz**  
Ordförande

**Anna Nilsson**  
Vice ordförande

**Annika Andersson**  
Styrelseledamot

**Lars Fresker**  
Styrelseledamot

**Peter Hansson**  
Styrelseledamot

**Gunilla Hellqvist**  
Styrelseledamot

**Linda Jönsson**  
Styrelseledamot

**Erik Rosenberg Sjöström**  
Styrelseledamot

**Erica Sjölander**  
Styrelseledamot

Vår revisionsberättelse har lämnats den 20 februari 2024

**Peter Nilsson**  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

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

Finansiell information

Innehåll

Verksamheten

Investeringsövertygelser

Hållbarhet

Finansiell information

Förvaltningsberättelse

Tioårsöversikt

Resultaträkning


Balansräkning

Noter

Styrelsens förskräkan

→ Revisionsberättelse

Risker och Fondstyrning



## Revisionsberättelse

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

### Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Första AP-fonden för år 2023. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 42–58 i detta dokument.

Enligt vår upplåtning 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.

2023 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. Vår ansvarsenligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisionsansvar. Vi är oberoende i förhållande till Första AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har 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 åter finns på sidorna 1–41 samt 61–72.

Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvar för denna andra information.

Vår 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 väsentlig utsträckning beförenliga med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi 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 verkställandets direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvar 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 bestämningen av fondens följande: om förhållanden som kan påverka följande att förutspå verksamheten och att använda antaganden om fortsatt drift.

Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera

fondst, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

### Revisionsansvar

Våra mål för 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 professionella områden 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, utifrån och ut för grundläggande åtgärder bland annat utifrån dessa risker och risker för revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risker för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre för en väsentlig felaktighet som beror på misstag, efter som oegentligheter kan innefatta agerande i maskin, förfalskning, oavsiktliga utelämnanden, felaktig information eller falskstat ständ av intern kontroll.

Finansiell information

Innehåll

Verksamheten

Investeringsövertagelser

Hållbarhet

Finansiell information

Förvaltningsberättelse

Tioårsöversikt

Resultaträkning

Balansräkning

Noter

Styrelsens försäkran

→ Revisionsberättelse

Risker och Fondstyrning



INNEHÅLL VERKSAMHETEN INVESTERINGSÖVERTAGELSER HÅLLBARHET FINANSIELL INFORMATION RISER OCH FONDSTYRNING

- skaffar vi oss en försäelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utföra våra granskningsåtgärder som är tillämpliga med hänsyn till osäkerheter, 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 verkställandade 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 uppräntandet av årsredovisningen. Vi drar också en slutsats, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som överså 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 fösta 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 åteger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

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

FÖRSTA AP-FONDEN // ÅRSREDOVISNING 2023

Rapport om andra krav enligt lagar  
och andra författningar

**Uttalanden**  
Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av tillgångar som Första AP-fondens förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställandade direktörens förvaltning av Första AP-fonden för 2023. Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grundför uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionsstandard i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisionsansvar. Vi är oberoende förhållande till Första AP-fonden enligt god revisionsstandard i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.  
Vi anser att, där revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och verkställandade direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställandade 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 för löpande 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 verkställandade 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 överenssamt med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisionsansvar

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 verkställandade direktörens förvaltning för Första AP-fondens räkenskapsåret 2023.

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

Som en del av en revision enligt god revisionsstandard använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skäpakt inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskapsberättelsen.

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 väsentliga överträdelser skulle ha särskild betydelse för Första AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslut underlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Stockholm den 20 februari 2024

**Helena Kaiser de Carolis**  
Auktoriserad revisör

Förordnad av Regeringen

**Peter Nilsson**  
Auktoriserad revisör

Förordnad av Regeringen

#60





<b>Överblick</b>					
Om Andra AP-fonden	4	<b>Hållbarhet</b>	29	<b>Räkenskaper och noter</b>	70
2023 i sammandrag	5	Fordjupad hållbarhetsinformation	33	Resultaträkning	71
Långsiktig uppdrag	6	Sammantfattning av information inom lokalområdena	36	Balansräkning	72
Uppdrag och mål	8	Målsättningar och sociala förhållanden	38	Redovisnings- och värdepappersprinciper	74
VD:ord	10	Uppföljning och utvärdering	40	Redovisningsprinciper	76
		Uppföljning och utvärdering	40	Revisionsberättelse	85
<b>Uppdrag och organisation</b>		<b>Fondstyrning</b>		Aktier, andelar och innehållande värdepapper	87
Målsättningar grundens till fondoppgifter	13	Fondstyrningsrapport	42		
Uppdrag, mål och vision	15	Styrelse	45		
Humankapitalet grundens till fondoppgifter	15	Valutastyrning	46		
<b>Investeringar</b>		Ledning			
Innanju med kapitalförvaltningschefen	18				
Experter på penningssystemet	19				
Penningssystemets utveckling	21				
Uppföljning och utvärdering	22				
Tilläggsnoter	26				



Överblick  
Om Andra AP-fonden  
2023 i sammandrag  
Långsiktigt uppdrag  
Måkra och marknad  
VD-ord

Uppdrag och organisation  
Investeringar  
Hållbarhet  
Fondstyrning  
Förvaltningsberättelse  
Räkenskaper och noter

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSREDOVISNING 2023

## Långsiktigt uppdrag

Sedan starten  
**2001** har...

**82,2 mdkr**

betalats ut till pensionärer, men eftersom fonden har genererat en genomsnittlig avkastning på



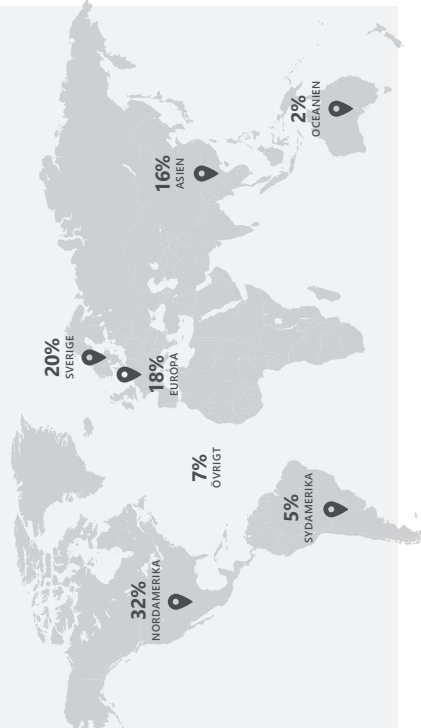
per år, har fondkapitalet trots utbetalningarna ökat med

**292 mdkr**

vilket skapar trygghet för framtidens pensionärer.

## Andra AP-fonden – en global kapitalförvaltare

Andra AP-fonden är en av norra Europas största pensionsfonder och förvaltar 426,0 mdkr inom i princip alla tillgångslag och över hela världen. Fonden har ett viktigt uppdrag från riksdagen – att långsiktigt maximera avkastningen på det svenska pensionskapitalet. Nedan visas AP2:s portfölj fördelad på olika geografiska marknader.





## Resultaträkning

Beleggi i mkr	Not	Jan-dec-2023	Jan-dec-2022
<b>Revisions intäkter</b>			
Baseretto	1	4 409	3 924
Erhållna utdelningar		5 624	9 058
Nettoreultat noterade aktier och andelar	2	10 372	-32 470
Nettoreultat noterade aktier och andelar	3	-3 715	549
Nettoreultat, räntebärande tillgångar		5 275	-16 953
Nettoreultat, derivatinstrument		-3 677	-4 613
Nettoreultat, valutakursförändringar		-3 191	11 724
Provisionskostnader, netto	4	-108	-201
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>24 039</b>	<b>-28 982</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>			
Personalkostnader	5	-170	-161
Övriga administrationskostnader	6	-108	-101
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-278</b>	<b>-262</b>
<b>ÅRETS RESULTAT</b>		<b>23 761</b>	<b>-29 244</b>

Överblick

Uppdrag och organisation

Investeringar

Hållbarhet

Fondstyrning

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Resultaträkning

Balansräkning

Redovisnings- och

värdepappersrapporter

Noter

Revisionsberättelse

Aktier, andelar och räntebärande

värdepapper



## Balansräkning

Belopp i mkr	Not	2023-12-31	2022-12-31
<b>TILLGÅNGAR</b>			
Aktier och andelar			
Noterade	7	159 173	157 838
Onoterade	8	127 275	128 173
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	123 082	112 808
Derivatinstrument	10	15 684	8 287
Kassa och bankmedel		15 338	7 018
Övriga tillgångar	11	501	55
Förutbetalda kostnader och upplupna inäkter	12	2 287	2 079
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>443 351</b>	<b>416 258</b>
<b>FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>			
<b>Skulder</b>			
Derivatinstrument	10	3 436	3 993
Övriga skulder	13	13 316	4 170
Förutbetalda inäkter och upplupna kostnader	14	539	983
<b>Summa skulder</b>		<b>17 311</b>	<b>9 146</b>
<b>Fondkapital</b>			
Inlagda fondkapital	15	407 112	441 045
Nettobetalingar mot pensionsystemet		-4 833	-4 689
Arets resultat		23 761	-39 344
<b>Summa fondkapital</b>		<b>426 040</b>	<b>407 112</b>
<b>SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>		<b>443 351</b>	<b>416 258</b>
<b>Ställda pantar och eventuaiförpliktelser</b>			
Övriga ställda pantar och eventuaiförpliktelser	16	894	2 296
Åtaganden		42 038	37 020

71

Överblick  
Uppdrag och organisation  
Investeringar  
Hållbarhet

Fondstyrning  
Förvaltningsberättelse  
Räkenskaper och noter

Resultaträkning

Balansräkning

Redovisnings- och  
valideringsprinciper

Noter

Revisionsberättelse

Aktier, andelar och räntebärande

valdepapper

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSREDOVISNING 2023

## Redovisnings- och värderingsprinciper

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

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandardens IFRS. En tillständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Andra AP-fondens uppgifter kräver för att delmätas som ett investemföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda stora skillnaden att kassalöfdeanalys inte upprättas och att IFRS 16 inte tillämpas.

### Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga attributerna 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 oredovisade aktier, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

### Nettoredovisning

Finansiella tillgången och skulder nettoredovisas i balansräkningen när det finns en lägen rättighet att nettoredovisa transaktioner och det finns en avsikt att erlagga likviditet eller realisera tillgången och erlagga likviditet för skulden samtidigt.

### Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansrägningen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansrägningens valutakurs. Värderförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppställs i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultatet 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 oredovisade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte. Lån till dotter- respektive intressebolag som avses tillåtas till förfallit värdes till verkligt värde via full value-option IFRS 3. Hela värdeförändringen redovisas dock som del av aktienettoläret på raden Nettoresultat, oredovisade aktier och andelar.

### Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga påskriftliga värdepappers till verkligt värde varvid skuldrealiserade omräknade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsgrupp ingår sålides såväl realiserade som orealiserade resultat. Eggt kapitalinstrument innehåller för handling och värdes därför till verkligt värde över resultaträkningen. Skuldinstrument medlitas för handling och värdes därför till verkligt värde över resultaträkningen. Lån till dotter- respektive intressebolag avses att tillåtas till förfallit, men har utnyttjas för value-option för tillägen om allmänna pensions-

fonders krav på värdering till verkligt värde ska uppfyllas i det fall hänsyn tagits till vald indexleverantör, se sidan 25 för information kring aktuella index. AP-fonderna följer alla sina tillgångar tillräffan verkligt värde. Nästan bestäms 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 balansrägningens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör. Öfrigt genomskattas. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. Erhålls courtagkostnader resulterats under Nettoresultat noterade aktier.

### Oredovisade 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 uppställs då try värdering ändralls och justeras för eventuella kassalöfden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på egen grund berömer att värderingen är riktigt sker en justering av erhållen värdering.

Värderingen avseende oredovisade andelar följer IFRSs (Internationell 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 oredovisade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärderingsmetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. Innehav i

Överblick  
Uppdrag och organisation

Investeringar

Hållbarhet

Fondstyrning

Förvaltningsberättelse

Räkenskapsrapport och noter

Resultaträkning

Balansräkning

Redovisnings- och värderingsprinciper

Noter

Revisionsberättelse

Aktier, andelar och rantebarande

värdepapper

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSREDOVISNING 2023

<p>överblick Uppdrag och organisation Investeringar Hållbarhet Fondstyrning Förvaltningsberättelse Räkenskaper och noter Resultaträkning Balansräkning Redovisnings- och värderingsprinciper Noter Revisionsberättelse Aktien, andelar och rättteckningar Valdepapper</p>	<p>Derivatkontrakt, med positivt verkligt värde per balansdagen värdesätts 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.</p> <p><b>Averkerkontrakt</b> Vid åkta återköpskontrakt, så kallad repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Där sålida värdepapperet redovisas som ställt pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avtalet och terminsledet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.</p> <p><b>Värdepapperslån</b> Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som ränta 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 erhållna kontanter 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 pantar och eventualförpliktelser". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper samt säkerheter för dessa.</p> <p><b>Poster som redovisas direkt mot fondkapital</b> In- och utbetalningar som har skett mot pensionsystemet redovisas direkt mot fondkapital.</p>	<p>Provisionskostnader Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under Fondens intäkter. De utgörs av externa kostnader för förvaltningsgjäster, såsom de så kallade bankanoden och fasta anoden, till exempel förvaltare samt fasta utgifter för noterade, Pre-stationärerade anoden, som utgår när förvaltare upptar en stationerbar anoden, och utgår när vinstdelning tillämpas. (redovisas som avdragspost under nettoresultat för aktuellt tillgångsläge i resultaträkningen.) Förvaltaranoden för noterade aktier och andelar redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det realiserade resultatet.</p> <p><b>Rörelsens kostnader</b> Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, anoden till externa förvaltare och depåbankanoden, redovisas under Rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärd programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.</p> <p><b>Skatter</b> Andra AP-fonden är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Skatt på utbetalningar och kupongskatter som påförs i vissa länder nettoredovisas i resultaträkningen under respektive intäktslag. Fonden är från och med 2012 registrerad till mer värdeskatt och därmed skattskyldig till mer värdeskatt för förvärf från utlandet. (Fonden har inte rätt att återfå betald mer värdeskatt. Kostnadsför mer värdeskatt inkluderas i respektive kostnadspost.) Belopp i miljoner kronor (mnk), där inget annat anges.)</p>	<p>noterade fastighetföretag, värdena med beskattande av uppskjutna skatterisker till det värde som används vid fastighetstransaktioner (vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetföretagen.)</p> <p><b>Obligationer och andra räntebärande tillgångar</b> För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknotering. Oftast köps kurs enligt fondens valda indexteorier, men även som inte ingår i index värdesätts till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadskurser inte finns att tillgå, värdesätts instrumentet med hjälp av allmänna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva. Som räntebärande redovisas ränta beräknad enligt effektivvärdemetoden baserat på upplånt anskaffningsvärde. De upplånta anskaffningsvärdet är det diskonterade värdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningsögonblicket. Detta innebär att förväntade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntebestämningstillfälle och ingår i redovisad ränta. Värdeförändringar till följd av ränteförändringar redovisas under Nettoresultat räntebärande tillgångar, medan värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under Nettoresultat valutakursförändringar.</p> <p><b>Derivatinstrument</b> För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid ärets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadskurser inte finns att tillgå, värdesätts instrumentet med hjälp av allmänna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdatabaser.</p>
---	--	--	---

## Noter till resultat- och balansräkningarna

### NOT 1 Räntenetto

Belopp i mkr	Jan-dec-2023	Jan-dec-2022
Räntetäkter		
Obligationer och andra anskrivna tillgångar	4 309	3 895
Övriga räntetäckande tillgångar	4 450	3 860
Summa räntetäckande tillgångar	8 759	7 755
Räntekostnader		
Övriga räntekostnader	-41	-37
Summa räntekostnader	-41	-37
Räntenetto	4 409	3 824

### NOT 2 Nettoresultat, noterade aktier och andelar

Belopp i mkr	Jan-dec-2023	Jan-dec-2022
Resultat noterade aktier och andelar	19 462	-32 387
avdrag courtage	-90	-83
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	19 372	-32 470

### NOT 3 Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

Belopp i mkr	Jan-dec-2023	Jan-dec-2022
Realisationsresultat	3 241	2 760
Orealiserade värdeförändringar	-6 956	-2 211
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	-3 715	549

Externa förvaltnarvoden för onoterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastar därmed orealiserat nettoreultat för onoterade tillgångar. Återbetal för värtaravote påverkar följaktligen onskat resultat för onoterade tillgångar. I december 2022 har onoterade tillgångar (689 078) mkr sålts i förvaltnarvoden avseende onoterade tillgångar. Under året har även 366 (353) mkr återbetalats, och det orealiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har därmed netto påverkats med -323 (-225) mkr.

### NOT 4 Provisionskostnader, netto

Belopp i mkr	Jan-dec-2023	Jan-dec-2022
Externa förvaltnarvoden, noterade tillgångar	66	160
Övriga provisionskostnader inklusive konjunkturskostnader	42	41
Summa	108	201

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade kostnader. Prestationsbaserade kostnader har under året uppgått till 31 (-1) mkr och reducerar nettoreultatet för respektive tillgångslag.

Överblick  
Uppdrag och organisation  
Investeringar  
Hållbarhet

Fondstyrning  
Förvaltningsberättelse  
Bilansrapport och noter

Resultaträkning  
Balansräkning  
Redovisnings- och  
värderingsprinciper

Noter  
Revisionsberättelse  
Aktier, andelar och räntebara  
värdepapper

forts. not 4

EXTERN FÖRVALTNINGSMANDAT DEN 31 DECEMBER 2023, MNKR

Mandat	Genomsnittligt förvärt kapital 2023	Marknadsvärde 2023-12-31*	% av förvaltningskapital	Antal anställda i förvaltningskonstnad
Extern diskretionära förvaltningsmandat				
Aktiemandat				
Summa externa diskretionära förvaltningsmandat		0	0	14**
Investeringar i noterade externa fonder				
Aktiefonder				
Ränsfonder	7 964	9 204		8**
Summa investeringar i noterade externa fonder	7 964	9 204	2,2	44
Investeringar i opredansde fonder				
Summa externt förvärt kapital och förvaltningskonstnader	62 825	64 701	15,2	52
	70 889	73 905	17,4	66

\* Marknadsvärdet inkluderar alla noter, derivat, optioner och upplupna räntor.  
\*\* Antalet personer som arbetar för mandat förvaltningskonstnader 2023.

NOT 5 personal

	2023		2022	
	Totalt	Män	Totalt	Kvinnor
Antal anställda	69	46	69	44
Medelantal anställda	68	44	69	44
Antal anställda den 31 december	6	4	2	4
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december			6	4

Överblick  
Uppdrag och organisation  
Investeringar

Hållbarhet

Fondstyrning

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Resultatredovisning

Balansräkning

Redovisnings- och  
valideringsprinciper

Noter

Revisionsberättelse

Aktier, andelar och räntebärande  
valdepapper

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSREDOVISNING 2023

forts. not 5

PERSONAL

Personalkostnader Ikr, 2023	Löner och anvoden	Pensions- kostnader	Varje löneavdrag	Sociala kostnader	Sociala löneavdrag	Summa
Styrelseordförande	215	–	–	–	70	285
VD	4 614	1 682	254	1 311	8 137	8 137
Styrelsen exklusive ordförande	871	–	–	197	–	1 074
<b>Ledningsgruppen exkl. VD</b>	3 411	737	–	1 273	–	5 421
Kapitalförvaltningschef	2 054	1 342	–	971	–	4 367
Chefjurist	2 577	836	96	1 040	–	4 453
Chef för kommunikation och ägarfrågor	2 018	784	–	866	–	3 728
Chef Risk och Avkastningsanalys	1 173	870	120	531	–	3 078
<b>Övriga anställda</b>	70 828	34 179	–	30 250	–	135 257
<b>Summa</b>	<b>88 629</b>	<b>40 480</b>	–	<b>37 361</b>	–	<b>166 420</b>
Övriga personalkostnader	–	–	–	–	–	3 163
<b>Summa personalkostnader</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>169 583</b>

Personalkostnader Ikr, 2022	Löner och anvoden	Pensions- kostnader	Varje löneavdrag	Sociala kostnader	Sociala löneavdrag	Summa
Styrelseordförande	215	–	–	–	70	285
VD	4 126	1 520	254	1 150	710	7 760
Styrelsen exklusive ordförande	925	–	–	207	–	1 132
<b>Ledningsgruppen exkl. VD</b>	410	1 959	74	182	–	3 525
Kapitalförvaltningschef (o.m. februari)	2 205	499	–	827	–	3 531
Kapitalförvaltningschef (f.o.m. m.j)	1 998	1 137	–	905	–	4 040
Chef Affärsstöd	1 026	368	100	–	–	1 494
Chefjurist	2 034	759	127	846	–	3 766
Chef för kommunikation och ägarfrågor	1 999	767	110	816	–	3 692
Chef Risk och Avkastningsanalys	–	–	–	–	–	–
<b>Övriga anställda</b>	66 964	32 040	–	28 859	–	127 863
<b>Summa</b>	<b>83 703</b>	<b>37 830</b>	–	<b>35 517</b>	–	<b>157 050</b>
Övriga personalkostnader	–	–	–	–	–	3 117
<b>Summa personalkostnader</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>160 367</b>

76

**Styrelse**  
Avidien och andra ersättningar till styrelseledamöterna bestäms av regeringsrättens utslagning upp till 200 000 kronor för ordinarie ledamöter och upp till 300 000 kronor för ersättningsledamöter. Styrelsen har utslagit 150 000 kronor för ordinarie ledamöter och 200 000 kronor för ersättningsledamöter. Regeringen har fattat beslut om att ersättning kan utgå med sammanlagt 100 000 kronor för kommittéarbete. Inga avdelningar har utgått för styrelsemedlemmas arbete. Ersättningskommittén för arbete i Riskkommittén har utgått ersättning med 30 000 kronor till ordinarie och 25 000 kronor till ledamot. För arbete i Resurskommittén har utgått ersättning med 20 000 kronor till ordinarie och 15 000 kronor till ledamot.

**Styrelseledamöternas övriga styrelseuppdrag**

Se sidan 45.

**VD**  
VD:s anställningsavtal förbinder sig fonden att betala premier för tjänstestyrnings- och sjukförsäkring med pensionsålder 65 med en årlig premie motsvarande 30 procent av bruttolönen. Vid uppsägning från fondens sida gäller VD rätt till avgångsvederlag, motsvarande 18 månadslöner utöver lönen under uppsägningstiden om sex månader, reducerat med inkomst från ny anställning. Avgångsvederlaget betecknas på den ekonomiska rapporteringen vid uppsägningstidens utgång. Enligt avtalet för VD utgår till t. 7) kr.

**Ledningsgrupp**

Utöver lön, andra ersättningar och pension har ledningsgruppen erhållit förmåner enligt följande: sakkostnadsförvaltningschef 70 645) kr, kapitalförvaltningschef 10 000) kr, chefjurist 10 000) kr, chef för kommunikation och ägarfrågor 5 16) kr, chef Risk och Avkastningsanalys 5 14) kr. För behövligt betalt utgår till ledningsgruppens medlemmar en tjänstgöringsersättning enligt BAO och Axa-avtal (CF/SACCO). Regeringens riktlinjer anger 6 månaders uppsägningstid med 18 månaders avgångsvederlag för ledande befattningshavare. För en ledande befattningshavare på Andra AP-fonden anställd innan regeringens riktlinjer träddes i kraft utgår uppsägningstid och avgångsvederlag utöver de 18 månader som anges i riktlinjerna. Detta har inte omfattats, då det inte medför en högre lönebas för fonden.

**Löneavdrag**

Samliga anställda ges möjlighet att löneavta lön mot pension.

**Beredning och beaktning**

Styrelseledamöternas löneavdrag har beräknats utifrån VD:s lön och riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare.

Överblick

Uppdrag och organisation  
Investeringar  
Hållbarhet  
Fondstyrning  
Förvaltningsberättelse  
Bilansrapport och noter

Resultaträkning  
Balansräkning  
Redovisnings- och värderingsprinciper

Noter

Revisionsberättelse  
Aktier, andelar och räntebärande värdepapper

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSREDOVISNING 2023

forts. not 5

**Regeringens aktieinje** vägs till i en förs och förklaringsberättelse eller en översiktlig rapport för att jämförbara aktörer. Syftet med undersökningen är att redovisa marknadsmässiga löns- och anställningsvillkor. För 2023 har fondens ensatt- ninginje jämförts med ett tillgånget privata och statliga aktörer inom finansbranschen, bland annat övriga AP-fonder. Utgångspunkten är att fon- dens ensattninginje jämföras med aktörer som har liknande verksamhet. Styrelsen bedömer att de ensattninginjeaktörerna till skillnad från be- hövare som fondens övriga medarbetare är rimliga, väl avvägda, kon- kurrensfärdiga, takbestämda och ändamålsenliga samt bidrar till en god etik och organisationskultur. Erstatningarna är inte lönselstärkt i förhållande till jämförbara institut utan präglas av måttfullhet och låter inom den utgångs- punktens ramar. Styrelsen bedömer att fondens ensattninginje är rimlig och att fonden följer regeringens riktlinjer och avser erstatningar, förutom ovan nämnda undantag som uppdragningstid. Den sammanlagda kostnaden vid en uppdragning synes dock med god marginal inom regeringens riktlinjer. Mer information finns på fondens webbplats.

**Övrigt**

Förteckning med svensk lag eller fackföreningsfrihet på Andra AP-fonden. Fonden har inga anställda under 18 år.

**NOT 6 Övriga administrationskostnader**

Belopp i mkr	Jan-dec 2023	Jan-dec 2022
Lokalutgifter	8	7
Informations- och IT-kostnader	77	70
Köpta tjänster	12	15
Övriga kostnader	11	9
<b>Summa övriga administrationskostnader</b>	<b>108</b>	<b>101</b>
<b>A-noden till revisorerna</b>		
Revisionsutgifter	0,83	0,82
PwC		
Revisionskostnaden utöver revisionsutgifterna	0,00	0,10
PwC		
<b>Summa ersättning till PwC</b>	<b>0,83</b>	<b>0,92</b>

**NOT 7 Aktier och andelar, noterade**

Belopp i mkr	2023-12-31	2022-12-31
Svenska aktier	36 476	34 234
Utländska aktier	122 697	116 751
Andelar i utländska fonder*	–	6 853
<b>Summa</b>	<b>159 173</b>	<b>157 838</b>

\*Varje andelar i landfonder

Andra AP-fonden besitter ett andra aktier från lägsäsong kapitalförvalt- ning. Detta innebär att fondens innehav av aktier är betydligt lägre än medelvärdet och som ställer säkerhet som överstiger utlåndsaktie- priset marknadsvärde.

Under 2023 uppgick de totala intäkterna från värdepappersutlåningen till 19 mkr. Intäkterna gav ett positivt bidrag till fondens relativa avkastning och redovissas som intäkter i resultatberäkningen. I tidsom utlånings- utlånsade värdepapper per årskiftet.

Specifikation över de värdepappers 20 största svenska och utländska inne- haven återfinns på sidorna 87–89.

En komplett förteckning över svenska och utländska innehav återfinns på fondens webbplats.

**Överblick**  
**Uppdrag och organisation**

Investeringar

Hållbarhet

Fondstyrning

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Resultatberäkning

Balansräkning

Redovisnings- och värdepappersprinciper

Noter

Revisionsberättelse

Aktier, andelar och rättigheter

Värdepapper

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSBERÄTTNING 2023

**NOT 8 Aktier och andelar, onoterade**

Belopp i mkr	2023-12-31		2022-12-31		Resultat
	2023-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2022-12-31	
Svenska aktier i intressebolag	25 802	29 527			
Utländska aktier i intresse- och dotterbolag	219 844	33 791			
Övriga onoterade svenska aktier och andelar	--	--			
Övriga onoterade utländska aktier och andelar	71 549	64 855			
<b>Summa</b>	<b>127 275</b>	<b>128 173</b>			

Belopp i mkr	Omg nr	Site	Antal aktier	Ägarandel i kapitalnoter, %	2023-12-31		Resultat
					Agarandel i kapitalnoter, %	Eget kapital	
Svenska aktier i intressebolag							
3101 Investments AB			1 000 000	35	24 426	28 081	-10 875
4101 Investments AB		Stockholm	59393-2080	Stockholm	0	0	2
4101 Investments KB		Stockholm	969796-3033	Stockholm	25	1 456	5 822
<b>Summa svenska aktier i intressebolag</b>					<b>25 802</b>	<b>29 527</b>	<b>39</b>
Utländska aktier i intresse- och dotterbolag							
Chapoo S r.l.		Luxemburg		100	1 834	2 964	
Gateway VI Co-Investment Account (AP2) LP		Caymanöarna		100	1 806	1 810	
J.C. Werde Co-Invest 1 LP		England		100	318	--	
Lewis & Clark Timberlands LLC		USA		24	1 793	1 872	
Molpus Nordic Woodlands LP		USA		99	1 925	1 684	
TMA-CREF Global Agriculture I LLC		USA		23	3 808	3 497	
TMA-CREF Global Agriculture II LLC		USA		25	6 832	6 693	
U.S. Office Holdings LP *		USA		41	3 501	3 332	
U.S. Office Holdings LP **		USA		99	2 382	2 518	
U.S. Office AP2 (NO) LP ***		USA		99	2 382	2 518	
<b>Summa utländska aktier i intresse- och dotterbolag</b>					<b>26 844</b>	<b>33 791</b>	

\* Helt ägarbolag med 91 procentstämakt i US Core Office Holdings. 81 procentstämakt i andelar i kapitalnoter tillsammans med NPS och Tishman Speyer  
 \*\* Helt ägarbolag med 91 procentstämakt i US Core Office Holdings. 81 procentstämakt i andelar i kapitalnoter tillsammans med NPS och Tishman Speyer

Belopp i mkr	Site	2023-12-31		2022-12-31
		Agarandel i kapital, %	Änskarf-Anskarf-ningsvärde	
<b>Fem största innehavari övriga onoterade utländska aktier och andelar</b>				
Generale Capital, Inc.	USA	6	2 506	2 176
Rivestone Pattern Energy III LP	USA	35	977	974
TMA European Farmland Fund LP	Caymanöarna	43	883	883
TTC Rise Fund II LP	Caymanöarna	5	878	677
COC Capital Partners VIII LP	Jersey	0,4	793	612

En komplett förteckning över svenska och utländska onoterade innehav återfinns på fondens webbplats.

**NOT 9 Obligationer och andra räntebärande tillgångar**

Belopp i mkr	2023-12-31		2022-12-31	
	2023-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2022-12-31
Övriga obligationer	123 062	112 808		
Övriga tillfälliga tillgångar	111 399	105 979		
Övriga tillfälliga tillgångar	2 479	2 326		
Övriga tillfälliga tillgångar	9 204	4 502		
<b>Summa</b>	<b>123 062</b>	<b>112 808</b>		

**Överblick**

Uppdrag och organisation	
Investeringar	
Hållbarhet	
Fondstyrning	
Förvaltningsberättelse	
Räkenskaper och noter	
Resultaträkning	
Balansräkning	
Redovisnings- och värdepappersprinciper	
Noter	
Revisionsberättelse	
Aktier, andelar och räntebärande värdepapper	



**NOT 10 Derivatinstrument**

Beleggs- typer/mödr	2023-12-31		2022-12-31	
	Verkligt värde USD	Verkligt värde SEK	Verkligt värde USD	Verkligt värde SEK
<b>Aktierelaterade instrument</b>				
Terminer	2	-	-	6
Summa varor/deckat	2	-	-	6
<b>Ränterelaterade instrument</b>				
FRAs/Terminer	19	-	-	39
Swappar	19	-	-	39
Summa varor/deckat	38	-	-	78
<b>Valutarelaterade instrument</b>				
Optioner/Innehav	5	64	3	69
Terminer	15 668	3 282	8 284	3 879
Summa varor/deckat	15 673	3 436	8 287	3 948
<b>Summa derivatinstrument</b>	<b>15 694</b>	<b>3 436</b>	<b>8 287</b>	<b>3 993</b>

Inga derivatinstrument har längre löptid än 12 månader. Utställda säljoptioner är del i en strategi som reducerar fondens totala risk. Nettoposition av säljoptioner har en begränsad marknadskost. För sålda valutaroptioner har Andra AP-fonden alltid ett leveranskav att uppfylla för-

plåsterne enligt optionkontraktet, det vill säga när fonden sält 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 leveranskav.

**Användning av derivatinstrument**

Derivatinstrument används per följande för icke-derivat. Andra AP-fonden använder sig av derivat 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 2023 användes derivatinstrument följande:

- Valutarivat – terminer och optioner – för hantering av fondens valutaexponering.
- Aktierivat – främst standardiserade aktieindexterminer – för effektiv balansering av portföljen och vid positiontagande i den taktiska tillgångsallokeringen.
- Ränterivat – främst ränteförändringsderivat, ränteswappar – för rebalansering taktisk tillgångsallokering och för hantering av fondens ränterisk. Begärs ut utnyttjande av räntesoptioner i syfte att positionera fonden mot ränterisk.
- Strukturerade derivat – används för att skapa exponering mot marknadsvärdesökning som inte finns att tillgå inom traditionella aktie-, ränte- eller ränterisken. Struktureringarna är främst baserade på aktier och ränterisken. Inom ramen för fondens taktiska allokeringmandat samt alternativa riskpremiermandat sker positionering med hjälp av derivat. Mandatet tillåts agera med hjälp av korta och långa positioner i de tillrädda tillgångsfallen.

Exponering i derivatinstrument följer upp och analyseras löpande. Aktie- och ränterivat handlas förädlade på standardiserade marknader i clearade produkter, varför motpartsriskerna endast är mot clearinginstutet. Handeln med valuta- och kreditderivat handlas i derivatinstrument av inte standardiserad och därmed finns såväl motparts- som leveransrisk gentemot fondens motpart. Inga säljoptioner för icke-standardiserade produkter som fonden avslutade för icke-standardiserade produkter och exponering beaktas löpande. För OTC-handel kräver fonden standardiserade avtal såsom SDA och i ökad omfattning CSA, som reglerar säkerhetsmassan mellan motparten.

Överblick  
Uppdrag och organisation  
Investeringar  
Hållbarhet

Fondstyrning  
Förvaltningsberättelse  
Räkenskaper och noter

Resultatredovisning  
Balansräkning  
Redovisnings- och värdepappersprinciper  
Noter

Revisionsberättelse  
Aktien, andelar och räntebärande värdepapper

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSREDOVISNING 2023

**NOT 11 Övriga tillgångar**

Belopp i mkr	2023-12-31	2022-12-31
Fordringar sålda ej likviderade tillgångar	491	47
Övriga fordringar	10	8
<b>Summa</b>	<b>501</b>	<b>55</b>

**NOT 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

Belopp i mkr	2023-12-31	2022-12-31
Upplupna administrationskostnader	1 547	1 431
Upplupna utdelningar	252	255
Restitioner	458	369
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	30	24
<b>Summa</b>	<b>2 287</b>	<b>2 079</b>

**NOT 13 Övriga skulder**

Belopp i mkr	2023-12-31	2022-12-31
Skulder köpta ej likviderade tillgångar	1	127
Leverantörsskulder	15	8
Övriga skulder*	13 300	4 035
<b>Summa</b>	<b>13 316</b>	<b>4 170</b>

\* Övriga skulder består främst av monsvärdet för de enhäns konsortialskulder som bildats vid avskaffandet.

**NOT 14 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader**

Belopp i mkr	2023-12-31	2022-12-31
Upplupna återseende förvaltningsvarden	0	20
Upplupna återseende på valutaterminer	50	0
Övriga upplupna kostnader	38	38
<b>Summa</b>	<b>88</b>	<b>58</b>

**NOT 15 Fondkapital**

Belopp i mkr	2023-12-31	2022-12-31
Inlagda fondkapital	40 712	44 045
<b>Nettobetalningar mot pensionsystemet</b>	<b>85 004</b>	<b>81 822</b>
Utbetalda pensionsmedel till försäkringsbolag	-89 552	-86 259
Överflyttning av pensionsåttor till EG-tillgångar	-1	0
Reglering av pensionsåttor avseende tidigare år	-15	0
Administrationsåttor till försäkringsbolag	-269	-252
<b>Summa nettobetalningar mot pensionsystemet</b>	<b>-4 833</b>	<b>-4 689</b>
<b>Arrets resultat</b>	<b>23 761</b>	<b>-29 244</b>
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>416 040</b>	<b>407 112</b>

**NOT 16 Ställda pantar och eventalförpliktelser**

Belopp i mkr	2023-12-31	2022-12-31
<b>Övriga ställda pantar och eventalförpliktelser</b>		
Utlånade värdepapper mot enhäns konsortialskulder*	0	869
Ställda säkerheter avseende borschärade derivatavtal	328	464
Ställda säkerheter avseende OTC-derivat (Cock-aradj)	656	863
<b>Summa</b>	<b>984</b>	<b>2 296</b>

**Åtaganden**

Belopp i mkr	2023-12-31	2022-12-31
Åtaganden om framtida investeringar avseende onoterade innehav	37 538	32 500
Teckningsåtaganden av certifikat	4 500	4 500
Garant av nyemission	0	0
<b>Summa</b>	<b>42 038</b>	<b>37 000</b>

\* Enhäns skulder för utlånade värdepapper utgör till 0,939 mrd kr utlåningen till de enhäns konsortialskulder som bildats vid avskaffandet.  
\*\* Boken värd för skulder avseende enhäns konsortialskulder avseende OTC-derivat utgör 250,827 mkr. Enhäns skulder i form av värdepapper för OTC-derivat till 250,827 mkr.

**NOT 17 Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki**

**Fondkapitalets värdering – Marknadnoterade tillgångar**  
Den största delen av fondens tillgångar är marknadnoterade med innehavarens värdering. Dessa tillgångar är värderade till marknadsvärdet och registrerats för kommande marknadstransaktioner. Andra AP-fondens marknadnoterade tillgångar värderas dagligen till noterade marknadskurspriser 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 valuta- och derivat värderas de till marknadsvärdet. För så kallade OTC-derivat används modellvärdering där modellen subjektiva inslag i tillgångens värde är utvärderade av värdepappersförvaltarens och metod för beräkning samt uppskattning av framtida värde (interpolering och extrapolering). Samma metodik används för rådgivning, kortfristiga certifikat och liknande instrument.  
För övriga OTC-derivat används utvärderande värdering från extern part eller värdering från extern part. För så kallade OTC-derivat används värdering från extern part utvärderade strukturerade OTC-derivat. För så kallade OTC-derivat används värdering från extern part utvärderade strukturerade OTC-derivat. För så kallade OTC-derivat används värdering från extern part utvärderade strukturerade OTC-derivat.

I perioder då likviditet för marknadnoterade papper saknas på marknaden, krävs en ökad grad av subjektivitet vid värdering. Marknaden krävs att värderas vid sådana förhållanden av kraftigt ökade skillnader mellan köp- och säljkurser, som även kan skeja marant mellan marknadskurser. Andra AP-fonden har vid sådana förhållanden värderat sina innehav till marknadsvärdet. Vid sådana förhållanden tas hänsyn till marknadskurserna för återbetalningsbäddspåseer. Köp- och säljkurser för derivat värderas separat.  
**Fondkapitalets värdering – Onoterade tillgångar**  
För tillgångar som ej värderas på en aktiv marknad tillämpas olika värderingsmetoder beroende på tillgångens art och värderingsmetoden som används. Värde beräknas utifrån den pris till vilket en transaktion kan slås till mellan en oberoende, parter kan genomföras. Dessa icke-marknadnoterade tillgångar utgörs av Andra AP-fondens del av onoterade fastigheter (16,0 procent av den totala portföljen), räskapitalfonder (12,3 procent av den totala portföljen), halbar infrastruktur (2,1 procent av den totala portföljen) och investeringar i onoterade riskkapitalfonder och fastighetsfonder värderade enligt IFRS-principer (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guide line) eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserade på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

**Överblick**

- Investeringar
- Hållbarhet
- Fondstyrning
- Förvaltningsberättelse
- Räkenskaper och noter
- Resultatberäkning
- Balansräkning
- Redovisnings- och värderingsprinciper
- Noter
- Revisionsberättelse
- Aktier, andelar och räntebärande värdepapper



forts. not 17

**FÖRÄNDRING UNDER 2023 INOM NIVÅ 3, MNKR**

	Aktier och andelar, noterade	Aktier och andelar, onoterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	-	128 173	2 326	130 499
Investering	-	13 189	133	14 322
Realiserat resultat under året	-	-	-	0
Realiserat resultat	-	3 240	-	3 240
Oresterad värdeförändring	-	-11 814	20	-11 794
Omklassificeringar	-	-	-	-
Redovisat värde vid årets utgång	-	127 275	2 479	129 754

**FÖRÄNDRING UNDER 2022 INOM NIVÅ 3, MNKR**

	Aktier och andelar, noterade	Aktier och andelar, onoterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	-	110 315	2 177	112 492
Investering	-	12 736	18	12 754
Sålt/återköpt under året	-	-5 530	-	-5 530
Realiserat resultat	-	2 762	-	2 762
Oresterad värdeförändring	-	7 890	131	8 021
Omklassificeringar	-	-	-	-
Redovisat värde vid årets utgång	-	128 173	2 326	130 499

**Konventionella fastigheter**

Även om många olika faktorer påverkar fastighetsbolagens resultat och framtida ställning är värdeutvecklingen på bolagens fastigheter det riskområde som har störst påverkan på deras resultat. Fastighetens marknadsvärde påverkas av förändrade antaganden om hyres- och vakansnivåer samt driftkostnader och objektavsnittsgåvotax. Den ekonomiska tillväxten på de olika marknaderna påverkar också värdena. Förändringar i räntesatserna med ekonomisk tillväxt anses vara till fördel för frågan på bolakar och därmed minska vakanser, med potential för höjda marknadshyror. Enskilt stort påverkansområde är avskrivningskravet.

För Andra AP-fondens innehav i konventionella fastighetsbolag bedöms den samlade effekten för fondens resultatande av en tillikt förändring i värde på 2023 till -28 mdrk respektive 3,7 mdrk.

**Hållbar infrastruktur**

Värden av bolag och fonder inom portföljen för hållbar infrastruktur drivs, i likhet med värderingen av riskkapitalfonder, av utvecklingen och antaganden av de underliggande bolagens värstiltillväxt och förbättrade marginaler och eventuell skuldminskning. Ofta kombineras olika värderingsmodeller såsom kassaflödesanalys och multiplavärdering. Fördelar av investeringarna i hållbar infrastruktur är att de ofta har låga risker och höga avkastningar. Värdesmottagningen som sammanar av en rad olika kriterier från till dess att kontrakt tecknas med skuld och en kassaflödesanalys är möjlig.

**Oresterade krediter**

För oresterade krediter skapas av naturliga skillnader i marknadsdata. Värderingar av krediterna baseras på den senaste tillgängliga marknadsdata. Värderingen av krediterna som avskrivit kan också innehålla prissformation, volatilitet, specifika kreditdata, likviditet och andra faktorer. En skillnad görs ofta mellan en marknadsbaserad värdering och en ingångsbaserad värdering.

Den marknadsbaserade värderingsmetoden bygger på jämförelsen mellan aktier på den publika marknaden, medan den ingångsbaserade värderingen har sin grund i en nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden från tillgången, vilka sedan justeras utifrån likviditet, kreditkvalitet och andra riskfaktorer.

Da de oresterade krediterna nästan uteslutande ges ut med rörlig ränta och långa löptider, är värdena känsliga för förändringar i räntesatserna. Om räntesatserna skulle stiga skulle värdena påverkas negativt. En stigande ränta kan därmed påverka den ingångsbaserade värderingen när kassaflöden ökar, även om detta sker till förmån av en stigande ränta, då alla löptidigare kanske inte klarar ett högre ränteläge. Den omvända effekten gäller naturligtvis i tider av fallande räntor.

Även i faller med räskapitalfonder tenderar de externa förvärtare som Andra AP-fonden anitar för investeringar i oresterade krediter att ha en konservativ värderingsansats, där de löpande förändringarna i värderingar är små till följd av externa faktorer.

Överblick  
Uppdrag och organisation

Investeringar

Hållbarhet

Fondstyrning

Förvaltningsberättelse

Räkenskapsrapport och noter

Resultaträkning

Balansräkning

Redovisnings- och värderingsprinciper

Noter

Revisionsberättelse

Aktier, andelar och räntebärande

värdepapper

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSREDOVISNING 2023

Överblick  
Uppdrag och organisation  
Investeringar  
Hållbarhet  
Fondstyrning  
Förvaltningsberättelse  
Räkenskaper och noter

Resultaträkning  
Balansräkning  
Redovisnings- och  
valideringsprinciper  
Noter  
Revisionsberättelse  
Aktien, andelar och rättsbeprövade  
valdepapper

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSREDOVISNING 2023

**NOT 19 Närlästande**

Siffror med tecken för ett uttrycks om hur Andra AP-fondens resultat och ställning har påverkats av transaktioner och utstående mellanhandens inkrav. Lagdningen, med närlästande enligt med definitioner i AS 24. Som närlästande till Andra AP-fonden betraktas bolag där fonden äger minst 20 procent av rösterna (så inbegripet noter) samt fondens styrelse- och styrelsemedlemmar och ledningsmedlemmar, så not 5. AP-fondens styrelsemedlemmar och ledningsmedlemmar, så not 5.

Belopp i mkr	2023-12-31	2022-12-31
<b>Närlästande, röstande</b>		
Vasakronan Holding AB, 25 procent	9	9
Räntebrev	4 500	4 500
Åtagande om att på Vasakronans begäran utge ett lån till Vasakronan vid utgående år vid begränsad sammanlagda fördelbeleggsomkostnader	75	76
Börsvärden	2 562	2 368
Ågarinnehavarens upplagen ränta	16	189
Aktieförlikhet/Återbetalning under året	253	392
Investeringsslagande	0	0
<b>4 to 1 Investments AB, 25 procent</b>		
Aktieförlikhet	0	0
4 to 1 Investments AB, 25 procent	0	598
Kapitalfäst	0	0

**LIKVIDITETSRIKIG, %**



**NOT 18 Finansiella risker**

Likviditetsriken begränsas bland annat genom 20 procentregeln (se den placeringssgräns för Första-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 tillgångar som fonden innehåller får vara placerade i likvida tillgångar. Under 2023 låg fondens andelen värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk på 20 procent. Likviditetsrisken på skuldsidan är mycket liten och utgörs av derivatskontrakt.

För ytterligare rekaptyllningar se avsnittet om portföljrisk på sidorna 60-64.

**FINANSIELLA TILLGÅNGAR OCH SKULDER SOM NETTAS I BALANSRÄKNINGEN ELLER LYDER UNDER KVITTNINGSANTAL**

2023-12-31	Brutto- belopp	Nettobelopp i balans- räkningen	Belopp som inte nettas i balansräkningen		Summa i balans- räkningen
			Likvida instrument enligt avtal	Likvida/ blåsta instrument särskilhet enligt avtal	
Derivat	15 673	-	-1 214	-24 541	15 684
Summa	15 673	-	-1 214	-24 541	15 684
SKULDER	3 436	-	3 436	-1 214	-3 436
Summa	3 436	-	3 436	-1 214	-3 436

2022-12-31	Brutto- belopp	Nettobelopp i balans- räkningen	Belopp som inte nettas i balansräkningen		Summa i balans- räkningen
			Likvida instrument enligt avtal	Likvida/ blåsta instrument särskilhet enligt avtal	
Derivat	8 287	-	-258	-4 403	8 287
Summa	8 287	-	-258	-4 403	8 287
SKULDER	3 948	-	3 948	-963	3 993
Summa	3 948	-	3 948	-963	3 993

\* Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

Överblick			
Uppdrag och organisation			
Investeringar			
Hållbarhet			
Fondstyrning			
Förvaltningsberättelse			
Bilagskapsrapport och noter			
Resultaträkning			
Balansräkning			
Redovisnings- och värdepappersrapporter			
Noter			
Revisionsberättelse			
Aktier, andelar och räntebärande värdepapper			

<b>Årsredovisningen för 2023 har fastställts av styrelsen</b>			
Göteborg den 7 februari 2024			
Jan Roxendal <i>Ordförande</i>	Ingrid Albinsson <i>Vice ordförande</i>	Mikael Bohman	
Hanse Ringström	Agneta Wallmark	Rikard Andersson	
Torbjörn Dalin	Åsa Erba Stenhammar	Anna Karin Järko	

<b>Vår revisionsberättelse har lämnats den 7 februari 2024</b>			
Helena Kaiser de Carolis <i>Auktorsrad revisor</i> <i>Förordnad av Regeringen</i>	Peter Nilsson <i>Auktorsrad revisor</i> <i>Förordnad av Regeringen</i>		

# 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 2023. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 47-54 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med lag (2000:132) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Andra AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2023 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 fastställs.

## Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vår ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisionsansvar. Vi är oberoende i förhållande till Andra AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vår 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 överblicks på sidorna 1-46 samt 67-89. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvar för denna andra information.

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

I samband med vår revision av årsredovisningen är det vårt ansvar att läsa den information som identifierats om och överlägga 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 ansvar 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 bestämningen av fondens främåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka främågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift. Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören anser att likvida fonden, uppböra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

## Revisionsansvar

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 revisions-sed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller misstag och avses 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 skapad 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 planeringsåtgärder 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 åtgärder i maskopi, förfälskning, 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.

Överblick  
Uppdrag och organisation  
Investeringar  
Hållbarhet

Fondstyrning

Förvaltningsberättelse  
Räkenskaper och noter

Resultaträkning

Balansräkning

Revisions- och  
valideringsprinciper

Noter

Revisionsberättelse

Aktien, andelar och rättsbeprövade  
valdepapper

ANDRA AP-FONDEN  
ÅRSREDOVISNING 2023

<p>Överblick Uppdrag och organisation Investeringar Hållbarhet Fondstyrning Förvaltningsberättelse Räkenskaper och noter Resultaträkning Balansräkning Redovisnings- och värdepappersrapporter Noter Revisionsberättelse Aktier, andelar och rantebrarande värdepapper</p>	<p>ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska söka 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 medelförvaltningen ska slötas på ett betryggande sätt.</p> <p><b>Revisions ansvar</b> 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 2023. 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 försurmelet som kan föranleda anmärkning. Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skriftlig inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaper. Vissa tillkommande granskningstätigheter 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 provar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.</p>	<p><b>Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar</b> <b>Uttalanden</b> Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat investeringen 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 2023. Revisionen har rite givt anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.</p> <p><b>Grund för uttalanden</b> Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisions ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Andra AP-fonden enligt god revisionssed 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.</p> <p><b>Styrelsens och verkställande direktörens ansvar</b> 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 innebär bland annat att fortloppande bedöma Andra AP-fondens ekonomiska situation och att tillse att Andra AP-fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelförvaltningen och Andra AP-fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och möjligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.</li> <li>• 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 handlingar 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 följa 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 handlingar eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.</li> <li>• utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen åteger de underliggande transaktionerna och handlingarna på ett sätt som ger en rättvisande bild.</li> </ul> <p>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.</p>	<p>Göteborg den 7 februari 2024</p> <p>Helena Kaiser de Carolis Autorserad revisor Förordnad av regeringen</p> <p>Peter Nilsson Autorserad revisor Förordnad av regeringen</p>	



# Årsredovisning 2023

## Förvaltning över generationer

Uppdraget från Sveriges riksdag är att genom ansvarsfulla investeringar stärka inkomstpensionssystemet och bidra till en hållbar utveckling.



AP3  
TREDJE  
AP-FONDEN



VD Staffan Hansén beskriver 2023: 'Svängigt år med stabilt resultat'.  
Läs mer på sid 4.

### AP3 2023

Året i hörhöret .....	3
VD-ord .....	4
Globala investeringsrikskr .....	6
AP3s portfölj 2023 .....	7



Ansvarsfulla investeringar med tydliga fokuserområden och förväntningar.  
Läs mer på sid 10–14.

### Ansvarsfull förvaltare

Ansvarsfull förvaltning .....	8
Kännska: Världen och AP3 förändras .....	9
Hållbarhetsmål .....	10
Fokusfrågor .....	11
– Bologestyrning .....	11
– Klimat .....	12
– Mänskliga rättigheter .....	13
– Biologisk mångfald .....	14
AP-fondernas etikråd .....	15



Arbetsgivaren AP3 som samverkan och att modernisera systeminfrastrukturen.  
Läs mer på sid 16–23.

### AP3s samverkan och roll

AP3 som arbetsgivare .....	16
Samverkan mellan AP-fonderna .....	18
Systeminfrastruktur för framtiden .....	19
Revisorns yttrande oavseende lagstodds hållbarhetsrapporten .....	20
AP3s samhällsuppdrag .....	21
Bufferfondens roll .....	22
AP3s utveckling 2001–2023 .....	23



Styrningen av AP3 och AP-fonderna styrs av lag och styrelserna tillåts av regeringen. Läs mer på sid 25–32.

### Fondstyrning

Fondstyrning .....	25
Styrning, styrelse, ledning och kontroll .....	25
Styrelsearbetet under 2023 .....	27
Intern och extern kontroll .....	29
Hv, AP3 utvärderas .....	31
Styrelse och verkställande ledning .....	32



Så här AP3s hela verksamhet och portföljerna per tillgångsslag utvecklas. Läs mer på sid 34–41.

### Förvaltningsberättelse

Förvaltningsberättelse .....	34
AP3s portfölj .....	36
Avkastning per tillgångsslag .....	37
Kostnader .....	42
Plakhantering .....	44
Resultat- och balansräkning .....	47
Nöter .....	48
Underskrifter .....	50
Revisionsberättelse .....	60
Nyckeltal .....	62
Klimatnyckeltal .....	65
Intrastemtidslag .....	66
Ordlista .....	67

### Tredje AP-fonden i rapporter och i digitala kanaler

Den här årsredovisning beskriver AP3s verksamhet under 2023. AP3 avger även en bologestyrningsrapport som publiceras i samband med AP3s halvårsrapportering.

På ap3.se finner du information om fondens verksamhet och aktuella innehav. AP3s årsredovisningar, delårsrapporter, hållbarhetsrapporter samt handlingsplaner.

**Kontakt:** AP3, Box 1174, 111 91, Stockholm, info@ap3.se | 08-555 17 100  
**Text och produktion:** AP3 och Narva Communications.  
**Foto:** Peter Phillips, Shutterstock

## Resultaträkning

Mkr	Not	2023	2022
<b>Rörelsens intäkter</b>			
Räntenetto		2 807	1 860
Erhållna utdelningar	2	5 471	6 577
Nettoreultat, noterade aktier och andelar	3	35 801	-47 932
Nettoreultat, noterade aktier och andelar	4	-8 196	13 264
Nettoreultat, räntebärande tillgångar		3 694	-9 870
Nettoreultat, derivatinstrument		-1 499	-297
Nettoreultat, valutakursförändringar		-1 524	7 580
Provisionskostnader, netto	5	-76	-119
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>36 479</b>	<b>-28 937</b>

### Rörelsens kostnader

Personalkostnader	6	-168	-152
Övriga administrationskostnader	7	-117	-99
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-285</b>	<b>-252</b>
<b>Årets resultat</b>		<b>36 195</b>	<b>-29 188</b>

## Balansräkning

Mkr	Net	2023-12-31	2022-12-31
<b>Tillgångar</b>			
Aktier och andelar		8, 19	228 423
Noterade		9, 19	137 343
Onoterade		10, 19	124 370
Obligationer och andra räntebärande tillgångar		11, 19, 21	13 592
Derivat			2 885
Kassa och bankmedel		12, 21	4 685
Övriga tillgångar		13	1 436
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter			512 134
<b>Summa tillgångar</b>			<b>484 746</b>
<b>Fondkapital och skulder</b>			
<b>Skulder</b>			
Derivat		11, 19, 21	727
Övriga skulder		14, 21	11 550
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader		15	86
<b>Summa skulder</b>			<b>12 363</b>
<b>Fondkapital</b>			
Igående fondkapital			468 410
Nettobetalning mot pensionsystemet		16	-4 689
Årets resultat			36 195
<b>Summa fondkapital</b>			<b>469 772</b>
<b>Summa fondkapital och skulder</b>			<b>512 134</b>
Poster inom linjen		17, 22	91 905
			80 946

## Noter

Tredje AP-fonden, organisationsnummer 8020314--4120, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionsystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2023 har godkänts av styrelsen den 20 februari 2024. Resultaträkning och balansräkning ska fastställas av regeringen.

### 1 Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen utarbetas i enlighet med god redovisningspraxis. Värdepappers tillgångar och fordringsvärdet ska redovisas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fråga 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 investmfördrag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys ej upprättas och att IFRS 16 inte tillämpas.

#### Affärsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, dvs vid den tidpunkt då de utvärderas. Fördragsvärdet för värdepapper och fordringar redovisas till marknadsvärdet. Fördragsvärdet eller skulden till motparten mellan affärsdag och likvid dag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende onoterade aktier, 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 när det finns en avsikt att erlagga likvid för skulden eller realisera tillgången och erlagga likvid för skulden samtidigt.

#### Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansräkningens balansdag och skuldutländsk valuta om till svenska kronor till balansräkningens balansdag. Värdepappers tillgångar och skulder i utländsk valuta upplöstas i en del som är hänförlig till värdepappersförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringar.

ringen. 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 i dotterföretag/intresseföretag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms utifrån värdepappersmarknadens pris för aktier och andelar. Köpvärde på utgådda koncernredovisning följande års slut. Löns till dotter- respektive intressebolag som avses hållas till förfall värderas till verkligt värde vid fair value option i IFRS 9. Hela värdepappersförändringen redovisas dock som del av oaktieinnehavet på raden Nettoresultat, onoterade aktier och andelar.

#### Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdepappersförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. Egat kapital-instrument innehålls för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Skuldinstrument innehålls för handel och värderas därför till verkligt värde över resultaträkningen. Löns till dotter- respektive intressebolag avses att hållas till förfall, men har utnyttjas för värdepappersförändringar och värderas till verkligt värde. För värdepappersförändringar, se fondens beräknade för information kring aktuella index. AP-fonderna följer alla sina tillgångar utifrån verkligt värde. Närmare 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 balansräkningens officiella marknadnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomaktiskurs. Innehov som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatföras 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 värdepappersmarknadens pris för aktier och andelar. För eventuella kassaflödesframtillgångar erhålls och justeras för eventuella kassaflödesframtillgångar. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktigt onoterad enligt IFRS 9 (In-formational Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) värdering. Värderingen avseende onoterad andelar följer IFRS 9 (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 skattekonsekvenser till det värde som används vid fastighetstransaktion. För vilket skatter till det värde som används vid fastighetsnoteringen hos fastighetsföretagen.

#### obligationer och andra räntebärande tillgångar

För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadnotering (oftast index) enligt fondens valda indexleverantör. Innehov 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 tillförliggande marknadpriser inte finns att tillgå värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som räntetäckt 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 anskaffningsstidpunkten. Detta innebär att förvärdade över- och undervärden prioriteras under återstående löptid eller till nästa räntestärningsår. Omräknad ränta redovisas till noterade priser. Värdepappersförändringar till följd av ränteförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under nettoresultat valutakursförändringar.

#### Derivatinstrument

För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid ärets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförliggande marknadpriser 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. Värdepappersförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas i resultaträkningen under nettoresultat valutakursförändringar medan övriga värdepappersförändringar redovisas som nettoresultat derivatinstrument.

#### Ätarkäpt transaktion

Vid ätarkäpta transaktioner, så kallade repo, redovisas såld tillgång som köpt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepapperet redovisas som ställd part inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i oavstämde och terminslästa perioderna över löptiden och redovisas som ränta.

Forts. Not 1

**Värdepapperslån**

Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som räntetäkt 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 kontant säkerhet 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 pantar, 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 pensionsystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

**Provisionskostnader**

Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. De utgåna av externa kostnader för förvaltningstjänster, såsom depåbankarvoden 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 övriga kostnader under nettoresultat för aktuellt tillgångsår i resultaträkningen.

Förvaltarvoden för onoterade aktier och andelar redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orealiserade resultatet.

**Rörelsens kostnader**

Somliga förvaltningskostnader, såsom courtage, arvoden till investeringsrådgivare, depåbankarvoden, rådgivningskostnader, investeringar i inventarier samt egenutskild och förvärvad programmerat kostnadsförsäkring 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 netto redovisas 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. Kostnadsför mervärdesskatt inkluderades i respektive kostnadspost.

**Avrundningar mm**

Avrundningsdifferenser i tabeller kan förekomma. Belopp anges i miljoner kronor (mkr) om inget annat anges.

**2 Räntenetto**

Mkr	2023	2022
<b>Räntetäkter</b>		
Obligationer och andra räntebärande intäkter	2 590	1 709
Värdepapperslån, aktier	42	47
Värdepapperslån, obligationer	74	68
Övriga räntetäkter	105	37
<b>Summa räntetäkter</b>	<b>2 810</b>	<b>1 860</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Övriga räntekostnader	3	0
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>3</b>	<b>0</b>
<b>Räntenetto</b>	<b>2 807</b>	<b>1 860</b>

**3 Nettoresultat noterade aktier och andelar**

Mkr	2023	2022
Resultat noterade aktier och andelar	35 985	-47 853
Avgår courtage	-84	-79
<b>Nettoresultat noterade aktier och andelar</b>	<b>35 801</b>	<b>-47 932</b>

**4 Nettoresultat onoterade aktier och andelar**

Mkr	2023	2022
Realisationsresultat	2 697	2 727
Orealiserade värdeförändringar	-10 893	10 537
<b>Nettoresultat onoterade aktier och andelar</b>	<b>-8 196</b>	<b>13 264</b>

Externa förvaltarvoden för onoterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastar därmed orealiserat resultat. Förvaltarvoden för onoterade aktier och andelar påverkar följaktligen orealiserat resultat positivt för förvaltarvoden.

Under året har totalt 783 (5643) miljoner kronor erlagts i förvaltarvoden avseende onoterade tillgångar, varav 775 (5532) miljoner kronor medger återbetalning. Under året har även 311 (237) miljoner kronor återbetalats. Det orealiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har netto påverkats negativt med 471 (negativt med 306) miljoner kronor.

**5 Provisionskostnader**

Mkr	2023	2022
Externa förvaltningsarvoden noterade tillgångar	54	99
Externa förvaltningsarvoden onoterade tillgångar	5	5
Övriga provisionskostnader inkl. depåbankskostnader	16	15
<b>Summa provisionskostnader</b>	<b>76</b>	<b>119</b>

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade arvoden vilka uppgick till 69 (399) miljoner kronor och är relaterade till noterade aktier. Prestationsbaserade arvoden reducerar nettoresultatet för respektive tillgångsår.

6 Personall

	2023		2022	
	totalt	varav kvinnor	totalt	varav kvinnor
Medelantal anställda	69 <sup>1</sup>	27 <sup>1</sup>	63	27
Anställda 31/12	70 <sup>2</sup>	29 <sup>2</sup>	66	27
Antal i ledningsgruppen 31/12	5	3	5	3

1) varav 1 anställd i AP-fondernas ektid  
2) varav 1 anställd i AP-fondernas ektid

Personalkostnader i tkr, 2023	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	varav löneväxling inkl särskild löneskatt	Sociala kostnader	Summa
Styrelseens ordförande Christina Lindenus	210				66	276
Övriga styrelseledamöter	923			253	1175	1452
<b>Summa</b>	<b>1 133</b>			<b>319</b>	<b>1 452</b>	<b>8 531</b>
VD Staffan Hensén	5 058		1 516		1 957	8 531
<b>Ledningsgruppen exkl VD</b>						
Pablo Bermengo t o m nov	3 144		1 375		314	5 840
Zorica Bodiroza	1 486	722	124		642	2 850
Eva Baric	2 230	748			882	3 859
Lil Lörds Lindgren	1 389	743			617	2 749
<b>Summa ledningsgruppen exkl VD</b>	<b>8 248</b>	<b>3 588</b>	<b>4 38</b>		<b>3 462</b>	<b>15 298</b>
Övriga anställda	75 962	3 080	36 944	3 656	23 599	139 585
<b>Summa anställda</b>	<b>89 268</b>	<b>3 080</b>	<b>42 048</b>	<b>4 094</b>	<b>29 018</b>	<b>163 414</b>
Övriga personalkostnader	90 401	3 080	42 048	4 094	29 337	168 373
<b>personalkostnader</b>						

Personalkostnader i tkr, 2022	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	varav löneväxling inkl särskild löneskatt	Sociala kostnader	Summa
Styrelseens ordförande Christina Lindenus	211				66	277
Övriga styrelseledamöter	942			259	1 201	1 478
<b>Summa</b>	<b>1 152</b>			<b>326</b>	<b>1 478</b>	<b>7 103</b>
VD Kerstin Hassius t o m okt 2022	3 407		2 113	832	1 583	7 103
VD Staffan Hensén t o m nov 2022	862		253		332	1 447
<b>Ledningsgruppen exkl VD</b>						
Pablo Bermengo	3 452		1 170	157	1 368	5 990
Eva Baric	2 137		653		830	3 619
Lil Lörds Lindgren	1 437		665	126	613	2 715
Zorica Bodiroza	1 574		533		624	2 731
<b>Summa ledningsgruppen exkl VD</b>	<b>8 599</b>		<b>3 022</b>	<b>283</b>	<b>3 435</b>	<b>15 055</b>
Övriga anställda	67 527		26 869	3 709	27 368	121 765
<b>Summa anställda</b>	<b>80 395</b>		<b>32 257</b>	<b>4 823</b>	<b>32 718</b>	<b>145 370</b>
Övriga personalkostnader						5 413
<b>personalkostnader</b>						
<b>Summa personalkostnader</b>	<b>81 547</b>		<b>32 257</b>	<b>4 823</b>	<b>33 044</b>	<b>152 261</b>



## 9 Aktier och andelar, onoterade

AP3 hade per 31. dec. 2023 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	2023-12-31	2022-12-31
Svenska aktier och andelar, dotter- och intressebolag	82 733	89 486
Utländska aktier och andelar, dotter- och intressebolag	10 224	11 025
Övriga onoterade svenska aktier och andelar	3 590	2 699
Övriga onoterade utländska aktier och andelar	40 796	43 872
<b>Summa aktier och andelar, onoterade</b>	<b>137 343</b>	<b>147 082</b>

## Svenska aktier och andelar, dotter- och intressebolag

Organisationenr	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital/röster	Verkligt värde	100% eget kapital 2023	100% resultat 2023
Vasakronan Holding AB	Stockholm	1 000 000	25%	24 426	78 873	-10 904
Hemse Fastighets AB	Stockholm	70 000 700	70%	21 643	28 156	-2 721
Hemse Intressenter AB	Stockholm	25 000	50%	4 638		
Hemse Norden KB	Stockholm	949 749-2 961	50%	1 221	2 441	-104
Troph Fastighets AB	Stockholm	1 000 000	100%	9 860		
Fastighets AB Regio	Stockholm	4 000 017	96%/98%	7 014		
Pollhem Infra AB	Stockholm	94 9789-2413	33%	2 424	7 273	-1 061
Pollhem Infra KB	Stockholm	55 9183-3937	33%	0	0	0
Elleve Holding 1 AB	Stockholm	55 9005-2444	20%	5 800		
Trenum AB	Göteborg	55 69 78-8 291	50%	2 081		
Gyaringe Slag AB	Stockholm	55 9164-0817	50%	2 170		
4 to 1 Investments AB	Stockholm	55 9313-24 90	25%	0		
4 to 1 Investments KB	Stockholm	94 9795-3033	25%	1 456		
<b>Summa aktier och andelar i svenska dotter- och intressebolag</b>				<b>82 733</b>		

## Utländska aktier och andelar, dotter- och intressebolag

Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital/röster	Verkligt värde
Three Tree Holding LLC USA	10 000	100%	8 716
Farmoor 2 Holdings B.V. Nederländerna	149	100%/49%	1 508
<b>Summa aktier och andelar i utländska dotter- och intressebolag</b>			<b>10 224</b>

## Fem största innehaven i övriga svenska onoterade aktier och andelar

Säte	Ägarandel kapital	Anskaffningsvärde 2023
Verdane Capital X Stockholm	7%	374
Verdane Edda II Stockholm	8%	329
Altor Fund V Stockholm	2%	269
Altor Fund IV Stockholm	2%	222
Verdane Capital IX Stockholm	10%	183

## Fem största innehaven i övriga utländska onoterade aktier och andelar

Säte	Ägarandel kapital	Anskaffningsvärde 2023
Vauban Core Infra-structure Fund III SCS Luxemburg	4%	980
Mirova Core Infra-structure Fund II SCS Luxemburg	8%	964
Hermes Infra Spring II Guernsey	26%	678
Constellation Generation III Feeder, L.P. Bermuda	34%	569
Vauban Core Infra-structure Fund III VID Co-invest Luxemburg	15%	525

En specifikation över samtliga innehav, med angivelse av startår på investeringen och investeringsdagarna återfinns på ap3.se.



## 10 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

### Obligationer och andra räntebärande värdepapper fördelat på emitentkategori

Mkr, verkligt värde	2023-12-31	2022-12-31
Svenska staten	5 380	5 065
Svenska bostadsinstitut	5 061	4 997
Övriga svenska emittenter		
Finansiella företag	2 160	2 134
Icke-finansiella företag	15 327	16 580
Utländska stater	60 621	60 056
Övriga utländska emittenter	35 337	32 949
<b>Summa</b>	<b>123 886</b>	<b>121 781</b>
<b>Räntefonder</b>	<b>483</b>	<b>482</b>
<b>Summa</b>	<b>124 370</b>	<b>122 262</b>

### Obligationer och andra räntebärande värdepapper fördelat på instrumentkategori

Mkr, verkligt värde	2023-12-31	2022-12-31
Realkreditobligationer	29 188	26 850
Övriga obligationer	85 430	86 114
Certifikat	-	-
Onoterade reversalan	9 230	8 782
Onoterade konvertibla förfogalsån	39	28
<b>Summa</b>	<b>123 886</b>	<b>121 781</b>
<b>Räntefonder</b>	<b>483</b>	<b>482</b>
<b>Summa</b>	<b>124 370</b>	<b>122 262</b>

Av obligationer och andra räntebärande värdepapper cyser 6 857 (5 835) 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.

## 11 Derivatinstrument brutto

Mkr	2023-12-31	2022-12-31
	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde
<b>Aktierelaterade instrument</b>		
Optioner, clearade	1	-
Innehavda, köp	-	-
Innehavda, sälj	-	261
Utställda, köp	-	-
Utställda, sälj	-	-50
Terminer	-	-
Swappar	-	-9
<b>Summa</b>	<b>1</b>	<b>-51</b>
varav clearat	1	261
<b>Ränte- och kreditrelaterade instrument</b>		
Optioner, clearade	-	-
Innehavda, köp	-	-
Innehavda, sälj	-	-
Utställda, köp	-	-
Utställda, sälj	-	-
FRA/Terminer	0	0
CDS	-	-
Swappar	1 064	-58
<b>Summa</b>	<b>1 064</b>	<b>-473</b>
varav clearat	0	0
<b>Valutarelaterade instrument</b>		
Optioner, OTC	136	-
Innehavda, köp	-	496
Innehavda, sälj	529	161
Utställda, köp	-	-96
Utställda, sälj	-	-297
Terminer	11 862	-265
Swappar	-	-
<b>Summa</b>	<b>12 527</b>	<b>-659</b>
Effekt av nettoredovisning	-	-
<b>Summa derivatinstrument</b>	<b>13 592</b>	<b>-777</b>

Derivat för 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.

Forts. Not 11

Utställda säljoptioner är delpositioner i olika optionsstrategier med syfte att zentrera riskerna i portföljen. I den mån en utställd option har ett negativt värde förkalkyleras den som en del av de utställda värdepapper för fonden alltid innehav i detta värdepapper som täcker eventuellt leveranskov.

För en närmare beskrivning av riskhanteringen med avseende på derivatinstrument hänvisas till fondens riskhanteringsplan på ap.3.se.

### 12 Övriga tillgångar

Mkr	2023-12-31	2022-12-31
Fondlikvider	270	46
Äterköpstransaktioner	939	847
Änerinvesterade kontantsäkerheter	3 467	6 153
Övriga kortfristiga fordringar	9	6
<b>Summa övriga tillgångar</b>	<b>4 685</b>	<b>7 052</b>

### 13 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2023-12-31	2022-12-31
Upplupna ränteininkter	833	660
Upplupna utdelningar	145	164
Resttutioner	421	316
Förutbetalda kostnader	29	34
Upplupna premier aktiefond	9	10
<b>Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter</b>	<b>1 436</b>	<b>1 184</b>

### 14 Övriga skulder

Mkr	2023-12-31	2022-12-31
Leverantörskulder	20	19
Fondlikvider	261	136
Löneskatter	1	1
Personalens källskatter	3	4
Äterköpstransaktioner	939	847
Mottagna kontantsäkerheter	10 321	11 996
Övriga skulder	5	4
<b>Summa övriga skulder</b>	<b>11 550</b>	<b>13 007</b>

### 15 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2023-12-31	2022-12-31
Upplupna externa förvaltningskostnader	63	76
Övriga upplupna kostnader	17	19
Rörlig ersättning inkl. sociala avgifter	6	5
<b>Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader</b>	<b>86</b>	<b>100</b>

Rörlig ersättning för år 2021 utbetalades till 40 procent under 2022 och resterande del utbetalades under 2024. Ingen ersättning gjordes för rörliga ersättningar år 2022. Avsättning för rörlig ersättning har gjorts för år 2023 med 40 procent utbetalning 2024 och resterande del för utbetalning 2026.

### 16 Fondkapital

Mkr	2023-12-31	2022-12-31
Ingående fondkapital	4 468 410	5 02 287
Inbetalda pensionsavgifter	85 004	81 922
Utbetalda pensionsmedel innevarande år	-89 552	-86 259
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-1	0
Reglering av pensionsrätt	-15	0
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-269	-252
<b>Summa nettbetalningar mot pensionsystemet</b>	<b>-4 833</b>	<b>-4 689</b>
Årets resultat	36 195	-29 188
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>4 99 772</b>	<b>4 68 410</b>

### 17 Ställda pantner, ansvarsförbindelser och åtaganden

Ställda pantner, ansvarsförbindelser och jämförbara säkerheter	2023-12-31	2022-12-31
<b>Ställda pantner, ansvarsförbindelser och jämförbara säkerheter</b>	<b>4 405</b>	<b>7 000</b>
Mkr	939	847
<b>Pantner för återköpstransaktioner</b>	<b>4 405</b>	<b>7 000</b>
Avlämnade säkerheter	939	847
<b>Pantner för derivathandel</b>	<b>13 626</b>	<b>1 393</b>
Erhållen kontantsäkerhet	13 626	1 393
Ställd kontantsäkerhet	-	-
<b>Utåtnade värdepapper för vilka kontantsäkerheter erhålls</b>	<b>10 330</b>	<b>11 988</b>
Utåtnade värdepapper	10 330	11 988
Erhållen kontantsäkerhet	10 324	11 987
<b>Utåtnade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper</b>	<b>52 459</b>	<b>39 801</b>
Utåtnade värdepapper	52 241	39 712
Erhållen säkerhet i form av värdepapper	63 727	52 637
<b>Summa utställda säkerheter och värdepapper</b>	<b>2023-12-31</b>	<b>2022-12-31</b>
<b>Utstående åtaganden</b>	<b>10 301</b>	<b>9 393</b>
Mkr	903	1 944
Onoterade aktier	16 973	16 973
Fastighets-, infrastruktur- och skogsfonder	28 177	28 310
Teckningsåtaganden	91 905	80 946
<b>Totala åtaganden</b>	<b>136 158</b>	<b>136 226</b>
<b>Summa pantner inom linjen</b>	<b>91 905</b>	<b>80 946</b>

Övnanstående säkerheter finns redovisade i not 10, 12 och 14.

**18** Valutaexponering**Valutaexponerade tillgångar per valuta per 31 dec 2023**

Mkr	USD	EUR	GBP	JPY	Övrigt	Totalt
Aktier och andelar	134 332	28 898	7 355	11 206	15 874	199 666
Exponering genom SEK-netterade bolag med utländsk hemvist	-	2 405	1 197	-	1 389	4 992
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	74 686	7 606	-	-	192	82 484
Derivat	414	-3 381	-1 097	-64	514	-3 613
Övriga placeringstillgångar	10 170	830	1 901	82	665	13 649
<b>Valutaexponering brutto</b>	<b>221 601</b>	<b>34 358</b>	<b>9 357</b>	<b>11 224</b>	<b>18 656</b>	<b>297 176</b>
Kursräddning	-161 520	-26 298	-4 474	-4 040	-6 194	-202 526
<b>Total valutaexponering</b>	<b>60 081</b>	<b>10 060</b>	<b>4 883</b>	<b>7 184</b>	<b>12 462</b>	<b>94 650</b>

**Valutaexponerade tillgångar per valuta per 31 dec 2022**

Mkr	USD	EUR	GBP	JPY	Övrigt	Totalt
Aktier och andelar	118 217	29 973	8 800	11 724	16 233	184 948
Exponering genom SEK-netterade bolag med utländsk hemvist	-	2 457	1 182	-	1 031	4 670
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	73 012	7 462	383	-	521	81 378
Derivat	3 626	-5 553	-9	165	-23	-1 793
Övriga placeringstillgångar	10 544	1 117	2 482	93	641	14 876
<b>Valutaexponering brutto</b>	<b>205 398</b>	<b>35 456</b>	<b>12 838</b>	<b>11 982</b>	<b>18 403</b>	<b>284 078</b>
Kursräddning	-142 996	-28 558	-6 798	-4 091	-9 401	-191 843
<b>Total valutaexponering</b>	<b>62 403</b>	<b>6 898</b>	<b>6 040</b>	<b>7 892</b>	<b>9 002</b>	<b>92 235</b>

**19** Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki**Investeringsstillgångar per värderingskategori per 31 dec 2023**

Mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Noterade aktier och andelar	228 423	-	-	228 423
Onoterade aktier och andelar	-	-	137 343	137 343
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	115 115	-	9 255	124 370
Derivat, positiva marknadsvärden	1	13 591	-	13 592
<b>Summa investeringstillgångar</b>	<b>343 539</b>	<b>13 591</b>	<b>146 598</b>	<b>503 729</b>
Derivat, negativa marknadsvärden	-	-77	-	-77
<b>Summa</b>	<b>343 539</b>	<b>12 814</b>	<b>146 598</b>	<b>503 002</b>

**Investeringsstillgångar per värderingskategori per 31 dec 2022**

Mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Noterade aktier och andelar	200 404	-	-	200 404
Onoterade aktier och andelar	-	-	147 082	147 082
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	113 465	-	8 797	122 262
Derivat, positiva marknadsvärden	261	4 847	-	5 108
<b>Summa investeringstillgångar</b>	<b>314 131</b>	<b>4 847</b>	<b>155 879</b>	<b>474 856</b>
Derivat, negativa marknadsvärden	-50	-3 179	-	-3 229
<b>Summa</b>	<b>314 080</b>	<b>1 668</b>	<b>155 879</b>	<b>471 627</b>

**Förändring av tillgångar i nivå 3 2022 till 2023**

Mkr	Redovisat värde vid årets ingång	Nöterade aktier och andelar	Onöterade aktier och andelar	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Derivat	Totalt
Investerat	1 477 082	6 789	1 922	8 797	-	155 879
S&I/återköpt under året	-	-3 687	-1 470	-	-	-5 157
Realiserad värdeförändring	-	1 102	-	-	-	1 102
Realiserad värdeförändring	-	-13 943	6	-	-	-13 937
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-	-
<b>Redovisat värde vid årets utgång</b>	-	<b>137 343</b>	-	<b>9 255</b>	-	<b>146 598</b>

**Förändring av tillgångar i nivå 3 2021 till 2022**

Mkr	Redovisat värde vid årets ingång	Nöterade aktier och andelar	Onöterade aktier och andelar	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Derivat	Totalt
Investerat	125 359	8 507	307	-	-	133 846
S&I/återköpt under året	-	-1 487	-29	-	-	-1 516
Realiserad värdeförändring	-	234	11	-	-	234
Realiserad värdeförändring	-	14 698	-	-	-	14 709
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-	-
<b>Redovisat värde vid årets utgång</b>	-	<b>147 082</b>	-	<b>8 797</b>	-	<b>155 879</b>

AP3 värderar samtliga innehav till verkligt värde, vilket ställs utifrån en hierarki av tillgångs- och skuldförteckningar. Värdering av innehav som det belägs till vilket en tillgång skuldförtecknas som ett skuldtag till vilket en normal liknande överlåtelse eller en skuld regleras i en normal transaktion mellan marknadsaktörer vid tillfälligt 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 inkluderats 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 utare än en gång i veckan. Att använda observerbara priser är alltid första valet vid val av värderingspris och om ingen observerbar marknad finns enligt nästa steg i värderingshierarkin.

Nivå 2. För vissa innehav, framst värt som inte handlas över börs eller noteras 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 egen värdering baserad på värdering erhållen från tredje part.

Nivå 3. Slutligen finns innehav som måste modifieras där värderingen till stor del baseras på värdering från tredje part. Dessa innehav är därmed innehåll i en större grad av bedömning och högre osäkerhet. För AP3s del är det främst innehav i riskkapitalfonder samt nöterade innehav i fastighetssolag 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 IPEV:s principer för värdering samt att fonden redovisas av en välrenommerad revisionsfirma. Värdering från förvaltarna erhålls vanligen inom 90 dagar efter kvartalslut vilket innebär att värderingarna av AP3s innehav per 31. december baseras på rapporter från förvaltarna per 30 september. Justerat för kassaflöden under fjolde kvartalet. En bedömning görs av värderingens tillförlitlighet för varje innehav och om det är tillräckligt tydligt värderas för att utnyttas i värderingen. Per 31. december 2023 hade inga sådana korrigeringar bedömts nödvändiga. Värderingen påverkas i första hand av de underliggande bolagens resultatveckling, 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 investerings-tillgångar för delade per värderingskategori. 68 (67) procent av fondens investerings-tillgångar 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 -2,9 (-3,5) procent. Fondens värderingsrisk bedöms som begränsad.

## 20 Finansiella risker

## Risk mått som Value at Risk för AP3s portfölj

Mkr	Lägstas nivå	Högsta nivå	Gennomsnitt	31 dec	31 dec <sup>1</sup>
2023	4 919	6 930	6 364	6 341	4 053
2022	1 799	7 067	6 136	6 525	4 485

1) Vidolmen-värdet VaR vid likviditetsrisk beräknas på följande sätt:

Fondens innehav är exponerade mot marknads- och kreditrisker, vilka kan innebära värdeförändringar när det gäller aktiekurser, räntor, kredit-spreadar och valutakurser förändras. AP3 använder Value at Risk (VaR) för att äggrisera risk över samtliga risktyper. Per årskiftet uppgick fondens risk mått som VaR för totalportföljen till 6 341 (6 525) miljoner kronor. AP3 beräknar VaR med en faktormodell där observationer viktas exponentiellt med en halveringstid på ett år, vilket innebär att det gångna årets marknadsändringar dominerar beräkningarna. Fondens innehav är diversifierade och innehåller en stor mängd olika värdepappersklasser. VaR i beräkningsmodellens utvärdering av totalportföljens sammansättning, ränterisk och kreditrisk för AP3s portfölj, i tabellen visat, beräknas utifrån VaR per den 31 december för den historiska datan av likviditetsrisker under perioden väger lika tungt i beräkningen.

Fondens risk mått som VaR har varierat mellan 4 919 (1 799) miljoner kronor och 6 930 (7 067) miljoner kronor under året. Skillnaderna i risknivå förklaras främst av förändrad marknadsvolatilitet och mindre förändringar av portföljens sammansättning.

På sida 40 visas riskeponeringen fördelat på AP3s tillgångs-slag.

Fondens likviditetsrisk beräknas bland annat genom kravet i AP-fondlagen avseende ett AP-fondernas måsta hålla minst 20 procent av fondkapitalet i räntebärande fordringar med låg kreditrisiko (2x-4) procent.

1) Inkluderar placeringar i noterade räntebärande värdepapper, depositioner och repor, liksom clearingar där AP3 har en fordran på motparten samt återinbetalningsrisker för AP3s värdepappersportfölj. Då tabellens andelar exponering mot kreditrisk kan jämföras mot balansräkningen.

2) Inkluderar även värdepapper utan rating.

## VaR per tillgångs-slag

2023-12-31	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	3 611	3 385	11 418
Alternativa investeringar	0,1	1 214	449	3 839
Ovriga strategier	0,0	0	0	0
Räntor	0,0	537	220	1 697
<b>AP3 totalt</b>	<b>0,5</b>	<b>4 053</b>	<b>4 053</b>	<b>12 818</b>

2022-12-31	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	2 987	2 894	9 445
Alternativa investeringar	0,2	1 812	1 514	5 729
Ovriga strategier	0,0	370	63	1 170
Räntor	0,0	1 209	14	3 823
<b>AP3 totalt</b>	<b>0,6</b>	<b>4 485</b>	<b>4 485</b>	<b>14 183</b>

Exponering mot kreditrisk per 31 dec 2023<sup>1</sup>

Mkr	AAA	AA	A	BBB	BBB- <sup>2</sup>
Statsobligationer	82 401	361	217	727	
Bostadsobligationer	5 117			153	
Företagsobligationer	638	3 224	6 107	11 412	2 280
Depositioner och repor			3 467		
Derivat, nettofordran	11 619		1 006		
<b>Bruttoexponering</b>	<b>99 774</b>	<b>3 585</b>	<b>10 797</b>	<b>12 292</b>	<b>2 280</b>
Erhållna säkerheter		3 262	10 364		
<b>Nettoexponering</b>	<b>99 774</b>	<b>323</b>	<b>433</b>	<b>12 292</b>	<b>2 280</b>

Exponering mot kreditrisk per 31 dec 2022<sup>1</sup>

Mkr	AAA	AA	A	BBB	BBB- <sup>2</sup>
Statsobligationer	79 527	570	267	445	
Bostadsobligationer	4 938			147	
Företagsobligationer	895	3 482	5 577	8 682	4 236
Depositioner och repor			6 153		
Derivat, nettofordran	2 399		2		
<b>Bruttoexponering</b>	<b>87 760</b>	<b>4 051</b>	<b>11 999</b>	<b>9 274</b>	<b>4 236</b>
Erhållna säkerheter			1 393		
<b>Nettoexponering</b>	<b>87 760</b>	<b>4 051</b>	<b>10 606</b>	<b>9 274</b>	<b>4 236</b>

21 Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under kvittningsavtal

2023-12-31

Tillgångar, Mkr	Bruttobelopp i balansräkningen	Nettode belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Mottagna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup> i balansräkningen	Summa i balansräkningen
Derivat	13 591		13 591	717	13 626	-752	1	13 592
Tillgångsrepar	939		939	939		0	3 467	4 405
<b>Summa</b>	<b>14 530</b>	<b>0</b>	<b>14 530</b>	<b>1 656</b>	<b>13 626</b>	<b>-752</b>	<b>3 468</b>	<b>17 998</b>

2023-12-31

Skulder, Mkr	Bruttobelopp i balansräkningen	Nettode belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Ställda säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup> i balansräkningen	Summa i balansräkningen
Derivat	727		727	717		9	0	727
Skuldrepar	939		939	939		0		939
<b>Summa</b>	<b>1 665</b>	<b>0</b>	<b>1 665</b>	<b>1 656</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>1 665</b>

1) Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

2022-12-31

Tillgångar, Mkr	Bruttobelopp i balansräkningen	Nettode belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Mottagna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup> i balansräkningen	Summa i balansräkningen
Derivat	4 847		4 847	2 718	1 393	736	261	5 108
Tillgångsrepar	847		847	847		0	6 153	7 000
<b>Summa</b>	<b>5 694</b>	<b>0</b>	<b>5 694</b>	<b>3 565</b>	<b>1 393</b>	<b>736</b>	<b>6 414</b>	<b>12 108</b>

2022-12-31

Skulder, Mkr	Bruttobelopp i balansräkningen	Nettode belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Ställda säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup> i balansräkningen	Summa i balansräkningen
Derivat	3 179		3 179	2 718		461	50	3 229
Skuldrepar	847		847	847		0		847
<b>Summa</b>	<b>4 026</b>	<b>0</b>	<b>4 026</b>	<b>3 565</b>	<b>0</b>	<b>461</b>	<b>50</b>	<b>4 076</b>

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 mellanvaror mellan AP3 och närstående. Närstående omfattar de fysiska och juridiska personerna som är närstående till AP3 beträffande företaget där AP3 genom sin ägarandel har

ett bestämmande eller betydande inflytande, eller där AP3 har nyckel-personer i ledande ställning. AP3 har sådana likvida avseenden AP3 till närstående till AP3 beträffande företaget där AP3 genom sin ägarandel har fondens styrelseledamöter och ledningsgrupp, se not 6.

Medpart, Mkr	2023-12-31	2022-12-31
<b>Vasakronan Holding AB</b>		
Ränteintäkter	9	9
Lokalhyror	-13	-12
Åtgående om ett på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om	4 500	4 500
<b>Hemsö Fastighets AB</b>		
Åtgående om ett 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	-
<b>Hemsö Intressenter AB</b>		
Ränteintäkter	69	99
Ågarlön	1 470	1 470
Aktieägartillskott under året	225	-
<b>Hemsö Norden KB</b>		
Ågartillskott under året	500	-
<b>Trophä Fastighets AB</b>		
Ränteintäkter	17	17
Ågarlön	406	405
Åtgående om ett på Trophä Fastighets ABs begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om	2 000	2 000

Medpart, Mkr	2023-12-31	2022-12-31
<b>Fastighets AB Regio</b>		
Ågartillskott under året	-	1 351
<b>Ellevio AB</b>		
Ränteintäkter	222	279
Ågarlön	5 016	4 923
<b>Trenum AB</b>		
Ränteintäkter	87	32
Ågarlön	1 983	1 983
Åtgående om ett på Trenum ABs begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om	1 000	1 000
<b>Polhem Infra KB</b>		
Investeringssättagande	3 473	3 473
<b>ThreeTree Holding LLC</b>		
Aktieägartillskott under året	-	18
<b>4 to 1 Investments AB</b>		
Aktieägartillskott under året	0	-
<b>4 to 1 Investments KB</b>		
Ågartillskott under året	0	598

## Styrelsens och verkställande direktörens underskrifter

Stockholm den 20 februari 2024

Christina Lindemius  
Ordförande

Johan Bygge  
Vice ordförande

Maria Ferlin

Ylva Hedin Westerdahl

Torbjörn Hällb

Christer Löfdahl

Annelie Söderberg

Carina Wutzler

Peter Wägström

Staffan Hansén  
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har lämnats den 20 februari 2024.

Peter Nilsson  
Auktionsdirektör  
Förordnad av regeringen

Helena Keiser de Camillis  
Auktionsdirektör  
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 2023. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 34–59 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:392) om allmänna pensionsfonder (AP-fonden) och ger en tillräckligt avseende rättvisande bild av Tredje AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2023 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 fastställles.

### 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 1–33 samt 62–68. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvar 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 förenlig 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, är osäkra om hur utifrån avseende denna 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 förnöda förhållanden som kan påverka förmodan att fortsätta verksamheten och att använda antaganden om fortsatt drift.

Antagandet om fortsatt drift lämpas 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

Vårt 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, utformer 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 ogerunda i maskopi, förfalskning, oavsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.

Skilfår vi oss en betydelse för vår revision för att utforma kontroll som har betydelse för våra uttalanden 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.

Vi är i slutsats om lämpligheten i styrelsen och verkställande direktörens användning av antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi drar också en slut-

sats, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana handlingar eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten förklarar, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmarksambeten 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 handlingar 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 handlingarna 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 2023.

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 ovanstående Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Tredje AP-fonden enligt god godkänd i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetikans ansvar enligt dessa krav.

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

#### Styrelsens och verkställandets 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 fortllöpande bedöma Tredje AP-fondens ekonomiska situation och ett 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 verkställandets direktörens förvaltning för Tredje AP-fonden för räkenskapsåret 2023.

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 församlingar som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skärpt inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskapsarna. Våra 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 20 februari 2024

Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Helena Kaiser de Carolis  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen



## Innehåll

<b>Året 2023</b>	<b>3</b>	<b>Fokusområde: Ägarstyrning</b>	<b>30</b>	<b>Hållbarhetsdata</b>	<b>86</b>
Nyckeltal	3	AP-fondernas etikråd	36	Avkastning över tid	87
Vd-ord	4	Fokusområde: Klimat & miljö	40	Portföljallokering över tid	88
Portföljutveckling	6	Förutsättningar för	42	Nyckeltal HR & miljö	89
Marknadsutveckling	8	klimatomställningen	44	Intrinsentdialog	90
Portföljavkastning	10	Tematisk hållbarhetsanalys	46	Risker i portföljen	91
		Biologisk mångfald	48	Röstningsdata	95
		Klimatstrategier globala aktier	48	Koldioxidavtryck	96
<b>Det här är AP4</b>	<b>11</b>			TCFD-tabeller	99
AP4 och pensionssystemet	12	<b>Årsredovisning</b>	<b>52</b>	AP4 och FN:s globala mål	101
Intrinsentdialog	13	Förvaltningsberättelse	53		
AP4 50 år	14	Resultaträkning	57		
Strategisk plattform	16	Balansräkning	57		
Våra medarbetare	18	Noter	58		
		Revisionsberättelse	76		
<b>Strategi &amp; verksamhet</b>	<b>19</b>	<b>Fondstyrning</b>	<b>78</b>		
Förvaltningsstruktur	20	Fondstyrmingsrapport	79		
Uppdaterad ALM-analys	23	Styrelse	84		
Förvaltning per tillgångslag	24	Ledning	85		
Vår syn på hållbarhet	26				
Konventionsbaserade					
exkluderings	28				

Fjärde AP-fondens (AP4) rapport för 2023 innehåller förutom årsredovisning även verksamhetsbeskrivning med hållbarhetsrapportering samt fondstyrmingsrapport. AP4:s hållbarhetsrapportering utgår från AP-fondernas gemensamma riktlinjer för redovisning av hur målet om föredömlig förvaltning har uppnåtts. AP4 eftersträvar att följa årsredovisningslagens riktlinjer för hållbarhetsrapportering. SIF och parentera avser föregående år.



# Året 2023

**499,6**

miljarder kronor i fondkapital.

**43,9**

miljarder kronor i resultat.

**4,8**

miljarder kronor överfört netto från AP4 till pensions-systemet.

**7,6**

miljarder kronor i nya tematiska hållbarhets-investeringar. Sedan 2020 har 36,8 miljarder kronor investerats baserat på hållbarhetsteman.

**9,6 %**

i avkastning efter kostnader. Över utvärderingshorisonten to år har avkastningen varit i genomsnitt 6,5 % per år.

**-3,4 %**

i aktiv avkastning över utvärderingshorisonten fem år har den aktiva avkastningen varit i genomsnitt 0,3 % per år.

**0,08 %**

i totala kostnader. Rörelsens kostnader uppgick till 0,06 % och provisionskostnader uppgick till 0,02 %.

**11 %**

lägre koldioxidavtryck. 2023. Sedan 2010 har portföljens avtryck minskat med 65 %.

**56**

valberedningar i svenska börsbolag som AP4 har arbetat i.

**1 347**

stämmor i svenska och utländska börsbolag som AP4 har röstat på.

I DETTA AVSNITT:

- NYKELTAL
- VD-ORD
- PORTFÖLJUTVECKLING
- MARKNADSUTVECKLING
- PORTFÖLJAVVÄSTNING

## Resultaträkning

Mkr	Not	2023	2022
<b>RÖRELSENS INTÄKTER</b>			
Räntenetto		2 391	1 701
Erhållna utdelningar	2	5 341	6 322
Nettoreultat, noterade aktier och andelar	3	39 951	-72 422
Nettoreultat, onoterade aktier och andelar	4	-7 652	4 895
Nettoreultat, räntebärande tillgångar		2 492	-8 454
Nettoreultat, derivatinstrument		1 827	-2 990
Nettoreultat, valutakursförändringar		-26	8 856
Provisionskostnader	5	-118	-140
<b>SUMMA RÖRELSENS INTÄKTER</b>		<b>44 206</b>	<b>-62 222</b>

### RÖRELSENS KOSTNADER

Personalkostnader	6	-162	-147
Övriga administrationskostnader	7	-119	-112
<b>SUMMA RÖRELSENS KOSTNADER</b>		<b>-281</b>	<b>-259</b>
<b>ÅRETS RESULTAT</b>		<b>43 925</b>	<b>-62 481</b>

## Balansräkning

Mkr	Not	2023-12-31	2022-12-31
<b>TILLGÅNGAR</b>			
Aktier och andelar, noterade	6, 19	284 462	261 446
Aktier och andelar, onoterade	9, 18, 19	81 462	82 853
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	10, 19	111 901	106 928
Derivatinstrument	11, 18, 21	15 656	5 765
Liquiditetsmedel		6 804	7 729
Övriga tillgångar	12, 21	216	999
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	1 363	1 194
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>501 887</b>	<b>466 914</b>

### SKULDER OCH FONDKAPITAL

<b>Skulder</b>			
Derivatinstrument	11, 21	1 425	5 413
Övriga skulder	14, 21	101	249
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	810	793
<b>Summa skulder</b>		<b>2 336</b>	<b>6 455</b>

### Fondkapital

Inlgående fondkapital		460 459	527 629
Nettoubbetalningar mot pensionsystemet		-4 833	-4 689
Årets resultat		43 925	-62 481
<b>Summa fondkapital</b>		<b>499 551</b>	<b>460 459</b>
<b>SUMMA SKULDER OCH FONDKAPITAL</b>		<b>501 887</b>	<b>466 914</b>
Ställda panten, ansvarsförbindelser och åtaganden	17, 18		

# Noter

Fjärde AP-fonden (AP4), organisationsnummer 802005-1952, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionsystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsår 2023 har godkänts av styrelsen den 22 februari 2024. 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 det redovisningsregime som tillämpligt för fondmedlen placeras 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 investeringsföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys inte upprättas och att IFRS 16 Leasingavtal inte tillämpas.

### Affärsdagredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktie marknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framförallt transaktioner avseende onoterade aktier, 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 erlagga likvid netto eller realisera tillgången och erlagga 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 slutkurs. Av AP-fonderna ingår tillgångar och skulder i utländsk valuta i 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 doterföretag/intrasseföretag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas både aktier i och lån till doterföretag/intrasseföretag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metod som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte. Lån till dotter- respektive intrassebolag som avses hållas till förfall, värderas till verkligt värde via Fair value option i IFRS 9. Hela värdförändringen 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 realiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som realiserade resultat. Eggt kapital-instrument 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 intrassebolag avses att hållas till förfall, men har utnyttjas Fair value option för att lägen 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 inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt AP4:s valda indexleverantör, oftast gensomsätkarskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Erlagda couragekostnader redoviseras under Nettoresultat, noterade aktier och andelar.

### Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt AP4:s valda indexleverantör, 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 allmänna vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.  
 Som räntemått 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 anskaffningsföretagets punkten. Detta innebär att förväntade över- och undervärden periodiseras under

### 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 allmänna vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som räntemått 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 anskaffningsföretagets punkten. Detta innebär att förväntade över- och undervärden periodiseras under

Ärsterändelse löptid eller till nästa ränteljusteringsstillestånd och ingår i redovisad ränteräntning. 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.

**Aterköpsransaktioner**

Vid åkta återköpsransaktion, så kallad repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepappret redovisas som ställt pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avstället och terminslettet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

**Värdepapperslåån**

Utlånda värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan inlånt ersättning för utlåningen redovisas som räntebärande i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånda värdepapper kan bestå av värdepapper och/eller konanter. I de fall AP4 har rätt att förlåga över enlånt kontokontonummer redovisas denna balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I de fall AP4 inte förlågar över sålens redovisas den som en skuld. Skillets parter, ansestörjningsbeskrivning och åtagande. Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånda 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 inäkter. De utgörs av externa kostnader för förvaltnings- tjänster, såsom depåbanksavoden och fasta avoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade avoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsår i resultaträkningen. Förvaltaravoden för noterade aktier och andelar redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orrealiserade resultatet.

**Rörelsens kostnader**

Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, avoden till externa förvaltare och depåbanksavoden, redovisas under rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärdad 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 inkomstslag.

AP4 är från och med 2012 registrerad till mervärdesskatt och därmed skattskyldig till mervärdesskatt för förvärv från utlandet. AP4 har inte rätt att åberopa mervärdesskatt. Kostnadsförord mervärdesskatt inkluderades i respektive kostnadspost.

**Belopp i miljoner kronor**

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

**Not 2. Räntenetto**

	2023	2022
<b>Räntetäckter</b>		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	2 076	1 501
Övriga räntetäckter	315	201
<b>Summa räntetäckter</b>	<b>2 391</b>	<b>1 702</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Övriga räntekostnader	0	-1
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>2 391</b>	<b>1 701</b>
<b>RÄNTENETTO</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>

**Not 3. Nettoresultat, noterade aktier och andelar**

	2023	2022
Resultat, noterade aktier och andelar	-40 008	-72 351
Avgift courtage	-57	-71
<b>NETTORESULTAT, NOTERADE AKTIER OCH ANDELAR</b>	<b>39 951</b>	<b>-72 422</b>



#### Not 4. Nettoresultat, noterade aktier och andelar

	2023	2022
Realisationsresultat	329	872
Orealiserade värdeförändringar	7 981	4 022
<b>NETTORESULTAT, NOTERADE AKTIER OCH ANDELAR</b>	<b>-7 652</b>	<b>4 895</b>

Externa förvaltarvoden till noterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastas därmed realiserat nettoresultat för orealiserade tillgångar. Återbetalad management fee påverkar följaktligen realiserat resultat positivt. Under året har totalt 358 (289) mkr erlagts i förvaltaravoden avseende orealiserade tillgångar, varav 388 (259) mkr medgår återbetalning. Under året har även 37 (49) mkr återbetalats och det orealiserade resultatet för noterade aktier och andelar har därmed netto påverkat negativt med 32 (negativt med 216) mkr.

#### Not 5. Provisionskostnader

	2023	2022
Externa förvaltarvoden, noterade tillgångar	-103	-123
Övriga provisionskostnader, inklusive delårsbaravoden	-115	-117
<b>PROVISIONSKOSTNADER</b>	<b>-218</b>	<b>-240</b>

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade avoden. Prestationsbaserade avoden har under året uppgått till 34 (29) mkr och reducerar nettoresultatet för respektive tillgångsår.

#### Not 6. Personal

Antal anställda	2023		2022	
	Totalt	Kvinnor	Totalt	Kvinnor
Medelantal anställda 31 december	66	25	61	23
Antal anställda den 31 december	76	29	67	25
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	7	3	7	3

1. Medelantalet anställda personer är omräknat till heltidsanställda.  
2. Antal anställda per 31 december avser totalt antal anställda såväl tillsvidare som visstidsanställda.

#### Löner och arvoden

Styrelseavvoden fastställdes senast 2020 av regeringen enligt regeringsbeslut 2020-01-09 F1020/00074/PPM. Styrelsen fastställer anställningsvillkoren för vd, efter beredning av ersättningsutskottet. Ersättning till vd, ledande befattningshavare, CFO samt cheferna för Riskkontroll respektive Compliance utgörs av grundlön; en ex-ante konsult gör tillgången, på uppdrag av styrelsen och ersättningsutskottet, en utredning av ersättningsmålen för ledande befattningshavare inom AP4 och styrelsen kan härigenom föreslå att AP4 följer regeringens riktlinjer för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Läs gärna mer om ersättning i Fördelingsrapporten.

#### Rörliga ersättningar

Planen för rörlig ersättning utgår en del av AP4:s ersättningspolicy och fastställs årligen av styrelsen. Planen omfattar samtliga anställda förutom vd, ledande befattningshavare, CFO samt cheferna för Riskkontroll respektive Compliance. Den grundläggande principen är att rörlig ersättning ska utgå för övervakning i förhållande till jämförelse- och referensindexet. Under förutsättning att AP4 visar positivt totalt resultat för räkenskapsåret. Maximalt utfall för hälsaninställd utgör två månadslöner. För 2023 har kostnadsfört 3 008 (240) kr avseende rörlig ersättning, exklusive sociala avgifter. Styrelsen har beslutat att från och med 2024 kommer inte längre rörlig ersättning tillämpas.

**Pensioner och liknande förmåner**  
Vda anställningsavsikta innehåller särskilda bestämmelser om pensionsförmåner och avgångsvederlag. Ordinarie pensionsålder är 65 år, men den anställda har rätt att kvartala tjänst till utgången av den månad då 69 (69) års ålder uppnås.

Från och med 2023 har den anställda enligt Lag om anställningskydd (LAS) rätt att vara kvar i tjänst till utgången av den månad 69 års ålder uppnås. För vad gäller en omedelvig 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 BAO och SACO. Pensionsrätten är antingen förmånebestämd enligt gällande kollektivavtal mellan BAO och SACO eller premiebestämd enligt AP4:s pensionspolicy som innebär en pensionspremie om 30 procent på inkomsterna över 75 inkomstsbelopp.

Alla anställda har rätt att göra löneavdrag av bruttolön mot pensionspremie. Pensionspremiebetalningen uppräknas då med 5,9 procent som motsvarar skillnaden mellan kostnad för föreskatt och sociala avgifter. Förordnandet är kostnadsneutralt för AP4.

Anställda före 1 januari 2007 har förutordnande enligt kollektivavtalet en sjukförsäkring som innebär att vd sjukdom längre än 3 månader och/eller ersättning med 90 procent på lönen under 20 månader och 80 procent på lönen över 20 arbetsdagar. Sjukbeloppet är 40 besöksdagar. De utbetalda beloppet för sjukvård utbetalas från Försäkringskassan, SPP och eventuella andra försäkringar.

#### Övriga förmåner

Alla anställda har möjlighet att teckna en sjukvårdsförsäkring och en grupplicensförsäkring som förmånebeskattas. AP4 har även 5 st parkeringsplatser som anställda kan motta boka och blivit förmånebeskattade för under året.

Förmånevärden av förmånerna ovan uppgick 2023 totalt till 336 (281) tkr.



→ NOTER

**Not 6. Forts. Personal**

Personalkostnader i tkr, 2023	Löner och avoden ersättningar	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader <sup>1</sup>	Summa
<b>Styrelse och vd</b>						
Tillförordnad ordförande Johan Gyllenroff fr o m oktober 2023	118	-	-	-	37	155
Styrelsens ordförande Britta Burreau t o m september 2023	156	-	-	-	49	205
Övriga styrelseledamöter <sup>2</sup>	843	-	-	-	249	1 092
Verkställande direktör Niklas Ekvall	4 420	-	2 673	1 105	2 037	9 130
<b>Övrig ledningsgrupp</b>						
Chief Fundamentala aktier Jannis Mitsakis	2 724	-	1 294	-	1 170	5 188
Chief Risk & verksamhetsstöd Nicklas Wikström	1 812	-	1 088	355	836	3 746
Chiefjurist Theresa Einarsson & kommunikation Tobias Fransson	675	-	888	169	742	3 305
Chief Strategisk allokering & kvantitativ analys Magdalena Höglberg	2 280	-	1 174	-	1 004	4 468
Chief Alternativa investeringar Jenny Askfelt Ruud	2 467	-	880	-	985	4 362
Övriga anställda	330	-	884	-	947	4 161
<b>Summa</b>	<b>68 766</b>	<b>3 008</b>	<b>22 600</b>	<b>1 787</b>	<b>27 832</b>	<b>122 206</b>
<b>Summa</b>	<b>87 621</b>	<b>3 008</b>	<b>31 491</b>	<b>3 416</b>	<b>35 897</b>	<b>158 017</b>
Övriga personalkostnader						4 045
<b>SUMMA PERSONALKOSTNADER</b>						<b>162 062</b>

Personalkostnader i tkr, 2022	Löner och avoden ersättningar	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader <sup>1</sup>	Summa
<b>Styrelse och vd</b>						
Styrelsens ordförande Britta Burreau	205	-	-	-	64	269
Övriga styrelseledamöter <sup>2</sup>	945	-	-	-	251	1 196
Verkställande direktör Niklas Ekvall	4 284	-	2 502	987	1 956	8 752
<b>Övrig ledningsgrupp</b>						
Chief Fundamentala aktier Jannis Mitsakis	3 003	-	1 158	-	1 224	5 385
Chief Risk & verksamhetsstöd Nicklas Wikström	1 770	-	1 033	355	807	3 610
Chiefjurist Theresa Einarsson & kommunikation Tobias Fransson	403	-	1 036	381	692	3 131
Chief Strategisk allokering & kvantitativ analys Magdalena Höglberg	2 249	-	994	-	948	4 191
Chief Alternativa investeringar Jenny Askfelt Ruud	2 654	-	803	-	1 029	4 486
Övriga anställda	61 444	240 <sup>3</sup>	20 639	2 409	24 143	106 466
<b>Summa</b>	<b>80 332</b>	<b>240</b>	<b>28 972</b>	<b>4 132</b>	<b>32 063</b>	<b>141 697</b>
Övriga personalkostnader						5 432
<b>SUMMA PERSONALKOSTNADER</b>						<b>147 029</b>

1. Enskilda ledamöters ande redovisas i fondförhållingsrapporten.  
2. Sociala kostnader inkluderar även kostnad för löneväxling.  
3. Jästernad förlig ersättning ande redovisas i verksamhetsår 2021.

1. Enskilda ledamöters ande redovisas i fondförhållingsrapporten.  
2. Sociala kostnader inkluderar även kostnad för löneväxling.





→ NOTER

**Not 9. Forts. Aktier och andelar, onoterade**

Aktier i intresse- företag, 2023-12-31	Organisations nummer	Säte	Anal. aktier	Kapital, %	Röster, %	Vorkligt värde	Eigt kapital	Resultat
<b>Aktier i svenska intresseföretag</b>								
Vaskrokan Holding AB	556660-4196	Stockholm	1 000 000	25	25	24 426	78 873	-10 903
Rilchem Intressenter AB	556806-2466	Stockholm	250	50	50	14 011	25 302	-3 916
Pohlem Infra KB	969789-2413	Stockholm	-	33	33	2 424	7 273	-1 061
4 to I Investments KB	969795-3033	Stockholm	-	25	25	1 456	5 622	39
Cinder Invest AB	59256-2630	Stockholm	10 000	20	20	158	651	22
4 to I Investments AB	559313-2490	Stockholm	6 250	25	25	0	2	-1
AP4 Alternative Investments AB <sup>1</sup>	559130-3929	Stockholm	50 000	100	100	0	0	0
AP4 Alternative Investments KB <sup>2</sup>	559386-5347	Stockholm	25 000	100	100	0	0	0
Pohlem Infra AB	969797-3965	Stockholm	-	100	100	0	0	0
559183-3917	Stockholm	20 000	33	33	0	0	0	0
<b>Summa aktier i svenska intresseföretag</b>						<b>42 475</b>		
<b>Aktier i utländska intresseföretag</b>								
ASE Holdings II S.à.r.l.		Luxemburg	479 928 633	45	45	757	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings III S.à.r.l		Luxemburg	557 831 703	35	35	392	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings S.à.r.l.		Luxemburg	3 218 428	38	38	66	Ej publikt	Ej publikt
<b>Summa aktier i utländska intresseföretag</b>						<b>1 215</b>		

Övriga innehav, 2023-12-31	Organisations nummer	Säte	Kapital, %	Röster, %	Anskaffnings- värde
<b>Fem största innehaven i övriga aktier och andelar, svenska onoterade företag<sup>3</sup></b>					
LSTH Svenska Handelsfastigheter AB	559009-2325	Stockholm	23	4	2 002
InfraNode I (No. 3) AB	556982-5283	Stockholm	20	0	876
Alken & Dirlikon AB	556954-4066	Stockholm	26	17	836
Ariem Investment 3-5 AB	559111-1165	Stockholm	49	9	621
Gullspång ReFood II Invest AB	559328-3467	Stockholm	32	9	567
<b>Fem största innehaven i övriga aktier och andelar, utländska onoterade företag<sup>3</sup></b>					
Infrastructure Alliance Europe 2 SCSp		Luxemburg	37	-	2 726
Infrastructure Alliance Europe 1 SCSp		Luxemburg	26	-	2 313
ACP Series 3 Partnership L.P.		USA	16	-	1 391
Generation IM Sustainable Solutions Fund III (B), L.P.		Guernsey	15	-	1 247
Trill Impact (No.) SCSp		Luxemburg	11	-	832

1. AP4 och AP4 Investment AB samäger AP4 Investment KB (969784-9959), där AP4 har ett väsentligt inflyande.  
2. AP4 och AP4 Alternative Investments AB samäger AP4 Alternative Investments KB (969797-3965), där AP4 har ett väsentligt inflyande.  
3. Ävrigt AP4:s innehav i kommandobolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP4 inte har ett väsentligt inflyande.  
Fullständig aktiespecifikation återfinns på [www.ap4.se](http://www.ap4.se).

## Not 9. Forts. Aktier och andelar, onoterade

Aktier i intresse- företag, 2022-12-31	Organisations- nummer	Säte	Antal aktier	Kapital, %	Röster, %	Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
<b>Aktier i svenska intresseföretag</b>								
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	25	28 081	89 767	8 493
Rikshem Intressenter AB	556806-2466	Stockholm	250	50	50	16 345	29 218	227
Polhem Infra KB	969789-2413	Stockholm	-	33	33	2 778	8 235	154
4 to 1 Investments KB	969795-3033	Stockholm	-	25	25	1 446	5 782	77
Chinder Invest AB	59256-2630	Stockholm	10 000	20	20	128	502	-17
4 to 1 Investments AB	559313-2490	Stockholm	6 250	25	25	0	1	-1
AP4 Investment AB <sup>1</sup>	559130-3929	Stockholm	50 000	100	100	0	0	0
AP4 Alternative Investments AB <sup>2</sup>	559386-5347	Stockholm	25 000	100	100	0	0	0
Polhem Infra AB	559193-3917	Stockholm	20 000	33	33	0	1	0
<b>Summa aktier i svenska intresseföretag</b>						<b>48 778</b>		
<b>Aktier i utländska intresseföretag</b>								
ASE Holdings II S.r.l.		Luxemburg	5 799 351	45	45	1 008	Ej publik	Ej publik
ASE Holdings III S.r.l.		Luxemburg	23 445 783	35	35	353	Ej publik	Ej publik
ASE Holdings S.r.l.		Luxemburg	1 607 738	38	38	21	Ej publik	Ej publik
<b>Summa aktier i utländska intresseföretag</b>						<b>1 382</b>		

Övriga innehav, 2022-12-31	Organisations- nummer	Säte	Kapital, %	Röster, %	Anskaffnings- värde
<b>Fem största innehaven i övriga aktier och andelar, svenska onoterade företag<sup>3</sup></b>					
LSTH Svenska Handelsfastigheter AB	559009-2325	Stockholm	39	4	1 502
Infranode I (No. 1) AB	556982-5283	Stockholm	20	20	851
Alfvén & Dirlikov AB	556954-4066	Stockholm	32	17	732
Ariem Investment 3-5 AB	559111-1165	Stockholm	49	9	548
Ariem Fastigheter 4 (Eq) AB	559168-0879	Stockholm	13	5	479
<b>Fem största innehaven i övriga aktier och andelar, utländska onoterade företag<sup>3</sup></b>					
Infrastructure Alliance Europe 1 SCSP		Luxemburg	25	-	2 882
ACP Series 3 Partnership L.P.		USA	22	-	1 238
Generation IM Sustainable Solutions Fund III (B), L.P.		Guernsey	15	-	1 221
Infrastructure Alliance Europe 2 SCSP		Luxemburg	37	-	1 071
White Peak Real Estate IV L.P.		Jersey	24	-	924

- AP4 och Ariem Investment AB samäger AP4 Investment AB (569784-9959), där Ariem har ett väsentligt inflyande.
- AP4 och Ariem Alternative Investments AB samäger AP4 Alternative Investments AB (569797-3865), där AP4 har ett väsentligt inflyande.
- Åsaver AP4:s innehav i kommanditbolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP4 inte har ett väsentligt inflyande.

Fullständig aktiespecifikation återfinns på [www.ap4.se](http://www.ap4.se).

### Not 10. Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Fördelning per emitentkategori	2023-12-31 Verkligt värde	2022-12-31 Verkligt värde
Svenska bostadsinstitut	19 551	25 087
Övriga svenska finansiella företag	10 265	4 376
Svenska icke-finansiella företag	1 008	965
Utländska stater	57 463	52 884
Övriga utländska emittenter	23 614	23 616
<b>SUMMA OBLIGATIONER OCH ANDRA RÄNTEBÄRANDE TILLGÅNGAR</b>	<b>111 901</b>	<b>106 928</b>
<b>Fördelning per instrumenttyp</b>		
Övriga obligationer	89 092	95 895
Förstagelån	4 863	4 644
Onoterade reverslån	8	-
Onoterade aktieglöran	7	552
Andelar i svenska räntefonder	7 437	5 837
Andelar i utländska räntefonder	-	-
Övriga instrument	37	-
<b>SUMMA OBLIGATIONER OCH ANDRA RÄNTEBÄRANDE TILLGÅNGAR</b>	<b>111 901</b>	<b>106 928</b>

Omfåttningen av utlåning av värdepapper samt erhållna säkerheter för dessa framgår av not 17.

### Not 11. Derivatinstrument

Aktierelaterade instrument	2023-12-31 Verkligt värde		2022-12-31 Verkligt värde	
	Positivt	Negativt	Positivt	Negativt
Terminier	5	102	-	-
Swappar	-	1	-	0
<b>Summa aktierelaterade instrument</b>	<b>5</b>	<b>103</b>	<b>-</b>	<b>0</b>
Varav clearat	-	-	-	-
<b>Ränterelaterade instrument</b>				
FXA/Terminier	42	31	-	-
Swappar	17	173	0	-
<b>Summa ränterelaterade instrument</b>	<b>59</b>	<b>204</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
Varav clearat	-	-	-	-
<b>Valuterelaterade instrument</b>				
Optioner	760	453	1 123	838
Terminier	14 827	548	4 642	3 531
Swappar	5	117	-	1 044
<b>Summa valuterelaterade instrument</b>	<b>15 592</b>	<b>1 118</b>	<b>5 765</b>	<b>5 413</b>
Varav clearat	-	-	-	-
<b>SUMMA DERIVATINSTRUMENT</b>	<b>15 656</b>	<b>1 425</b>	<b>5 765</b>	<b>5 413</b>
Varav clearat	-	-	-	-

Angående derivatinstrumentens användningsområden och riskhantering, se not 20.

## Not 11. Forts. Derivatinstrument

### Löptidsanalys

Merparten av APAs derivat har en löptid kortare än ett år. Endast ett antal valutaterminer, ränteterminer, credit default swappar, cross currency basis swappar och en total return swap har en längre löptid. Av dessa är det 7 (20) kontrakt som har ett negativt verkligt värde. Dessa redovisas i tabellerna nedan.

Löptidsanalys derivatpositioner med negativt verkligt värde, överstigande 12 mån löptid, 2023

	> 1 < 3 år	> 3 < 5 år	> 5 < 10 år	> 10 år
Förfällstruktur Löptid				
Cross Currency Basis Swap	-	-51	-66	-
Credit Default Swap	-	-175	-	-
Ränteterminer	0	-1	-	-
Total Return Swap	-	-1	-	-
Valutaterminer	-1	-	-	-
<b>Summa</b>	<b>1</b>	<b>-227</b>	<b>-66</b>	<b>-</b>

Löptidsanalys derivatpositioner med negativt verkligt värde, överstigande 12 mån löptid, 2022

	> 1 < 3 år	> 3 < 5 år	> 5 < 10 år	> 10 år
Förfällstruktur Löptid				
Utestalda valutapositioner	-171	-	-	-
Cross Currency Basis Swap	-306	-	-696	-
Total Return Swap	-	0	-	-
Valutaterminer	-28	-	-	-
<b>Summa</b>	<b>505</b>	<b>0</b>	<b>-696</b>	<b>-</b>

## Not 12. Övriga tillgångar

	2023-12-31	2022-12-31
Fordringar sålda ej likviderade tillgångar	209	995 <sup>1</sup>
Övriga tillgångar	7	4
<b>SUMMA ÖVRIGA TILLGÅNGAR</b>	<b>216</b>	<b>999</b>

1. Justering har skett för jämförelseffekt från föregående år.

## Not 13. Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

	2023-12-31	2022-12-31
Upplupna ränteininkter	935	771
Upplupna utbetalningar och restitutioner	429	407
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	19	16
<b>SUMMA FÖRUTBETALDA KOSTNADER OCH UPPLUPNA INTÄKTER</b>	<b>1 383</b>	<b>1 194</b>

1. I posten ingår förutbetalda licensavgifter som redovisas i resultaträkningen över 14 år om 3 (3) mkr.

## Not 14. Övriga skulder

	2023-12-31	2022-12-31
Leverantörsskulder	18	14
Skulder för köpta ej likviderade tillgångar	75	226 <sup>1</sup>
Övriga skulder	8	9
<b>SUMMA ÖVRIGA SKULDER</b>	<b>101</b>	<b>249</b>

1. Justering har skett för jämförelseffekt från föregående år.

## Not 15. Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

	2023-12-31	2022-12-31
Upplupna räntekostnader	789	743
Upplupna personalkostnader	15	10
Upplupna externa förvaltningsarvoden	-	31
Övriga upplupna kostnader	6	9
<b>SUMMA FÖRUTBETALDA INTÄKTER OCH UPPLUPNA KOSTNADER</b>	<b>810</b>	<b>793</b>

## Not 16. Fondkapital

	2023-12-31	2022-12-31
<b>INGÅENDE FONDKAPITAL</b>	<b>460 459</b>	<b>527 629</b>
<b>Nettotbetalningar mot pensionsystemet</b>	<b>85 004</b>	<b>81 922</b>
Utbetalda pensionsavdrag	-89 552	-86 259
Pensionsnyinjiceringen	-1	-1
Överflyttning av pensionerätter till EG	-15	0
Reglering av pensionsrätt	-269	-252
Administrationsräntning till Pensionsmyndigheten	-4 833	-4 689
<b>Summa nettoutbetalningar mot pensionsystemet</b>	<b>43 925</b>	<b>-62 481</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>499 551</b>	<b>460 459</b>
<b>UTGÅENDE FONDKAPITAL</b>	<b>499 551</b>	<b>460 459</b>



ÅRET 2023	DET HÄR ÅR AP4	STRATEGI & VERKSAMHET	ARSREDOVISNING	FONDSTYRNING	HÅLLBARHETSDATA
→ NOTER					

### Not 17. Ställda pantar, ansvarsförbindelser och åtaganden

	2023-12-31	2022-12-31
<b>Ställda pantar och ansvarsförbindelser</b>		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper <sup>1</sup>	13 623	17 214
Ställda säkerheter avseende borsclearade derivatavtal	3 410	2 097
Ställda säkerheter avseende OTC-derivatavtal <sup>2</sup>	-	1 651
<b>Åtaganden</b>		
Investeringsåtaganden om framtida betalningar för alternativa och strategiska investeringar	33 372	25 133
Teckningsåtagande, se not 18	4 549	9 500
Övriga åtaganden, se not 18	5 000	-

1. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 14 057 (17 840) mkr.
2. Erhållna säkerheter avseende OTC-derivatavtal uppgår till 18 272 (1 260) mkr.

### Not 18. Närstående

Syftet med noten är att upplysa om hur AP4:s resultat och ställning har påverkats av transaktioner och utestående mellanavanden, inklusive åtaganden, med närstående i enlighet med definitionen i MS 24. Avseende löner och ersättningar till styrelse och ledande befattningshavare, se not 6. Som närstående till AP4 betraktas samtliga intressenter, se även not 5.

	2023-12-31	2022-12-31
<b>Vasakronan Holding AB</b>		
Ränteinkräfter	9	9
Åtagande <sup>1</sup>	4 500	4 500
<b>Rikshem Intressenter AB</b>		
Ränteinkräfter	15	15
Åtagande <sup>2</sup>	5 000	5 000
<b>ASE Holdings S.ä.r.l.</b>		
Ågarlön	-	251
Åtagande <sup>3</sup>	49	-

ARSREDOVISNING 2023

67

### Not 18. Forts. Närstående

	2023-12-31	2022-12-31
<b>ASE Holdings II S.ä.r.l.</b>		
Ränteinkräfter	-	27
Aktieägartillskott under året	-	33
<b>ASE Holdings III S.ä.r.l.</b>		
Ränteinkräfter	0	22
Aktieägartillskott under året	75	76
Ågarlön	25	294
<b>Cinder Invest AB</b>		
Aktieägartillskott under året	30	21
Erhållen utdelning	5	5
<b>4 to 1 Investments AB</b>		
Aktieägartillskott under året	0	-
<b>4 to 1 Investments KB</b>		
Tillskott under året	0	598

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.
3. AP4 har åtagit sig att på ASE Holdings S.ä.r.l.s begäran lämna kapitaltillskott upp till ett värde enligt ovan angivet belopp.



**Not 19. Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki**

Verkligt värde	2023-12-31		2023-12-31		2023-12-31		2022-12-31		2022-12-31		
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totall	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totall
<b>Finansiella tillgångar</b>											
Aktier och andelar, noterade	238 405	42 450	3 607	284 462				216 113	41 062	4 271	261 446
Aktier och andelar, onoterade	-	-	81 465	81 465				-	-	82 853	82 853
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	88 548	5 407	7 946	111 901				100 243	296	6 389	106 928
Derivatinstrument	46	15 610	-	15 656				-	5 765	-	5 765
<b>Summa finansiella tillgångar</b>	<b>336 999</b>	<b>63 467</b>	<b>93 018</b>	<b>493 484</b>				<b>316 356</b>	<b>47 123</b>	<b>93 513</b>	<b>456 992</b>
<b>Finansiella skulder</b>											
Derivatinstrument	-134	-1 291	-	-1 425				-	-5 413	-	-5 413
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>-134</b>	<b>-1 291</b>	<b>-</b>	<b>-1 425</b>				<b>316 356</b>	<b>41 710</b>	<b>93 513</b>	<b>451 579</b>
<b>NETTO FINANSIELLA TILLGÅNGAR OCH SKULDER</b>	<b>336 865</b>	<b>62 176</b>	<b>93 018</b>	<b>492 059</b>							

Förändringar i nivå 3	2023-12-31		2023-12-31		2023-12-31		2022-12-31		2022-12-31		
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totall	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totall
<b>Ingående balans 2023-01-01</b>	<b>82 853</b>	<b>4 271</b>	<b>6 389</b>	<b>93 513</b>							
Investerat	6 935	151	2 336	9 422				10 860	-	-	10 860
Sålt/Återbetalat	-1 704	-315	-28	-2 047				-2 031	-602	-	-2 633
Realiserad värdeförändring	505	-46	28	487				1 034	1 318	-	2 352
Realiserad värdeförändring	-7 124	85	-494	-7 533				4 452	-358	-	4 094
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-	-				-	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	-				-	-	-	-
<b>Utgående balans 2023-12-31</b>	<b>81 465</b>	<b>3 607</b>	<b>7 946</b>	<b>93 018</b>				<b>82 853</b>	<b>4 271</b>	<b>6 389</b>	<b>93 513</b>

Förändringar i nivå 3	2023-12-31		2023-12-31		2023-12-31		2022-12-31		2022-12-31		
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totall	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totall
<b>Ingående balans 2022-01-01</b>	<b>68 538</b>	<b>3 913</b>	<b>4 284</b>	<b>76 735</b>							
Investerat	10 860	-	3 108	14 068				-	-	-	-
Sålt/Återbetalat	-2 031	-602	-1 174	-3 807				-	-	-	-
Realiserad värdeförändring	1 034	1 318	123	2 475				1 034	1 318	-	2 352
Realiserad värdeförändring	4 452	-358	48	4 142				4 452	-358	-	4 094
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-	-				-	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	-				-	-	-	-
<b>Utgående balans 2022-12-31</b>	<b>82 853</b>	<b>4 271</b>	<b>6 389</b>	<b>93 513</b>				<b>82 853</b>	<b>4 271</b>	<b>6 389</b>	<b>93 513</b>

## Not 19. Forts. Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

### Nivå 1. Instrument med publicerade prisetvåringar

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 ockrerat för avslut på marknaden. Här återfinns ca 70 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 ockrerat för avslut, eller observerbara indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering med allmän värderingsmodeller i denna kategori återfinns hos AP4 där det finns observerbara indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering samt OTC-derivat såsom valutaterminter och ränteswapar. Här återfinns ca 20 procent av AP4:s placeringstillgångar. Här återfinns även instrument med låg likviditet, OTC-derivat värderas med hjälp av diskonterskurvor som indirekt baseras på regelbundet uppdaterade observerbara 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 observerbara 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 icke ovsäntligt inslag av ej observerbara data eller som i övrigt ej kan klassificeras till nivå 1 eller 2. Här återfinns huvudsakligen onoterade aktier och ägda i direktägda fastighetsbolag samt onoterade aktier i riskkapitalbolag. För riskkapitalbolag används framtids-IPEV:s principer som ramverk vilket innefattar ett flertal värderingsmetoder såsom värdering baserat på faktiska transaktioner, multipelvärdning, substansvärdering och diskonterat kassaflöde. För innehav i direktägda fastighetsbolag används

främst principerna från IPD Svensk Fastighetsindex som ramverk där två grundmetoder är rådande. Dessa är orsprismetod och indirekt avkastningsmetod (nuvärdesmetod). Orsprismetoden 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. Ut ett värderingsperspektiv är en alternativ värdering av dessa tillgångar i värderingshierarkins nivå 2. Detta innebär att värderingen för onoterade fastigheter är direktavkastningskravet och inte värdet av den antaganden kring faktorer som valda medel, driftskostnader, marknads- och vinstillväxt har stor betydelse. För riskkapitalbolag är vinstillväxt och börrens multipelvärdning av betydelse.

Värderingarna i nivå 3 innehåller normalt en fördjupning som i positivt tendensmarknad innebär en försiktig värdering och vice versa. En känslighetsanalys för AP4:s största fastighetsinnehav, Vasakronan, med ett verkligt värde för aktier och andelar på 24,4 mdkr, det vill säga närmare 30 procent av onoterade aktier inom nivå 3, har tagits fram av fastighetssbolaget. Enligt analysen skulle en förändring av direktavkastningskravet med +/- 0,25 procentenheter förändra värdet på aktieinnehavet i Vasakronan med cirka -2,3/+2,5 mdkr.

För värderingen av AP4:s investeringar i riskkapitalbolag under onoterade aktier, motsvarande 350 mdkr, görs väsentliga antaganden om värderingsmultiplar och framtida kassaflöden. Om antagandet för multiplerna på EV/EBITDA ändras med +/- 5 procent skulle värderingen av dessa investeringar förändras med +/- 4,4 mdkr. Vad gäller AP4:s högkvalitativa räntebärande tillgångar under onoterade aktier samt obligationer och andra väsentliga tillgångar, motsvarande 118 mdkr, baseras värderingen väsentligen på diskonteringsräntor för räntetäckter och återbetalning av lån. En förändring av diskonteringsräntor med +/- 1 procentenhet för alla löptider skulle medföra värderingsförändringar på +/- 0,2 mdkr.

ÅRET 2023	DET HÄR ÅR APA	STRATEGI & VERKSAMHET	ÅRSREDOVISNING → NOTER	FONDSTYRNING	HÅLLBARHETSDATA
-----------	----------------	-----------------------	---------------------------	--------------	-----------------

## 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 "risker 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 brott såglt förärande 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 APA.

### Fastställd och följegemensam process och metodik

Operativa risker inom APA ska hanteras genom en fastställd och följegemensam process och metodik. Beroende på 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 ändras. Konsekvenserna på oönskade händelser rots att minimeras. Vid värdering av risker ska beräknade funktionskostnader och effekter beaktas för att säkerställa att de har önskad funktion och är effektiva.

Operativa risker utvärderas utifrån operativa risker är det särskilt viktigt att utvärdera följandeprocesser 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 säkerställas i 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 APA 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 APA. 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 APA. Motsvarande gäller för väsentliga identifierade förändringsprocesser såsom t.ex. implementering av nya produkter, systemförändringar och organisationsförändringar.

APA:s juridiskhet ansvarar bland annat för legala riskspekter 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 styrelsen. Förändringar i riskerna följs upp och utvärderas på ett kontinuerligt sätt. Därutöver ska samtliga risker som APA exponerar sig mot bestå av transaktions, finansiella risker och där främst marknadsrisker där det finns goda möjligheter för riskpremier att prognosteras.

### Marknadsrisker

Marknadsrisk utgörs av risken för att värdet av ett instrument påverkas negativt på grund av variationer i aktiekurser, valutakurser eller marknadsräntor. Då APA: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 risker. APA har som mål att hålla en hög andel noterade akter och räntebärande instrument.

### Aktieprisrisk

Med aktieprisrisk avses förväntad variation i marknadsvärdet hos aktier. Aktieprisrisk hanteras genom diversifiering över regioner, länder och sektorer.

### Ränterisk

Endast APA:s räntebärande tillgångar ingår vid mätning av ränterisk som avser förväntad variation i marknadsvärdet på APA:s räntebärande tillgångar orsakad av nominella ränteförändringar på räntemarknaderna. APA 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. Lägen om allmänna pensionsfonder begränsar den totala valutapositioneringen i APA till maximalt 40 procentenheter. APA:s placeringpolicy fastställer slutlig valutapositionering i DNP.

### Festighetsprisrisk

Med fastighetsprisrisk avses förväntad variation i marknadsvärdet för fastigheter. Fastighetsprisrisk hanteras genom diversifiering över fastigheter, länder och sektorer. Därutöver ska samtliga risker som APA exponerar sig mot bestå av transaktions, finansiella risker och där främst marknadsrisker där det finns goda möjligheter för riskpremier att prognosteras.



ÅRET 2023

DET HÄR ÄR AP4

STRATEGI & VERKSAMHET

ÅRSREDOVISNING

FONDSTYRNING

HÅLLBARHETSDATA

→ NOTER

## Not 20. Forts. Risker

### Placeringsstillgångarnas 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 konfidsensgraden 95 procent om inget annat anges.

Tillgångsklass, 2023-12-31	VaR, ex-ante innehavsperiod 12 mån	Bidrag volatilitet % 12 mån portfölj	VaR, ex-ante innehavsperiod 1 dag
Globala aktier <sup>1</sup>	37 810	4,6	1 100
Svenska aktier	27 340	3,3	915
Defensiva aktier	5 050	0,6	142
Globala räntor <sup>1</sup>	2 372	0,3	112
Svenska räntor	249	0,0	11
Reala tillgångar <sup>1</sup>	30 693	3,8	234
Valuta och Övrigt	-4 807	-0,6	-77
<b>Summa placeringstillgångar</b>	<b>98 607</b>	<b>12,0</b>	<b>2 437</b>

1. För vissa av AP4:s tillgångar saknas marknadnoteringar av tillgångspriser med god periodicitet eller också saknas underliggande innehav till ett index. Detta försävar möjligheten till att prognosticera riserna för dessa tillgångar på ett tillförlitande sätt i AP4:s risksystem. Bero AP4 har därför valt att använda alternativa noterade värdepapper eller andra approximationer för dessa tillgångar. Totalt är det för 2023 procent av tillgångarna som approximationer används. Approximationer har gjorts enligt följande: För onoterade reala tillgångar, motsvarande 13,6 procent, används en sammanvägning av tre faktorer: en aktiefaktor, en fastighetsfaktor samt kassa. För onoterade aktier och högavkastande räntebärande, motsvarande 4,9 procent, används ett europeiskt aktierindex respektive ett europeiskt högavkastningsindex. För onoterade räntor, vilket är en endagsinnehavsperiod, 95 procents konfidsensnivå samt en databäring om ett år där observationerna ges lika vikt. Här har en simuleringmetod med historisk avkastningsfördelning använts för beräkningen.

Tillgångsklass, 2023-12-31	VaR, ex-ante innehavsperiod 12 mån <sup>1</sup>	Bidrag volatilitet % 12 mån portfölj	VaR, ex-ante innehavsperiod 1 dag
Globala aktier <sup>1</sup>	38 626	5,1	1 921
Svenska aktier	28 194	3,7	1 351
Defensiva aktier <sup>1</sup>	5 300	0,7	281
Globala räntor <sup>1</sup>	1 133	0,2	124
Svenska räntor	136	0,0	24
Reala tillgångar <sup>1</sup>	26 337	3,5	354
Valuta och Övrigt	-3 494	-0,5	-351
<b>Summa placeringstillgångar</b>	<b>96 232</b>	<b>12,7</b>	<b>3 704</b>

1. För vissa av AP4:s tillgångar saknas marknadnoteringar av tillgångspriser med god periodicitet eller också saknas underliggande innehav till ett index. Detta försävar möjligheten till att prognosticera riserna för dessa tillgångar på ett tillförlitande sätt i AP4:s risksystem. Bero AP4 har därför valt att använda alternativa noterade värdepapper eller andra approximationer för dessa tillgångar. Totalt är det för 2023 procent av tillgångarna som approximationer används. Approximationer har gjorts enligt följande: För onoterade reala tillgångar, motsvarande 16,3 procent, används en sammanvägning av tre faktorer: en aktiefaktor, en fastighetsfaktor samt kassa. För onoterade aktier och högavkastande räntebärande, motsvarande 4,9 procent, används ett europeiskt aktierindex respektive ett europeiskt högavkastningsindex. För onoterade räntor, vilket är en endagsinnehavsperiod, 95 procents konfidsensnivå samt en databäring om ett år där observationerna ges lika vikt. Här har en simuleringmetod med historisk avkastningsfördelning använts för beräkningen.
2. För att beräkna konfidsensnivån för AP4:s tillgångar har VaR (Value at Risk) med dels riskmåttet volatilitet dels långsiktigheten i AP4:s uppdrag presenterats VaR för en innehavsperiod på 12 mån skattat för som tidigare 10 dagar.
3. För att möjliggöra jämförelse med API, AP2 och AP3 har AP4 även skattat VaR utifrån en endagsinnehavsperiod, 95 procents konfidsensnivå samt en databäring om ett år där observationerna ges lika vikt. Här har en simuleringmetod med historisk avkastningsfördelning använts för beräkningen.
4. Defensiva aktier är ett nytt tillgångslag som implementerades under 2022.

## Not 20. Forts. Risker

### Valutae exponering

AP4 valutaskar placeringstillgångarna med hjälp av valutaderivat i syfte att kontrollera AP4:s öppna valutaeponering. AP4:s öppna valutaeponering var vid årets utgång 21,6 (19,3) procent. I nedanstående tabell presenteras AP4:s valutaeponering.

Valutaeponering 2023-12-31	USD	JPY	HKD	INR	CHF	KRW	Övriga	Summa
Aktier och andelar	118 538	9 961	6 402	5 062	5 199	3 638	73 447	222 247
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	47 199	8 346	-	-	-	-	21 869	77 414
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	-48	15	-	-	-	-	-189	-222
Övriga fordringar och skulder, netto	2 627	464	204	-	397	1	2 716	6 409
Valutaderivat	-118 154	1 689	-1 124	-620	-1 782	1	-77 996	-187 986
<b>Valutaeponering, netto</b>	<b>50 162</b>	<b>20 475</b>	<b>5 482</b>	<b>4 442</b>	<b>3 814</b>	<b>3 640</b>	<b>19 847</b>	<b>107 862</b>

Valutaeponering 2023-12-31	USD	JPY	HKD	INR	GBP	CHF	Övriga	Summa
Aktier och andelar	106 450	9 657	7 829	4 096	8 773	4 818	62 373	203 996
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	34 067	9 443	-	-	4 729	-	24 986	73 225
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	0	0	-	-	-	-	0	0
Övriga fordringar och skulder, netto	7 980	88	236	-	869	447	2 110	11 730
Valutaderivat	-106 825	-8 522	-3 746	-	-10 472	-1 658	-68 650	-199 873
<b>Valutaeponering, netto</b>	<b>41 672</b>	<b>10 666</b>	<b>4 319</b>	<b>4 096</b>	<b>3 899</b>	<b>3 607</b>	<b>20 819</b>	<b>89 078</b>

### Kreditrisk

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 räntemindex IDNP och limitier per ratingkategori. Kreditrisk per emittentgrupp/emittent begränsas av limitier vilka omfattar både emittent- och motpartsrisk.

Vid godkänner samtliga motpartier 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 motpartier.

Ratingklasser <sup>1</sup> , 2023-12-31	Obligationer <sup>2</sup> , exponering	bke standardiserade derivat, Verkligt värde <sup>3</sup>	Pa <sup>1</sup> / säkerhet	Resterande risk
AAA	59 486	-	-	-
AA	8 601	7 658	-6 492	1 166
A	11 503	6 032	-8 682	-2 851
BBB	23 540	0	-777	-777
BB	780	-	-	-
Saknar rating <sup>3</sup>	343	-	-	-
<b>Summa kreditriskexponering</b>	<b>104 233</b>	<b>13 690</b>	<b>-15 951</b>	<b>-2 262</b>

Ratingklasser <sup>1</sup> , 2023-12-31	Obligationer <sup>2</sup> , exponering	bke standardiserade derivat, Verkligt värde <sup>3</sup>	Pa <sup>1</sup> / säkerhet	Resterande risk
AAA	52 162	-	-	-
AA	6 331	-51	406	355
A	12 244	-118	99	-19
BBB	28 426	0	110	110
BB	380	-	-	-
Saknar rating <sup>3</sup>	745	-	-	-
<b>Summa kreditriskexponering</b>	<b>101 298</b>	<b>-169</b>	<b>615</b>	<b>446</b>

1. Presenterad kreditriskklassificering (så kallad rating) avser en intern standard. Bedömningen i denna standard är baserad på vald ratingleverantör (Moody's Analytics UK Ltd.) ratingbedömning.
2. Pa är ett mått på den relativa säkerheten för de derivat som omfattas av denna standard.
3. Avser frilagslån, obligationer samt aktieägandeln inom Alternativa Investeringar och Fastigheter.



ÅRET 2023

DET HÄR ÄR AP4

STRATEGI & VERKSAMHET

ÅRSREDOVISNING

→ NOTER

FONDSTYRNING

HÅLLBARHETSDATA

## 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 hanteringen.
- Effektivisering av den aktiva förvaltningen, där derivat används för att dels minimera transaktionskostnader och förenkla 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 marknadsvärde. 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 fastställs 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-avtal 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 fransiskt instrument utgörs av risken för att instrumentet inte kan säljas eller endast kan säljas till ett väsentligt lägre pris än det marknadnoterade priset. En stor del av AP4:s värdepapper är omedelbart omsättningsbara och belåningsbara. Likvida finansiella instrument förekommer främst i form av tillgångar i onoterade bolag och

fastigheter men även OTC-derivat och kredittapper kan från tid till annan vara likvida och/eller uppvisa stora skillnader mellan köp- och säljkurser. Likviditetsrisken kan även vara hög om det krävs stora nettoutbetalningar från skuldslidan 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 aktieindexminer kan vara av betydande storlek och dagliga prognoser över likviditet i SEK och valuta ska upprättas.

AP4:s likviditetsrisk i finansiella instrument begränsas av placeringsummersum samt limiter för aktiv risk i kombination med val av referensindex för räntebärande värdepapper och noterade aktier. Genom lägen 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 relation till förfallostruktur. Obligationer och räntebärande instrument upptagna till verkligt värde, inklusive upplupen ränta.

	< 1 år	1 < 3 år	3 < 5 år	5 < 10 år	> 10 år	Totalt
<b>Förfallostruktur 2023-12-31, Löpptid</b>						
Nominellt stat	5 439	8 790	6 074	26 801	10 309	57 413
Nominellt kredit	11 311	17 184	11 244	7 079	0	46 818
<b>Total</b>	<b>16 750</b>	<b>25 974</b>	<b>17 318</b>	<b>33 880</b>	<b>10 309</b>	<b>104 231</b>
<b>Förfallostruktur 2022-12-31, Löpptid</b>						
Nominellt stat	2 720	23 629	12 611	8 452	5 921	53 333
Nominellt kredit	11 598	19 407	12 442	4 518	-	47 965
<b>Total</b>	<b>14 318</b>	<b>43 036</b>	<b>25 053</b>	<b>12 970</b>	<b>5 921</b>	<b>101 296</b>

Samtliga skulder har en löptid understigande ett år förutom ett antal valutaterminer, ränteterminer, credit default swappar, cross currency basis swappar och en total return swap, se not 11. Det sammanlagda marknadsvärdet på dessa kontrakt är dock begränsat och de har därför utelämnats i ovanstående tabell.

### Not 21. Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under nettningsavtal

2023-12-31	Belopp som inte nettas i balansräkningen					Summa i BR
	Brutto- belopp	Nettade belopp I BR	Netto- belopp I BR	Erhållna/ lämnade säkerheter	Netto- belopp efter kivtning	
<b>Tillgångar</b>						
Derivatinstrument	15 656	-	15 656	13 153	1 094	-
<b>Summa</b>	<b>15 656</b>	-	<b>15 656</b>	<b>13 153</b>	<b>1 094</b>	-
<b>Skulder</b>						
Derivatinstrument	1 425	-	1 425	-	16	-
<b>Summa</b>	<b>1 425</b>	-	<b>1 425</b>	-	<b>16</b>	-

2022-12-31	Belopp som inte nettas i balansräkningen					Summa i BR
	Brutto- belopp	Nettade belopp I BR	Netto- belopp I BR	Erhållna/ lämnade säkerheter	Netto- belopp efter kivtning	
<b>Tillgångar</b>						
Derivatinstrument	5 765	-	5 765	3 869	1 168	728
<b>Summa</b>	<b>5 765</b>	-	<b>5 765</b>	<b>3 869</b>	<b>1 168</b>	<b>728</b>
<b>Skulder</b>						
Derivatinstrument	5 413	-	5 413	3 869	1 296	248
<b>Summa</b>	<b>5 413</b>	-	<b>5 413</b>	<b>3 869</b>	<b>1 296</b>	<b>248</b>

1. Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kivtning

Tabellen visar finansiella tillgångar och skulder som presenteras netto i balansräkningen eller som har rättigheter förknippade med rättsligt bindande ramavtal om kivtning eller liknande avtal. Finansiella tillgångar och skulder netto redovisas 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 erlagga likvid netto eller realisera tillgången som erlagga likvid för skulden samtidigt. Finansiella tillgångar och skulder som lyder under rättsligt bindande ramavtal om kivtning 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 ąveckla positionerna samtidigt.



ÅRET 2023	DET HÄR ÅR AP4	STRATEGI & VERKSAMHET	ÅRSREDOVISNING → UNDERSKRIFTER	FONDSTYRNING	HÅLLBARHETSDATA
-----------	----------------	-----------------------	-----------------------------------	--------------	-----------------

## Styrelsens underskrifter

Stockholm den 22 februari 2024

**Johan Gyllenboff**  
Titulordnad ordförande

**Helén Eliasson**

**Monika Elling**

**Helena Kaiser de Carolis**  
Auktoriserad revisor,  
förordnad av regeringen

**Peter Nilsson**  
Auktoriserad revisor,  
förordnad av regeringen

**Anders Johansson**

**Henrik Rätznér**

**Per Strömberg**

**Ingrid Werner**

**Aleksandar Zuzica**

**Niklas Ekvall**  
Verkställande direktör



# Revisionsberättelse

## Rapport om årsredovisningen

### Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Fjärde AP-fonden för år 2023. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 52-75 i detta dokument. Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonden) och ger en allmänt tillförlitlig och rättvisande bild av Fjärde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2023 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 fastställs.

### 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 Revisions ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Fjärde AP-fonden enligt god revisionssed 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 1-51 samt 78-102. 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 offentliggörs över den svaga omvärlden och att utvärdera om denna information kan påverka vår bedömning. Vid denna övervakning beaktar vi även den kunskap vi övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen 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.

### Revisions ansvar

Vårt 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 uppträda på grund av oegentligheter eller misstag, vilkas följande exempel kan vara: eller oavsiktliga felaktigheter till följd av felaktiga bedömningar eller beslut som används felaktigt. ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skepplek inställning under hela revisionen.

Desutom: 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 väsentligt ågerande 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 uppgifter 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 revisions bevisen, 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 återspeglar de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.



ÅRET 2023

DET HÄR ÄR AP-4

STRATEGI & VERKSAMHET

ÅRSREDOVISNING  
→ REVISIÖNSBERÄTTELSE

FONDSTYRNING

HÅLLBARHETSDATA

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionsplanerade 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 2023.

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

Vi anser att de revisionsberättelser vi har inlämnat 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 pensionstifter.

Styrelsen ansvarar för Fjärde AP-fondens organisation och förvaltningen av Fjärde AP-fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att förordande 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 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 2023.

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

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

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 provar faktade beslut, beslutsunderlag, viktiga åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Stockholm den 22 februari 2024

**Helena Kaiser de Carolis**  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av Regeringen

**Peter Nilsson**  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av Regeringen



# **SJÄTTE AP-FONDEN**

---

## **ÅRSREDOVISNING 2023**

# INNEHÅLL

Detta är AP6	4	📄
Året i korthet	6	
Avkastning	6	
VD-ord	8	
AP6 Talks	10	
Strategi	12	📄
Vad är onoterat/private equity?	15	
Så investerar AP6	16	
- Fondinvestering	18	📄
- Co-investering	20	📄
- Beslutsstruktur	22	
- Ägandefas	25	📄
- Avyttring	28	
Avkastningsmål	30	
Riskhantering	31	📄
Portfölj	32	
En attraktiv arbetsplats	34	📄
Hållbarhetsarbete	36	📄
Fondstyringsrapport	42	📄
Styrelse	46	
Ledning	47	
Ersättningsnivåer mm	49	
Förvaltningsberättelse	50	📄
Resultaträkning	56	
Balansräkning	57	
Noter	58	
Revisionsberättelse	66	
Appendix Hållbarhet	68	📄
Definitioner och förklaringar	78	

## 📄 Hållbarhetsredovisning

Redovisningen av hållbarhetsarbetet är integrerad i årsredovisningen, markerad med H. Hållbarhetsrapporten är underskriven av styrelsen. Revisorer har avgett ett yttrande avseende hållbarhetsrapporten.



Produktion: Sjätte AP-fonden tillsammans med Silo Design  
Foto: Johan Olsson Tryck: Lenanders 2024



## 8

### KONSOLIDERINGENS ÅR

Trots ett utmanande år visar AP6 ytterligare ett år med positivt nettoresultat.



## 10

### AP6 TALKS UNDER 2023

Samtalsserie med fokus på angelägna ämnen som exempelvis omedveten partiskhet och institutionellt ägande.

# DETTA ÄR AP6

Sedan starten 1996 har AP6 bidragit med 60,3 miljarder kronor till det allmänna pensionskapitalet. AP6:s fondkapital har vuxit från 10,4 miljarder kronor till att vid årsskiftet 2023/24 uppgå till 70,7 miljarder kronor. AP6 har skapat ett positivt nettoresultat varje år under det senaste decenniet.

## INVESTERAR I ONOTERADE TILLGÅNGAR

AP6 är en del av det statliga pensionssystemet och brukar tillsammans med de övriga AP-fonderna benämnas buffertkapitalet. AP6 ska förvalta anförtrödda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden (onoterade tillgångar) enligt den lag som styr verksamheten, Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

Fondmedlen skall placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses. Det finns betydande skillnader mellan att investera i onoterade aktier/onoterade bolag, ofta benämnt private equity, jämfört med noterade aktier/bolag. Ett onoterat bolag är inte noterat på en handelsplats (börs) där bolagets aktier kan handlas publikt. Till skillnad från ett börsbolag är ett onoterat/privat bolag en illikvid placering.

Ett onoterat/privat bolag ägs av ett mindre antal ägare, eller en ägare, som driver och utvecklar bolaget. Investeringar i private equity genomförs till övervägande del i stora privatägda bolag. Om ägaren/ägarna vill sälja bolaget eller sina aktier måste avtal om försäljning tecknas direkt mellan olika parter, alternativt att bolaget börsnoteras.

## LÅNG PLACERINGS- HORISONT

Sedan 2012 bedriver AP6 en framgångsrik investeringsstrategi som har skapat en hög avkastning till AP-fondssystemet. Strategin som bygger på en internationell private equity-portfölj av indirekta inves-

70,7

miljarder kronor  
förvaltas av  
Sjätte AP-fonden

2,1

miljarder kronor  
- årets resultat

3,0

procent  
nettoavkastning  
för 2023

teringar i högkvalitativa fonder och co-investeringar, har byggts upp under många år och utvecklats i olika steg. Sedan 2019 är omställningen av portföljen genomförd och portföljens sammansättning reflekterar den långsiktiga strategin. Det tar således lång tid, ofta många år, att ställa in om strategi inom private equity som utgörs av privatägda, ej börsnoterade, bolag. AP6 har sedan starten 1996 skapat en avkastning om 60,3 miljarder kronor varav huvuddelen har skapats inom ramen för nuvarande strategi.

För att hantera den illikviditet som investeringar i privatägda bolag innebär har en private equity-fond en mycket lång placeringshorisont. De institutionella placerare som investerar i fonden åtar sig att under hela fondens livslängd skjuta till kapital under en i förväg definierad investeringsperiod och därefter invänta utdelningar, så kallade distributioner, i takt med att bolagen i fonden avyttras. Det är bakgrunden till att investeringen i en private equity-fond benämns fondutfästelse.

Det kan ta 10-15 år innan en fond är helt avyttrad och investerarna har fått full utdelning på det insatta kapitalet. Motsvarande tid för en co-investering, det vill säga att AP6 investerar tillsammans med en private equity-fond i ett av fondens bolag, är generellt 3-8 år. En co-investering är vanligtvis strukturerad på samma sätt som en investering i en fond, alltså som en indirekt investering. Det vill säga att det är huvudägaren (respektive fond) som har ansvaret för att driva, utveckla och när det blir dags, att avyttra bolaget.





## STÄNGD FOND

**Investeringar i onoterade tillgångar 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 i en fond kan bli mycket kostsam och kan riskera hela den återstående investeringen. Det är bakgrunden till att tillgångsslaget normalt passar bäst för stora och långsiktiga institutionella investerare.

Det är också bakgrunden till att AP6 är en så kallad stängd fond där lagstiftaren är införstådd med att det inte är möjligt att ta ut likviditet löpande på det sätt som sker från övriga AP-fonder.

Krav på omfattande valutasäkring medför en stor likviditetspåverkan i tider med volatila valutakurser då den stängda fondstrukturen i stället kan bli en belastning. Behovet av långsiktiga och stabila förutsättningar för uppdraget är en grundförutsättning för att investera inom onoterat.



*Investeringar i onoterade tillgångar innebär helt andra förutsättningar än kapitalförvaltning av noterade aktier.”*

## HÅLLBARHET

**AP6 arbetar långsiktigt och systematiskt** med ansvarsfulla investeringar och integrering av hållbarhet i verksamhetens alla delar. AP6 ska enligt Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

Integrering av hållbarhet bidrar till att identifiera risker såväl som möjligheter i investeringsverksamheten och är en förutsättning för att kunna generera en långsiktigt hög avkastning. Att ta hänsyn till hållbarhetsfaktorer är även viktigt för att upprätthålla allmänhetens förtroende för AP6 som statlig pensionsförvaltare.

Arbetet tar sin utgångspunkt i de internationella ramverk och överenskommelser som definierar hållbarhet och som kommer till uttryck i den svenska statliga värdegrunden avseende mänskliga rättigheter, demokrati och hållbar utveckling. Arbetet kännetecknas av tydliga processer för integrering av hållbarhet i investeringsfas och ägandefas, genom kravställning, utvärdering, uppföljning och dialog.



# ÅRET I KORTHET

AP6 ökade det förvaltade kapitalet till 70,7 miljarder kronor med ett positivt nettoresultat om 2,1 miljarder kronor. Den genomsnittliga femårsavkastningen uppgick till 15,3 % och överstiger målet om 11,4 % avkastning.

## ÅRETS RESULTAT

Trots ett andra utmanande år i följd visade portföljen ett positivt nettoresultat om 2,1 miljarder kronor vilket motsvarar 3,0 % avkastning. AP6:s mål överträffades med nära fyra procentenheter då femårsavkastningen uppgick till 15,3 % i genomsnitt jämfört med målavkastningen om 11,4 %. AP6 har levererat ett positivt nettoresultat varje enskilt år under de senaste tio åren och har skapat en avkastning till pensionssystemet om 60,3 miljarder kronor sedan start. För det enskilda året 2023 finns variationer inom portföljen där buyout-segmentet gav en avkast-

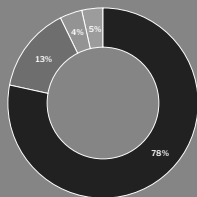


ning om 5,9 %. Avkastningen kom framför allt från co-investeringarna vilka avkastade 10,2 %. Venture hade som förväntat en svag avkastning om -13,9 % efter ett par mycket starka år 2020-2021. Private equity är ett långsiktigt tillgångsslag varför enskilda år bör tillmätas mindre betydelse. Det sysselsatta kapitalet för venture visar en genomsnittlig femårsavkastning om 21,6 %. Motsvarande femårssifra för buyout är 20,5 % (varav co-investeringar 22,2 %) och secondary 16,6 %. Den totala sysselsatta portföljen visar en genomsnittlig femårsavkastning om 20,4 %. Det sysselsatta kapitalet uppgick till 67,7 miljarder kronor, varav 25,7 miljarder utgör co-investeringar.

# AVKASTNING

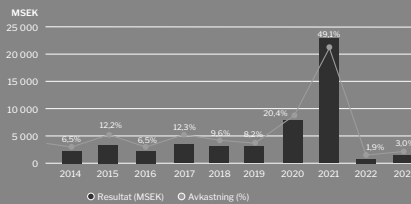
## Sjätte AP-fonden förvaltar 70,7 miljarder kronor

Genom fonder förvaltas totalt ett tusental bolag varav ett 70-tal är co-investeringar



○ Buyout ○ Venture/Growth  
○ Secondary ○ Likviditetsförvaltningen + övrigt

## Avkastning efter kostnader 2014-2023



## Avkastning under tio och fem år samt under 2023

År	2014-2023	2019-2023	2023
BUYOUT	17,1%	20,5%	5,9%
VENTURE/GROWTH	20,1%	21,6%	-13,9%
SECONDARY	15,9%	16,6%	1,4%
FONDEN TOTALT	12,3%	15,3%	3,0%
AVKASTNINGSMÅL / BENCHMARK	14,0%	11,4%	-1,9%

## INVESTERINGAR

Marknaden för private equity har kännetecknats av en **låg transaktionstakt** under hela 2023. Det har gjorts färre transaktioner än under ett normalt år. Ett faktum som har påverkat den onoterade marknaden genom färre distributioner, färre nyinvesteringar och därmed längre fondresningscykler. Omsättningen i co-investeringsportföljen har varit lägre än normalt. Valutasäkringskravet medförde en fortsatt kraftig belastning på AP6:s likviditet varför portföljen har en mycket lägre co-investeringsstakt än önskat.

Under året har portföljen aktivt konsoliderats mot färre fondrelationer, särskilt inom buyout där utfästelseaktien bibehållits snarare än att ha en större spridning av förvaltare.

Konsolideringen bedöms vara central för den fortsatta uppbyggnaden av portföljen med den kombinerade fond- och co-investeringsstrategin.

AP6 har varit aktiv på marknaden för secondary under året med två större väl utvalda transaktioner där prissättningen varit god. En avyttring av en större co-investering och en försäljning av ett noterat bolag har även de bidragit både till resultat och likviditet.



*AP6 har levererat ett positivt nettoresultat varje enskilt år under de senaste tio åren och har skapat en avkastning till pensionssystemet om 60,3 miljarder kronor sedan start.”*

## HÅLLBARHET

AP6 genomförde under året ett rundabordssamtal kring hur private equity-marknaden kan arbeta med det komplicerade hållbarhetsområdet mänskliga rättigheter. Rundabordssamtalet uppmärksammades av branschmedia som ett gott exempel på hur samarbete kan ske i svåra frågor.

## UTREDNING AP-FONDER

En utredare erhöll i slutet av oktober 2023 i uppdrag att se över AP-fondernas verksamhet för att modernisera och effektivisera förvaltningen samt säkerställa en ändamålsenlig kompetens för styrelserna. I uppdraget ingår även att analysera hur Sjätte AP-fonden på lämpligt sätt kan integreras i buffertfondsystemet.

AP6 har inga synpunkter på hur ägaren väljer att organisera pensionssystemet men räknar med att den framgångsrika strategi, kompetens och det strukturerade kapital som AP6 har byggt upp inom private equity kommer att beaktas. Efter årsskiftet har utredarens uppdrag vidgats till att även beröra Första, Tredje och Fjärde AP-fonden.

**3,0 %**

Årets nettoavkastning efter kostnader

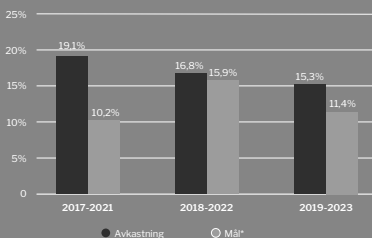
**15,3 %**

Den genomsnittliga avkastningen netto under de senaste fem åren

**2,8 %**

Avkastningen för investeringsportföljen under 2023 exklusive valutasäkringar

### Avkastning efter kostnader rullande fem år, jämfört med avkastningsmål



\* Mål baserat på data från Burgiss (se förvaltningsberättelse för utförlig beskrivning). Verksamhetens utveckling utvärderas över rullande femårsperioder

### Resultatet fördelat per segment 2019-2023

MSEK	2019	2020	2021	2022*	2023*	Genomsnittlig avkastning %
BUYOUT (MOGNA BOLAG)	1 664	6 974	16 600	7 029	3 242	20,5
VENTURE/GROWTH	670	748	4 293	303	-1 422	21,6
SECONDARY	191	-139	1 018	504	34	16,6
Likviditetsförvaltning, riskhantering samt interna kostnader*	333	66	264	-6 526	223	
<b>RESULTAT</b>	<b>2 858</b>	<b>7 649</b>	<b>22 175</b>	<b>1 310</b>	<b>2 077</b>	<b>15,3</b>

\*Från och med 2022 redovisas resultat för respektive segment exklusive valutasäkringar de framgår totalt i Likviditetsförvaltning, riskhantering samt interna kostnader



# RESULTATRÄKNING

MSEK	Not	2023	2022
<b>Investeringsverksamheten</b>			
Nettoresultat noterade aktier och andelar		360	-617
Nettoresultat onoterade aktier och andelar	2	1 706	1 835
Aktieutdelning		61	151
Övriga finansiella intäkter och kostnader	3	54	45
Förvaltningskostnader	4,6	-43	-38
Gemensamma kostnader	5,6	-61	-66
<b>Årets resultat</b>		<b>2 077</b>	<b>1 310</b>

# BALANSRÄKNING

MSEK	Not	2023-12-31	2022-12-31
<b>TILLGÅNGAR</b>			
<b>Placeringstillgångar</b>			
Aktier och andelar i noterade bolag och fonder	7,8	53	4 449
Aktier och andelar i onoterade bolag och fonder	7,9	67 339	66 007
Övriga räntebärande värdepapper	7,10	341	322
<b>Summa placeringstillgångar</b>		<b>67 733</b>	<b>70 778</b>
<b>Fordringar och andra tillgångar</b>			
Derivat för valutasäkring		2 757	400
Övriga kortfristiga fordringar	11	5	23
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	39	44
Likvida medel	7	1 213	824
<b>Summa fordringar och andra tillgångar</b>		<b>4 014</b>	<b>1 291</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>71 747</b>	<b>72 069</b>
<b>FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>			
<b>Fondkapital</b>			
Grundkapital		10 366	10 366
Balanserat resultat		58 276	56 966
Årets resultat		2 077	1 310
<b>Summa fondkapital</b>		<b>70 719</b>	<b>68 642</b>
<b>Kortfristiga skulder</b>			
Derivat för valutasäkring		601	2 891
Upplupna kostnader	14	293	295
Övriga kortfristiga skulder	15	134	241
<b>Summa kortfristiga skulder</b>		<b>1 028</b>	<b>3 427</b>
<b>SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>		<b>71 747</b>	<b>72 069</b>

# NOTER

Alla siffror anges i miljoner kronor om inget annat anges.

## Not 1 Redovisningsprinciper

Sjätte AP-fonden (AP6) följer det regelverk som finns i Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Denna lag trädde i kraft 1 januari 2001. Årsredovisningen har upprättats enligt god redovisnings-sed. Till följd av den lag som styr AP6, ska samtliga placeringar värderas till verkligt värde i AP6:s redovisning. Det har inte skett några förändringar i AP6:s redovisningsprinciper under 2023.

### Redovisning enligt IFRS

IFRS är ett regelverk som är internationellt accepterat och AP6 utvärderar därför löpande de förändringar som sker på detta område. AP6 uppfyller kraven för att definieras som ett investmentföretag enligt IFRS 10. För varje enskild standard avgör AP6 vad som är tillämpligt och därefter bedöms vilka uppgifter som ska presenteras för att en extern läsare ska få en rättvisande bild samtidigt som årsredovisningen ska hållas överskådlig. Bedömningen är att årets resultat överensstämmer med IFRS. I likhet med övriga AP-fonder upprättas ingen kassaflödesanalys i årsredovisningen vilket är ett undantag från IFRS.

### Redovisning och värdering av onoterade värdepapper

AP6:s investeringar skall enligt lag värderas till verkligt värde. Värderingarna, såväl interna som externa, utförs i enlighet med god sed för onoterade tillgångar där IPEV:s (International Private Equity and Venture Capital Valuation Board, [www.privateequityvaluation.com](http://www.privateequityvaluation.com)) riktlinjer och rekommendationer är vägledande. Att externt förvaltningsbolag, såsom fond- och co-investeringar, principiellt skall redovisas till verkligt värde säkerställs genom att europeiska och amerikanska fonder upprättar sina värderingar i enlighet med IPEV eller motsvarande, samt sina årsredovisningar i enlighet med redovisningsprinciperna för IFRS 13 eller US GAAP:s standard vid namn ASC 820. I ett fåtal fall fastställer AP6 värderingar genom egna bedömningar, vilket görs i anslutning till årsskiftet. Tyngdpunkten läggs på de bolag som har materiella värden i relation till den totala portföljen. Värdering av onoterade innehav innehåller ett stort mått av bedömning varmed förändringar av gjorda antaganden kan påverka resultatet väsentligt. Vid egna värderingar försöker AP6 avgöra vilken kombination av värderingsmetoder som är bäst lämpad i syfte att visa investeringens verkliga värde och därmed ett rättvisande resultat.

Sett ur ett tidsperspektiv baseras årsredovisningen på senast tillgänglig och tillförlitlig information. Då AP6 enligt lag måste avlämna årsredovisningen i februari så finns det vid den tidpunkten inga värderingar att tillgå för fond- och co-investeringar per årsskiftet. Någon egen bedömning av värdet på dessa innehav är inte möjlig vilket gör att bokslutet baseras på rapportering från de externa förvaltarna per tredje kvartalet. I samtliga fall justeras därefter för de kassaflöden som inträffat fram till årsskiftet. För de bolag som AP6 fastställer värderingen på används däremot följande värderingsmetoder:

### Pris enligt senaste investeringsrundan

AP6 har investeringar där det föreligger tredjeparts transaktioner. Om sådana transaktioner skett under räkenskapsåret så utgör detta en viktig del vid värderingen. Beaktas görs även de emissioner där endast befintlig ägarkrets deltar (så kallade internrundor). I de fall där internrundor indikerar en nedvärdering görs en mer detaljerad analys och om det är så att bolaget försökt få in extern part men misslyckats så kan detta indikera att intresset för bolaget är mycket litet. I dessa fall övervägs en nedvärdering av innehavet. I samtliga fall beaktas händelser som inträffat mellan tidpunkten för transaktionen och rapporteringstillfället.

### Diskonterat kassaflöde

Denna metod utgår från att värdera bolaget baserat på ett diskonterat framtida löpande kassaflöde. Avdrag görs därefter av aktuell räntebärande nettoskuld. De framtida flödena nuvärdesberäknas baserat på en riskjusterad ränta. Det avkastningskrav som används i modellen och därmed på investeringen skall motsvara genomsnittligt förväntad avkastning på marknaden för en portfölj med motsvarande risknivå och tidshorisont. I de fall som investeringen vid värderingstillfället ännu inte påvisar ett positivt kassaflöde och det inte finns en gjord alternativ värdering med ett mer rättvisande värde, görs en mer försiktig bedömning av bolagets värde. Investeringens marknadsvärde motsvarar då oftast dess anskaffningsvärde eller lägre.

### Substansvärdemetoden

Denna metod lämpar sig väl för fastighets- eller finansbolag där värdena främst utgörs av nettotillgångar. Därefter beaktas även jämförbara noterade bolags värdering vad gäller premie alternativt rabatt på substansvärdet.

### Multipelvärdering

Denna värderingsmetod är vanligast förekommande och baseras ofta på multiplar såsom EV/EBITDA och EV/Sales. Multipelvärdering är traditionellt sett enklare att genomföra på mognare bolag då det oftast finns fler noterade referensobjekt (peer groups) att tillgå. För enstaka mindre bolag kan det vara svårt att finna lämpliga referensobjekt för en multipelvärdering. Detta föranleder ofta en mer försiktig värdering som istället baseras på ett diskonterat kassaflöde alternativt priset enligt senaste investeringsrundan.

### Övriga redovisningsprinciper

Omvärderingar av onoterade innehav redovisas under rubriken "Nettoreultat onoterade aktier och andelar" i resultaträkningen och specificeras även i not 2.

Köp och försäljning av finansiella instrument redovisas på affärsdagen.

Konvertibla lån ingår i posten "Aktier och andelar" i onoterade bolag och fonder" och redovisas till upplupet anskaffningsvärde.

Med anskaffningsvärde på fond avses alla utbetalningar som gjorts, exklusive externa förvaltningskostnader. Externa förvaltningskostnader kostnadsförs och redovisas som en del av årets realiserade värdet förändring inom not 2. Det totala beloppet anges också i löptext i not 4. Som extern förvaltningsavgift redovisas också kostnaden för de externa kreditfaciliteter som AP6 enligt

lag har rätt att uppta för att tillgodose tillfälligt penningbehov.

Värdeförändringar på noterade värdepapper, såväl realiserade som orealiserade, redovisas över resultaträkningen och ingår i årets resultat. Det realiserade resultatet består av skillnaden mellan försäljningsintäkt och bokfört värde vid avyttringstidpunkten. AP6 hanterar enstaka investeringar genom renodlade så kallade holdingbolag. När holdingbolagets innehav säljs omvärderas enheten till transaktionsvärdet. När utdelning och därmed likviden når AP6 återläggs det realiserade resultatet. Utdelning kan oftast verkställas först efter en viss tid då innehavet i holdingbolaget sålts. Detta innebär att AP6 kan komma att kommunicera en investering som såld fastän utdelningen ej erhållits.

#### Redovisning och värdering av noterade värdepapper

De tillgångar i vilka fondmedel placeras upptas i årsredovisningen till verkligt värde. De noterade tillgångsslagen utgörs av aktier, derivatinstrument och fondandelar.

Det verkliga värdet baseras på noterade priser vid marknadens stängning på årets sista handelsdag. Transaktioner som avser avista, options-, termins- och swapavtal redovisas vid den tidpunkt då de väsentliga riskerna och rättigheterna övergår mellan parterna, det vill säga på affärsdagen. Denna princip omfattar transaktioner på penning- och obligationsmarknaden samt aktiemarknaden.

Anskaffningsvärdet på aktier och övriga värdepapper inkluderar courtage och andra direkta kostnader i samband med köpet. Vid beräkning av realisationsvinster och -förluster har genomsnittsmetoden använts. Värdering sker i första hand till senaste betalkurs under årets sista handelsdag. Om det vid särskilda förhållanden på viss marknad bedöms att slutkursen (betalkurs) inte är representativ kan kurs vid annan tidpunkt ligga till grund för beräkning av det verkliga värdet.

Positioner i derivatinstrument värderas till verkligt värde och redovisas under separat balanspost.

Värdeförändringar, såväl realiserade som orealiserade, redovisas över resultaträkningen och ingår i årets resultat. Med realisationsresultat menas skillnaden mellan försäljningsintäkt och anskaffningskostnad. Realisationsresultat avser resultat som uppkommit vid försäljning av placeringstillgångar.

#### Redovisning och värdering av räntebärande värdepapper

Omfattningen av placeringar i räntebärande värdepapper varierar i takt med förändringen i fondens likviditetsreserv där storleken beror på köp och försäljning av innehav. Vid köp av räntebärande värdepapper redovisas tillgången i balansräkningen under posten övriga räntebärande värdepapper. Finns det vid anskaffningstillfället en upplupen ränta så redovisas denna som en upplupen intäkt. För samtliga räntebärande värdepapper som AP6 investerar i, bortsett från rena kontoplaceringar typ deposits, finns noterade kurser att tillgå. Samtliga tillgångar ska marknadsvärderas och värdeförändringarna redovisas i resultaträkningen tillsammans med upplupna räntor i not 3. "Övriga finansiella intäkter och kostnader".

#### Förvaltningskostnader

AP6:s förvaltningskostnader delas upp på externa respektive interna förvaltningskostnader samt gemensamma kostnader. Externa förvaltningskostnader som avser förvaltningsavgifter för noterade och onoterade innehav, samt kostnaden för externa kreditfaciliteter redovisas som en löpande kostnad över resultaträkningen då de inkluderas i det orealiserade resultatet. Inga förvaltningsavgifter eller förvärvskostnader aktiveras på investeringarna

Interna förvaltningskostnader, som främst avser kostnader för AP6:s egen personal som arbetar inom investeringsverksamheten,

kostnadsförs löpande tillsammans med gemensamma kostnader som främst avser personalkostnader för vd och gemensamma specialfunktioner samt kostnader för lokaler, IT och allmänna kontorsomkostnader.

Interna och externa förvaltningskostnader särredovisas i not 4 och 5.

Prestationsbaserade ersättningar ingår ej i externa förvaltningskostnader utan reducerar realisationsresultatet för den tillgång som förvaltats. Några sådana har inte utgått under 2023.

#### Övriga redovisningsprinciper

Koncernredovisning har ej upprättats då aktier och andelar i dotterbolag ska värderas till verkligt värde.

AP6 är en myndighet och således ingen juridisk person och därmed inte heller ett moderföretag.

Fordringar upptas till det belopp som de beräknas inflyta till. Skulder värderas till upplupet anskaffningsvärde. Inventarieanskaffningar kostnadsförs löpande.

Realiserat respektive orealiserat resultat redovisas netto i resultaträkningen. Bruttovärden anges i not.

AP6 är befriad från inkomstskatt och verksamheten är inte momspliktig. Däremot förvärvsbeskattas AP6 avseende utländska varor och tjänster. Ingående moms får inte lyftas utan utgör en kostnad i verksamheten.

Fondkapitalet består av grundkapital och balanserade vinstmedel. Grundkapitalet består av en överföring från de tidigare 1:a-3:e Fondstyrelserna samt 366 Mkr som återstod från avvecklingsstyrelsen för Fond 92-94. På AP6 åligger inga krav på inbetalningar till eller utbetalningar från pensionssystemet.

#### Närstående

Definieras som de företag eller fonder som AP6 äger minst 20% av och/eller i vilka man har ett betydande inflytande. Närstående anses också de nyckelpersoner som har en ledande ställning. Ägarandelar avseende företag och fonder redovisas under not 9. Ersättning till ledande befattningshavare redovisas under not 6. Ersättningarna har utvärderats av extern konsult och slutsatsen är att ersättningarna anses som rimliga och i enlighet med regeringens riktlinjer. Samtliga transaktioner mellan företag och fonder är genomförda på marknadsmässiga grunder som ett led inom investeringsverksamheten.

#### Utfästelser till investeringar

Vid en investering i en private equity-fond görs en avtalsmässig utfästelse att investera ett visst kapital. Kapitalet investeras efter hand och utbetalningen görs i takt med investeringarna. När utbetalning görs och fonden fått ett anskaffningsvärde redovisas innehavet i not 9. Skillnaden mellan utfäst kapital och utbetalat kapital, med tillägg av eventuellt återinvesteringsbart belopp, återfinns som ett åtagande och presenteras i not 16.

**Not 2 Nettoresultat onoterade aktier och andelar**

	2023	2022
<b>Realiserat</b>		
Intäkter vid avyttring	8 652	10 980
Investerat kapital	-4 798	-4 493
Återföring värdeförändring avyttrade innehav	-3 450	-6 206
	<b>404</b>	<b>281</b>
<b>Orealiserat</b>		
Årets värdeförändring	2 702	3 775
Valutakursdifferens	-1 400	-2 221
	<b>1 302</b>	<b>1 554</b>
<b>Totalt</b>	<b>1 706</b>	<b>1 835</b>

**Not 3 Övriga finansiella intäkter och kostnader**

	2023	2022
Ränteintäkter	52	29
Räntekostnader	0	-1
Valutakursdifferens	2	17
	<b>54</b>	<b>45</b>

**Not 4 Förvaltningskostnader**

	2023	2022
<b>Interna förvaltningskostnader</b>		
Personalkostnader	40	34
Övriga externa tjänster	0	1
Resekostnader m.m.	1	1
Debiterad moms	1	1
Övriga kostnader	1	1
<b>Totalt</b>	<b>43</b>	<b>38</b>

Inga prestationsbaserade kostnader har utgått under 2023 (-).

Externa förvaltnings- och förvärvskostnader hänförliga till innehav i onoterade fonder och co-investeringar uppgår till 916 Mkr (851) respektive 3 Mkr (30). I posten redovisas också kostnader för externa kreditfaciliteter vilka under året uppgått till 14 Mkr (4). Vid utgången av året har samtliga förvaltningskostnader kostnadsförts och belastat resultaträkningen. Dessa redovisas inom årets värdeförändring på orealiserade innehav i not 2.

**Not 5 Gemensamma kostnader**

	2023	2022
Personalkostnader	38	42
Lokalkostnader	7	6
IT-kostnader	7	6
Externa tjänster	2	2
Förvaltningskostnader	1	2
Resekostnader m.m.	0	1
Debiterad moms	3	3
Övriga kostnader	3	4
<b>Totalt</b>	<b>61</b>	<b>66</b>

I gemensamma personalkostnader ingår kostnader för vd och affärssupportorganisationen.

**I förvaltningskostnader ingår ersättningar till revisionsföretag med:**

	2023	2022
<b>Revisionsuppdrag</b>		
Lagstadgad revision (PwC)	0,7	0,7
Övrig revision (PwC)	-	-
<b>Totalt</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>

**Not 6 Personal****Regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare**

Under 2009 gav regeringen ut nya riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Riktlinjerna omfattar bland annat borttagande av rörliga ersättningar, begränsningar i pensionsförmåner samt reglering av pensionsålder. Riktlinjerna omfattar även övriga anställda med undantaget att det är möjligt att utge rörlig ersättning till anställda förutom ledande befattningshavare, detta tillämpas dock inte av AP6 som inte har några rörliga ersättningar. Som ledande befattningshavare definieras befattningshavare som ingår i AP6:s ledningsgrupp. Styrelsens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare och övriga anställda på AP6 finns publicerad på [www.ap6.se](http://www.ap6.se).

**Tillämpade regler för ersättningar och förmåner under 2023**

Styrelsen beslutar om den totala årliga lönejusteringen samt eventuell rörlig ersättning. Löpande görs avstämningar med marknaden avseende ersättningsnivåer. Styrelsens bedömning är att ersättningar och förmåner till AP6:s ledande befattningshavare och övriga anställda är rimliga, måttfulla och konkurrenskraftiga.

Samtliga anställda omfattas av kollektivavtal mellan Bankinstitutens Arbetsgivareorganisation (BAO) och Jusek/Civilekonomernas Riksförbund/Sveriges Ingenjörer för akademiker (SACO).

**Löner och förmåner**

Lön, arvoden och förmåner till styrelse, vd, övriga ledande befattningshavare samt övriga anställda framgår av tabellen på sidan 61. Ersättning till ledande befattningshavare särredovisas under egen rubrik.

*Pensioner*

Både vd och övriga ledande befattningshavare har rätt till pension vid 65 års ålder. VD erhåller en individuell pensionsförsäkring, till en kostnad motsvarande 30 % av den fasta kontanta månadslönen. För övriga ledande befattningshavare är pensionsupplägget premiebestämt, till en kostnad motsvarande 30 % av den fasta månadslönen. AP6 har inte något åtagande om framtida pension och pensionsvillkor.

*Avgångsvederlag*

Anställningsvillkor förhandlas individuellt. Vid uppsägning från AP6:s sida tillämpas en uppsägningstid på högst sex månader med oförändrad lön och övriga förmåner. Enligt styrelsens riktlinjer kan befattningshavaren få avgångsvederlag motsvarande högst 18 månadslöner, men AP6:s policy är avgångsvederlag motsvarande högst sex månadslöner. Undantag från denna policy kan bestå av äldre ingångna avtal. Avgångsvederlaget utbetalas månadsvis och utgörs av den fasta månadslönen utan tillägg för förmåner.

Reducering sker för annan ersättning som erhålls under den tid som avgångsvederlaget utbetalas.

*Incitamentsprogram*

AP6 har i övrigt inte något incitamentsprogram, vare sig för ledande befattningshavare eller för övriga anställda.

*Beslut om arvoden och ersättningar*

Styrelsearvoden fastställs av regeringen. Ersättningen uppgår per år till 200 000 kr för ordföranden, 150 000 kr till vice ordföranden och 100 000 kr till övriga ledamöter. Därtill utgår särskild ersättning för kommittéarbete i enlighet med regeringsbeslut om totalt 100 000 kr.

Utöver styrelsearvoden samt särskild ersättning för kommittéarbete har ingen ersättning betalats till AP6:s styrelse.

Styrelsen fastställer årligen verkställande direktörens lön och personalens generella löneutveckling samt eventuellt incitamentsprogram. Något sådant program finns dock inte hos AP6.

*Ersättning till styrelse*

Under 2023 utbetalades ersättning till styrelseledamöter. Ersättningen särredovisas enligt följande; Catrina Ingelstam 216 250 kr, Karin Reuterskiöld 110 000 kr, Åsa Knutsson 125 000 kr, Alexander Ljungqvist 132 500 kr, Bengt Hellström 102 830 kr och Urban Lindskog 63 420 kr.

*Ersättning till ledande befattningshavare*

Löner och ersättningar, pensionskostnad samt övriga förmåner ska enligt regeringens riktlinjer särredovisas också för andra ledande befattningshavare än vd.

Som ledande befattningshavare särredovisas vd och övriga medlemmar av ledningsgruppen vid utgången av 2023; Katarina Staaf, Cecilia Gross Friberger, Jonas Lidholm, Karl Falk, Henrik Dahl och Anna Follér.

Totalt utbetalda löner och ersättningar särredovisas i nämnda ordning enligt följande: 3,7 Mkr, 2,3 Mkr, 2,1 Mkr, 2,4 Mkr, 2,0 Mkr och 1,6 Mkr.

Pensioner exklusive löneskatt särredovisas enligt följande: 1,1 Mkr, 0,7 Mkr, 0,6 Mkr, 0,7 Mkr, 0,6 Mkr och 0,5 Mkr.

Utöver lön, andra ersättningar och pension har förmåner erhållits enligt följande: 17 Tkr, 25 Tkr, 17 Tkr, 17 Tkr, 17 Tkr, och 18 Tkr.

		2023	2022
Medelantal anställda	Kvinnor	16	16
	Män	16	18
		<b>32</b>	<b>34</b>
Antal anställda*	Kvinnor	16	16
	Män	16	18
		<b>32</b>	<b>34</b>
Styrelse	Kvinnor	3	3
	Män	2	2
		<b>5</b>	<b>5</b>
Ledningsgrupp	Kvinnor	4	4
	Män	3	3
		<b>7</b>	<b>7</b>

\*Kategorierna heltid/deltid redovisas inte på grund av undantagsregeln i lagstiftningen som säger att uppgiften inte ska lämnas om uppgiften kan hänföras till särskild individ.

		2023	2022
<b>Lön och arvoden</b>			
Styrelseordförande		0,2	0,2
Styrelsen exkl. ordförande		0,5	0,5
Verkställande direktör		3,7	3,6
Ledningsgruppen			
exkl. verkställande direktör		10,5	9,8
Övriga anställda		29,2	30,1
<b>Totalt</b>		<b>44,1</b>	<b>44,2</b>
<b>Övriga förmåner</b>			
Verkställande direktör		0,0	0,0
Ledningsgruppen			
exkl. verkställande direktör		0,1	0,1
Övriga anställda		0,6	0,5
<b>Totalt</b>		<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
<b>Pensionskostnader</b>			
Styrelseordförande		-	-
Styrelsen exkl. ordförande		-	-
Verkställande direktör		1,1	1,0
Ledningsgruppen			
exkl. verkställande direktör		3,2	3,4
Övriga anställda		9,4	8,2
		<b>13,7</b>	<b>12,6</b>
<b>Sociala kostnader inkl löneskatt</b>			
<b>exklusive pensionskostnader</b>			
		<b>17,1</b>	<b>16,7</b>
<b>Personalkostnader - Totalt</b>			
		<b>75,6</b>	<b>74,1</b>

**Not 7 Finansiella tillgångar och skulder per kategori**

2023	Värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Derivat till verkligt värde via resultaträkningen	Låne- och övriga fordringar/skulder	Summa redovisat värde	Verkligt värde
Finansiella tillgångar till verkligt värde	67 392	2 757	341	70 490	70 490
Övriga omsättningstillgångar	–	–	44	44	44
Kortfristiga placeringar	–	–	–	–	–
Kassa och bank	1 213	–	–	1 213	1 213
<b>Summa finansiella tillgångar</b>	<b>68 605</b>	<b>2 757</b>	<b>385</b>	<b>71 747</b>	<b>71 747</b>
Leverantörsskulder	–	–	7	7	7
Övriga skulder	–	601	420	1 021	1 021
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>–</b>	<b>601</b>	<b>427</b>	<b>1 028</b>	<b>1 028</b>

2022	Värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Derivat till verkligt värde via resultaträkningen	Låne- och övriga fordringar/skulder	Summa redovisat värde	Verkligt värde
Finansiella tillgångar till verkligt värde	70 456	400	322	71 178	71 178
Övriga omsättningstillgångar	–	–	67	67	67
Kortfristiga placeringar	–	–	–	–	–
Kassa och bank	824	–	–	824	824
<b>Summa finansiella tillgångar</b>	<b>71 280</b>	<b>400</b>	<b>389</b>	<b>72 069</b>	<b>72 069</b>
Leverantörsskulder	–	–	2	2	2
Övriga skulder	–	2 891	534	3 425	3 425
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>–</b>	<b>2 891</b>	<b>536</b>	<b>3 427</b>	<b>3 427</b>

**Not 8 Aktier och andelar i noterade bolag och fonder**

Innehav	Marknadsvärde, MSEK
Tillgångsslag och förvaltare inom likviditetsförvaltningen	
<b>Aktieindexfonder</b>	
SEB	0
<b>Blandfond</b>	
Amundi	53
<b>Totalt</b>	<b>53</b>

Erlagt courtage uppgår under 2023 till cirka 0 Mkr (0).

**Not 9 Aktier och andelar i onoterade bolag och fonder**

	2023-12-31	2022-12-31
Fonder	41 923	42 058
Co-investeringar	25 416	23 949
<b>Totalt marknadsvärde onoterade aktier och andelar</b>	<b>67 339</b>	<b>66 007</b>

**Tio största innehaven i onoterade aktier och andelar, inom respektive kategori**

Fonder	Kapitalandel %*
AlpInvest Co-Investment Fund (Lux Feeder) VII, SCSp	23,6
BE VI "D", L.P.	22,2
EQT IX (No.1) EUR SCSp	1,0
EQT VIII (No.1) SCSp	1,8
Nordic Capital IX Alpha, L.P.	4,8
Nordic Capital X Alpha, L.P.	3,4
Northzone VIII L.P.	7,1
Permira VI L.P.	1,4
Permira VII L.P.2 SCSp	0,9
Seventh Cinven Fund (No.1) L.P.	1,0

AP6 har cirka 140 aktiva fondinvesteringar. De tio största presenteras ovan och utgör ca 20 % av det totala marknadsvärdet.

Co-investeringar	Kapitalandel %*
EQT All-Star Co-Investment (C) SCSp	17,7
EQT Future Co-Investment (C) SCSp	15,4
IVC New TopHolding S.A.	1,6
Kite Co-Investment Limited Partnership	32,3
NC Aida Co-Invest Alpha, L.P.	9,8
NC Ocala Co-Invest Alpha, L.P.	5,2
NC Vinland Co-invest Beta, L.P.	16,4
Red Garden Invest (E) AB	18,1
VEPP Co-Invest 1-A, L.P.	14,0
Zeus Co-Investment L.P.	19,5

AP6 har ett sjuttiofem aktiva co-investeringar. De tio största presenteras ovan och utgör ca 15 % av det totala marknadsvärdet.

<b>Totalt anskaffningsvärde</b>	<b>43 771</b>
<b>Värdeförändring</b>	<b>23 568</b>
<b>TOTALT MARKNADSVÄRDE</b>	<b>67 339</b>

\*Avser kapitalandel i investeringsenheten.

En fullständig förteckning över samtliga onoterade aktier och andelar återfinns på [www.ap6.se](http://www.ap6.se) under Dokument/Årsredovisning.



**Not 10 Övriga räntebärande värdepapper**

	2023	2022
Lån till onoterade bolag	341	322
<b>Totalt</b>	<b>341</b>	<b>322</b>

**Not 11 Övriga kortfristiga fordringar**

	2023	2022
Affärer som ej gått i likvid på balansdagen	-	18
Övrigt	5	5
<b>Totalt</b>	<b>5</b>	<b>23</b>

**Not 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

	2023	2022
Förutbetalda management fee	33	40
Övriga förutbetalda kostnader och intäkter	6	4
<b>Totalt</b>	<b>39</b>	<b>44</b>

**Not 13 Skulder till kreditinstitut**

	2023	2022
Bekräftad kreditlimit	4 500	3 000
Obekräftad kreditlimit	0	1 500
Outnyttjad del	-4 500	-4 500
<b>Utnyttjat kreditbelopp</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Utnyttjat kreditbelopp ses som en kortfristig och tillfällig finansiering med en uppskattad förfallotidpunkt inom ett år. Av ovanstående kreditlimiter ingår 1,0 Mdr kr inom befintlig koncernkontostruktur.

**Not 14 Upplupna kostnader**

	2023	2022
Upplupen management fee	287	288
Övrigt	6	7
<b>Totalt</b>	<b>293</b>	<b>295</b>

**Not 15 Övriga kortfristiga skulder**

	2023	2022
Affärer som ej gått i likvid på balansdagen	123	236
Leverantörsskulder	7	2
Övrigt	4	3
<b>Totalt</b>	<b>134</b>	<b>241</b>

**Not 16 Ansvarsförbindelser och utfästelser**

	2023	2022
Ansvarsförbindelser	–	–
Åtagande - utfäst, ännu ej utbetalat kapital	24 690	29 274
<b>Totalt</b>	<b>24 690</b>	<b>29 274</b>

**Not 17 Väsentliga händelser efter räkenskapsårets utgång**

Inga väsentliga händelser, utöver ordinarie verksamheten, har inträffat efter räkenskapsårets utgång.

**Årsredovisningen för 2023 har fastställts av styrelsen**

Göteborg den 22 februari 2024

Catrina Ingelstam  
Styrelseordförande

Bengt Hellström  
Vice styrelseordförande

Åsa Knutsson  
Ledamot

Alexander Ljungqvist  
Ledamot

Karin Reuterskiöld  
Ledamot

Katarina Staaf  
Verkställande direktör

**Vår revisionsberättelse har lämnats den 23 februari 2024**

Daniel Algotsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

# REVISIONSBERÄTTELSE

För Sjtäte AP-fonden, org. nr 855104-0721

## RAPPORT OM ÅRSREDOVISNINGEN

### Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Sjtäte AP-fonden för år 2023. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 50-65 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:193) om Sjtäte AP-fonden och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Sjtäte AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2023 och av dess finansiella resultat för året enligt Lagen om Sjtäte AP-fonden.

Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

### Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionsd i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjtäte AP-fonden enligt god revisionsd 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.

## VÅR REVISIONSANSATS

### Revisionens inriktning och omfattning

Vi utformade vår revision genom att fastställa väsentlighetsnivå och bedöma risken för väsentliga felaktigheter i de finansiella rapporterna. Vi beaktade särskilt de områden där den verkställande direktören och styrelsen gjort subjektiva bedömningar, till exempel viktiga redovisningsmässiga uppskattningar som har gjorts med utgångspunkt från antaganden och prognoser om framtida händelser, vilka till sin natur är osäkra. Liksom vid alla revisioner har vi också beaktat risken för att styrelsen och den verkställande direktören åsidosätter den interna kontrollen, och bland annat övervägt om det finns belegg för systematiska avvikelser som givit upphov till risk för väsentliga felaktigheter till följd av oegentligheter.

Vi anpassade vår revision för att utföra en ändamålsenlig granskning i syfte att kunna uttala oss om de finansiella rapporterna som helhet, med hänsyn tagen till fondens struktur, redovisningsprocesser och kontroller samt den bransch i vilken fonden verkar. Sjtäte AP-fonden investerar direkt och indirekt i onoterade innehav för att erhålla avkastning i första hand genom värdeökning. I vår revision har vi fokuserat på de onoterade innehaven och på de frågeställningar som finns för att säkerställa en korrekt redovisning av innehaven både i samband med förvärv och avyttringar samt under innehavstiden.

## ANNAN INFORMATION ÄN ÅRSREDOVISNINGEN

Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och återfinns på sidorna 1-49. 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 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 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 Lagen om Sjtäte AP-fonden. 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 på 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 revisionsd 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 årsredovis-

ningen. Som del av en revision enligt ISA använder vi professionell 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 på 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, förfälskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättrande 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 den verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.

– drar vi en slutsats om lämpligheten i att styrelsen 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 ett bolag 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 Sjötte AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Sjötte AP-fonden för 2023.

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 Sjötte AP-fonden enligt god revisionssed 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 räkenskaphandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt Lagen om Sjötte AP-fonden.

Styrelsen ansvarar för Sjötte AP-fondens organisation och förvaltningen av Sjötte AP-fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att förtjäpa bedöma Sjötte AP-fondens ekonomiska situation och att tillse att Sjötte AP-fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Sjötte 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 Sjötte 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 Sjötte AP-fonden för räkenskapsåret 2023.

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 ersättningskyldighet mot fonden, eller att ett förslag till dispositioner av fondens vinst eller förlust inte är förenligt med aktiebolagslagen.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionell omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen 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 fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om ansvarsfrihet.

Stockholm den 23 februari 2024

Daniel Algotsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen



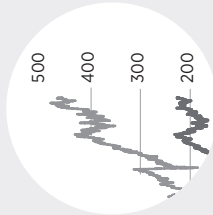
# Års- och hållbarhetsredovisning 2023

Skr. 2023/24:130  
Bilaga 8



# Innehåll

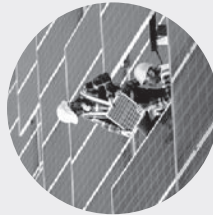
VERKSAMHETEN	ANSVARFULLT ÄGANDE	ORGANISATION	HÅLLBARHETSINFORMATION	ÅRSREDOVISNINGAR
4 Vd-ord	14 AP7:s roll för hållbar utveckling	34 Medarbetare	41 Hållbarhetsinformation	51 Årsredovisning för Sjunde AP-fonden
6 Detta är AP7	17 AP7:s klimatarbete	36 Styrelsens arbete och fondens styrning	45 GRI-index	61 Årsredovisning för AP7 Aktiefond
9 AP7:s kapitalförvaltning	24 AP7 driver på för en hållbar utveckling	38 Styrelse	48 TCFD- och TNFD-index	73 Årsredovisning för AP7 Råtefond
	29 AP7:s temarbeten	40 Ledning		81 Definitioner och förklaringar
	33 På spararnas villkor			82 Svarta listan



Se AP7:s avkastningshistorik  
sidorna 8–9



Läs om AP7:s kapitalförvaltning  
sidorna 9–13



AP7:s arbete för en hållbar utveckling  
sidorna 14–28



AP7:s temarbeten för sälliter  
sidorna 29–33



Läs om våra medarbetare  
sidorna 34–35



Text: Sjunde AP-fonden med stöd av Text Helene AB  
Projektledning: Mikael Lindh H&K, AP7  
Foto: Peter Knutson, sidorna 1–25, 28. Shutterstock, sidorna 2, 17, 20–23  
Grafisk omgivning och original: Grillar, grafisk form AB  
Prepress: Pod Sthlm  
Tryck: Elanders

# Sjunde AP-fonden Årsredovisning 2023

Organisationsnummer 802406-2302

## FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Somliga beoply angies i Utsattill kronor

### Sjunde AP-fondens uppdrag

I det svenska allmänna pensionsystemet ingår att en del av pensionsinbetalningarna ska tilldelas till premiepension och förvaltas i fonder efter individuella val av pensionspararna. 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 förvaltsalternativet.

Premiepensionsparare får sina medel placerade i AP7 Sjäfa (statens ärskullförvaltningsalternativ) och kan därefter aktivt välja att deras medel ska placeras i någon annan fond i premiepensionssystemet. Denna förvaltningsberättelse behandlar verksamheten i "Fondbolaget" AP7, inklusive de investeringsalternativ AP7 tillhandahåller via de två byggnadsfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Rantefond.

### Det statliga erbjudandet – sex investeringsalternativ

Det statliga erbjudandet består av sex olika investeringsalternativ: förvaltsalternativet AP7 Sjäfa, de två byggnadsfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Rantefond samt tre fondportföljer med olika risknivåer, AP7 Fxskiktig, AP7 Balanserad och AP7 Offensiv. Alla investeringsalternativen är valbara hos Pensionsmyndigheten och kan kombineras med andra fonder i premiepensionssystemet.

### Byggnadsfonderna

AP7 Aktiefond och AP7 Rantefond är de byggnadsfonder som de övriga fyra investeringsalternativen AP7 Sjäfa och de tre fondportföljerna ska placeras med hjälp av. Fonderna tillföra 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 Sjäfa

AP7 Sjäfa är ingen fond utan en instruktion till Pensionsmyndigheten hur placeringar för respektive sparare ska fördelas mellan byggnadsfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Rantefond. AP7 Sjäfa består av AP7 Aktiefond och AP7 Rantefond i olika proportioner som förändras över tiden enligt en livscykelprofil som bestäms av spararens ålder. Fram till och med 55

års ålder består AP7 Sjäfa till 100 procent av AP7 Aktiefond. Mellan 56 års ålder och 75 års ålder träpas årligen andelen AP7 Aktiefond ned och ersätts med AP7 Rantefond. Efter 75 års ålder är fördelningen konstant 33 procent AP7 Aktiefond och 67 procent AP7 Rantefond.

### Tre statliga fondportföljer

Genom olika kombinationer av AP7 Aktiefond och AP7 Rantefond skapas också tre portföljer med olika risknivåer. De tre statliga fondportföljerna är AP7 Fxskiktig, AP7 Balanserad och AP7 Offensiv.

- AP7 Fxskiktig består av 33 procent<sup>1)</sup> AP7 Aktiefond och 67 procent AP7 Rantefond
- AP7 Balanserad består av 50 procent<sup>2)</sup> AP7 Aktiefond och 50 procent AP7 Rantefond
- AP7 Offensiv består av 75 procent<sup>3)</sup> AP7 Aktiefond och 25 procent AP7 Rantefond

### Förvalt kapital och avkastning

#### Förvalt kapital 2023

Under 2023 placerade Pensionsmyndigheten premiepensionsmedel för 2023 års pensionsrätter. Totalt uppgick inflödet av kapital genom köp av andelar i fonderna till 45,9 miljarder kronor (44,6 miljarder kronor 2022). Inflodet av kapital genom inlösen av andelar, på grund av pensionsutbetalningar och att premiepensionsparare bytte till andra fonder, uppgick till sammanlagt cirka 13,1 miljarder kronor (13,7 miljarder kronor 2022) under året.

Vid utgången av 2023 förvaltade AP7 sammanlagt 1 105,6 miljarder kronor (905,2 miljarder kronor), varav 992,0 miljarder kronor i AP7 Aktiefond och 113,6 miljarder kronor i AP7 Rantefond.

Ökningen av det totala förvaltade kapitalet förklaras, utöver nettoinflöde på 32,8 miljarder, av en positiv värdeutveckling under året till följd av uppgångar på de globala aktiemarknaderna, samt fallande räntor.

#### Avkastning 2023

Året inleddes med volatila börser men i takt med att inflationen föll tillbaka under hösten, räntorna började falla och världens centralbanker så småningom började signalera att man är klara med räntehöjningarna, har världens börser stigit relativt kraftigt. Den amerikanska ekonomin har också visat sig förhållandevis motståndskraftig mot kraftiga räntehöjningar, vilket ytterligare bidragit till börsuppgången.

Den avvägande inflationen har också bidragit till att de längre obligationsräntorna fallit kraftigt under hösten, vilket har haft en positiv påverkan på AP7 Rantefondens inreby av svenska obligationer.

AP7 Sjäfa har en livscykelprofil. Det innebär att fördelningen mellan aktier- och räntepådelar är olika för olika ålderskohor och därför blir också avkastningen olika för sparare i olika åldrar. För att få en rättvisande bild av värdeutvecklingen på individuella pensionskonton hänvisas sparare till sitt pensionskonto hos Pensionsmyndigheten<sup>5)</sup>. Utvecklingen av AP7:s totala kapital under förvaltning, där AP7 Sjäfa utgör 95 procent av kapitalet, har under 2023 haft en avkastning på 18,4 procent. Under samma period har de privata premiepensionsfonderna i genomsnitt gett en avkastning på 16,7 procent. Skillnaden förklaras bland annat av att AP7:s investeringsalternativ sammantaget har en högre aktiemarknadsexponering och en högre valutaexponering än de privata premiepensionsfonderna. Risken (mätt som standardavvikelse under den senaste 24-månadersperioden) har för AP7 varit 14,0 procent, jämfört med 13,8 procent för genomsnittet för de privata premiepensionsfonderna<sup>6)</sup>.

Sedan starten 2000 har förvaltsalternativet<sup>4)</sup> gett en genomsnittlig årlig avkastning på 7,8 procent, jämfört med 5,3 procent för de privata premiepensionsfonderna (tidsviktad avkastning).

En sparare som investerar i aktiemarknaden förväntas ha en avkastning som långsiktigt överstiger en ränteläsa. En typisk premiepensionsparare som sedan 2000 haft sitt kapital investerat hos AP7 har fått en kapitalviktad avkastning på 10,4 procent per år. Kapitalviktad avkastning anger genomsnittligt årligt utveckling för en genomsnittlig sparare. Kontio och kan jämföras med utvecklingen för inkomstpensionen.

AP7:s långsiktiga avkastningsambition är att kontinuerligt svara in på förväntningarna 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 utvecklingsmotsvarande 3,2 procent per år. Under förvaltsalternativets tillämpningsperiod har denna avkastningsambition därmed överträffats.

<sup>1)</sup> Fondportföljerna rebalanseras en gång per år i samband med premiepensionsbyråens placering av pensionsrätter, vilket innebär att fördelningen mellan AP7 Aktiefond och AP7 Rantefond kan av och från fördelningen under året.

<sup>2)</sup> [www.pensionsmyndigheten.se/ma/sida/sdr](http://www.pensionsmyndigheten.se/ma/sida/sdr)

<sup>3)</sup> Pensionsmyndigheten bevakar index som återgegar utvecklingen för fonder, valbara på Pensionsmyndigheten's fondwebb [www.pensionsmyndigheten.se](http://www.pensionsmyndigheten.se). Medelränta för AP7 Aktiefond och AP7 Rantefond är 2,5 procent.

<sup>4)</sup> Premiepensionsfonden till m.m.a. 2010 och därefter AP7 Sjäfa.

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2023

- Stans fondportföljer har under 2023 gett följande avkastning:**
- AP7 Forsiktig 10,2 procent (104,8 procent sedan starten i maj 2010)
  - AP7 Balanserad 12,6 procent (173,6 procent sedan starten i maj 2010)
  - AP7 Offensiv 16,3 procent (315,4 procent sedan starten i maj 2010)

**Byggsstens fonderna AP7 Aktiefond och AP7 Råntefond har under 2023 gett följande avkastning:**

- AP7 Aktiefond 19,9 procent (jämförelseindex 18,6 procent)
- AP7 Råntefond 5,3 procent (jämförelseindex 5,2 procent)

Ytterligare information om AP7 Aktiefond och AP7 Råntefond ges i årsberättelserna för respektive fond.

**Verksamheten**

**Resultat**

Under 2023 uppgick AP7:s inkomster av rörelsen till 501,4 miljoner kronor (443,5 miljoner kronor). Ökningen av intäkterna beror på att förvaltat kapital ökat med 200,4 mrd under 2023. Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 373,0 miljoner kronor (457,2 miljoner kronor). Resultatet blev således 128,5 miljoner kronor (-13,7 miljoner kronor). Eget kapital vid årets slut var 1510,4 miljoner kronor (1381,9 miljoner kronor).

AP7:s intäkter är helt beroende av det förvaltade kapitalets storlek<sup>5)</sup>, medan kostnaderna är det till lite mindre än hälften. De kapitalberoende kostnaderna utgörs av avgifter till externa kapitalförvaltare och till den bank. Andelen kapitalberoende kostnader har sunkit i år till följd av minskad kostnad för extern förvaltning som upphandlats på nytt under året.

Efter som AP7:s inkomster beror på det förvaltade kapitalets storlek så eventuellt överskott i kapitalförvaltningsverksamheten tillfalla premiepensionsspararna. Det har förändrat skett genom gräns sänkning av förvaltningsavgifterna i de fonder som förvaltas av AP7. Förvaltningsavgifterna utgör AP7:s enda intäktskälla, och hur stora dessa intäkter blir beror helt på det förvaltade kapitalets storlek. Vid en kraftig och hållande nedgång på aktiemarknaderna kan därför en situation uppstå där intäkterna minskar så mycket att verksamheten inte kan bedrivas vidare utan att förvaltningsavgifterna höjs eller kostnaderna drastiskt sänks. För att minska denna risk har AP7:s styrelse beslutat att en buffert motsvarande tre gånger genomsnittet av de tre tidigare årens utfall avseende fasta kostnader ska byggas upp. Det målet har uppnåtts, men då det är svårt att förutse och göra den globala marknadsutvecklingen och kostnaderna för fondernas expansion in i alternativa tillgångar har styrelsen i december 2023 beslutat om förändrade förvaltningsavgifter för AP7 Aktiefond (0,05 procent) och AP7 Råntefond (0,04 procent) för 2024.

**Nyckeltal för AP7:s produkter – översikt**

	Avkastning 2022-23-1-2023-12-31	Genomsnittlig årsavkastning sedan start (2016-05-21 till 2023-12-31)	Genomsnittlig årsavkastning sedan start (2016-05-21 till 2023-12-31)	Totalt skattekostnad (24-mån, 15-2%)
AP7 Aktiefond	19,9 %	14,3 %	15,2 %	15,2 %
AP7 Råntefond	5,3 %	0,8 %	3,7 %	3,7 %
AP7 S&P <sup>6)</sup>	18,4 %	13,3 %	14,0 %	14,0 %
AP7 Forsiktig	10,2 %	5,4 %	6,8 %	6,8 %
AP7 Balanserad	12,6 %	7,7 %	8,8 %	8,8 %
AP7 Offensiv	16,3 %	11,0 %	12,0 %	12,0 %
Privata fonder	16,7 %	8,9 %	13,8 %	13,8 %

**Avkastning för förvalsalternativet jämfört med genomsnittet för de privata premiepensionsfonderna**

	Akumulerad avkastning sedan start år 2000	Genomsnittlig avkastning sedan start år 2000	Genomsnittlig avkastning de senaste 10 åren
Förvalsalternativet <sup>7)</sup>	466,0 %	7,8 %	13,3 %
Privata fonder	226,8 %	5,3 %	9,6 %

**Ändrade placeringsregler för AP7**

Från och med den 1 januari 2023 har placeringsreglerna för AP7:s investeringar ändrats genom riksdagsbeslut. Ändringarna innebär att AP7 nu har möjlighet att investera upp till 20 procent av fondkapitalet i alternativa tillgångsdrag, det vill säga private equity (noterade bolag), fastigheter och infrastruktur. AP7 har redan sedan tidigare investering private equity i begränsad omfattning. En östra fastighet investering genomfördes under våren 2023. Utökningen av tillåtna tillgångsdrag möjliggör ytterligare diversifiering av AP7:s investeringar. Riksdagen har också fattat beslut om att AP7:s förvaltning, likt vad som gäller för övriga AP-fonder, ska ske på ett förordligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarfullt ägande. Vid förvaltningen ska AP7 fatta särskild vikt vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att avvika gors på det övergripande målet. Om en långsiktig hög avkastning.

**Året 2023**

**Övergripande**

Den 1 juni tillträdde Pål Bergström som VD för AP7. På efterträdde Richard Gröthelm, som varit VD för AP7 sedan 2010. I september tillträdde också Lena Fahlén som ny kapitalförvaltningschef och vice VD. Året har till stor del präglats av AP7:s ändrade placeringsregler och de ledningsförändringar som skett. Under våren genomförde AP7, som

namnts ovan en första fastighetssaffär på 33 procent av fastigheterna i kvartier Urban Escape förvärvades från AMF Fastigheter.

Utöver löpande verksamhet kan nämas upphandlingen och implementeringen av nytt portföljförvaltningsystem, en ny databas för analys och inriktandet av ett särskilt inställningsområdet – vilket integrerar förvaltning och ägarstyrning – som en del i AP7:s klimathandlingsplan. Andelen gröna obligationer i AP7 Råntefond har också ökat under 2023. Under våren genomförts i syfte att ytterligare effektivisera verksamheten.

I samband med byte av VD inleddes också en översyn av AP7:s strategiska plan, vilket bedömdes vara nödvändigt för att tydliggöra vilka mål som ska vara styrande med anledning av det förändrade uppdrag som AP7 fått genom ny lagstiftning. Den reviderade strategiska planen är utsträckt till 2027 och innehåller fyra övergripande mål. Dessa är: 1. Ett värdeskapande med tydligt spårfokus, vilket bland annat inkluderar en uppdaterad investeringsprocess och en analysram för generatörsanpassad spararnta. Som en följd av detta möjliggörs ett tydligt värdeskapande för olika generatörer av sparare i förvälet. Dessutom förväntas integrering av hållbarhet i förvaltningsprocessen underlättas, liksom expansion i alternativa tillgångar.

En förvaltning som integrerar hållbarhet fullt ut, innebär att AP7 ska ha en övergripande hållbarhetsstrategi som är fullt integrerad i investeringsprocessen och implementerad i alla delar av verksamheten senast 2027. AP7 ska vid den tidpunkten ha aktivt förvalta-klimatekonomiska plan.

3. En professionell förvaltare av alternativa tillgångar, där målet är att erbjuda alternativa investeringar ska upp till cirka 10 procent av AP7 A-kategoriens kapital. För att målet behövs AP7 bygga en professionell förvaltningsorganisation för alternativa tillgångar med en djup egen kompetens inom området.

4. En attraktiv arbetsgivare och en arbetsplats präglad av stark samarbetskultur, vilket 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 medarbetarnas erfarenheter och att attrahera och välkomna nya medarbetare till en öppen och inkluderande arbetsplats.

**Kapitalförvaltning**

Kapitalförvaltningsorganisationen fick under 2023 en ny chef. Under året har arbetet inriktats på att förbereda organisationen för de utökade

<sup>5)</sup> AP7 Aktiefond och AP7 Råntefond  
<sup>6)</sup> Avser AP7:s samtliga sparare som grupp och inkluderar inte rabatter.  
<sup>7)</sup> Premiesparfonderna 01 maj 2010 och därefter AP7:s samtliga produkter som grupp och inkluderar inte rabatter.



## Sjunde AP-fonden i Årsredovisning 2023

möjligheterna till investeringar inom alternativa tillgångar. Arbetet med att anpassa organisation, styrning och investeringsprocess för de alternativa tillgångslagen kommer fortsätta att prioriteras under 2024. Utöver det har också hållbarhetsintegration inom aktieportföljen prioriterats genom inrättandet av ett särskilt omställningsmandat som sätts upp tillsammans med en extern förvaltare, liksom hållbarhetsintegration i rådet genom att andelen gröna obligationer utökats till drygt 30 procent av portföljen.

Utöver året har också nya externa förvaltare tagits in efter avslutad upphandling inom beta- och riskpremieförvaltningen.

### ESG

Som universellägare fokuserar AP7 på normutveckling och aktivt ägar- och samverkan med andra likasinnade investerare för att nå realekonomiska effekter i systemisktiska ESG-frågor.

Under året har fortsatt implementering av ägarstyrningsölen i AP7:s Klimathandlingsplan givits hög prioritet. Ett övergripande fokusområde för ägarstyrningen är att stora utsläppslogiska planera och anpassa verksamheten till ett samhälle med nettonollsläpp. Vid årets slut hade AP7 en fördjupad aktiv ägardialog med 84 procent av de största utsläpps-bolagen, varav 36 procent bedrev ett trovärdigt omställningsarbete.

Utöver det har AP7 deltagit i styrgruppen för TNFD<sup>8</sup>, vilket är ett globalt initiativ som fokuserat på utveckling av ett internationellt ramverk för hantering och rapportering av risker relaterade till biologisk mångfald och naturkapital. Den globala lanseringen av TNFD skedde i New York under klimatveckan i september. Tillsammans med Världsnaturfonden och Finansinspektionen lanserade AP7 dessutom TNFD i Sverige under november.

Parallellt med TNFD har AP7 under tre år bedrivit ett temaarbete avseende avskogning och biologisk mångfald i egen regi. Temaarbetet avslutades vid årsskiftet.

Utöver året publicerades också AP7:s första fullständiga klimathandlingsplan.

### Administration

Administrationn har under året fokuserat på fortsatt utveckling i syfte att etablera en flexibel, stabil och robust plattform som ger förutsättningar för uppbyggnad av en effektiv och andamålsenlig operativ verksamhet som kan möta den ökade utvecklingsstakten inom förvaltningen, enligt vad som följer av AP7:s ändrade uppdrag med möjligheter att investera i alternativa tillgångar.

IT- och informations säkerhetsaktiviteter enligt fastställda handlingsplaner har genomförts under året. Administrationen har också arbetat

<sup>8</sup> Taskforce for Nature related Financial Disclosures

med anpassning till EU:s taxonomiförordning och förordningen om hållbarhetsrelaterade upplysningar (SFDR), vilka gäller AP7:s verksamhet fr o m den 1 januari 2024.

Upphandlingar har genomförts avseende intermedietjänster och e-arkiv. Därill har upphandling av portföljförvaltningsystem genomförts. Implementeringen av den valda lösningen pågår och förväntas vara avslutad under första halvåret 2024. Utöver det har en ny systemlösning för integration mellan AP7 och externa förvaltare utvecklats och implementerats. Samtliga externa förvaltare har ställt om och använder nu den nya lösningen.

Utvecklingen av en modern dataplattform, inklusive funktionsstätt för data warehouse, för lagring, bearbetning och analys av data, pågår och kommer också ges fortsatt prioritet under det kommande året.

GDPR-utbildning och löpande utbildning i informations säkerhet har hållits för samtliga medarbetare under året.

### Kontrollfunktioner

Inom risk och regelöverlevnad har arbetet med att utveckla AP7:s riskkultur och processer för riskstyrning och riskhantering fortsatt, med huvudfokus på frågor som rör alternativa tillgångar. Utvecklingen av fondens ledningssystem och ledningsprocesser pågår som en del i fondens pågående strukturarbete och kommer att ges fortsatt hög prioritet under 2024.

Ansvariga för kontrollfunktionerna har deltagit i de fondgemensamma projekt som bedrivits under året och har därutöver genomfört de ägs- och kontrollplaner som fastställts av styrelsen.

Antikorrupsionsutbildning har hållits för samtliga medarbetare under året.

### HR och internkommunikation

Under året har HR-funktionen deltagit i flera rekryteringsprocesser, bland annat ny kapitalförvaltningschef och medarbetare till kapitalförvaltningen, värdepappersadministration, risk och avkastning, IT samt arbetsmiljöutbildning. Dessutom har AP7:s process för att följa upp medarbetarundersökningar stärkts och en ny månatlig "pulsmätning" tagits fram i syfte att löpande följa upp medarbetarnas mående och på ett tidigt stadium fånga upp eventuella problem i organisationen.

### Samverkan mellan AP-fonderna

AP-fondernas Samverkansråd bildades 2016 för att utveckla samarbetet och samverkan mellan AP1-AP4 samt AP7. Från och med 1 år deltar också AP6 i samverkansarbetet. Ordförandeskapet för Samverkansrådet rotar mellan fonderna och under 2023 har det varit API som innehaft den rollen. Syftet är att samverka inom områden utanför

investeringsverksamheten med målet att uppnå kostnadseffektivitet, effektiv resurstilldelning samt erfarenhets- och kunskapsutbyte.

Samarbetet sker i olika etablerade forum i form av samordningsgrupper med varierande sammansättning av representanter från de olika AP-fonderna. Gemensamt för dessa samarbeten är att de drivs utifrån den pågående samarbetet skapar både för varje enskild fond och för fonderna gemensamt. Vårde 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.

### Organisation

#### Ledning

Verkställande direktören (VD) har maktat en ledningsgrupp för verksamheten. Ledningsgruppen har ett strategiskt fokus. Ledningsgruppen består av:

- VD
- Chef kapitalförvaltning, tillika vice VD
- Chef administration
- Chef ESG och kommunikation
- HR-ansvarig
- Riskansvarig
- Regelverksansvarig.

VD fattar beslut i ledningsgruppen efter samråd med övriga delägare. Ledningsgruppens medlemmar utgör AP7:s ledande befälhavare.

#### Kapitalförvaltning

Kapitalförvaltningsorganisationen bestod vid utgången av 2023 av 13 tillsvidareanställda. Stora delar av det förvaltade kapitalet förvaltas av externa förvaltare. Den interna förvaltningen arbetar huvudsakligen med uppträffande av beslutad exponeringsnivå, rättelseförvaltning samt hantering av AP7:s privata equity-portfölj. En utbyggnad av förvaltningsorganisationen pågår i syfte att möjliggöra investeringar i andra alternativa tillgångslagret interna resurser.

Efter som en stor del av tillgångarna förvaltas externt lägger AP7 ned ett betydande arbete för att systematiskt följa upp och utvärdera de externa förvaltarna. Utvärderingen avser förvaltningsresultat och efterlevnad av aktörsvillkor, samt frågor som rör intern kontroll och efterlevnad av administrativa rutiner och bestämmelser.

#### Administration

AP7:s administrativa enheter utgörs av fond- och värdepappersadministration, risk och avkastning, IT och informations säkerhet,

### Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2023

affärutveckling, ekonomi och finansiell rapportering, kontorservice, registrering och juridik. Vid utgången av 2023 var 21 personer tillsvidare anställda inom administration.

För AP7 är effekttillsatser av stor betydelse. Detta betyder att externa tjänster utlyses inom områden där det bedöms vara lönsamt för att säkerställa hög kompetens, låga kostnader och hög sårbarhet. Detta innefattar bland annat ekonomi- och lönesamordning, IT-drift, intermedietion samt vissa juridiska tjänster. Denna modell innebär att det är viktigt uppgrat för organisationen att fungera som en kvalificerad bas och att ha en effektiv och fortlöpande kvalitets- och kostnadskontroll över de utlysta uppdragen. Utvärdering och uppgrötning av tjänster som läggs ut på extern part görs som en naturlig del i AP7:s verksamhet i syfte att säkerställa att utläggningen är ändamåls- enlig och fortsatt kostnadseffektiv.

### ESG och kommunikation

AP7 beskriver ett aktivt arbete för att fortlöpande utveckla informationen till ick-värlarna i premiepensionsystemet, inom området ägarstyrning hanteras frågor som rör hur AP7 som aktieägare kan påverka de bolag vi investerar i att ta ansvar för hållbarhet, etik och god bolagsstyrning i sin verksamhet. Vid utgången av 2023 var sex personer tillsvidare anställda inom ESG och kommunikation.

### Kontrollfunktioner

AP7 arbetar utifrån principen om "tre försvarslinjer", vilket innebär att verksamhetens risker görs och kontrolleras av verksamhetens själv och att det riskarbete som utförs i verksamheten väljs upp av fondens opererande funktioner för risk och regelbeteendena. Som tredje försvarslinje fungerar fondens interntrevisorer, vilka rapporterar till AP7:s styrelse. Vid utgången av 2023 var två personer anställda inom funktionerna risk och regelbeteendena. Kontrollfunktionernas uppdrag ligger också att ge råd och stöd till verksamheten i frågor som rör risk och regelbeteendena.

### Medarbetare

AP7 är en relativt liten men högt kvalificerad organisation. Detta innebär att det är av stor betydelse att AP7 kan attrahera och behålla personal med rätt kompetens för uppdraget. Stor vikt läggs därför vid kompetensutveckling. Detta uppnås dels genom att anställa i stor utsträckning gas möjlighet till externa utbildningsinsatser, dels genom en uttalad målbätning att öka de anställdas kunskap och förståelse för verksamheten genom 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. Kön, könsöverskridande identitet, etnisk tillhörighet, religion eller annan trosuppfattning, funktionsnedsättning, sexuell läggning, ålder eller ansen grund som åtnjuter skydd enligt tillämpningslag får inte påverka lönesättningen.

Under året har 30 personer anställts samtidigt, tre är anställda här lämnat organisationen. Vid utgången av 2023 var antalet tillsvidare anställda 46 personer (20 kvinnor och 26 män). Utöver dessa hade AP7 vid utgången av 2023 tre tidsanställda medarbetare. Personalsättningen har under året uppgått till sex procent och sjukfrånvaron till 1,32 procent.

### Styrning och kontroll

#### Styrningsarbete

Under året har styrelseledamoten Tonika Hirdman ersatts av Elisabeth Frayon. Styrelsen hade under 2023 sex sex sammantraden.

Styrelsen har inrättat ett arbetsutskott som består av ordföranden, vice ordföranden och VD. Arbetsutskottet beslutar i de frågor som styrelsen delegerar till arbetsutskottet, däribland exkludering av bolag AP7 inte investerar i enligt AP7:s riktlinjer för ägarstyrning. 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/eller övriga frågor enbart anknutna till VD och rådgivande organ till den interna kapitalförvaltningen frms ett kapitalförvaltningsutskottet inrättat. Kapitalförvaltningsutskottet bestod vid utgången av 2023 av fem styrelseledamöter och två anställda (VD och vice VD/kapitalförvaltningschefen). Styrelsens ordförande, Per Fremberg, är ordförande i utskottet.

Styrelsen har också inrättat ett revisionsutskott, vilket bereder regelverksfrågor av väsentlig betydelse. Revisionsutskottet bestod under 2023 av fyra styrelseledamöter. Ledamöten Susanne Ekblom är ordförande i utskottet. Vid revisionsutskottets möten deltar internt- och externrevisorer när de har något att rapportera, VD, chefen för administration, riskansvarig samt regelverksavvärg.

Under 2023 var de externa revisorerna närvarande vid ett styrelsesammanträde.

### Ägarfrågor

Med ägarfrågor avses hur AP7 ska utöva den ägarfunktion som följer av aktiemehaven i AP7 Aktiefond. Som en del av verksamhetsplanen fastställs årligen riktlinjer för ägarstyrning för AP7. 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 regelbundet på de bolagsstämma kan göras för utländska aktier. AP7 röstar normalt förhållna till östra för svenska aktier. AP7 arbetar i ägarstyrnings- och hållbarhetsfrågor med tre parallella "teman" i trea stycken. Detta innebär att fördelutarbete görs inom vissa utvalda fokusområden, vid sidan av de fyra verktyg som används i verksamheten (ödlag, röstning, utslutning och juridiska processer). Under 2024 kommer AP7 att arbeta med teman inom, universell ägarstyrning, styrelseansvar och natur.

## Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2023

## RESULTATRÄKNING

Not	2023	2022
<i>Rörelsens inäkter</i>		
Förvaltningsavgifter	5 01 424	443 499
	<b>5 01 424</b>	<b>443 499</b>
<i>Rörelsens kostnader</i>		
1 Personalkostnader	-111 545	-94 062
2 Övriga externa kostnader	-134 144	-100 779
Externa förvaltare och depåbank	-173 070	-270 174
Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	-238	-423
	<b>-418 997</b>	<b>-465 439</b>
<b>Rörelseresultat</b>	<b>82 427</b>	<b>-21 940</b>
<i>Resultat från finansiella poster</i>		
3 Renteintäkter och liknande	46 217	8 885
4 Räntekostnader och liknande	-166	-630
	<b>46 051</b>	<b>8 255</b>
<b>Resultat efter finansiella poster</b>	<b>128 478</b>	<b>-13 685</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>128 478</b>	<b>-13 685</b>

Samtliga belopp anges i tusental kronor

## BALANSRÄKNING

Not	2023	2022
<i>Tillgångar</i>		
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>		
5 Inventarier	434	673
	<b>434</b>	<b>673</b>
<b>Summa materiella anläggningstillgångar</b>	<b>434</b>	<b>673</b>
<i>Summa anläggningstillgångar</i>		
	<b>434</b>	<b>673</b>
<i>Omsättningsstillgångar</i>		
6 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	102 227	56 697
7 Övriga fördringar	3 750	3 226
Kassa och bank	1 479 431	1 492 379
	<b>1 585 408</b>	<b>1 552 302</b>
<b>Summa omsättningsstillgångar</b>	<b>1 585 408</b>	<b>1 552 302</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>1 585 842</b>	<b>1 552 975</b>
<i>Eget kapital och skulder</i>		
<i>Eget kapital</i>		
Konst	40	40
Balanserat resultat	1 381 872	1 395 556
Årets resultat	128 478	-13 684
	<b>1 510 390</b>	<b>1 381 912</b>
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 510 390</b>	<b>1 381 912</b>
<i>Skulder</i>		
8 Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	50 155	150 016
Leverantörsskulder	11 977	9 232
Övriga skulder	13 321	11 815
	<b>75 453</b>	<b>171 063</b>
<b>Summa skulder</b>	<b>75 453</b>	<b>171 063</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>1 585 842</b>	<b>1 552 975</b>
Ställda pantar	Inga	Inga
Ansvarsförbindelser	Inga	Inga

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2023

**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 fasta förvaltningsavgifter som erhålls från de förvaltade fonderna. Dessa intäktsförs löpande i den period de avser.

**Avskrivningsprinciper för anläggningstillgångar**

Anläggningstillgångar värderas till anskaffningsvärdet med avdrag för ackumulerade avskrivningar. Avskrivning görs med procentsatser enligt nedan:

	2023	2022
Inventarier	20 %	20 %
Ombyggnad av hyrd lokal	30 %	30 %

Avskrivningar framgår av not för balansposten.

**Värderingsprinciper med mera**

Tillgångar och skulder har värderats till anskaffningsvärdet om inget annat anges nedan. Fordringar och skulder i utländsk valuta har upptagts till balansdagens kurs.

**Fordringar**

Fordringar har upptagits till de belopp varmed de beräknas inflyta.

Samtliga belopp anges i tusental kronor

**Not 1 Personalkostnader**

	2023	2022
<b>Antal anställda</b>		
Medeltal anställda	46	43
Anställda per 31 december	49	45
Antal ledande befattningshavare (per 31 december)	7	7
<b>Löner och arvoden</b>		
Styrelseordförande	218	218
Styrelsen exkl. ordförande	931	846
VD	4 643	4 747
Ledningsgrupp exkl. VD	11 367	11 259
Övriga anställda	44 051	34 630
<b>Summa</b>	<b>61 210</b>	<b>51 700</b>

**Pensionskostnader**

VD	1 019	1 371
Ledningsgrupp exkl. VD	7 390	5 699
Övriga anställda	11 458	9 262
<b>Summa</b>	<b>19 867</b>	<b>16 332</b>

**Sociala kostnader**

Styrelseordförande	68	68
Styrelse exkl. Ordförande	293	266
VD	1 708	1 826
Ledningsgrupp exkl. VD	5 378	4 932
Övriga anställda	16 093	13 157
<b>Summa</b>	<b>23 540</b>	<b>20 249</b>

**Ledande befattningshavare**

Kvinnor	3	3
Män	4	4

**Ersättning till ledande befattningshavare 2023**

	Fast lön för månader	Övriga förmåner	Pensionskostnader	Summa
Verkställande direktör	4 643	8	1 018	5 669
Vice verkställande direktör/				
chief förvaltning	3 203	8	1 573	4 784
Administrativ chef	1 969	12	967	2 948
Kommunikationschef	1 729	6	1 397	3 132
Chief Compliance	1 586	6	1 132	2 724
Chief Risk	1 498	6	1 295	2 799
Personalchef	1 382	7	1 025	2 414
<b>Summa</b>	<b>16 010</b>	<b>53</b>	<b>8 407</b>	<b>24 470</b>

**Ersättning till ledande befattningshavare 2022**

	Fast lön för månader	Övriga förmåner	Pensionskostnader	Summa
Verkställande direktör	4 747	7	1 371	6 125
Vice verkställande direktör/				
chief förvaltning	3 017	6	890	3 913
Administrativ chef	2 094	8	822	2 924
Kommunikationschef	1 848	6	1 118	2 972
Chief Compliance	1 568	6	1 018	2 592
Chief Risk	1 490	6	1 101	2 597
Personalchef	1 242	7	750	1 999
<b>Summa</b>	<b>16 006</b>	<b>46</b>	<b>7 070</b>	<b>23 122</b>

AP7 tillämpar kollektivavtalet mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO) samt regeringens riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare. Styrelsen för AP7 har beslutat om riktlinjer för ersättning för ledande befattningshavare och anställda.

Ingen anställd har lön som innehåller någon rörlig komponent. För VD, vice VD och den administrativa chefen gäller därutöver följande. Pensionsåldern är 65 år. VD, vice VD och den administrativa chefen 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 företag med statligt ägande.

För VD och vice VD är uppsägningstiden sex månader. Om uppsägning sker från arbetsgivarens sida kan, efter uppsägningstiden,



Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2023

**Not 8 Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter**

	2023	2022
Upplupna personalkostnader	9 620	5 011
Upplupna kostnader externa förvaltare och depåbank	31 843	134 812
Skatteskuld	-4 812	3 958
Övriga interimsskulder	3 879	6 235
<b>Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter</b>	<b>50 154</b>	<b>150 016</b>

Stockholm den 8 februari 2024

**Susanne Ekblom**

**Emma Ihre**  
Vice ordförande

**Per Fremberg**  
Ordförande

**Magnus Vesterlund**

**Henrik Saxborn**

**Elisabeth Frøyen**

**Anders Wihlbom**

**Mikaela Valtersson**

**Roine Vestman**

**Pål Bergström**  
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 9 februari 2024

**Peter Nilsson**  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

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

# 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 2024-02-08.*

## Rapport om årsredovisningen

**Uttalande**  
Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Sjunde AP-fonden för år 2023.

Enligt vår upprättning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonden) och ger en tillräckligt väsentlig översiktlig bild av Sjunde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2023 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillägger därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

## Grund för uttalandet

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisionsansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjunde AP-fonden enligt god revisionssed 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 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 lagen 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 på fel.

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 på fel, 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 fel 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 skedd inställning under hela revisionen. Dessutom utför vi följande moment:

- Vi identifierar och bedömer riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, 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 fel, eftersom oegentligheter kan ifrågasätta agerande i maskinell, förälskning, avskiktiga uttalanden. Felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- Vi skaffar oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.

- Vi utvärderar lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.

- Vi provar lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi provar, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana handlingar 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 handlingar eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.

- Vi utvärderar den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och handlingarna 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 samröring i övrigt mot styrelsens och den verkställande direktörens förvaltning av Sjunde AP-fonden för 2023.

## Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2023

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 Sjunde AP-fonden enligt god revisionssed 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 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 förbärande 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 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 Sjunde AP-fonden för räkenskapsåret 2023.

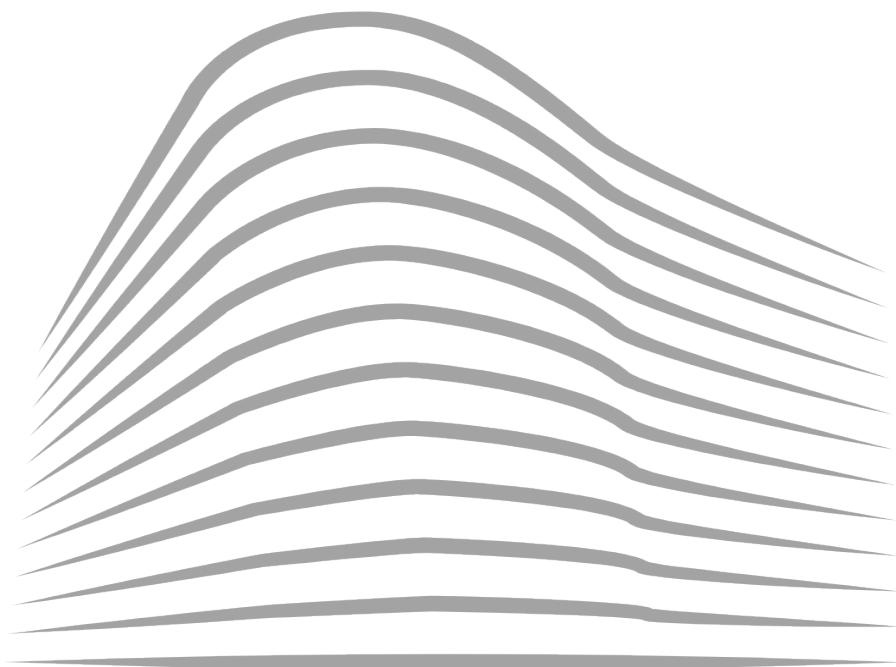
Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning. Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskapsämnena. Viktiga 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 om förvaltningen.

Stockholm den 9 februari 2024

**Helena Kaiser de Crollis**  
Auktorsbered revisor  
Förordnad av regeringen

**Peter Nilsson**  
Auktorsbered revisor  
Förordnad av regeringen





# Utvärdering av AP-fondernas förvaltning till och med 2023

Finansdepartementet  
14 mars 2024

**Innehåll**

<b>1. Sammanfattning .....</b>	<b>4</b>
1.1. Förord och uppdragsbeskrivning .....	4
1.2. Metod för den årliga utvärderingen .....	4
1.3. 2023 i korthet och observationer från årets utvärdering .....	5
1.4. Första till Fjärde AP-fonderna .....	7
1.5. Sjätte AP-fonden .....	9
1.6. Sjunde AP-fonden .....	10
<b>2. AP-fondernas syfte, historik och global kontext 2001–2023 .....</b>	<b>12</b>
2.1. AP-fondernas syfte och historik .....	12
2.2. Global kontext och utveckling 2001–2023 .....	13
<b>3. Första till Fjärde AP-fondernas gemensamma utveckling .....</b>	<b>19</b>
3.1. Första till Fjärde AP-fondernas utveckling 2023 .....	19
3.2. Valutaexponering .....	29
3.3. Styrning av AP-fonderna .....	29
3.4. Fondernas hållbarhetsarbete .....	30
3.5. Samarbeten mellan fonderna .....	36
<b>4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden .....</b>	<b>39</b>
4.1. Första AP-fondens organisation och förvaltning under 2023 .....	39
4.2. Förändring av målsättningar, strategier under 2023 .....	40
4.3. Första AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023 .....	40
4.4. Första AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023 .....	46
4.5. Slutsatser och bedömningar .....	50
<b>5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden .....</b>	<b>51</b>
5.1. Andra AP-fondens organisation och förvaltning under 2023 .....	51
5.2. Förändring av målsättningar, strategier under 2023 .....	52
5.3. Andra AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023 .....	52
5.4. Andra AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023 .....	58
5.5. Slutsatser och bedömningar .....	63
<b>6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden .....</b>	<b>65</b>
6.1. Tredje AP-fondens organisation och förvaltning under 2023 .....	65
6.2. Förändring av målsättningar, strategier under 2023 .....	66
6.3. Tredje AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023 .....	67
6.4. Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023 .....	72
6.5. Slutsatser och bedömningar .....	78
<b>7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden .....</b>	<b>79</b>
7.1. Fjärde AP-fondens organisation och förvaltning under 2023 .....	79

7.2.	Förändring av målsättningar, strategier under 2023 .....	80
7.3.	Fjärde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023 .....	81
7.4.	Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023 .....	87
7.5.	Slutsatser och bedömningar .....	93
<b>8.</b>	<b>Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden .....</b>	<b>94</b>
8.1.	Sjätte AP-fondens organisation och förvaltning under 2023 .....	94
8.2.	Förändring av målsättningar, strategier under 2023 .....	97
8.3.	Sjätte AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023 .....	97
8.4.	Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023 .....	104
8.5.	Slutsatser och bedömningar .....	110
<b>9.</b>	<b>Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden .....</b>	<b>111</b>
9.1.	Sjunde AP-fondens organisation och förvaltning under 2023 .....	111
9.2.	Förändring av målsättningar, strategier under 2023 .....	113
9.3.	Sjunde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023 .....	114
9.4.	Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023 .....	122
9.5.	Slutsatser och bedömningar .....	128
<b>10.</b>	<b>Övergripande observationer och förslag .....</b>	<b>132</b>
10.1.	Illikvida tillgångar .....	132
10.2.	Intern och extern förvaltning .....	132
10.3.	Hållbarhet .....	136

## 1. Sammanfattning

### 1.1. Förord och uppdragsbeskrivning

Arkwright har på uppdrag av Regeringskansliet genomfört en årlig utvärdering av AP-fondernas förvaltning av fondmedel. Uppdraget inkluderar analys och bedömning av förvaltning av fondmedel, med utgångspunkt i respektive AP-fonds uppdrag och krav på kapitalförvaltning enligt lag och förarbeten.

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. Redovisningen innehåller beskrivningar av fondernas mål/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 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.

Inom ramen för årets utvärdering har en Fördjupad analys av AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar genomförts, vilken refereras till i redovisningen och återfinns i sin helhet i bilaga.

Utvärderingens strukturella utförande har delvis utformats i linje med tidigare rapporter, primärt av kontinuitets- och läsbarhetsskäl, men med vissa skillnader, främst att bedömningar, slutsatser och rekommendationer inkluderats i större omfattning.

### 1.2. Metod för den årliga utvärderingen

Nedan följer en redogörelse för den metodik som använts vid genomförandet av utvärderingen, samt en översiktlig beskrivning av respektive kapitelns innehåll.

Arkwrights metodik för genomförandet av utvärderingen är baserad på material från fondernas interna resultatuppföljning, proprietär datainsamling, samt publika informationskällor – detta för att möjliggöra en ekvivalent och objektiv kartläggning av de olika fondernas organisationer, tillgångsslag och dess bidrag till den redovisade avkastningen. Det kan uppstå avvikelser från de resultat som fonderna rapporterar årligen, vilket kan bero på periodiseringar eller andra korrigeringar i samband med datainsamlingen. Dessa avvikelser påverkar dock inte de slutgiltiga slutsatserna eller bedömningarna i rapporten. Dessutom kan det vara vissa variationer i hur fonderna har lämnat rapporter om andra specifika uppgifter för respektive organisation. Utgångspunkten för framställandet av rapporten har varit att i största möjliga mån säkerställa att information och nyckeltal är så jämförbara som möjligt.

Den grundläggande utvärderingen av Första till Fjärde AP-fondernas verksamheter 2023 innehåller en beskrivning av fondernas organisationer, verksamhet och väsentliga händelser under året. Därtill avhandlas fondernas strategiska beslut, aktiva förvaltning och resultat sedan fondernas start 2001. Det lagstadgade målet är att fondmedlen ska förvaltas i linje med begreppet *föredömlig förvaltning*, detta genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande – något som också följs upp som en integrerad del av den grundläggande utvärderingen.

Sjätte AP-fonden fokuserar på investeringar i onoterade tillgångar och ser alla sina åtaganden till nya fonder som strategiska val. Fonden inledde sin verksamhet i slutet av 1996 och dess resultat bedöms från den 1 januari 1997 till den 31 december 2023. Utvärderingen av den gemensamma effekten från Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna på inkomstpensionssystemet sträcker sig från den 1 januari 2001 till den 31 december 2023.

Sjunde AP-fonden betraktas som en värdepappersfond och dess prestationer jämförs med andra värdepappersfonder inom premiepensionssystemet och mot bakgrund av inkomstindex. Analyser av Sjunde AP-fondens aktiviteter under 2023 omfattar en utvärdering av dess förvaltningsmodell från den 24 maj 2010 till den 31 december 2023, samt prestationer av fondens förvaltningsalternativ från den 1 januari 2001 till den 31 december 2023.

Inom ramen för denna rapport presenteras utvärderingens innehåll initialt i en sammanfattande del (Kapitel 1), därefter (i Kapitel 2) elaboreras ett antal historiska beaktningar med avseende på AP-fondernas syfte, historia och den globala kontext fonderna verkat inom under den senaste fem- och tioårsperioden. I nästföljande del, Kapitel 3, avhandlas Första till Fjärde AP-fondernas gemensamma utveckling. Därefter följer en fondspecifik del av rapporten (Kapitel 4–9), vilken innehåller en grundläggande utvärdering av respektive fonds verksamhet under året, uppdelat i sex olika kapitel. Slutligen, i Kapitel 10, presenteras Arkwrights slutsatser från årets utvärdering, inkluderat ett antal övergripande bedömningar och förslag med avseende på AP-fondernas verksamhet och roll framgent.

### 1.3. 2023 i korthet och observationer från årets utvärdering

2023 utmärkte sig genom signifikanta makroekonomiska förändringar, volatilitet på kapitalmarknaderna och ett föränderligt investeringslandskap, allt under en tid av ökad global geopolitisk oro. Centralbankers penningpolitiska åtstramningar i syfte att bekämpa inflation ledde till höjda räntor och påtagliga valutakursfluktuationer, vilket i sin tur bidrog till marknadsvolatilitet. Kapitalmarknaderna upplevde en period av blandade resultat, där aktiemarknaderna navigerade genom svängningar drivna av geopolitiska händelser och en stark återhämtning framför allt under det fjärde kvartalet – starkt drivet av amerikanska teknikaktier. Obligationsmarknaderna erbjöd förbättrade avkastningsmöjligheter tack vare högre räntor. Dessutom fortsatte hållbarhetsaspekter och ESG-integration att bli än mer centrala faktorer i investeringsstrategier, vilket speglar en växande medvetenhet och åtagande mot hållbar utveckling.

Givet omvärldsutvecklingen var 2023 ett avkastningsmässigt bra år för de allmänna pensionsfonderna som alla presterade en positiv nominell avkastning och därmed bidrog positivt till pensionssystemet. I förhållande till sina långsiktiga reala avkastningsmål presterade Första och Fjärde AP-fonderna över sina respektive avkastningsmål under 2023, medan Andra och Tredje AP-fonderna avkastade lägre än sina respektive avkastningsmål. Det bör emellertid noteras att fonderna har skilda reala avkastningsmål, som de själva satt, där Första AP-fonden har 4%, Andra AP-fonden 4,5% (fonden tillämpar formellt begreppet "förväntad avkastning") och Tredje samt Fjärde AP-fonderna har 3,5%. Sjätte AP-fonden, som enbart investerar i onoterade tillgångar av illikvid karaktär och därmed inte heller betalar ut medel till systemet, uppnådde sitt avkastningsmål under 2023 – detta trots att samtliga övriga fonders onoterade investeringar uppvisade en negativ värdeutveckling under året, mycket på grund av en pressad fastighetssektor. Sjunde AP-fonden presterade en stark avkastning i både AP7 Aktie- och Räntefond och överträffade därmed sitt avkastningsmål för AP7 Såfa – den generationsbaserade fondprodukt som omkring fem miljoner svenskar i slutet av 2023 hade som förval i premiepensionssystemet.

Ur ett femårigt perspektiv (2019–2023) har Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna överträffat sina definierade långsiktiga reala avkastningsmål, medan Andra AP-fonden underpresterat sitt. Tioårsperspektivet (2014–2023) ter sig likadant – Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har överträffat sina mål medan Andra AP-fonden underpresterat sitt. Sedan fondernas start 2001 har Tredje och Fjärde AP-fonderna överträffat sina mål, medan Första AP-fonden tangerar sitt och Andra AP-fonden underpresterar sitt.

Sjätte AP-fonden har överpresterat sitt definierade avkastningsmål sett till senaste femårsperioden, men inte över den gångna tioårsperioden. Emellertid bör beaktas att fondens nuvarande avkastningsmål etablerades 2021 och således inte var ett mått fonden operationellt förhöll sig till dessförinnan, samt att avkastningen under många av dessa år föränleddes av investeringar gjorda innan fondens omfattande strategiomläggning 2012. Sjunde AP-fonden har, inom samtliga analyserade historiska tidsintervall (femårigt perspektiv, tioårigt perspektiv och sedan start), överpresterat sitt definierade årliga avkastningsmål.

Inom ramen för den grundläggande utvärderingen har tre observationer identifierats, vilka detaljerats och analyserats i synnerhet: illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning samt hållbarhet.

**Illikvida tillgångar:** Sedan lagändringen 2019, då limiten för andel illikvida tillgångar av Första till Fjärde AP-fondernas fondkapital höjdes, har de berörda fonderna ökat sina investeringar i illikvida tillgångar från 19% till 25% av det totala fondkapitalet, vilket speglar en förstärkt tilltro till dessa tillgångsklassers långsiktiga värdeskapande potential. Denna strategiska justering tyder på en ambition att diversifiera investeringsportföljerna och optimera långsiktiga avkastningar, vilket ställer krav på fondernas förmåga att bedöma och hantera de unika riskerna och möjligheterna som följer med illikvida investeringar. För detaljerad analys av området, se avsnitt 10.1, samt bilaga *Fördjupad analys av AP-fondernas illikvida investeringar*.

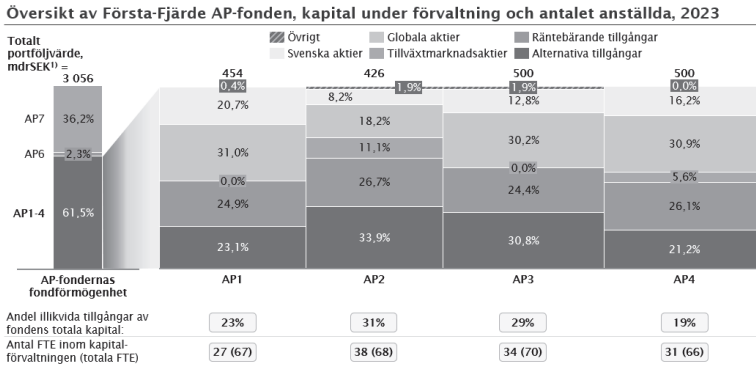
**Intern och extern förvaltning:** En tydlig trend mot internalisering av kapitalförvaltningen har observerats bland Första till Fjärde AP-fonderna, främst drivet av en strävan att minska kostnader. Detta skiljer sig från den internationella utvecklingen där många pensionsfonder ser över balansen mellan intern och extern förvaltning, och utvecklingen avseende allokering av mandat snarare pekar mot ökad outsourcing. Avgörande för valet mellan intern och extern förvaltning är inte enbart de omedelbart synliga kostnaderna utan även den förväntade nettoavkastningen och förmågan att uppfylla långsiktiga mål. Förvaltningsstrategins framgång beror på en välavvägd kombination av kostnadseffektivitet, tillgång till specialistkompetens och operativ flexibilitet. För detaljerad analys av området, se avsnitt 10.2.

**Hållbarhet:** AP-fondernas samlade insatser inom hållbarhet karaktäriseras av ökad transparens, mer omfattande ESG-integration och aktivt ägarskap med syfte att påverka investeringar mot mer hållbara riktningar. Med en ambition om att stärka analysen och beslutsfattandet inom hållbarhetsområdet föreslås en utökad insamling av ESG-data för att möjliggöra en djupare förståelse för hållbarhetsprestanda och relaterade risker. Dessa insatser stöder en strategisk orientering mot ansvarsfulla investeringar och är i linje med lagkrav på föredömlig förvaltning, vilket understryker fondernas roll som föregångare inom hållbar kapitalförvaltning. För detaljerad analys av området, se avsnitt 3.4 samt 10.3.

För en utvecklad detaljering av övergripande observationer samt Arkwrights förslag, se avsnitt 10. I varje fondspecifikt avsnitt återfinns även slutsatser och bedömningar för respektive AP-fond.

## 1.4. Första till Fjärde AP-fonderna

Första till Fjärde AP-fonderna förvaltade vid utgången av 2023 sammantaget 1 880 miljarder kronor, en ökning med 123 miljarder kronor jämfört med utgången av 2022. Totalt transfererades 19 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fonderna hade sammanlagt 271 anställda, varav 130 personer arbetade med kapitalförvaltningen.

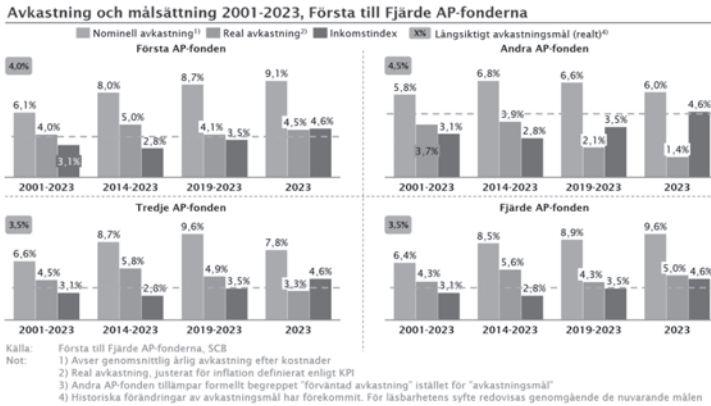


Källa: Första till Fjärde AP-fonderna  
 Not: 1) Tillgångsallokeringen som presenteras är nettoallokeringen per tillgångslag vilket betyder att derivat och andra finansiella instrument som används för hävstångseffekter i portföljen, är nettade mot det tillgångslag som derivatet är hänförbart till

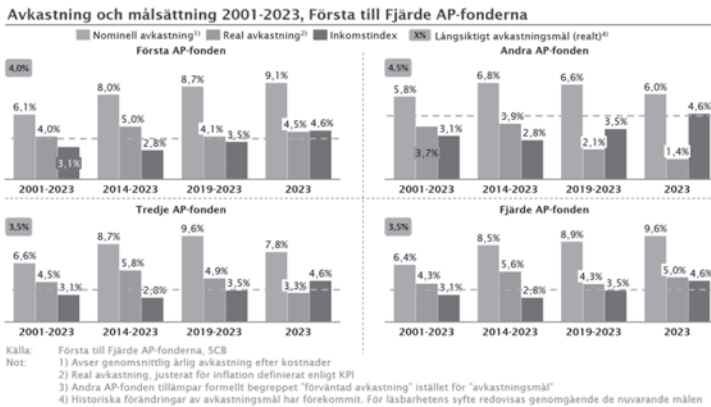
Figur 1: Första till Fjärde AP-fondens kapital under förvaltning och antalet anställda under 2023

Den sammanlagda avkastningen för Första till Fjärde AP-fonderna var under 2023 positiv och uppgick till en genomsnittlig avkastning om 8,1% efter kostnader, motsvarande 144 miljarder kronor. Detta resultat är historiskt mätt i linje med den genomsnittliga nominella avkastningen de senaste fem- och tioårsperioderna som uppgår till 8,5% och 8,0%. Årets avkastning, tillsammans med siffror för senaste

fem- och tioårsperioden samt sedan start (2001), presenteras i



Figur 2 nedan.



Figur 2: Första till Fjärde AP-fondens avkastning och målsättning, 2001-2023

Samtliga AP-fonder har ett satt individuellt realt avkastningsmål, för AP2 avkastningsförväntan (i gemensamma avsnitt här nedan benämnt som mål), på lång sikt, där AP1 har 4%, AP2 4,5% och AP3 samt AP4 3,5% som målsättning. Sedan 2001 överpresterar Tredje och Fjärde AP-fonderna sina mål, Första AP-fonden presterar i linje med uppsatt mål, medan Andra AP-fonden underpresterar förväntan. Ur ett tioårigt perspektiv (2014-2023), överpresterar samtliga fonder sina långsiktiga mål, förutom Andra AP-fonden som presterar en genomsnittlig real avkastning på 3,9%, 0,6 procentenheter under

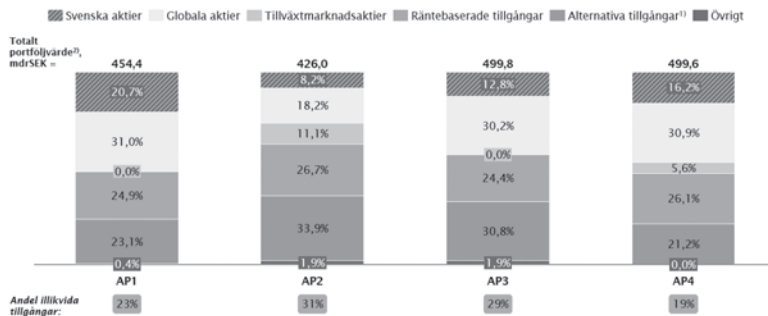


sin förväntan på 4,5%. Sett över de senaste fem åren (2019–2023) överpresterar Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna sina långsiktiga avkastningsmål, medan Andra AP-fonden underpresterar sin förväntan.

Under 2023 har Sverige haft en fortsatt hög, men nedåtgående, inflationstakt, med höga räntor, lägre konsumtion och minskade bostadsinvesteringar. Arbetslösheten har ökat och den svenska ekonomin befinner sig nu (2024-02-26) officiellt i en recession<sup>1</sup>. Samtidigt har omvärlden karaktäriserats av en rad oförutsägbara geopolitiska händelser som påverkat leverantörskedjor, råvarupriser och finansiella marknader. I USA har finanspolitiken varit expansiv med ett stort statsfinansiellt underskott som har stimulerat ekonomin, vilket motverkats av en penningpolitik som varit mer restriktiv med höjda räntor. I Europa har överlag både finans- och penningpolitiken varit mer restriktiv.

Trots detta har ingen av Första till Fjärde AP-fonderna haft en negativ real avkastning under 2023. I relation till 11 utvalda och jämförbara pensionsfonder i länder som bland annat Norge, Finland, Danmark, Kanada och Australien (se Figur 19), är fondernas avkastningar goda. Första till Fjärde AP-fonderna hade under 2023 en högre avkastning än kontrollgruppen, och på fem- samt tioårig sikt är avkastningen bättre än majoriteten av de internationella pensionsfonderna. För en utvidgad diskussion och jämförelse med internationella pensionsfonder, med avseende på avkastning och kapitalförvaltningsstrategi, se avsnitt 3.1.4.

#### Tillgångsallokering 2023, Första till Fjärde AP-fonderna, procent av total portfölj



Källa: Första till Fjärde AP-fonderna

Not: 1) 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  
 2) Tillgångsallokeringen som presenteras är nettoallokering per tillgångsslag vilket betyder att derivat och andra finansiella instrument som används för hävstångseffekter i portföljen, är nettade mot det tillgångsslag som derivatet är hänförligt till

Figur 3: Tillgångsallokering, Första till Fjärde AP-fonden, 2023

AP-fonderna bestämmer, inom ramarna som anges i lagstiftningen, vilken fördelning av tillgångsslag som ska ingå i respektive investeringsportfölj (se Figur 3 ovan). Tillgångsallokering skiljer sig inom bland annat tillgångsslaget globala aktier, där Andra AP-fonden, relativt övriga fonder, har en relativt låg exponering. Detta mönster uppenbarar sig också inom svenska aktier, där Första AP-fonden utmärker sig med störst exponering mot den svenska noterade aktiemarknaden. Inom alternativa tillgångar har Andra och Tredje AP-fonden störst exponering, medan Första och Fjärde AP-fonderna har en något lägre nivå som uppgår till strax över 20 procentenheter av totala portföljen. Samtliga fonder ligger på en relativt jämn nivå avseende ränteförvaltningen. Under 2023 har de noterade aktieinnehaven,

<sup>1</sup> SCB via Konjunkturinstitutet

särskilt globala aktier med amerikanska teknikföretag, sammantaget bidragit positivt till avkastningen för Första till Fjärde AP-fonderna, medan alternativa tillgångar påverkat det negativt. Detta har resulterat i en förändring i den procentuella tillgångsallokeringen, där globala aktier i utgången av 2023 utgjorde 29,5% (554 miljarder) av fondernas totala tillgångar, jämfört med 26,4% (464 miljarder) vid utgången av 2022. Enligt samma mönster, och som en spegling av marknadsutvecklingen inom noterade aktier, har allokeringen mot svenska aktier ökat från 13,1% (231 miljarder) av totalt förvaltad kapital, till 14,9% (280 miljarder). En motsatt effekt har utkristalliserat sig inom alternativa tillgångar som vid årets slut utgjorde 27,1% (30,3% i 2022) av fondernas totala förvaltade kapital.

### 1.5. Sjätte AP-fonden

Vid 2023 års slut förvaltade Sjätte AP-fonden 70,7 miljarder kronor (67,7 miljarder i sysselsatt kapital<sup>2</sup>) och hade 32 anställda i organisationen, varav 14 arbetade med kapitalförvaltningen.

Sjätte AP-fonden är en av de fem buffertfonderna i inkomstpensionssystemet, men skiljer sig från Första till Fjärde AP-fonderna på flera punkter. Fonden investerar enbart i onoterade tillgångar och är en stängd fond<sup>3</sup>, vilket innebär att varken inflöden eller utflöden till pensionssystemet sker. Begränsningen av inflöden och utflöden är logisk, då fondens långsiktiga investeringar innebär att likviditet in löpandes kan tas ur fonden.

#### Sjätte AP-fondens årliga nominella avkastning 1997-2023 och avkastningsmål

	2023	2019-2023	2014-2023	1997-2023
APG	3,0%	15,3%	12,3%	7,3%
APG investeringsverksamhet <sup>1)</sup>	2,8%	20,4%	17,5%	10,5%
Avkastningsmål <sup>2)</sup>	-1,9%	11,4%	14,0%	N/A
Inkomstindex	4,6%	3,5%	2,8%	3,0%

Källa: Sjätte AP-fonden, SCB

Not: 1) Sjätte AP-fondens avkastning exklusive effekter av valutasäkringar och likviditetshantering 2) Avkastningsmålet utgörs av ett index som består av 90% Burgiss All (avkastning i en onoterad medianfond) samt 10% OMBX T-bill (representerar fondens likviditetsbehov. Sjätte AP-fondens mål avser rullande femårsperioder - andra redovisade tidsperioder är enbart i jämförande syfte

Figur 4: Sjätte AP-fondens årliga nominella avkastning, 1997-2023 och avkastningsmål

Avkastningen i investeringsverksamheten (exklusive likviditetsförvaltning och valutasäkring) uppgick till 2,8% under 2023, medan den totala avkastningen för Sjätte AP-fonden uppgick till 2,1 miljarder kronor, motsvarande en uppgång på om 3,0%. Sedan 1997 har Sjätte AP-fonden sammantaget avkastat 7,3% årligen och ur tioårigt perspektiv (2014-2023) 12,3%. Fonden införde 2021 ett avkastningsmål på femårig sikt, som under perioden 2019-2023 avkastat 11,4%, jämfört med fondens egen avkastning som varit 15,3%.

<sup>2</sup> Sysselsatt kapital är definierat som det kapital som är investerat i portföljen

<sup>3</sup> Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden

Under den senaste tioårsperioden var Sjätte AP-fondens avkastning lägre än jämförelseindexet, vilket till viss del kan attribueras till att indexet i huvudsak är definierat i amerikansk dollar, som kronan kraftigt försvagats emot senaste åren. Det bör också noteras att mått för denna tidsperiod (2014–2023) inkluderar avkastning som härrör till investeringar gjorda innan fondens stora strategiska omgörning 2012, vilket påverkar jämförbarheten. Dessutom får Sjätte AP-fonden enligt lagkrav ha max 10% exponering mot utländsk valuta, vilket gjort att svenska kronans försvagning påverkat fondens likviditetshandling och resultat negativt. För en utvecklad detaljering av valutasäkringskravet och dess implikationer på fondens likviditetshandling och övergripande investeringsverksamhet, se kapitel 8.

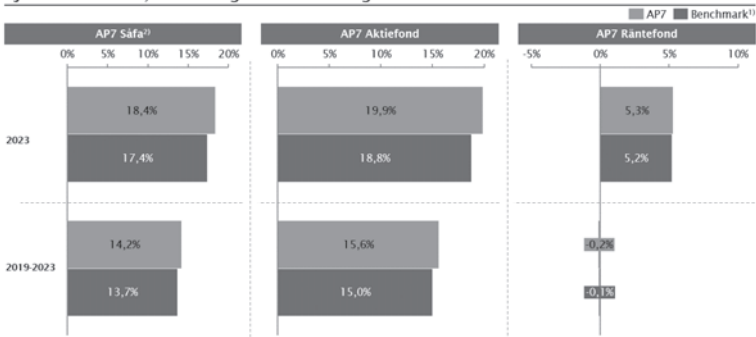
### 1.6. Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fondens organisation består av 46 personer, varav 14<sup>4</sup> inom kapitalförvaltningen. Totalt förvaltades 1 106 miljarder kronor vid utgången av 2023 (992 miljarder kronor i AP7 Aktiefond och knappt 114 miljarder i AP7 Räntefond).

Till skillnad från Första till Sjätte AP-fonderna (buffertfonderna), är Sjunde AP-fonden inte en del av inkomstpensionssystemet, utan är det statliga förvalsalternativet för premiepensionen. Sjunde AP-fondens kapital kommer från sparare som inte aktivt valt en annan förvaltare för sin premiepension. Fondens förvalsalternativ är AP7 Såfa, som är en fondportfölj vars tillgångsallokering (och därmed riskprofil) är generationsbaserad och justeras således utifrån spararens ålder. Portföljen är en mix av Sjunde AP-fondens två fonder, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Dessa fonder är även valbara alternativ på premiepensionens fondtorg.

AP7 Såfas avkastning (den kapitalviktade avkastningen för samtliga sparare i fonden) uppgick under 2023 till 18,4%, att jämföra med index för hela premiepensionens fondrörelse (exklusive AP7) om 17,4%. Aktiefonden avkastade 19,9% under 2023 och räntefonden 5,3%. Under en femårsperiod (2019–2023) har AP7 Såfa, utifrån ett kapitalviktat perspektiv för fonden i sin helhet, överpresterat indexet, med en genomsnittlig avkastning om 14,2%, i jämförelse med indexets avkastning 13,7%.

**Sjunde AP-fonden, avkastning och målsättning 2019-2023**



Källa: Sjunde AP-fonden, Pensionsmyndigheten  
 Not: 1) För AP7 Såfa används den kapitalviktade avkastning för MSCI ACWI och HMT74 för respektive period. För AP7 aktiefond används MSCI ACWI som benchmark index. Benchmark för AP7 räntefond är HMT74, ett ränteindex publicerat av SHB  
 2) Avkastningen för AP7 Såfa är kapitalviktad (split mellan aktie- och räntefond) per period

Figur 5: Sjunde AP-fondens avkastning och målsättning, 2019–2023

<sup>4</sup> 13 anställda inom kapitalförvaltningsorganisationen och 14 inkluderat kapitalförvaltningschefen

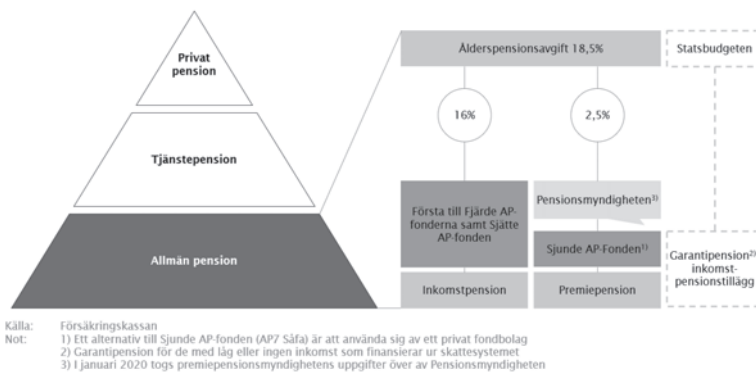


## 2. AP-fondernas syfte, historik och global kontext 2001-2023

### 2.1. AP-fondernas syfte och historik

AP-fondernas syfte är att säkerställa pensionssystemets långsiktiga finansiering genom att skapa balans mellan pensionsavgifter och pensionsutbetalningar genom en långsiktigt positiv avkastning som genereras av ansvarsfulla investeringar. Den allmänna pensionen indelas i inkomstpensionen, där Första till Fjärde AP-fonderna samt Sjätte AP-fonden ingår, och premiepension (ett individuellt och premiebaserat system), som utgörs av Sjunde AP-fonden och privata fondbolag. Till skillnad från Första till Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, kan en individ välja var denne vill placera sin premiepension – antingen i statliga förvalet AP7 Såfa, eller i ett annat, privat fondbolag via premiepensionens fondtorg.

#### Översikt av pensionssystemet



Figur 6. Översikt av pensionssystemet

Det nuvarande svenska pensionssystemet förändrades väsentligt under slutet av 1990-talet. Redan på 1980-talet uppmärksammades en finansiell instabilitet i det dåvarande ATP-systemet, som var kopplat till den allmänna prisutvecklingen. I takt med demografiska förändringar där medellivslängden kraftigt ökade och en mer återhållsam svensk ekonomisk utveckling under 1990-talet, blev resultatet påfrestningar på pensionssystemet. Som konsekvens inleddes ett politiskt reformarbete, som utmynnade i det nuvarande svenska pensionssystemet.

Förändringen innebar att det gamla ATP-systemet ersattes med ett inkomstbaserat system där individens pension beräknas på hela dennes livsinkomst. Premiepensionen, som innebär att pensionsspararen själv kan välja var en andel av allmänna pensionen ska investeras, infördes även. Till skillnad från det gamla systemet är det nya i högre grad fonderat, vilket innebär att medel placeras i de olika AP-fonderna. Detta mer fonderade system innebar en övergång från det tidigare systemet som var huvudsakligen omsorgsbaserat, där de arbetsaktivas skattebetalningar direkt finansierade de utgående pensionerna. I det fonderade systemet ackumuleras medel över tid genom investeringar, vilket bidrar till pensionssystemets långsiktiga hållbarhet och minskar beroendet av den aktuella demografiska situationen och arbetsmarknadens tillstånd. Systemförändringen innebar även införandet av en automatisk balanseringsmekanism, som justerar pensionsutbetalningarna inom

inkomstpensionen beroende på systemets finansiella ställning mätt i det så kallade balanstalet (se avsnitt 2.2, Figur 12, för en utvidgad utläggning kring balanstalet), detta med den logiska grunden att kunna värdesäkra pensionerna på lång sikt.

Därtill är det nuvarande svenska pensionssystemet, utom premiepensionen, konstruerat som ett "pay-as-you-go"-system, vilket innebär att de nuvarande inbetalningarna till pensionssystemet finansierar utbetalningarna till dagens pensionärer. Detta sker med målsättningen att pensionssystemet ska vara självfinansierande över tid.

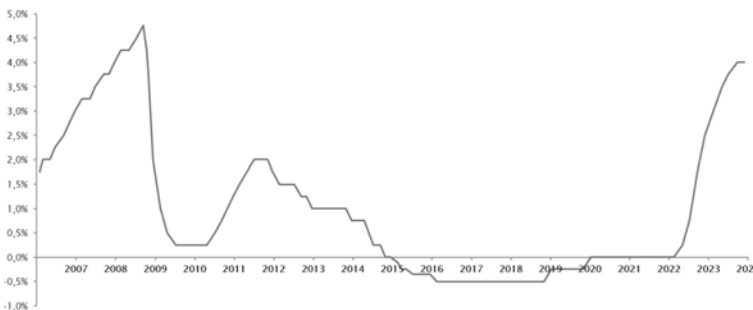
## 2.2. Global kontext och utveckling 2001–2023

### 2.2.1. Femårigt perspektiv

Under de senaste fem åren har AP-fonderna behövt navigera genom ett komplext och utmanande makroekonomiskt och geopolitiskt landskap präglat av ett antal betydande händelser. Dessa förlopp har en naturlig påverkan på hur AP-fonderna kunnat bedriva sina verksamheter och investeringar för att leverera gentemot sina mål och generera en långsiktigt stabil avkastning. Fonderna har därför anpassat sig för att hantera turbulenta och föränderliga tider. Detta har gjorts genom att fortsätta diversifiera sina investeringsportföljer, vilket inkluderar att i större omfattning än tidigare integrera ESG-faktorer (miljö, socialt ansvar, och bolagsstyrning) i sina investeringsbeslut. Dessutom har de antagit andra strategier som syftar till att sprida risk och hitta möjligheter som kan skapa värde på lång sikt. Denna balans mellan att maximera avkastning och hålla risker på en hanterbar nivå är central för AP-fondernas uppdrag att säkerställa pensionssystemets finansiella stabilitet för nuvarande och framtida generationer.

I början av 2019 hade svenska styrräntan legat under nollstrecket i nästan fyra år (se Figur 7 nedan). Detta skapade ett marknadsklimat där avkastningen för räntebärande tillgångar kraftigt sjönk, medan avkastningsmöjligheterna och därmed attraktionsgraden av investeringar på aktiemarknader och alternativa investeringar ökade avsevärt. Det exceptionella penningpolitiska klimatet innebar ett ökat behov för AP-fonderna att anpassa sina strategier.

Sveriges styrränta, utveckling 2006-2023



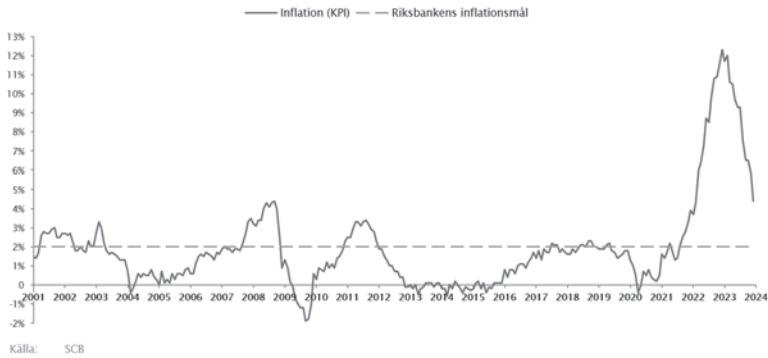
Källa: Riksbanken

Figur 7: Sveriges styrränta, utveckling 2006-2023

År 2020 präglades till stor del av den globala pandemivågen, som fick exceptionella konsekvenser på investeringsklimatet. Nedstängningen av stora delar av samhället, både i Sverige och i omvärlden, fick initialt påtagligt nedåtgående reaktioner på aktiemarknader. Många svenska företag, i synnerhet dem kraftigt påverkade av ett nedstängt samhälle, fick ekonomiska bekymmer och antalet konkurser i Sverige ökade kraftigt. AP-fonderna fick bland annat nya placeringsregler, exempelvis att högsta tillåtna ägarandelen fonderna fick ha i ett svenskt företag höjdes från 10% till 15%, givet att ökningen skedde genom en nyemission, vilket beslutades av Riksdagen den 11 mars 2020<sup>5</sup>. Den kraftiga nedgången på aktiemarknaderna i Sverige och internationellt innebar en utmaning i strategiska beslutsfattandet för mindre långsiktiga innehav. Trots pandemins betydande påverkan på världsekonomin återhämtade den sig relativt fort, delvis av omfattande stimulansåtgärder från regeringar och centralbanker.

Ungefär samtidigt som de sista pandemirestriktionerna släppte i Sverige februari 2022 och stora delar av världen återöppnades, inleddes Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina. Vad som följde var en kraftig påverkan på det internationella makroekonomiska klimatet och betydande förändringar i den svenska ekonomin och penningpolitiken. Den geopolitiska situationen hade en stark påverkan på bland annat globala leveranskedjeproblem, kraftiga ökningar av energi- och råvarupriser samt den högsta inflationstakten i Sverige på tre decennier. Första till Fjärde AP-fonderna hade under 2022 sina lägsta reala avkastningar sedan krisåret 2008.

**Sveriges inflationstakt, 2001-2023**



Figur 8: Sveriges inflationstakt, 2001–2023

Till följd av den kraftiga svenska inflationen höjde Riksbanken den svenska styrräntan från 0% i början av 2022 till 4% i slutet av 2023. Den ökade styrräntan resulterade återigen i en markant förändring av det svenska investeringsklimatet för AP-fonderna att ta hänsyn till då många företag och industrier, som bygg- och fastighetsbranschen, påverkades negativt. Även investeringar i tillgångar starkt beroende av lånefinansiering, som noterade aktier (eng: private equity), har behövs revideras med det nya ränteläget. Samtidigt höjdes styrräntorna runtom i världen, bland annat av amerikanska Fed och europeiska ECB, vilket på liknande sätt påverkat investeringsutsikter runtom världen. Räntehöjningarna har däremot även öppnat upp mer attraktiva möjligheter för investeringar i andra tillgångsslag, som räntebärande värdepapper.

<sup>5</sup> Prop. 2019/20:57, Regeringskansliet

Den kraftiga svenska inflationen kombinerat med osäkra utsikter för svensk ekonomi har under de senaste åren resulterat i en försvagad kronkurs. Detta har inneburit att AP-fondernas investeringar i internationella tillgångar, som följd av valutakursförändringen, har ökat i värde relativt till investeringarna i svenska kronor. Resultatet av detta kan bli en förändring av allokeringen av det förvaltade kapitalet till att bli mer koncentrerat till internationella tillgångar.

Växelkursutveckling, SEK mot EUR och USD, 2019-2023



Figur 9: Växelkursutveckling, SEK mot EUR och USD, 2019-2023

Det geopolitiska klimatet fortsätter alltjämt vara osäkert, vilket skapar en oförutsägbarhet i världens marknader framåt. Invasionen av Ukraina fortlöper ännu och kriget mellan Hamas och Israel, som bröt ut i slutet av 2023, eldar på den geopolitiska oron och resulterar i brutna leverantörskedjor och riskerar påverka världsekonomin negativt.

Trots geo- och penningpolitisk osäkerhet hade många aktiemarknader under slutet av 2023 en stark utveckling, vilket till stor del drevs av storbolagssegmenten. I synnerhet amerikanska teknikaktier ökade kraftigt i värde. En grupp av företag som under 2023 ökade materiellt i värde var de så kallade *Magnificent Seven*, vilket är en vedertagen benämning för de sju största amerikanska teknikföretagen<sup>6</sup>. Sammantaget hade dessa sju aktier en genomsnittlig avkastning under 2023 på 111%. Detta medför även potentiella koncentrationsrisker (se avsnitt 3.1.1 för detaljerad beskrivning av koncentrationsrisker) för AP-fonderna, som har betydande investeringar inom sektorn.

<sup>6</sup> Avser de amerikanska företagen Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Tesla och Nvidia



Utveckling på underliggande marknader 2019-2023<sup>1)</sup>, index där 2019 = 100



Källa: MSCI, SIX, S&P  
Not:  
1) Total indexutveckling inklusive utdelningar  
2) Svenska aktier (SIXRX) i SEK, Globala aktier (MSCI World), Tillväxtmarknadsaktier (MSCI Emerging Markets), US statsobligationer (amerikanska statsobligationer 5 år) i USD, Svenska statsobligationer (S&P Sweden Sovereign bond index)

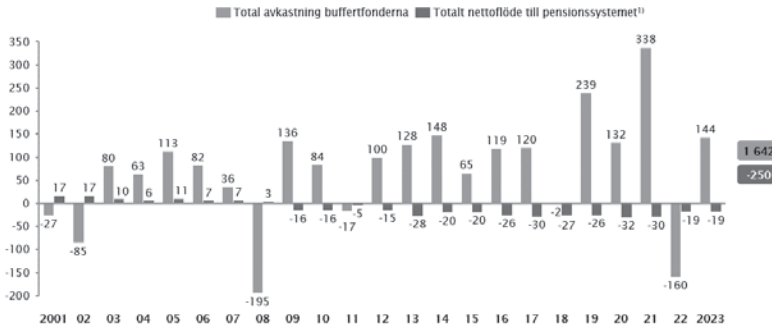
Figur 10: Utveckling på underliggande marknader 2019-2023

De senaste fem årens oförutsägbara händelser och marknadsfluktuationer har gjort att AP-fonderna befunnit sig i en exceptionell situation att navigera genom, i synnerhet gällande mer kort- och medelfristiga investeringar. Tidsperioden har inneburit ett starkt behov av att revidera och fastställa de strategier som ligger till grund för fondernas långsiktiga värdeskapande och tillförande till det svenska pensionssystemet.

### 2.2.2. Längre perspektiv

Sedan ombildningen av AP-fonderna 2001 har en rad händelser påverkat det klimat som fonderna bedriver sina verksamheter och investeringar i. Sett ur ett längre tidsperspektiv har AP-fonderna verkat för att manövrera ett antal perioder av ekonomisk osäkerhet och allvarlig finansiell turbulens på kapitalmarknaderna, däribland IT-bubblan med efterföljande kris under tidigt 2000-tal och den globala finanskrisen under 2008. Dessa händelser, som under ett längre tidsperspektiv betraktas som de mest materiella, sett tillsammans med ett demografiskt mönster som under de senaste 25 åren präglats av hög nettoinvandring och en åldrande befolkning, har understrukit vikten av långsiktighet i pensionsfondernas verksamhet – med det övergripande syftet att generera stabil avkastning genom aktiv förvaltning och därigenom jämna ut perioder av löpande över- och underskott mellan inbetalningar av pensionsavgifter och utbetalningar av pensioner. 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 inkomstpension varje år. Ett negativt nettoflöde innebär följaktligen att en större summa betalas ut som inkomstpension än vad systemet får in form av pensionsavgifter. Sedan starten 2001 har fondernas totala avkastning i absoluta termer överstigit nettoflödet, som varit negativt sedan 2009. Det totala kapitalet under förvaltning av buffertfonderna har därmed ökat. 2023 uppgick nettoflödet till 19 miljarder kronor.

**Total avkastning efter kostnader samt nettoflöde till pensionssystem, Första till Fjärde AP-fonden, 2001-2023, SEK mdr**



Källa: Första till Sjätte AP-fonden

Not: 1) Totalt nettoflöde till pensionssystemet avser betalningar från AP1-4, AP6 är en stängd fond och gör således inga utbetalningar

Figur 11: Total avkastning efter kostnader samt nettoflöde till pensionssystemet, Första till Fjärde AP-fonden, 2001-2023

Den finansiella ställningen av inkomstpensionssystemet uttrycks genom det så kallade balanstalet, ett nyckeltal som beskriver systemets tillgångar (summan av framtida inbetalningar och buffertfondernas samlade förvaldade kapital) dividerat med dess skulder (summan av framtida betalningsåtaganden). Om balanstalet överstiger 1,0 skrivs värdet av pensionsrätterna upp med den genomsnittliga löneökningstakten, uttryckt i inkomstindex. Om balanstalet däremot understiger 1,0 – det vill säga att totala skulder överstiger motsvarande tillgångar, initieras en automatisk balansering (refereras vanligen till som *bromsen*), som innebär att värdet av pensionsrätterna skrivs upp med en mer timid faktor än löneökningen, eller temporärt inte skrivs upp alls. Den andel av totala pensionssystemtillgångar som utgörs av buffertfonderna har historiskt sett varit relativt låg och avgiftstillgångarna har således utgjort lejonparten av tillgångssidan. Under 2001, när nuvarande buffertfondstruktur implementerades, utgjorde buffertfonderna cirka 10% av tillgångarna. Över tid har detta emellertid förskjutits något och under 2023 utgjorde buffertfonderna 15,6% av totala tillgångarna – vilket betyder att buffertfonderna sedan start har bidragit positivt till balansen i det övergripande pensionssystemet.



Figur 12: Tillgångar, skulder och balans i inkomstpensionssystemet, 2001-2023

År 2008 var det första tillfället i buffertfondernas historia sedan starten 2001 som balansstaket understeg 1,0 (se Figur 12) – detta reflekterar den här tidsperioden som, enligt diskussionen ovan, präglades 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 dess har balansstaket, med undantag för 2012, uppvisat en växande trend till en stabil nivå över gränsvärdet.

### 3. Första till Fjärde AP-fondernas gemensamma utveckling

I detta avsnitt detaljeras hur AP-fondernas gemensamma utveckling varit under det gångna året, ur ett 5-årigt perspektiv, ur ett 10-årigt perspektiv samt sedan starten 2001. Avsnittet redovisar Första till Fjärde AP-fondernas avkastning och risk, tillgångsallokering och illikvida tillgångar. Det görs även en jämförelse med internationella pensionsfonder och Första till Fjärde AP-fondernas avkastning, tillgångsallokering och fördelning av interna samt externa mandat över tid.

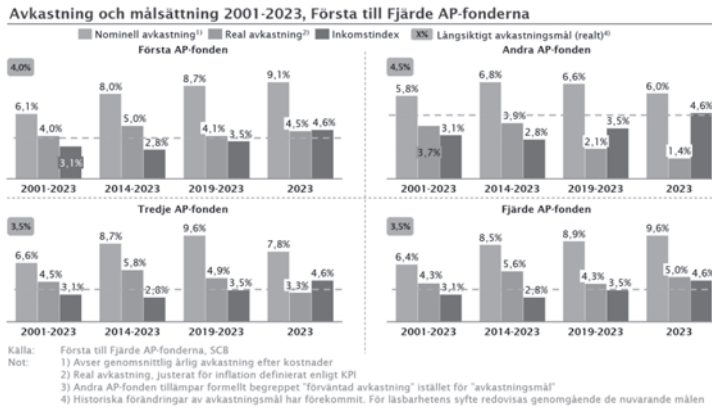
Det är värt att notera att respektive enskild AP-fond varken har skyldighet eller rätt att gemensamt samordna eller ta hänsyn till de andra buffertfonderna, alternativt på annat sätt samverka avseende investeringsportföljer.

#### 3.1. Första till Fjärde AP-fondernas utveckling 2023

Under 2023 har den sammantagna avkastningen för Första till Fjärde AP-fonderna varit 8,1%, motsvarande 144 miljarder kronor. Samtliga fonder redovisade en positiv realavkastning, i kontrast till 2022 års utveckling, då samtliga Första till Fjärde AP-fonderna redovisade sin lägsta realavkastning sedan 2008.

Första till Fjärde AP-fonderna har alla ett satt långsiktigt avkastningsmål och förväntad avkastning (AP2) på real basis, som ska vara vägledande för respektive fond i sina investeringar och risktagande. Eftersom målen är definierade på längre sikt används de inte som jämförelsetal på årsbasis. Första AP-fonden har ett långsiktigt reallt avkastningsmål om 4%, Andra AP-fonden en långsiktigt förväntad avkastning om 4,5%, Tredje AP-fonden 3,5% långsiktigt avkastningsmål och Fjärde AP-fonden 3,5% långsiktigt avkastningsmål. Anledningen till skillnaden i avkastningsmål/förväntad avkastning fonderna emellan är en följd av AP-fondernas individuella och fristående investerings- och förvaltningsstrategier. Det reflekterar även den lagstadgade autonomi respektive fond har.

Den årliga reala tillväxttakten senaste fem åren (2019–2023) har för Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna överskridit det långsiktiga reala avkastningsmål respektive fond etablerat. Andra AP-fonden, som tillämpar en *förväntad avkastning* som avkastningsmått (men kan likställas med resterande fonders avkastningsmål) är den enda av Första till Fjärde AP-fonderna som avkastat lägre. Ur ett tioårigt perspektiv (2014–2023) ter sig utfallet likadant – Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna överpresterar sina långsiktiga mål, medan Andra AP-fonden underpresterar sin förväntan. Sedan ombildningen av AP-fondsystemet till idag (2001–2023), som är den längsta och därmed den mest rättvisande tidsperioden att jämföra respektive AP-fonds avkastning med sina långsiktiga avkastningsmål, ser förhållandet ungefär likadant ut. Första AP-fonden tangerar sitt långsiktiga reala avkastningsmål, medan Tredje och Fjärde AP-fonderna överträffar sina respektive, och Andra AP-fonden, som har det högsta reala avkastningsmålet/förväntade avkastningen, underpresterar sitt.



Figur 13: Första till Fjärde AP-fondens avkastning och målsättning, 2001-2023

### 3.1.1. Avkastning och risk

Första till Fjärde AP-fonderna ska enligt lag ha en låg total risknivå och fondmedlen ska, utifrån vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.<sup>7</sup> Vad som åsyftas med "låg risk" eller vilken nivå av risktagande det implicerar är i lagen inte definierat, utan hanteras av fonderna och respektive styrelse själva, men lagkrav gällande exempelvis valutaexponering och illikvida tillgångar är konkreta exempel på hur risknivån regleras genom laglimiter. Är AP-fondernas risknivå för hög, innebär det att en risk för en signifikant nedgång och därmed instabilitet i pensionssystemet på kort sikt, vilket kan resultera i att *bromsen* utlöses. Å andra sidan innebär ett för lågt risktagande att den förväntade avkastningen kan bli otillräcklig för att stödja en långsiktigt hållbar utveckling av pensionssystemet, och *bromsen* därmed kan utlösas på längre sikt. Således är det av stor vikt att risknivån sätts utifrån både de kortsiktiga och långsiktiga behoven av pensionssystemet.

För att analysera den risk som AP-fonderna har i sina portföljer krävs att begreppet risk definieras. Risk kan betraktas ur flera perspektiv, vanligtvis genom den volatilitet en investering har, samt risken för att investeringen ska tappa hela eller stora delar av sitt värde. I kontexten av AP-fonderna är den största faktorn att ta hänsyn till stabiliteten i pensionssystemet. Eftersom fonderna ska kunna vara en stabiliserande buffert under tider då inbetalningarna till pensionssystemet är lägre än utbetalningarna, är det absolut viktigaste att denna plikt fullföljs. Skulle detta misslyckas och *bromsen* aktiveras, innebär det att dagens pensionärer får en stagnerande eller sänkt pension, för att kunna säkerställa pensionssystemets långsiktiga stabilitet. Ur ett avkastningsperspektiv finns också en långsiktig risk att AP-fonderna underpresterar inkomstindex, alltså hur mycket lönerna i samhället ökar, vilket också medför en obalans i framtida pensionsutbetalningar.

<sup>7</sup> Lag (2018:2013)

### 3.1.1.1. ALM-analys

I sitt arbete för att ange risknivå i portföljen bedriver AP-fonderna ALM (Asset and Liability Management)-analys. Syftet med detta är, liksom annan riskreglering, att analysera och minimera risken att aktivera *bromsen*, där pensionsutbetalningarna blir lägre. Denna analys utgår från Pensionsmyndighetens scenarier för hur den demografiska utvecklingen i Sverige ska se ut, eftersom detta är centralt i hur förvaltningen ska konstrueras för att kunna garantera den långsiktiga stabiliteten i pensionssystemet.

I sina respektive riskanalyser utgår respektive AP-fond från Pensionsmyndighetens pessimistiska scenario<sup>8</sup>, alltså att andelen arbetande i förhållande till den pensionerade befolkningen sjunker. Utöver detta behöver fonderna även hitta en fungerande risknivå som säkerställer pensionssystemets framgång på både kort och lång sikt. En för hög risknivå kan kortsiktigt resultera i att *bromsen* utlöses, medan en för låg risknivå kan resultera i att *bromsen* utlöses på lång sikt, eftersom den förväntade avkastningen vid ett lågt risktagande också blir låg, vilket kan resultera i att avkastningen understiger utvecklingen av inkomstindex.

ALM-analysen innebär att ett stort antal scenarier modelleras för att analysera vilken avkastning som kan uppnås vid en given risknivå. Därifrån dras en slutsats av vilken risknivå som är av störst nytta för pensionssystemets långsiktiga stabilitet. Detta blir även vägledande för AP-fonderna i vilka långsiktiga avkastningsmål fonderna bör ha.

### 3.1.1.2. Sharpekvot

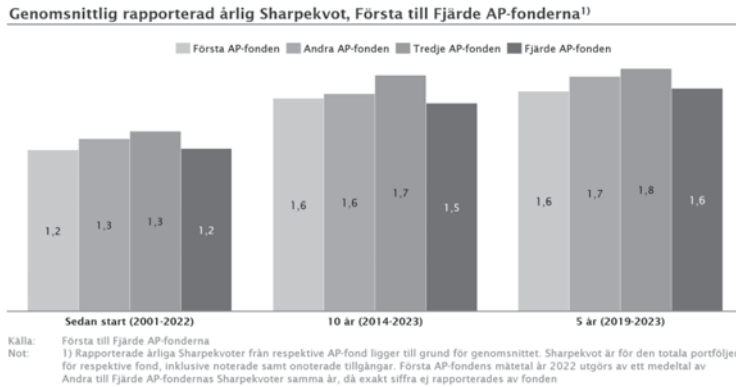
Ett statistiskt mått som reflekterar den volatilitet AP-fonderna har i sin portfölj är den så kallade Sharpekvoten, som mäter avkastningen i en portfölj i relation till standardavvikelsen (volatiliteten), som i denna kontext kan likställas med risk. Även om mätetalet är vanligt förekommande i bedömningen av riskjusterad avkastning, finns vissa problem i dess tillämpning på AP-fonderna.

Sharpekvoten beräknas utifrån dagliga portföljvärden, vilket är mindre relevant för AP-fonderna, vars uppdrag är mycket långsiktigt. En bedömning av fondernas risktagande i form av kortsiktig volatilitet behöver därmed inte reflektera prestationen i förhållande till det långsiktiga målet, och ett strävande efter så låg volatilitet eller hög riskjusterad avkastning som möjligt behöver heller inte vara det mest åtråvärda över tid. Metodologiska problem kan även uppstå då AP-fonderna har betydande illikvida tillgångar, vilka inte kan värderas på en daglig basis, och därmed tekniskt sett sänker volatiliteten i portföljen.

Trots problemen som existerar med tillämpningen av Sharpekvoten i förhållande till AP-fondernas långsiktiga målsättning så används måttet i denna utvärdering. Detta är eftersom Sharpekvoten är ett frekvent förekommande mått för riskjusterad avkastning inom kapitalförvaltning, men bör alltså betraktas som en fingervisning och indikation i detta fall. Vid framtida utvärderingar kan användningen av Sharpekvot som verktyg för att utvärdera AP-fondernas prestation behöva revideras för att åstadkomma ett så ändamålsenligt sätt att bedöma fonderna som möjligt.

---

<sup>8</sup> Orange rapport 2021, sida 65–83



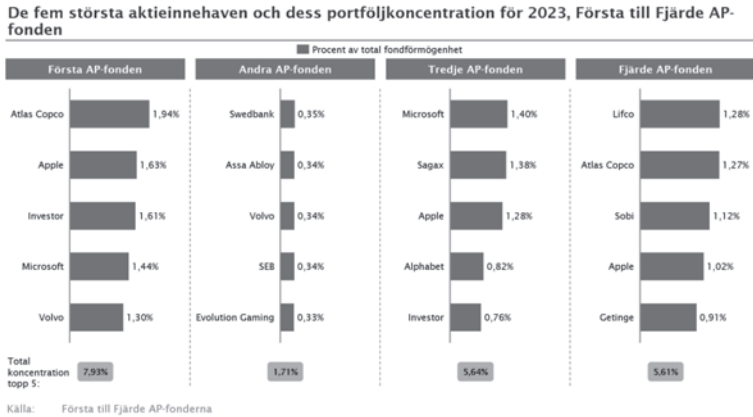
Figur 14: Genomsnittlig sharpekvot, Första till Fjärde AP-fonden

### 3.1.1.3. Koncentrationsrisk

Ett annat sätt att betrakta risken i AP-fondernas investeringar och förvaltning är att analysera koncentrationsrisken, alltså hur hög koncentration respektive fond har av specifika tillgångar i sina portföljer. Utöver förvärv och avyttringar av värdepapper kan förändringar på kapitalmarknader resultera i att vissa tillgångsslag eller specifika innehav utgör en oproportionerligt stor andel av portföljen till följd av en värdeuppgång/värdenedgång.

2023 karaktäriserades av stora fluktuationer i aktiemarknader, där många index i slutändan redovisade en stark avkastning. Däremot drevs detta till stor del av ett fåtal storbolagsaktier i många marknader och inte av en bred uppgång i hela indexet. Exempelvis överpresterade OMXS30GI (de 30 mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen, inklusive utdelning) OMXSGI (samtliga aktier listade på OMX Stockholm, inklusive utdelning). I USA avkastade S&P 500 (bestående av de 500 största börsnoterade amerikanska företagen) cirka 24%. Av detta var det emellertid *Magnificent Seven* (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia och Tesla) som drev en mycket stor andel av avkastningen. De sju aktierna hade en genomsnittlig avkastning på 111% under året.

På grund av den signifikanta skillnaden mellan vad olika aktier avkastade under 2023, så innebär detta att en potentiell koncentrationsrisk uppstår i AP-fondernas portföljer, då specifika innehav utgör en proportionerligt stor andel av det förvaldade kapitalet. Detta medför en risk, eftersom den stora exponeringen innebär att värdet på portföljen kraftigt kan minska, givet att innehaven med stor koncentration gör det.



Figur 15: De fem största aktieinnehaven och dess portföljkoncentration, 2023, Första till Fjärde AP-fonden

Första AP-fonden har den högsta koncentrationen av sina fem största aktieinnehav i förhållande den totala fondförmögenheten. I synnerhet innehaven Apple och Microsoft växte kraftigt under 2023, där den förstnämnde avkastade 48% och den sistnämnde 57%. Tredje och Fjärde AP-fonderna har en liknande koncentration av sina största innehav i förhållande till den totala fondförmögenheten, medan Andra AP-fonden har väsentligt lägre och särskiljer sig från de andra buffertfonderna.

#### 3.1.1.4. Styrningsrisker

Utöver risk i form av volatilitet i portföljen samt koncentrationen av innehav, behöver AP-fonderna även navigera genom risker i form av styrningen i portföljbolagen. I svenska pensionsklimatet har det under senaste tiden skett uppmärksammade händelser som resulterat i permanenta förluster av kapital i portföljer. Risken av att ett portföljbolag går omkull (eller kraftigt minskar i värde) i en av AP-fonderna är en reell risk som måste tas hänsyn till i verksamheterna – i synnerhet i volatila ekonomiska klimat där företag i vissa utsatta branscher kan påverkas kraftigt negativt på mycket kort tid. För att undvika dessa scenarier krävs gedigna resurser för att kontinuerligt utvärdera innehaven, samt i de tillfällen det är tillämpligt, aktivt engagera sig i styrningen av företaget för att undvika permanenta förluster.

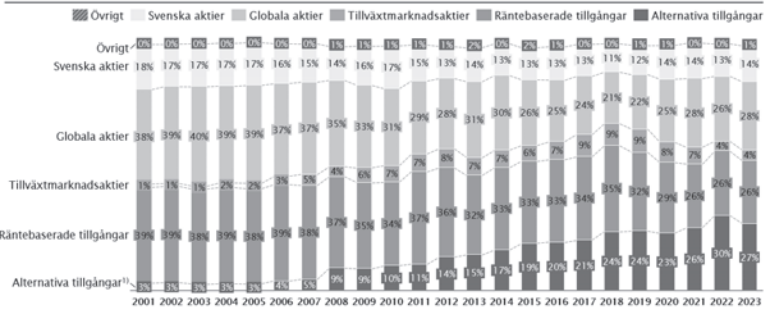
#### 3.1.2. Tillgångsallokering

Under 2023 har tillgångsallokeringen för Första till Fjärde AP-fonderna varit relativt oförändrad jämfört med 2022 års nivåer. Den generella trenden, som går åt utläsa hos Första till Fjärde AP-fonden (Figur 16 nedan), är att allokeringen mot alternativa tillgångar minskats under året, i regel motviktad av en ökad allokering mot noterade aktier, primärt globala men också svenska noterade innehav. Ackumulerat på alla fonder ökade i genomsnitt allokeringen mot svenska aktier med en procentenhet och allokeringen mot globala aktier ökade i genomsnitt med två procentenheter. Denna totala ökning på tre procentenheter speglas i en minskning av allokeringen mot alternativa tillgångar med motsvarande siffror. Dessa omallokeringar är bedömda att delvis vara en konsekvens av taktiska



omallokeringar hos fonderna, men också en påföljd av den starka avkastningen – och därmed växande positioner – inom noterade aktier under året. På samma sätt är den minskande allokeringen i alternativa tillgångar en följd av den negativa värdeutvecklingen (primärt inom fastigheter där exempelvis innehav i gemensamt ägda Vasakronan drar ned värdeutvecklingen), snarare än strategiska avvyrningar av tillgångar under året.

**Genomsnittlig tillgångsallokering<sup>9)</sup>, 2001-2023, procent av fondernas portfölj, Första till Fjärde AP-fonden**



Källa: Första till Fjärde AP-fonderna  
 Not: 1) 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  
 2) 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 hänförligt till. Alla siffror som presenteras är beräknade på utgående balans per år

Figur 16: Genomsnittlig tillgångsallokering, 2001–2023, procent av fondernas portfölj, Första till Fjärde AP-fonden

På en fondspecifik nivå skiljer sig allokeringen av tillgångar mellan AP-fonderna. En av de mest betydande skillnaderna fonderna emellan är andelen svenska aktier i portföljen, där Andra AP-fonden, relativt övriga fonder har lägst andel per 31 december 2023 (8,2%, jämfört med snittet på 14% för samma period). Vidare kan en liknande diskrepans utläsas inom globala aktier, där Andra AP-fonden i slutet av 2023 har en allokering som uppgår till 18,2%, att jämföra med 31%, 30,2% och 30,9% för Första, Tredje och Fjärde AP-fonden. Andra AP-fonden har emellertid, tillsammans med Fjärde AP-fonden, den största allokering (i procentuella termer) mot tillväxtmarknadsaktier, vilket uppgår till 11,1% (AP2) och 5,6% (AP4) av den totala allokeringen (övriga fonder har nära noll i nettoallokering<sup>9)</sup>).

### 3.1.3. Illikvida tillgångar

AP-fonderna 1-4 får enligt de lagstadgade reglerna<sup>10)</sup> sedan 2019 ha en större andel av sitt förvaltade kapital i illikvida tillgångar, inklusive fastigheter (40%). Detta har medfört en ökning av andelen illikvida tillgångar, som på fondgemensam nivå har ökat sett över den senaste tioårsperioden, vilket framgår av Figur 17 nedan. Illikvida tillgångar är definitionsmässigt likt alternativa investeringar, men överlappar inte helt och hållet<sup>11)</sup>. Sedan 2021 har emellertid samtliga Första till Fjärde AP-fonderna tillämpat en

<sup>9)</sup> Vissa av de övriga fonderna är exponerade mot tillväxtmarknadsaktier genom aktiederivat, exempelvis är i stort sett hela Första AP-fondens exponering mot tillgångsslaget per 2023 till följd av sådana derivat snarare än ett faktiskt innehav

<sup>10)</sup> Se 4 kap. § 5 Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder

<sup>11)</sup> 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

likadan definition av illikvida tillgångar, något som bör beaktas vid jämförelser av illikvida tillgångar över tid.

**Fördelning av illikvida tillgångar 2014-2023, Första till Fjärde AP-fonden**

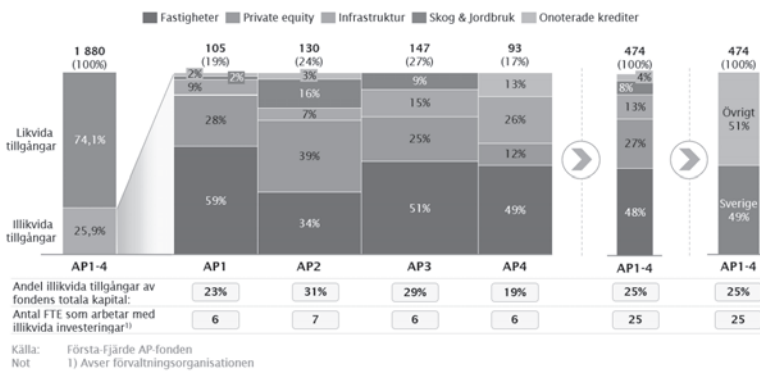


Källa: Första till Fjärde AP-fonderna  
Not: 1) Från och med 2021 tillämpar alla fonder samma definition av illikvida tillgångar, men 2020 och tidigare skiljer sig fördelningen åt mellan fonderna vilket påverkar jämförbarheten

Figur 17: Fördelning av illikvida tillgångar, 2014–2023, Första till Fjärde AP-fonden

De illikvida tillgångarna delas redovisningsmässigt in i kategorierna fastigheter, onoterade aktier (eng: private equity), infrastruktur, skog och jordbruk och onoterade krediter (eng: private debt). Under 2023 har avkastningen inom illikvida tillgångssegmentet överlag varit negativt, mycket på grund av en nedåtgående fastighetsmarknad, vilket – givet den aggregerade exponeringen på omkring 48% av den illikvida portföljen hos Första till Fjärde AP-fonden (se Figur 18 nedan) – har en stark påverkan på avkastningen. För en utvidgad fondspecifik diskussion kring illikvida tillgångar, se den grundläggande utvärderingen av respektive fond. Därtill, för en fördjupning i AP-fondernas verksamhet avseende illikvida tillgångar överlag, se bilagan *Fördjupad analys av AP-fondernas illikvida investeringar*.

**Översikt av illikvida tillgångsslag, 2023, Första-Fjärde AP-fonderna, mdrSEK**



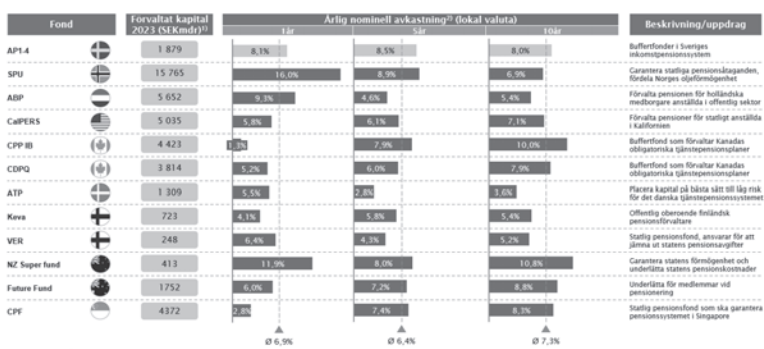
Figur 18: Översikt av illikvida tillgångsslag, 2023, Första-Fjärde AP-fonden

### 3.1.4. Internationell jämförelse

Första till Fjärde AP-fonderna kan jämföras mot internationella pensionsfonder i syfte att ge en indikation hur fonderna skiljer sig i avkastning, tillgångsallokering och andel extern förvaltning. Jämförelsen bör dock betraktas och analyseras med stor försiktighet och med beaktande att fonderna har olika mål, grunduppdrag, placeringsregler, åtaganden och exponering mot olika marknader.

Under 2023 överträffade de svenska AP-fonderna i genomsnitt de internationella jämförbara fonderna, med en genomsnittlig avkastning om 8,1%, en dryg procentenhet över det internationella snittet på 6,9% i denna sammanställning. Samma mönster uppenbarar sig även för den fondgemensamma avkastningen hos Första till Fjärde AP-fonderna ur ett fem- och tioårigt perspektiv, där AP-fondernas genomsnittliga årliga avkastning på 8,5% och 8,0% kan jämföras med det internationella snittet på 6,4% och 7,3%.

**Jämförelse med utländska pensionsfonder, årlig nominell avkastning**

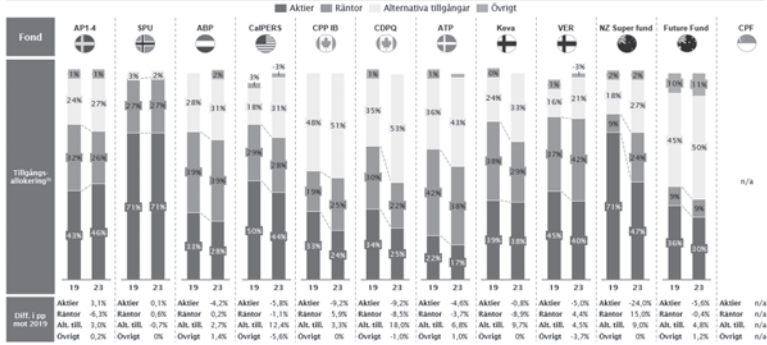


Figur 19: Jämförelse med internationella pensionsfonder, årlig nominell avkastning

Precis som de svenska AP-fonderna har även de internationella pensionsfonderna i regel ett definierat avkastningsmål över tid. Detta kan antingen vara en definierad procentuell siffra, eller utgå från en sammansättning av olika index som ska skapa en rättvisande jämförelseavkastning för fonderna att förhålla sig till. Arkwrights kvalitativa bedömning är att de flesta internationella pensionsfonderna över tid överträffar sina mål, men det skiljer sig i hur mycket. Denna överavkastning i förhållande till målen ger en fingervisning om fondernas relativa prestationer (emellertid bör som nämnt en rad faktorer beaktas vid jämförelsen av olika fonders avkastning).

I regel skiljer sig tillgångsallokeringen relativt mycket mellan pensionsfonder i olika länder, vilket framgår av Figur 20 nedan. Generellt ses en trend i att fler institutionella pensionsfonder allokera mer fondmedel till alternativa tillgångar, så som fastigheter, onoterade aktier (eng: private equity) och infrastruktur medan vissa, exempelvis NBIM (Norge) och NZ Super Fund (Nya Zeeland), har en större exponering mot noterade aktier. Vidare sticker AP-fonderna, tillsammans med NBIM ut som de enda fonderna som, sett över de senaste fem åren, allokera mer fondmedel till noterade aktier.

Jämförelse med utländska pensionsfonder, tillgångsallokering



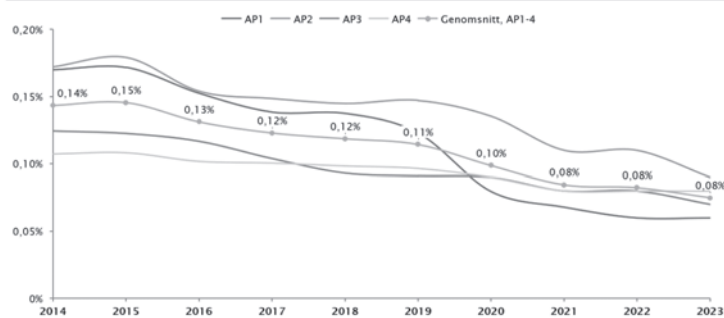
Källa: Första till Fjärde AP-fondens årsredovisningar och kvartalsrapporter.  
 Not: 1) Baserat på tillgänglig data för innehav och/eller exponering från årsredovisningar eller kvartalsrapporter. Därför kan data för vissa fonder skilja sig åt aktuellt, men det är den senaste publika datapunkten per fond som presenteras.

Figur 20: Jämförelse med utländska pensionsfonder, tillgångsallokering

Andelen av kapitalförvaltningen som sker internt inom pensionsfonderna eller är placerat hos externa mandat skiljer sig mellan olika länder och fonder. Data indikerar att många internationella fonder väljer att outsourca en betydande del av sin kapitalförvaltning till externa kapitalförvaltare – en av tio stora pensionsfonder förvaltar mer än 80% av sin portfölj internt, medan 41% uppger att inga av deras tillgångar förvaltas internt<sup>12</sup>. Denna preferens mot outsourcing kan härledas till en rad faktorer, såsom bristen på interna resurser och kompetens för att hantera vissa tillgångsklasser (speciellt investeringar i onoterade marknader så som onoterade aktier (eng: private equity)), och även en vilja att minska de interna riskerna som kan uppstå vid hantering av stora tillgångar. När AP-fonderna sätts i relation till de jämförbara internationella pensionsfonderna ligger de tillsammans med NBIM (Norge) i topp vad gäller andel av totala fondmedel som förvaltas internt – något som återspeglas i de totala förvaltningskostnaderna.<sup>13</sup> Första till Fjärde AP-fondens genomsnittliga förvaltningskostnad delat på totalt förvaltad kapital uppgick till 0,075% för 2023, vilket kan jämföras med jämförelsegruppens genomsnitt på 0,28% - se

<sup>12</sup> Mercer Large Asset Owner Barometer 2024  
<sup>13</sup> Det bör dock noteras att NBIM har ett stort antal olika externa mandat sedan många år

**Förvaltningskostnader<sup>1)</sup> som procent av totalt förvaltad kapital, Första till Fjärde AP-fonden, 2014-2023**



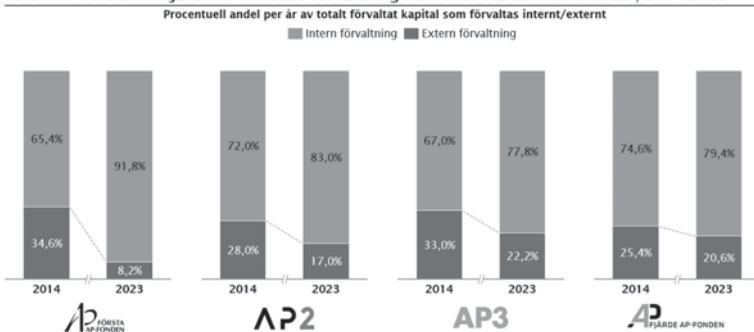
Källa: Första till Fjärde AP-fonden  
Not: 1) Innefattar provision- och rörelsekostnader

Figur 22 och avsnitt 3.1.5 nedan för en AP-fondgemensam redogörelse kring detta.

### 3.1.5. Intern och extern kapitalförvaltning

Sett över de senaste tio åren har Första till Fjärde AP-fonden uppvisat tydlig inriktning att bedriva allt mer intern kapitalförvaltning av fondmedel. Vid utgången av 2023 bedrev fonderna en stor andel av sin kapitalförvaltning via interna förvaltningsmandat istället för via externa mandat, vilket framgår av Figur 21 nedan.

**Andel av Första till Fjärde AP-fondens förvaltning som sker via externa mandat, 2014-2023**

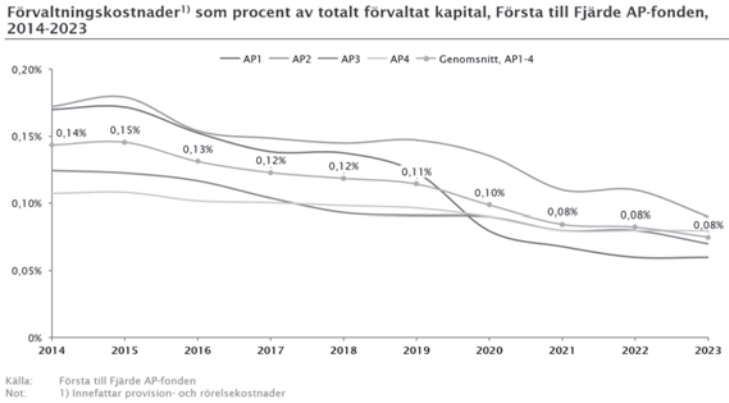


Källa: Första till Fjärde AP-fonden

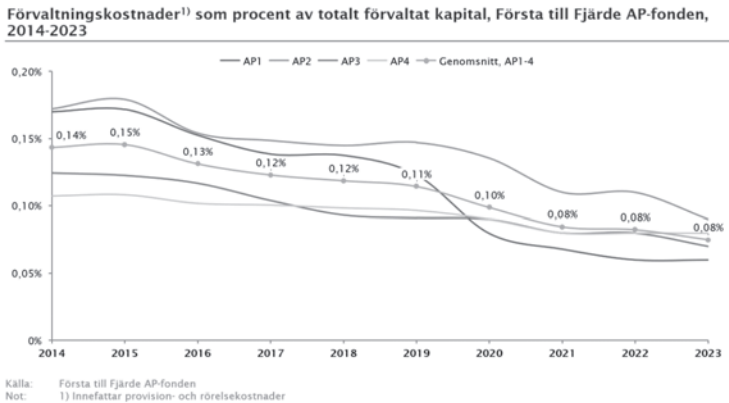
Figur 21: Andel av Första till Fjärde AP-fondens förvaltning som sker via externa mandat, 2014-2023

Utvecklingen beskriven ovan betonar fondernas förflyttning mot en mer egen intern förvaltning av fondmedlen, där en större proportion av investerings- och förvaltningsarbetet hanteras internt. De primära drivkrafterna bakom denna förändring bedöms ligga i en strävan efter kostnadseffektivitet, resursoptimering och utnyttjandet av egna skalfördelar – något som tydligt speglas i fondernas

förvaltningskostnader, som generellt sett har minskat för samtliga fonder sett över en tioårsperiod (se



Figur 22 nedan). En intern kapitalförvaltningsstrategi innebär att fonderna har valt att upprätthålla egen kompetens, förmåga och resurser till en allt högre grad. AP-fonderna står ut som exempel på institutionella organisationer. Genom att sätta stor tillit till intern expertis och dra fördel av egna antagna skalfördelar, har de svenska AP-fonderna tagit en väg som skiljer sig från den internationella utvecklingen, enligt diskussion i avsnitt 3.1.4 ovan.



Figur 22: Förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltad kapital, Första till Fjärde AP-fonden, 2014–2023

### 3.2. Valutaexponering

Första till Fjärde AP-fonderna får enligt lag inte ha en öppen valutaexponering (den del av portföljen som är utsatt för valutakursfluktuationer som inte är säkrad genom valutasäkring) som överstiger 40%.

Påverkan av valutaförändringar regleras 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 samma sätt innebär valutasäkringen att under tider då svenska kronan stärks mot internationella valutor så begränsar valutasäkringar den negativa effekten av kronans förstärkning på avkastningen i internationella tillgångar.

Diskussionen kring huruvida kravet på valutasäkring bör finnas kvar har varit på agendan i tidigare utredningar och utvärderingar. Kravet kan anses vara begränsande då det upprätthålls på en årlig basis, även fast valutakurser naturligt kommer fluktuera väsentligt över AP-fondernas långa investeringshorisonter. Även om en avskaffad begränsning av valutaexponering skulle öka handlingsutrymmet finns viss problematik med ett sådant genomförande, exempelvis hur fonderna skulle prognosticera utvecklingen av valutakurser och vid rätt tillfälle ändra sin valutaexponering.

Internationellt jobbar pensionsfonder olika gällande tillåten valutaexponering och valutasäkringar. Norska pensionsfonden (NBIM) tillämpar exempelvis inga valutasäkringsmetoder alls, med motiveringen att investeringshorisonten är så pass långsiktig att det inte finns något behov av att parera kortsiktiga fluktuationer i valutakurser. Eftersom realiseringen av tillgångarna inte kommer ske någon gång i närtid är en eventuell förstärkning eller försvagning av norska kronan på kort sikt tämligen ointressant för pensionssystemets långsiktiga utveckling och stabilitet.

### 3.3. Styrning av AP-fonderna

Styrningen av AP-fondernas verksamhet är reglerad genom lagstiftning, genom *Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)*. Detta med syftet att, från statligt håll, säkerställa en stabil förvaltning av den kollektiva fondförmögenheten, med fokus på långsiktighet och ett multigenerationellt och framtidssäkrande perspektiv. Styrningen är inramad av ett omfattande regelverk som definierar dess uppdrag, mål och begränsningar. Lagstiftningen utgör således grunden för fondernas verksamhet och säkerställer att de agerar i enlighet med de långsiktiga intressena för det svenska pensionssystemet och dess förmånstagare.

Det är också genom lagstiftningen som riksdagen ger fonderna dess mandat och operationella ramverk inom vilket de ska förvalta de tilldelade fondmedlen genom vad i lagtexten beskrivs som *föredömlig förvaltning*. Detta krav har tidigare enbart applicerats på Första till Fjärde AP-fonden men gäller, sedan 1:a juli 2022, även Sjätte AP-fonden.

Regeringen har uppdraget att löpande utvärdera AP-fondernas verksamhet och resultat. Denna utvärdering, som sker årligen, görs på uppdrag av riksdagen och är ett väsentligt styrmedel så till vida att det säkerställer att fonderna uppfyller sina mål och agerar inom ramen för tilldelat mandat. Därtill bidrar utvärderingen till transparens och ansvarsutkrävande av respektive fonds ledningsgrupp och styrelse – följaktligen utgör de årliga utvärderingarna en återkommande och central del av den övergripande fondstyrningsmodellen.

Varje AP-fonds styrelse har som uppgift att fastställa och besluta kring specifika mål och mandat för fondens investeringar. Vidare bygger normalt sett alla investeringsbeslut och strategier som implementeras på en av varje specifik fond antagen och fastställd investeringsfilosofi med intelligande investeringsövertygelser. Dessa är avgörande för en institutionell kapitalförvaltare då de hjälper till att skapa en konsekvent ram för att allokera kapital och riskbudget mellan olika tillgångsslag, marknader

och investeringsmöjligheter. Varje AP-fonds investeringsfilosofi återspeglar fondens syn på marknaden, metoden och processen för att hitta investeringsmöjligheter och riskhanteringsstrategier. Att ha en tydlig investeringsfilosofi är således nödvändigt för att säkerställa att investeringsbesluten är välgrundade, konsekventa och i linje med institutionens mål och risktolerans. Idén om vad som driver avkastning på de marknader där kapitalförvaltaren är aktiv kallas investeringsövertygelser. Detta inkluderar en förståelse för vilka komponenter som är mest avgörande för att uppnå resultat, såväl som de sätt på vilka dessa möjligheter kan identifieras och användas. Syftet är att ge investeraren en konkret grund att stå på för att välja investeringar och utveckla strategier som kan nå vissa investeringsmål.

Styrelserna har en avgörande roll i att hantera och styra fondens strategiska riktning inom ramen för investerings- och förvaltningsarbete, och det är deras ansvar att säkerställa att fondens verksamhet är i linje med de övergripande målen för pensionssystemet. Därtill är viktigt att notera att även om regeringen spelar en roll i utvärdering av fondernas verksamhet, så har Regeringskansliet inte befogenhet att påverka det operationella förvaltningsarbetet inom fonderna då det strider mot den grundläggande bestämmelsen om oberoende förvaltande av fondmedlen inom buffertfonderna. Denna distinktion är väsentlig för att säkerställa att alla investeringsbeslut baseras på finansiella och strategiska överväganden, fria från partipolitisk inblandning. Således bidrar detta till att fonderna kan fokusera på sitt uppdrag att uppnå hög avkastning till låg risk på lång sikt, detta genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande och inom ramen för de risknivåer som styrelsen fastställt. På så sätt positioneras fondernas styrningsmodeller till att bidra till ett stabilt och hållbart pensionssystem till nytta för nuvarande och kommande generationer.

### 3.4. Fondernas hållbarhetsarbete

Grundläggande för fonderna är att ha ett långsiktigt hållbart värdeskapande genom föredömlig förvaltning och de underliggande principerna om ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. För fonderna innefattar hållbarhet en rad komponenter så som klimat, DEI (eng: Diversity, Equity, Inclusion), mänskliga rättigheter, bolagsstyrning och biologisk mångfald. Dessa aspekter, som i regel ses som heltäckande inom ramen för definitionen om ESG, tas i hänsyn i AP-fondernas löpande verksamheter.

I investeringsprocessen är hållbarhet en central punkt och fonderna arbetar för att ha en förvaltning som integrerar hållbarhetsperspektivet fullt ut. Utöver detta genomför fonderna en rad andra aktiviteter på området, som att mäta, följa upp och rapportera hållbarhetsdata på årsbasis inom ramen för fondernas respektive årsredovisningar och i specifika hållbarhetsrapporter. Därtill samarbetar fonderna med andra kapitalförvaltare i Sverige och utomlands för att utveckla strategier för mer hållbara investeringar. AP-fonderna kan genom ett aktivt ägande i portföljbolag ha betydande inflytande över hur respektive företags hållbarhetsarbete bedrivs.

Precis som kapitalförvaltningen är hållbarhetsarbetet individuellt för respektive fond, men det finns betydande samarbeten fonderna emellan. Etikrådet, som är ett samarbete mellan Första till Fjärde AP-fonderna är det primära organet för detta, inom vilket arbetet med miljö och etikfrågor i syfte att driva positiv förändring samordnas i fondernas hållbarhetsarbete. Detta görs genom granskning av de förvaltade företagen och rådgivning hur respektive fond kan agera för att stärka hållbarheten i sin förvaltning. Se avsnitt 3.4.3 för ytterligare beskrivning av Etikrådet, dess verksamhet och syfte.



Det sker även en betydande trend av att tematiska och riktade investeringar i fonderna i syfte att stärka hållbarheten i portföljen. Fler av fonderna avsätter aktivt kapital för hållbarhetstematiska investeringar och andra planerar att göra det framgent. För att målsättningarna på hållbarhetsområdet så effektivt som möjligt ska kunna leda AP-fondernas arbete, följs dessa upp kontinuerligt och revideras. Fonderna utvärderar löpande nya strategier och initiativ för att stärka hållbarhetsarbetet.

De totala uppmätta CO<sub>2</sub>-utsläppen (scope 1 och 2) för AP-fonderna uppgick 2023 till 2,6 miljoner ton CO<sub>2</sub>, motsvarande en minskning på -20,8% jämfört med 2022.

I sin helhet bedömer Arkwright att hållbarhetsarbetet i AP-fonderna bedrivs på ett tillfredställande sätt som därmed faller inom ramen för det lagstadgade kravet på föredömlig förvaltning.

#### 3.4.1. Principer och trender för fondernas hållbarhetsarbete

I likhet med fondernas övergripande förvaltningsarbete är respektive fonds hållbarhetsarbete – innefattande strategiska beslut, principer, initiativ och operativa aktiviteter – särkopplade från varandra och bedrivs således på en oberoende basis. Som en konsekvens av detta väljer man, förutom att ha delvis olika löpande arbetssätt kring hållbarhetsfrågeställningar, att till viss del prioritera olika frågor, fokusområden och målsättningar, exempelvis kring hållbarhetsintegration i investeringsprocessen. Oaktat detta finns det ett antal gemensamma teman och trender som präglar fondernas hållbarhetsarbete, som utvecklas nedan.

**Ansvarsfullt och aktivt ägande som ett verktyg för klimatomställning.** Den lagtextförankrade termen *föredömlig förvaltning* är en återkommande och central grundvärdering i alla fonders inventeringsarbete i allmänhet och i hållbarhetsarbetet i synnerhet. I praktiken tas detta i uttryck genom att i största möjliga mån använda sitt inflytande som aktieägare och rösta i linje med varje fonds (av styrelsen fastställda) hållning på alla olika bolagsstämmor. På grund av den stora volymen och logistiska utmaningar avseende portföljernas geografiska diversifiering kopplat till engagemanget och röstningen på olika bolagsstämmor så sköts den delvis av en kontrakterad tredje part som röstar på mandat av den specifika fonden. Utöver deltagandet på bolagsstämmor och den löpande integrationen i förvaltningsarbetet (som beskrivs nedan), strävar varje fond att föra en aktiv dialog kring specifika hållbarhetsfrågor och processer som berör det specifika bolaget. Detta sker också i viss utsträckning genom det samlande organet Etikrådet (vars verksamhet och syfte beskrivs mer i detalj i avsnitt 3.4.3 nedan). Överlag ser fonderna ofta goda möjligheter att påverka portföljbolagen i linje med deras hållbarhetsprinciper. Sådana principer kan exempelvis handla om att uppnå minskade utsläpp, vilket i sin tur blivit en alltmer central del av fondernas investeringstrategier som till stor del och i linje med idén om ansvarsfullt ägande syftar till att minska portföljens övergripande klimatavtryck.

**Integration av hållbarhet i kapitalförvaltningen.** Varje AP-fond betonar vikten av att väva in miljömässiga, sociala och styrningsrelaterade (ESG) faktorer genomgående i deras investeringsprocesser. Detta återspeglas i hur de väljer och förvaltar tillgångar, där hållbarhet är en integrerad del av beslutsfattandet. I praktiken tas detta i uttryck genom nyttjande av såväl kvantitativa hållbarhetsrelaterade nyckeltal som andra kvalitativa faktorer och ramverk. Fonderna har under de senaste åren upplevt en organisatorisk konvergering där hållbarhetsspecialister och förvaltare arbetar mer systematiskt och integrerat, något som bidragit till en accelererad kompetens- och kunskapsutveckling i hela förvaltningsorganisationen hos respektive fond.

**Sektorspecifika hållbarhetsrisker och tematiska investeringar som bidrar till omställningen.** AP-fonderna identifierar och adresserar hållbarhetsrisker och möjligheter specifika för vissa sektorer,

såsom energi, gruvdrift och jordbruk. Denna målinriktade och hållbarhetscentrerade strategi, även den delvis koordinerad av Etikrådets fokusområden och riktlinjer, tillåter dem att fokusera på områden med hög hållbarhetspåverkan och potentiellt driva igenom betydande förbättringar i praxis och rapportering inom dessa industrier. Som en reflektion av detta arbete avsätter fonderna, eller planerar att avsätta, en andel av sitt kapital till strategier och direkta investeringar i bolag och tillgångar som prioriterat hållbarhet och bidrar till en hållbar omställning. Sådana investeringar kan innefatta räntebärande tillgångar så som gröna och sociala obligationer, noterade aktier eller alternativa tillgångar. Dessa placeringar gör emellertid inget avkall på kriterier avseende avkastningskrav och riskprofil utan de likställs med "vanliga" investeringar. Detta bör ses som en strategisk harmonisering och konventionalisering av gröna tillgångar i fondernas portföljstrukturer.

**Ökat engagemang, aktiv roll och ledarskap i internationella och svenska samarbetsinitiativ.** Samarbeten med andra investerare och institutioner samt deltagande i gemensamma initiativ är centrala strategier för AP-fonderna. Genom att arbeta tillsammans med och inkorporera internationellt erkända ramverk så som *Principles for Responsible Investment (PRI)* och genom medlemskap i sektorspecifika allianser, strävar de efter att utnyttja kollektivt inflytande för att uppnå ökad handlingskraft och förmåga i en gemensam strävan att uppnå hållbarhetsmål. Fondernas generella hållning är att hellre begränsa antalet initiativ och samarbeten till de med störst möjlighet till verklig påverkan och till dem där de som institution får leda och sätta agendan för arbetet – på så sätt anser fonderna sig uppnå en optimal användning och positionering för störst strategisk påverkan.

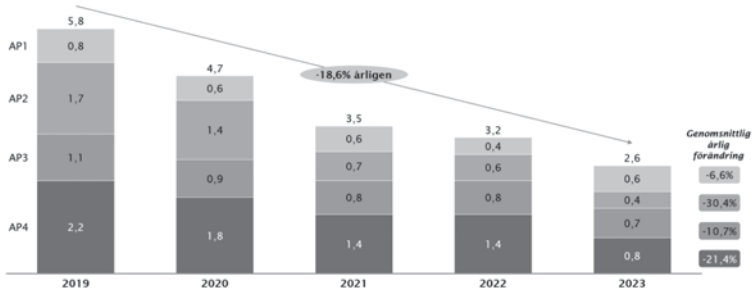
**Iteration och uppföljning av målsättningar.** Under de senaste åren har, till viss del mot bakgrund av uppskalningen av Etikrådet, ambitionsnivån och den interna kapaciteten att driva och följa upp hållbarhetsfrågor skruvats upp. Därtill har omvärldens och de regulatoriska kraven på hållbarhetsredovisning skruvats upp, följaktligen ses målsättningar regelbundet över, och skärps. Exempelvis har det valts att formulera målsättningar där mätmetoder ännu saknas, i förväntan om att fondernas och den externa utvecklingen ska möjliggöra uppföljning snart (genom tillgängliga data, rapporteringsstandarder, och utvecklande förmågor). Att bli mer datadriven och resultatnriktad i sitt hållbarhetsarbete var ett av utfallen av den strategiska översyn som gjordes av Etikrådets verksamhet under 2022 och AP-fondernas strategiska riktning framåt inkluderar att kontinuerligt uppdatera och följa upp hållbarhetsmål för att säkerställa kvantifierbar mätbarhet i största möjliga mån.

En mer detaljerad beskrivning och diskussion av varje specifik fonds hållbarhetsarbete återfinns under den grundläggande utvärderingen av varje fond.

#### 3.4.2. Fondernas koldioxidutsläpp

Utsläpp av växthusgaser, specifikt koldioxidutsläpp, är en av de mest centrala mätpunkterna för AP-fonderna i deras utvärdering av respektive portföljs klimatpåverkan. Därför mäter och redovisar regelbundet varje fond CO<sub>2</sub>-utsläpp för sin portfölj (mätt i totala utsläpp och CO<sub>2</sub>-intensitet per miljon investerad krona) och stor vikt placeras vid att följa upp förändringar för detta nyckeltal över tid. De flesta fonderna har också på något sätt inkorporerat ett långsiktigt mål om att nå netto noll utsläpp, ofta nedbrutet i olika delmål, för att på så sätt övervaka att fonderna rör sig i rätt riktning mot denna milstolpe i hållbarhetsarbetet.

**Totala koldioxidutsläpp<sup>1)</sup> i portföljen, Första till Fjärde AP-fonden, miljoner tCO<sub>2</sub>e, 2019-2023**

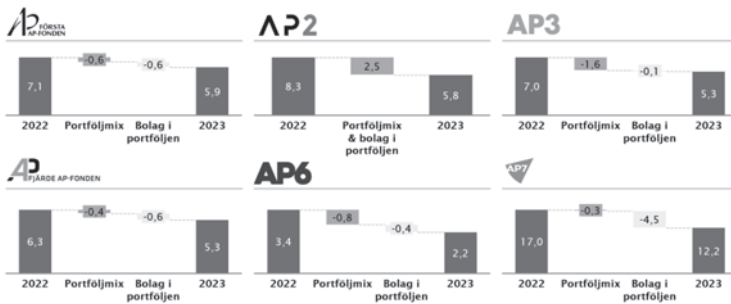


Källa: Första till Fjärde AP-fonderna  
 Not: 1) Avser totala koldioxidutsläpp för noterade aktier, Scope 1 & 2-utsläpp. Notera att AP-fonderna har olika stora noterade innehav, som i huvudsak förklarar skillnad i absoluta tal mellan fonderna. Förändringar i specifika fonders beräkningsmetodik påverkar jämförbarheten mellan vissa år och fonder

Figur 23: Totala CO<sub>2</sub>-utsläpp i portföljen, Första till Fjärde AP-fonden, 2019-2023

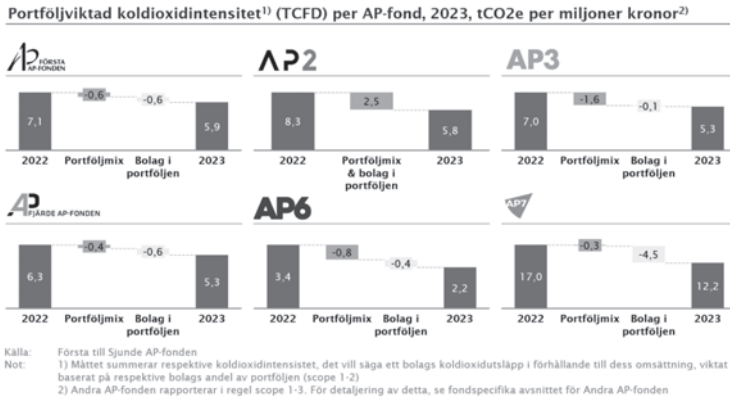
Som illustrerat i Figur 23 ovan har koldioxidutsläppet i fondernas totala sammanlagda portfölj minskat med 56,0% de senaste fem åren och med 20,8% år 2023 jämfört med 2022. Det övergripande temat bland fonderna är en kontinuerlig inkrementell minskning under perioden, med totala utsläpp under 2023 som summerade till 2,6 miljoner tCO<sub>2</sub>e. Att enbart fokusera på totala portföljutsläpp kan dock vara missvisande av flertalet anledningar. Först och främst kan en ökad portföljstorlek, som en följd av större fondförmögenheter, medföra en ökning av totala utsläpp, även om ingående bolag och verksamheter isolerat presterar lägre utsläpp. Därtill kan en förflyttning av ägande, genom avyttring av bolag med högre utsläpp och en omallokering till bolag med relativt lägre utsläpp resultera i en lägre total siffra, utan att någon real minskning av utsläpp ägt rum. Slutligen medför kontinuerliga framsteg i mät- och redovisningsmetoder också förändringar i uppmätta utsläpp över tid.

**Portföljviktad koldioxidintensitet<sup>1)</sup> (TCFD) per AP-fond, 2023, tCO<sub>2</sub>e per miljoner kronor<sup>2)</sup>**



Källa: Första till Sjunde AP-fonden  
 Not: 1) Mättet 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)  
 2) Andra AP-fonden rapporterar i regel scope 1-3. För detaljering av detta, se fondspecifika avsnittet för Andra AP-fonden

Figur 24 nedan bryter ned den portföljviktade koldioxidintensiteten, det vill säga portföljens genomsnittliga mängd CO<sub>2</sub> som produceras per miljon i omsättning, per fond för 2023 jämfört med 2022.



Figur 24: Fondernas koldioxidintensitet, 2023

Måtten som presenteras ovan bör tolkas som portföljens exponering mot koldioxidintensiv verksamhet. För AP-fonderna har 2023 inneburit en minskning av detta mått för samtliga fonder, i de flesta fall, bortsett för Andra AP-fonden, är denna reduktion en konsekvens av en kombination av portföljmix och utsläppförändringar bland bolagen i portföljen.

### 3.4.3. Etikrådet och samverkan kring hållbarhet

Som tidigare nämnt samverkar fonderna kring flera punkter på den fondövergripande hållbarhetsagendan. Inom ramen för denna samverkan behandlas bland annat frågor såsom hållbarhetsredovisning, rapportering, utveckling och upprätthållandet av gemensamma hållbarhetsprinciper och riktlinjer samt ett antal nationella och internationella samarbetsåtaganden i olika initiativ och organisationer. Det primära forumet för denna samverkan är AP-fondernas Etikråd. Sedan starten 2007 har ambitionen varit att kollektivt upprätthålla förtroendet för Första till Fjärde AP-fonden (som alla är representerade i rådets styrelse) som ansvarsfulla förvaltare med en positiv inverkan på de företag de investerar i.

Samverkan 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,
- resurseffektivt hantera hållbarhetsrisker, samt
- påverka med en starkare röst.

Etikrådets arbete bidrar därmed till ett hållbart värdeskapande, inklusive riskminimering, i AP-fondernas portföljer samtidigt som det upprätthåller ramarna för vad AP-fonderna (utifrån Sveriges hållning) anser vara en ansvarsfull kapitalförvaltning. Genom att samarbeta och dela kunskap, kan Etikrådet utöva en starkare och mer samordnad påverkan på sina olika portföljbolag.

Arbetet i Etikrådet är förankrat i en gemensam värdegrund, internationella konventioner och normer, samt lagstiftning. Samarbetet mellan AP-fonderna och Etikrådet säkerställer att överenskomna, gemensamma ställningstaganden hanteras effektivt av rådet, vilket minskar överlappning av arbete och stärker befintliga processer. Det gemensamma ansvaret och uppföljningen av dessa beslut är grundläggande. Varje fond har sina egna specifika ställningstaganden och strategier som reflekterar deras unika investeringsfilosofi och förvaltning, och Etikrådet verkställer betydande delar av AP-fondernas hållbarhetsarbete med en enhetlig och stark röst.

Det praktiska arbetet som sker i Etikrådet är indelat i tre delar: proaktivt arbete, reaktivt arbete och gemensamma ställningstaganden. Det proaktiva arbetet omfattar en identifiering och hantering av specifika utmaningar inom miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning, specifikt inom fem fokusområden; i) klimat, ii) vatten, iii) big tech och mänskliga rättigheter, iv) Antimikrobiell resistens (AMR) och v) Barn- och tvångsarbete. Inom ramen för dessa fokusområden har en process för väsentlighetsanalys för att proaktivt välja ut projekt baserade på en omvärldsanalys och andra avgörande faktorer för hållbarhetsarbetet vidareutvecklas. Det reaktiva arbetet tar i sin tur avstamp i fondernas gemensamma strävan att föra en dialog och driva förändring hos portföljbolagen. Genom att aktivt bedriva en omfattande genomlysning av portföljbolagen ämnar Etikrådet identifiera allvarliga incidenter och kränkningar och därefter påverka fondernas innehavsbolag i en positiv riktning – i slutändan med det övergripande syftet att åstadkomma långsiktiga och hållbara förändringar som stämmer överens med fondernas hållbarhetsmål och vision. Sådana dialoger behandlar vanligtvis komplexa organisationsmässiga transformationsarbeten och kan således vara tidskrävande processer, varför kontinuerlig utvärdering av bolagsdialogerna sker och det jobbas med olika delmål i processerna. Etikrådet bedömer att det är avgörande för ett framgångsrikt påverkansarbete att dialogen förs i förtroende och i direkt kontakt med bolagen. Under 2023 genomlystes 3 510 bolag och 76 dialoger om sociala frågor, miljöfrågor samt bolagsstyrning genomfördes. Etikrådet rekommenderade exkludering av tre bolag, och åter-inkludering av ett bolag. Rekommenderade exkluderingar och ett antal pågående och avslutade dialoger finns tillgängliga publikt. Det tredje området, gemensamma ställningstaganden, avser Etikrådets löpande verksamhet om att stödja och samordna AP-fondernas position i hållbarhetsfrågor där det är fördelaktigt att samverka.

Under 2023 har Etikrådet stärkt organisationen med en Chef för Etikrådet och två seniora hållbarhetspecialister. Etikrådet har tagit ett än mer ambitiöst grepp om både det pro- och reaktiva arbetet. Detta reflekterar utfallet av en strategisk genomlysning som genomfördes under 2022, vilken bland annat beslutade om ökade och dedikerade resurser till Etikrådets verksamhet på ett för fonderna resurseffektivt sätt. Den strategiska ambitionen framgent inkluderar således en vidgad ambition om att integrera hållbarhet som en än mer grundläggande och högst operationell del av fondernas löpande förvaltningsarbete, i linje med förändringen i AP-fondslagen 2019. Framtiden tycks följaktligen innebära en förstärkning av Etikrådets kapacitet och hantering av komplexa hållbarhetsfrågor, vilket bidrar till fondernas position som ansvariga och internationellt respekterade aktörer inom ESG.

#### 3.4.4. Medlemskap i organisationer, initiativ och samarbeten

Utöver det samlade organet Etikrådet som beskrivits ovan, cirkulerar mycket av AP-fondernas hållbarhetsarbete kring medlemskap och deltagande i olika typer av organisationer, initiativ, standarder, allianser och andra typer av samarbeten. Praktiskt opererar fonderna som undertecknare, sponsorer eller ledare av dessa. Organisationerna, som till exempel inkluderar Svenska initiativ som *IÄF (Institutionella Ägares Föreningar)* och breda internationella ramverk så som *TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures)*, har olika mål och metoder, men alla syftar till att främja en hållbar utveckling eller på annat sätt förbättra institutionellt förvaltningsarbete. Engagemanget från respektive fond varierar också, där vissa stöts av samtliga fonder medan andra stöts av en enskild fond. Insatsen från fond-håll i termer av arbete och nedlagd tid varierar också kraftigt beroende på initiativ eller organisation. Oaktat att det är upp till ledningen och styrelsen på varje enskild fond att involvera sig i dessa initiativ är den generella hållningen gentemot att engagera sig i tredje parts organisationer, som också supporteras från Etikrådets håll, att fonderna hellre åtar sig ett färre antal men djupare åtaganden snarare än motsatsen – detta mot bakgrund att fonderna ser större möjlighet till effektivt påverkansarbete med det arbetssättet.

#### 3.5. Samarbeten mellan fonderna

Grundstrukturen i AP-fondernas delade uppdrag, som härstammar i en ambition av att upprätthålla en diversifierad kapitalförvaltning och riskspridning, präglas också av en del fondöverskrivande samarbeten kring vissa komplexa operationella och strategiska verksamhetsfrågor. Sådana samarbeten uppmuntras om det föreligger en möjlighet att öka kostnadseffektiviteten hos fonderna samt möjliggöra utbyte av sådan kunskap som inte riskerar att äventyra fondernas självständighet eller påverka diversifieringen mellan fondernas respektive förvaltningsmodell. Etablerade samarbeten syftar i regel till olika mål så som kostnadssynergier, kunskapsdelning, eller skapande av investeringsmöjligheter. Förutom Etikrådet, vars operationella sammansättning och syfte behandlas i avsnitt 3.4.3 ovan, är AP-fondernas Samverkansråd det mest centrala organet för formellt samarbete mellan fonderna. Dessutom samäger fonderna bolag genom gemensamma investeringar, däribland de relativt nystartade bolagen 4 to 1 Investments och Polhem Infra – två bolag som syftar till att bedriva riskkapitalinvesteringar i noterade bolag och infrastrukturtillgångar.

##### 3.5.1. Samverkansrådet

Samverkansrådet, eller AP-fondernas Samverkansråd som det i formell mening benämns, är det samlade forumet för fondernas operativa arbete. Organet, som bildades 2016, har som syfte att skapa bättre och effektivare samarbeten inom områden som inte påverkar valet av investeringsstrategi. Arbetet inom Samverkansrådet bedrivs inom nio olika funktionsinriktade samverkansformer med ett övergripande fokus att identifiera områden där det finns tydlig samarbetspotential och möjlighet att skapa ytterligare kostnadseffektivitet för pensionssystemet. Det unika uppdraget och den struktur som fonderna har innebär att organisationerna delar gemensamma utmaningar och därmed utkristalliserar en ytterligare rational till samverkan som går ut över kostnadssynergier, kunskapsöverföring och erfarenhetsutbyten – i slutändan med syftet att uppnå en bredare och större kunskapsbas mellan emellan. Varje samverkansgrupp formulerar årligen en egen uppdragsbeskrivning och handlingsplan. Arbetet i rådet följer upp handlingsplanen två gånger per år och i slutet av varje verksamhetsår

sammanfattas årets aktiviteter och samarbeten i en rapport som delas med respektive ledningsgrupp på fonderna.

Samverkansrådet säkerställer att finns en tydlig struktur för samarbete mellan fonderna, samtidigt som upplägget för forumet är flexibelt nog för att inte skapa överflödigt administration. Exempel på initiativ och processer inom ramen för samverkansrådet som ägde rum under året är gemensamma upphandlingar (exempelvis upphandlade Tredje- och Fjärde AP-fonderna nyligen ett nytt portföljhanteringsystem), lagtolkningsfrågor, interna utbildningsinsatser, utveckling av systemplattformar och andra operativa frågeställningar som inte är direkt kopplade till fondernas investeringsstrategi.

### 3.5.2. Gemensamt ägda bolag

Första till Fjärde AP-fonderna är genom lagstiftning begränsade till att individuellt äga upp till 35% av andelarna i ett onoterat bolag, med ett undantag för fastighetsbolag. Denna restriktion är avsedd att främja diversifiering och minska riske exponeringen, men har också lett till att fonderna har behövt utforska kreativa samlagsformer för att engagera sig i riskkapitalinvesteringar. Som ett direkt resultat av dessa restriktioner har de Första till Fjärde AP-fonderna etablerat ett gemensamt investeringsbolag, 4 to 1 Investments, en lösning som möjliggör samägda investeringar i onoterade bolag och som därigenom utvidgar fondernas investeringsmöjligheter. Denna samlagsmodell exemplifierar hur AP-fonderna anpassar sig till regelverket, samtidigt som de aktivt söker vägar att optimera sitt bidrag till det svenska pensionssystemets stabilitet och tillväxt.

Vidare illustrerar ägandet av Vasakronan, Sveriges största fastighetsbolag, fondernas strategiska tillgångsallokering inom fastighetssektorn. Vasakronan förvärvades av AP Fastigheter 2008, vilket var ett företag gemensamt ägt av de Första till Fjärde AP-fonderna sedan buffertfondernas bildande 2001. Genom förvärvet av Vasakronan stärkte AP-fonderna sin position som betydande fastighetsinvestorare, vilket bidrar till diversifiering av investeringsportföljen och en stabil avkastning över tid. Dessutom är Första, Tredje och Fjärde AP-fondernas samägande av Polhem Infra ett annat exempel på hur fonderna utnyttjar samarbete för att utöka sin investeringshorisont. Polhem Infra, som investerar i infrastruktur tillgångar, representerar en långsiktig satsning som speglar fondernas engagemang för investeringar som inte bara är finansiellt lönsamma utan också bidrar till samhällsnytta, detta i linje med de allmänna och fondgemensamma principerna kring hållbarhet som inkrementellt influerat fondernas investeringsstrategi, vilket elaborerades i avsnitt 3.4.

Genom dessa samarbeten och strategiska investeringar fortsätter de Första till Fjärde AP-fonderna att visa på en förmåga att navigera inom ramarna för regelverket, samtidigt som de genererar värde för det svenska pensionssystemet. Deras tillvägagångssätt för investeringar och samägande modeller understryker fondernas strävan att verka som dynamiska förvaltare av pensionstillgångar, med ett tydligt fokus på långsiktig hållbarhet och avkastning.

#### 3.5.2.1. 4 to 1 Investments

4 to 1 Investments, som startades 2021, är ett fondägt investeringsbolag med det gemensamma syftet att bedriva hållbar och långsiktig riskkapitalinvesteringsverksamhet i onoterade bolag med påvisbar positiv samhällspåverkan. Samma år som bolaget bildades investerades 400 miljoner dollar i

den svenska batteritillverkaren *Northvolt*, och därefter har flertalet tilläggsinvesteringar gjorts i samma bolag. Under 2023 skedde investeringar i *Northvolt* på nytt.<sup>14</sup>

Bolaget har en konsultanställd verksamhetschef och inga fasta anställda (löpande drift sker också via konsulttjänster) – dessa aktiveras primärt i samband med att kapitalallokeringar och investeringsprojekt. 4 to 1 Investments investeringar godkänns och beslutas av styrelsen, där alla fonder finns representerade. Bolaget ägs till fyra lika delar av Första till Fjärde AP-fonden och under 2023 värderades bolaget till cirka 5,8 miljarder kronor, vilket är i linje med värderingen för 2022.

### 3.5.2.2. Polhem Infra

Polhem Infra bildades under 2019 och sedan dess genomfört investeringar i tre bolag: *Solör Bioenergi*, som förvaltar små- och medelstora fjärrvärmeanläggningar, *Skåftåsen*, en vindkraftspark med 35 turbiner med en kapacitet om 6,6 MW (ekvivalent med elförsörjning till 100 000 hushåll<sup>15</sup>), och *Arelion*, en leverantör av digital infrastruktur.

Komplexiteten av infrastrukturprojektsinvesteringar kräver en högst specialiserad förvaltningsorganisation, varför möjligheten att samla kompetens och skalbarhet i ett gemensamt bolag ses som fördelaktigt – det var också rationalen som utmynnade i bolagets bildande. Bolaget drivs av VD:n samt fyra andra anställda. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna äger en tredjedel av Polhem Infra vardera, och i slutet av 2023 värderades bolaget till cirka 7,2 miljarder kronor, motsvarande en värdenedskrivning av cirka en 1,1 miljarder jämfört med 2022.

---

<sup>14</sup> Investeringen skedde genom ett konvertibelt skuldebrev (eng: convertible note), vilket är ett räntebärande skuldebrev som ger innehavaren rätten att byta ut sin fordran mot aktier i bolaget

<sup>15</sup> Antar en förbrukning på 5 000 kilowattimmar per år

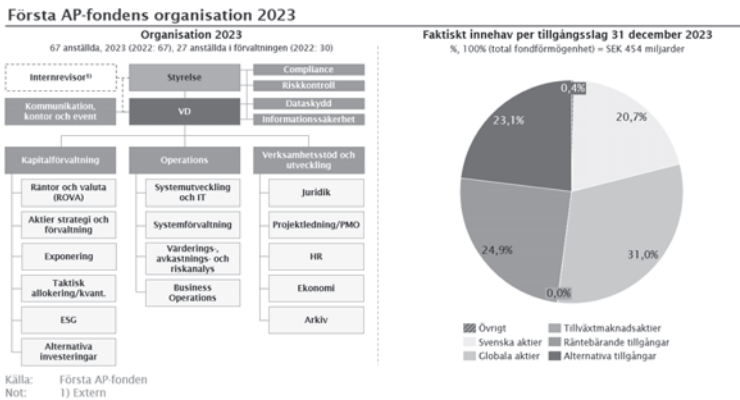


## 4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I följande avsnitt återfinns den grundläggande utvärderingen av Första AP-fondens förvaltning av fondmedel. Utifrån detta beskriver utvärderingen organisationen, investeringsfilosofin, avkastningen, allokeringen i fonden, illikvida tillgångar, externt förvaltade tillgångar, förvaltningskostnader, fondens hållbarhetsarbete och nyckelhändelser under det gångna året.

### 4.1. Första AP-fondens organisation och förvaltning under 2023

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen består av 67 personer, varav 28 arbetar inom kapitalförvaltningen. Totalt förvaltad kapital uppgick till 454,4 miljarder kronor vid utgången av 2023 (31 december 2023).



Figur 25: Första AP-fondens organisation 2023

2023 har karaktäriserats av en volatil marknad och turbulenta makro- och geopolitiska händelser. Det taktiska arbetet under året har utgått från att försöka ta vara på de möjligheter som uppstår i den turbulenta marknaden. Aktieexponeringen har ökat, durationen i ränteföljen höjts och den öppna valutaexponeringen minskats. Därtill har fonden haft ett operationellt fokus på ansvarsfulla investeringar i alla tillgångsklasser. Detta reflekterar fondens breddade ambitionsnivå inom hållbarhetsarbetet som en integrerad del av organisationen och förvaltningen, vilket konkretiseras i fondens ESG strategi, där vissa konkretiseringar implementerats under året (se avsnitt 1.4 för en utvidgad redogörelse kring detta).

Exponeringen mot aktier ökade dels av ytterligare köp, dels av stigande aktiemarknader, i synnerhet i slutet av det gångna året. Fastighetsmarknadens nedgång har satt sin prägel i portföljen och fonden har lagt stort fokus på att anpassa sina fastighetsinnehav efter det nya marknadsklimatet.

Ett stort fokus under året har varit effektivisering av dataflöden och beräkningar inom den globala taktiska allokeringen. Detta har lagt en grund för effektivare hantering, utveckling och mer avancerade metoder och analys, som Första AP-fonden ämnar arbeta vidare med framgent. I tillägg har styrelsen under 2023 antagit en ny ägarpolicy, som anger övergripande principer och strategier för förvaltningsorganisationens ägarstyrningsarbete samt förväntningar på bolag som fonden investerar i.

Dessutom har utfallet av en strategisk översyn av fondens styrmodell fastställts, denna har konkretiserats i en ny strategisk plan för kommande 3 år (med 2024 som utgångspunkt). Inom ramen för denna har fonden under 2023 etablerat ett placeringsutskott och infört en operationell riktlinje om att systematiskt implementera en aktsamhetsprincip i delegering av riskmandat. Framåt finns ett antal påbörjade och planerade strategiska aktiviteter inom ramen för treårsplanen.

### *Investeringsfilosofi*

Första AP-fondens investeringsfilosofi, eller investeringsövertygelser som fonden själv benämner det, består av sex primära komponenter, vilka utgör ett ramverk för hur portföljsammansättningen ska se ut. Filosofin ligger till grund både för nya investeringar och existerande portfölj innehav, och revideras kontinuerligt för att bibehålla sin aktualitet i förhållande till ett föränderligt marknadsklimat.

Komponenterna av investeringsfilosofin är:

1. **Diversifiering:** Första AP-fonden ska sprida risker och ha ett antal olika alternativ för att kunna generera avkastning
2. **Riskpremier:** Fonden ska ha ett risktagande som över tid genererar en överavkastning gentemot den riskfria räntan
3. **Långsiktighet:** Arbetet sker med en långsiktighet som innebär att fonden kan ta risker som skapar en god och balanserad avkastning över tid
4. **Ineffektiva marknader:** Första AP-fondens tillgång till information och ansats för analysarbete innebär att fonden kan generera högre avkastning på mindre analyserade marknader
5. **Kostnadseffektivitet:** Fonden strävar efter att ha så låga kostnader som möjligt i förhållande till den avkastning som fonden genererar
6. **Hållbart värdeskapande:** Arbetet ska ha ett fokus på hållbarhet, som ger förutsättningar att långsiktigt kunna öka avkastningen, reducera finansiell risk och bidra till hållbar utveckling

Ett arbete som pågår rörande eventuell komplettering av investeringsövertygelserna har som ambition att slutföras under 2024.

## 4.2. Förändring av målsättningar, strategier under 2023

Utöver den uppdaterade ägarpolicy och implementeringen av fondens ESG strategi, inklusive vissa ändringar i specifika hållbarhetsuppföljningar, har Första AP-fonden inte gjort några övriga övergripande förändringar i sina målsättningar avseende fondens långsiktiga strategi eller avkastningsmål under 2023.

## 4.3. Första AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023

### 4.3.1. Avkastning och måluppfyllnad

Första AP-fonden har ett långsiktigt realt avkastningsmål om 4,0% efter kostnader, vilket ska uppnås årligen sett över 40-åriga perioder. Det långsiktiga målet är uppbyggt av två komponenter: utvecklingen av inkomstindex samt avkastningsbehovet för att minimera balansrisken i pensionssystemet. Fonden har även definierat ett medelfristigt mål, som löper över rullande tioårsperioder och uppgår till 3,0% realt efter kostnader. Det medelfristiga målet revideras vid fasta intervall baserat på ränteläge och sänktes under 2020 från 4,0% till 3,0%. Målen är beslutade av Första AP-fondens styrelse. Då buffertfonderna är från varandra oberoende, är målet är satt utan hänsyn till de övriga buffertfondernas ALM, portfölj och risknivå. Utifrån detta och faktumet att det inte finns

någon samlad bedömning av inkomstpensionens totala riskprofil, annat än den prognos som inhämtas från Pensionsmyndigheten, är det utanför ramen för denna utvärdering att analysera den valda risk- och portföljstrategin utifrån ett samlat helhetsperspektiv.

Under 2023 uppgick avkastningen i fonden till 9,1% efter kostnader och 4,7% när justerat för inflation, alltså högre än både de medelfristiga och långfristiga avkastningsmålen.



Figur 26: Första AP-fondens avkastning och långsiktiga målsättning, 2001–2023

Sedan 2001 har fonden, i reala termer, presterat i linje med sitt långsiktiga avkastningsmål om 4,0%, vilket framgår i Figur 26 ovan. De senaste 10 åren har fonden emellertid överpresterat sitt mål genom att notera en genomsnittlig real avkastning om 5,0%, detta primärt drivet av stark nominell avkastning kombinerad mycket låga inflationsnivåer (i genomsnitt under inflationsmålet om 2% under perioden 2014–2020). De senaste tre årens högre inflationsnivåer och volatila marknadsklimat bidrar till att utfallet för den genomsnittliga reala avkastningen för de senaste fem åren blir 4,1%, vilket överskrider det långsiktiga målet med 0,1 procentenhet.

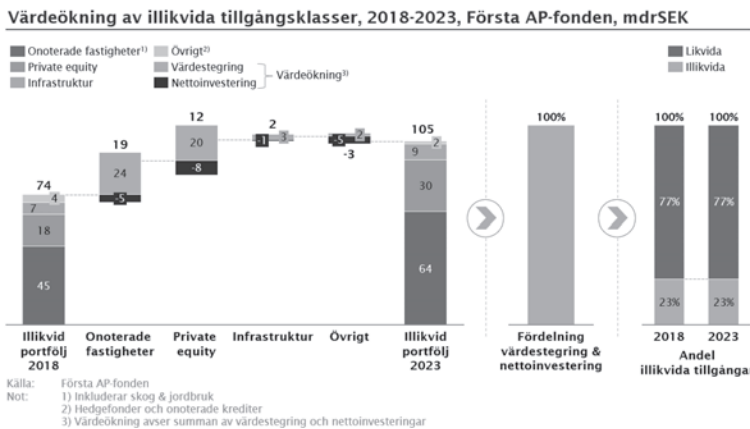
#### 4.3.2. Avkastning per tillgångslag

Avkastningen under 2023, som totalt summerade till 38,3 (9,1%) miljarder kronor före kostnader, drevs främst av de noterade innehaven i svenska och globala aktier. Tillsammans gav dessa tillgångsklasser ett avkastningsbidrag om 4,0% respektive 7,2%, vilket sammantaget motsvarar 47,2 miljarder kronor. Avkastningsbidraget från tillgångsslaget räntebärande värdepapper uppgick till 1,2%. Noterbart är att de noterade aktierna i de så kallade *Magnificent Seven*, som är en vedertagen benämning för sju stora amerikanska teknikbolag, står för en signifikant del (13,2 miljarder) av det totala avkastningsbidraget (30,4 miljarder kronor) inom tillgångsslaget globala aktier, detta motsvarar ett avkastningsbidrag på 3,1% av den totala avkastningen på 9,1%. Investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, så som exempelvis i riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt bidrog negativt till den totala avkastningen, vilket framgår av nedan Figur 27 som visar alla tillgångsslags kompletta attribution till den totala fondvärderingen före kostnader per sista december 2023.



Figur 27: Första AP-fondens avkastningsbidrag 2023

När den illikvida portföljen analyseras närmare, attribueras utvecklingen sedan 2018 – där den illikvida portföljen vuxit från 74 miljarder till 105 miljarder kronor i slutet av 2023 – uteslutande till följd värdestegring, då fonden varit nettosäljare under perioden, detta framför allt inom onoterade fastigheter och onoterade aktier (eng: private equity). Sett till den totala portföljen utgör illikvida tillgångar emellertid samma procentuella andel av totala tillgångar (23%) år 2023 som 2018, vilket framgår av Figur 28 nedan. För en utvidgad fondspecifik diskussion kring Första AP-fondens investerings- och förvaltningsverksamhet avseende illikvida tillgångar, se bilaga *Fördjudad analys av AP-fondernas illikvida investeringar* inom ramen för denna AP-fondsutvärdering.



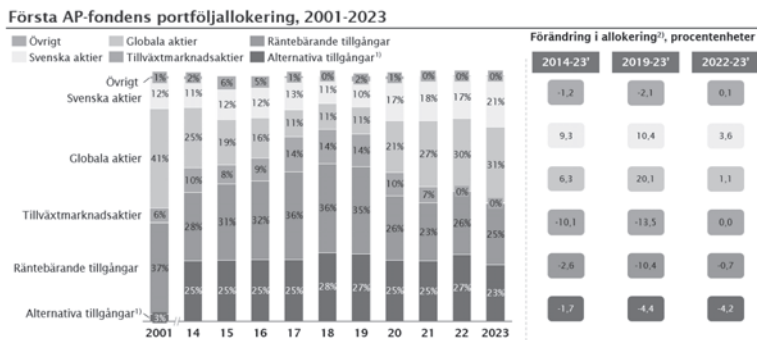
Figur 28: Värdeökning av Första AP-fondens illikvida tillgångsslag

Utöver investeringar i specifika tillgångsslag påverkar även valutaförändringar den totala avkastning som Första AP-fonden genererade under 2023, eftersom fonden har internationella investeringar vars

värde behöver omräknas till svenska kronor. Den svenska kronan försvagades kraftigt mot många internationella valutor under 2022 och även delvis under början av 2023, men återhämtade sig betydligt under andra halvåret av det gångna året. Sammantaget var kronans utveckling mot både amerikanska dollarn och euron i stort sett neutral för året i sin helhet. Påverkan av valutaförändringar på Första AP-fondens resultat begränsas av fondens valutasäkringar, som begränsar effekten av kronans utveckling mot andra valutor. Första till Fjärde AP-fonderna får enligt lag inte ha en öppen valutaexponering (den del av portföljen som är utsatt för valutakursfluktuationer som inte är säkrad genom valutasäkring) som överstiger 40%.

#### 4.3.3. Portföljallokering och tillgångsslag

Under 2023 ändrades portföljallokeringen genom att, i procentuella termer, öka vikten på noterade aktier, detta inom svenska och globala aktier. Denna utveckling är delvis en konsekvens av taktiska omallokeringar, men också en påföljd av den starka avkastningen – och därmed växande positioner – inom noterade aktier under året (för avkastningsbidrag och attributionsanalys, se Figur 27 ovan). Noterbart avseende tillväxtmarknadsaktier är att fonden, efter att ha stängt alla positioner inom tillgångsklassen, återinrättade med innehav i noterade aktier i tillväxtmarknader under 2023, denna exponering sker emellertid via aktiederivat snarare än via noterade aktieinnehav, vilket gör att förändringen i nettoallokeringen (justerad för exponering via finansiella instrument) är oförändrad jämfört med 2022 (vilket framgår av Figur 29 nedan). Därutöver har allokeringen till alternativa tillgångar, jämfört med 2022, minskat med 4,2 procentenheter, även detta är en följd av den negativa värdeutvecklingen inom tillgångsslaget som diskuterats ovan, snarare än strategiska avyttringar av tillgångar under året. Sett över ett längre tidsperspektiv har emellertid allokeringen till alternativa tillgångar ökat med drygt 20 procentenheter sedan fondens start 2001, även om tillgångsklassen under 10 senaste åren har legat på en förhållandevis liknande nivå, räknat i procentuell andel av totalt förvaltad kapital.



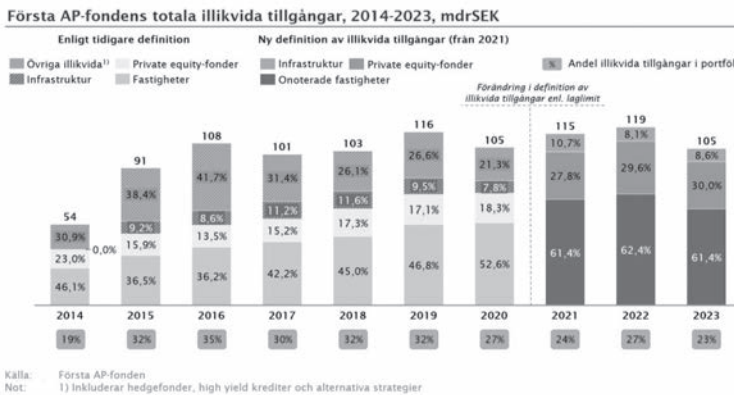
Källa: Första AP-fonden  
 Not: 1) Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i fastigheter, PE och infrastruktur. Alternativa tillgångar, så som de definieras i fondens investeringsarbete, överlappar till stor del – men inte helt – med definitionen av illikvida tillgångar  
 2) Tillgångsallokeringen som presenteras är nettoallokeringen per tillgångsslag vilket betyder att derivat och andra finansiella instrument som används för hävsängseffekter i portföljen, är nettade mot det tillgångsslag som derivatet är hänförligt till. Alla siffror som presenteras är beräknade på utgående balans per år

Figur 29: Första AP-fondens tillgångsallokering och förändringar, 2001-2023

#### 4.3.4. Illikvida tillgångar

AP-fonderna får enligt lag ha max 40% av fondernas tillgångar i illikvida tillgångar, alltså tillgångar som inte relativt fort kan likvideras. Definitionen av illikvida tillgångar överlappar till största del med Första AP-fondens egen definition av alternativa tillgångar, men inte helt. År 2021 ändrades definitionen av illikvida tillgångar något då samtliga Första till Fjärde AP-fonderna kom överens om en enad definition för tillgångsslaget. Denna definition skiljer sig något mot den tidigare definitionen, vilket bör beaktas vid jämförelser.

Sedan år 2014 har Första AP-fondens illikvida tillgångar ökat med 93%, motsvarande 50,4 miljarder kronor. Andelen illikvida tillgångar av totala portföljen har även ökat från 19% för tio år sedan till 23% för 2023 – noterbart är hursomhelst att den procentuella andelen av portföljen som utgörs av illikvida tillgångar under 2023 är markant under toppnoteringen på 32% för 2018 och 2019. Det bör dock tilläggas att vissa kompatibilitetsdiskrepanser för denna jämförelse finns då en ny laglimit, inkluderande omdefinitionen av illikvida tillgångar som nämnts ovan (vilka framgår av Figur 30 nedan), trädde i kraft under 2021<sup>16</sup>.



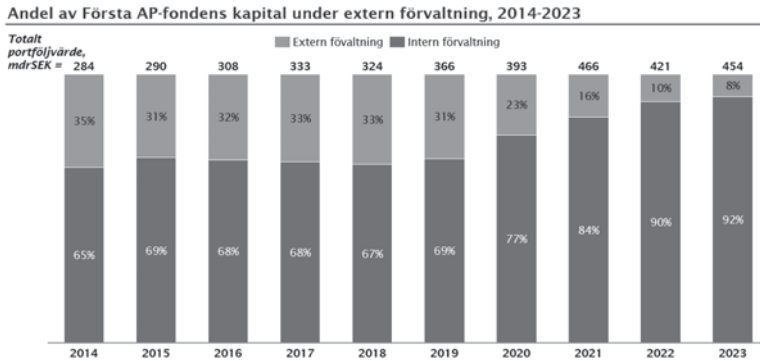
Figur 30: Första AP-fondens totala illikvida tillgångar (enligt nuvarande och tidigare definition), 2014-2023

#### 4.3.5. Externt förvaltade tillgångar

Första AP-fonden framhåller att intern förvaltning, när den utförs väl, har flera strategiska fördelar. En av de mest framhållna är möjligheten till en mer dynamisk allokering av kapital mellan olika strategier och tillgångsslag, vilket anses ge bättre möjligheter att ta vara på de investeringsmöjligheter som uppstår. Vidare arbetar fonden utifrån övertygelsen att intern förvaltning innebär möjligheter till en integrerad värdekedja inom organisationen, något som anses medföra lägre kostnader och bättre kontroll av olika typer av risker. Intern förvaltning ska dock alltid kunna utföras med lika gott eller bättre resultat som en extern part. Första AP-fonden bedömer exempelvis att riskkapitalinvesteringar fortsatt

<sup>16</sup> Figur 30 är utformad med underliggande data som är framtagen i linje med definitionen av illikvida tillgångar som fanns innan 2021. Således kan datapunkter för exempelvis 2018 skilja sig åt mellan figurer beroende på om en omarbeting av de underliggande tillgångarna gjorts eller ej

bör ske tillsammans med externa samarbetspartners. Den absoluta majoriteten av kapitalet förvaltas därför internt, med 8,2% allokerat på externa mandat. Under 2023 ökades andelen intern förvaltning jämfört med 2022 och i slutet av året förvaltades 91,8% av kapitalet internt, att jämföra med 89,9% för 2022 och 65,4% för tio år sedan – vilket framgår av Figur 31 nedan.



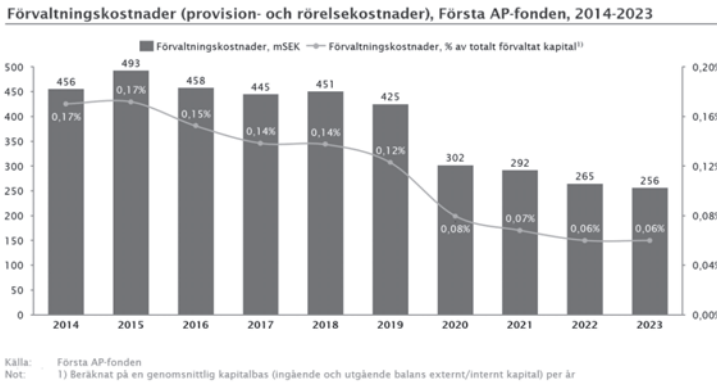
Källa: Första AP-fonden

Figur 31: Första AP-fondens kapitalförvaltning uppdelat på intern och extern förvaltning, 2014–2023

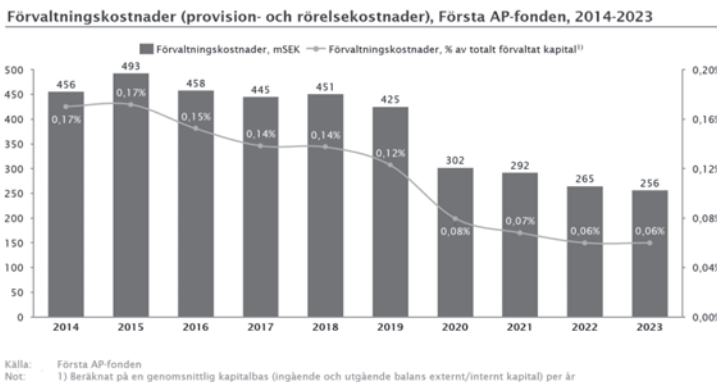
#### 4.3.6. Förvaltningskostnader

Första AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa förvaltningskostnader. De interna förvaltningskostnaderna utgörs av de kostnader som uppstår i kapitalförvaltningen som utförs av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna, å andra sidan, uppstår i samband med att fonden väljer att använda sig av en extern förvaltare inom ett givet mandat och tillgångslag och utgörs således av de kontraktuellt fastställda villkoren med respektive förvaltare. Första AP-fonden använder sig av externa förvaltare inom exempelvis onoterade aktier (eng: private equity).

Under den senaste tioårsperioden har det strategiska skiftet om internalisering av förvaltningen (som beskrivits under *Externt förvaltrade tillgångar* ovan) reflekterats i kostnadsutvecklingen med avseende förvaltningskostnader, vilket framgår i



Figur 32 nedan. Förvaltningskostnaderna har inkrementellt minskats under den senaste tioårsperioden. Detta bedöms delvis ha drivits av att intern förvaltning skett till lägre kostnad än extern förvaltning och ökande kostnadseffektivitet genom ökade stordriftsfördelar inom intern förvaltning. Med andra ord har de totala tillgångarna som förvaltats internt ökat i en snabbare takt än de interna kostnaderna hänförliga till att förvalta kapitalet. För 2023 är de kvarvarande externa förvaltningskostnaderna (redovisas som provisionskostnader) som finns kvar hänförliga till depåbankskostnader och bör därmed inte betraktas som externa förvaltningskostnader. Sammantaget uppgick förvaltningskostnader som andel av totalt förvaltad kapital till 0,06%, vilket är i linje med 2022 års kostnadsnivå och på en låg nivå jämfört med internationella genomsnitt (se avsnitt 3.1.4).



Figur 32: Förvaltningskostnader, Första AP-fonden, 2014-2023



#### 4.4. Första AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023

##### 4.4.1. Principer och strategi för hållbarhetsarbetet

Den generella hållningen gentemot hållbarhet på Första AP-fonden är att det, till största möjliga grad, ska utgöra en naturlig och integrerad aspekt av det operationella arbetet, investeringsprocessen och den löpande fondförmögenhetsförvaltningen. Första AP-fondens VD ansvarar för integrationen och det är fondens hållbarhetsfunktion, som är organiserad som en del av förvaltningsorganisationen (se avsnitt 4.1 för organisationsschema), som har det primära ansvaret att stötta VD:n i denna integration genom att utföra delar av arbetet. Inom kapitalförvaltningen anpassas det praktiska hållbarhetsarbetet till respektive tillgångsslag och det specifika teamets förvaltningsstrategi. På så sätt sker en bred ansvarsallokering ut till respektive avdelningschef. Exempel på tillgångsslagsspecifikt hållbarhetsarbete inkluderar faktorer som utsläppsnivåer, klimatpåverkan eller resurseffektivitet i många kvantitativa förvaltningsstrategier och fundamental hållbarhetsanalys inom ramen för svenska småbolsstrategin.

Inriktningen i fondens hållbarhetsarbete utgörs av den ESG-strategi som fastställts av fondens styrelse. Denna revideras och uppdateras årligen och omfattar hela investeringsprocessen. Under 2021 genomfördes en omfattande strategisk översyn som ledde till en extensiv revidering av fondens långsiktiga förhållningssätt och där ett hållbarhetstänk är sömlöst integrerat i samtliga delar av fondens arbete och förvaltning. Strategin tar avstamp i en ambition om långsiktigt hållbart värdeskapande och är rotad inom tre områden: ansvarsfulla investeringar, ansvarsfullt ägande och förtroendeskapande. Strategin anses heltäckande då den innefattar samtliga ESG-dimensioner; miljö-, sociala och styrningsfrågor (eng: governance). ESG-strategin betonar med enfasett att dessa överväganden ska vara närvarande i hela investeringscykeln. Således beaktas hållbarhet i förvaltningsarbetet från urvalsprocessen, under en ägandeperiod och vid ett eventuellt avyttrande. I samband med det iterativa styrelsearbetet rörande hållbarhetsstrategin har klimat identifierats som ett speciellt fokusområde för fonden, detta då fonden anser att klimatförändringar påverkar fondens möjligheter till framtida värdeskapande över generationer. Rent operationellt har detta fokusområde utnyttat i olika projekt och aktiviteter med syfte att verka för en långsiktig minskning av klimatutsläpp i den reala ekonomin.

Utöver ESG-strategin innefattar Första AP-fondens hållbarhetsarbete en ägarpolicy som också är beslutad av styrelsen. Ägarpolicyen, som uppdaterades under året, innefattar åtta grundläggande principer för ägarstyrning och stipulerar operationella riktlinjer som fonden ska förhålla sig till avseende aktivt och passivt ägande. Följaktligen är ESG-strategin och Ägarpolicyen centrala styrmedel för fondens VD och övriga ledningsgruppen i det löpande beslutsfattandet inom kapitalförvaltningen. I praktiken har denna policy bland annat inneburit en rad exkluderings inom respektive tillgångsslag, detta efter ett internt utvecklat datainsamlingsarbete utifrån ett antal gränsvärden och nyckeltal som använts för att granska innehav. Därtill använder fonden ett maskininlärningsverktyg inom vissa delar av kapitalförvaltningen för att identifiera hållbarhetspremier som ännu inte är inprisade i tillgången.

##### 4.4.2. Aktiviteter under 2023

Under 2023 har Första AP-fonden arbetat aktivt med en fortsättning av implementering av fondens ESG-strategi som togs fram och antogs under 2021. Denna implementering har främst rört en ambition av ett närmare samarbete mellan hållbarhetsfunktionen och förvaltningen (enligt beskrivning ovan) – vilket praktiskt utkristalliserat sig i nya arbetssätt och processer för ett mer integrerat hållbarhetsarbete. Under året har det också tillsatts en ny ägaransvarig med fokus på ökat samarbete

med och mellan förvaltningsteam. Andra viktiga händelserna i fondens hållbarhetsarbete under året inkluderar den uppdaterade ägarpolicy, etablering av en ny styrmodell och organisation i Etikrådet där Första AP-fonden varit representerade som ordföranden samt ett utvidgat samarbete mellan fonderna och genom nya åtaganden inom bland annat *Nature Action 100* och *NetZero Engagement Initiative*.

Därtill har Första AP-fonden, inom ramen för den uppdaterade ägarpolicy, arbetat inom totalt 21 valberedningar och arbetat för påverkan genom att rösta i olika frågor på bolagstämmor, där frågan om att i olika incitamentsprogram lägga till hållbarhetsparametrar som har bäring på bolagens finansiella resultat varit en av de mest återkommande frågorna på de svenska bolagen.

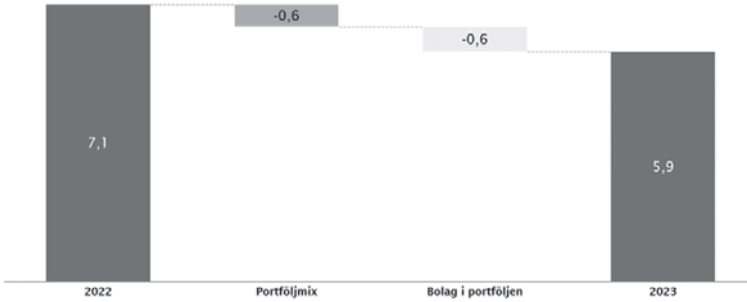
Ett annat fokusområde för Första AP-fondens hållbarhetsarbete under året har varit en fortsatt vidareutveckling kring uppföljningen av bolag som bedöms verka med särskilt hög hållbarhetsrisk – detta antingen med avseende på inherent branschkaraktärsdrag eller bolagsspecifika faktorer. Detta påverkansarbete sker i hög utsträckning i samkoordination med Etikrådet. I samråd med Etikrådets riktlinjer och den svenska statens värdegrund har även ett arbete skett med exkludering av specifika bolag som anses befinna sig utanför fondens investeringsbara univers.

#### 4.4.3. Tematiska investeringar

Inom vissa tillgångsslag har 2023 präglats av ett fortsatt fokus på att arbeta för ett ökat antal investeringar i tillgångar som även bedöms bidra till en hållbar utveckling. Trots den strategiska ambitionen om en ökad allokering mot tillgångar som motsvarar fondens kriterier för investeringar som främjar en hållbar utveckling, har denna del av portföljen minskat från drygt 86 miljarder kronor av totala portföljen under 2022 till drygt 78 miljarder under 2023, starkt drivet av nedgången i fastighetsmarknaden. Av dessa fondmedel är majoriteten placerat inom onoterade fastigheter (76,2%), infrastruktur (9,7%) och resterande del är allokerat bland riskkapitalfonder (8,4%), gröna obligationer (4,7%) och sociala obligationer (1,0%). Under året har Första AP-fonden gjort ett ökat antal investeringar inom riskkapitalfonder som främjar en hållbar utveckling och samtidigt möter fondens krav på risk och avkastning. Den största delen av årets investeringar har varit i fonder som investerar i mogna företag (eng: buy-out) respektive företag i tidig fas (eng: venture) som riktar in sig på lösningar som bidrar till klimatomställning, men också andra områden så som hälsa och utbildning.

#### 4.4.4. Koldioxidutsläpp

**Första AP-fondens portföljviktade<sup>1)</sup> koldioxidutsläpp, 2022-2023, tCO<sub>2</sub>e per miljoner kronor**



Källa: Första AP-fonden

Not: 1) Mättet summerar respektive koldioxidintensitet, det vill säga ett bolags koldioxidutsläpp i förhållande till dess omsättning, viktat baserat på respektive bolags andel av portföljen

Figur 33: Första AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2022-2023

Totala CO<sub>2</sub>-utsläpp i Första AP-fondens noterade aktieportfölj (innefattande scope 1 och 2) uppgick under 2023 till 0,61 miljoner tCO<sub>2</sub>e, motsvarande en ökning med 51% jämfört med 2022 (och i linje med 2021 års nivåer). Denna ökning förklaras till stor del av den positiva utvecklingen på aktiemarknaden under året och generella portföljförändringar, där ett antal nya innehav inom den aktiva sverigeförvaltningen bidragit stort till ökningen – dessa bolag anses emellertid besitta goda utsikter till att långsiktigt bidra positivt till både avkastning och klimatomställning. Med avseende på fondens portföljviktade koldioxidintensitet (Figur 33) har den under 2023 minskat i alla tillgångsslag, för den noterade aktieportföljen är utfallet för 2023 5,9 tCO<sub>2</sub>e/mkr, motsvarande en minskning jämfört med 2022 års nivå på 7,1 tCO<sub>2</sub>e/mkr. Denna reduktion attribueras till en kombination av förändringar i portföljmixen och minskning av de enskilda portföljbolagens CO<sub>2</sub>-intensitet, som båda bidrog med motsvarande -0,6 vardera.

#### 4.4.5. Mål och målpuppfyllnad

Första AP-fonden arbetar aktivt med målsättningar och uppföljning inom ramen för sitt hållbarhetsarbete, alla förankrade i fondens ESG-strategi. Dessa ämnas uppfyllas utan att göra avkall på fondens övergripande och långsiktiga uppdrag. I termer av målpuppfyllnad fungerar fondens styrelse som den primära ansvarsutkrävande instansen. I slutet på 2023 har fonden en kvantitativ målsättning inom hållbarhetsområdet; att portföljen ska vara netto-noll avseende koldioxid år 2050, i linje med Parisavtalet, med ett första delmål om att halvera aktieportföljens koldioxidintensitet till 2030 (jämfört med 2019 års nivåer). Därutöver har Första AP-fonden ett antal aspekter som utgår från fondens ESG-strategi och ägarpolicy vilka fonden följer upp, och i viss utsträckning även rapporterar externt. Dessa är däremot inte att betrakta som målsättningar i sig, utan snarare som verktyg för att följa upp fondens verksamhet. Nedan (Figur 34) presenteras den historiska utvecklingen för den utsläppsrelaterade målsättningen samt progression gentemot de övriga mätpunkterna som fonden arbetar med.

## Första AP-fondens hållbarhetsmål och relevanta nyckeltal, utfall 2020-2023



● Nytt för 2023 ● Uppdaterat för 2023 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
1	Reducera portföljens koldioxidavtryck till netto-noll år 2050 (jmf. 2019)	Scope 1&2 EVIC	0,58 mtCO2e	0,60 mtCO2e	0,40 mtCO2e	0,61 mtCO2e
	Delmål halvera koldioxidintensiteten till 2030 (jmf. 2019)	Scope 1&2 Utveckling sen basår 2019	9,3 tCO2e per mSEK	8,2 tCO2e per mSEK	7,1 tCO2e per mSEK	5,9 tCO2e per mSEK
Nyckeltal och uppföljning						
KPI	Uppföljning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
1	Bolag som har godkända vetenskapligt baserade klimatmål enligt SBTi	Andel av totala utsläpp	n/a	n/a	n/a	49%
2	Tillgångar som motsvarar fondens kriterier för investeringar som främjar en hållbar utveckling	Marknadsvärde (mSEK)	63 048	84 476	86 548	78 117
3	Rösta på bolagsstämmor	Antal stämmor i Sverige		84	82	88
		Antal stämmor utomlands	Samtliga utom en	846	1 037	1 289
4	Jämställda styrelser i de bolag där fonden arbetar i valberedningen	Andel män/kvinnor	39%	39%	41%	38%
5	Fondens innehav i fastighetsportföljen redovisar enligt GRESB	Andel av portföljen	97%	98%	98%	98%
	GRESB score över tid	GRESB score	86	88	88	88

Källa: Första AP-fonden  
Not: 1) Motsvarar 57% justerat för inflation

Figur 34: Första AP-fondens hållbarhetsmål och relevanta nyckeltal, utfall 2020-2023

#### 4.5. Slutsatser och bedömningar

##### 4.5.1. Bedömning avseende kapitalförvaltning, måluppfylland och bidrag till pensionssystemet

Första AP-fonden uppnår sina avkastningsmål över alla mätta tidsperioder, inklusive 2023, fem- och tioårsperioden, samt sedan fondens start 2001. Under 2023 spelade fondens likvida tillgångar en betydande roll för det positiva resultatet. Särskilt i det fjärde kvartalet, som var det starkaste kvartalet för tillgångsslaget noterade aktier. Detta framför allt inom globala aktier där fonden, i procentuella termer, har en stor exponering mot amerikanska teknikaktier – vars värdeutveckling drev majoriteten av uppgången i det globala marknadsindexets utveckling. Detta indikerar en indexnära förvaltning av noterade aktier i allmänhet, och globala aktier i synnerhet hos Första AP-fonden. Som en bedömd konsekvens av den indexnära förvaltningen ökade fondens exponering mot aktier, vilket signalerar en strategisk anpassning för att optimera avkastningen.

Fonden kan konkluderas ha bidragit positivt till systemets långsiktiga syfte och uppdrag. Arkwright noterar dock att det föreligger en komplexitet i att mäta exakt hur mycket och på vilket sätt fonden har bidragit – Första AP-fondens bidrag till pensionssystemets stabilitet och hållbarhet är av central betydelse för dess mandat. Komplexiteten framträder när efterföljande implikationer för pensionssystemets långsiktiga stabilitet ska analyseras. Detta beror främst på två faktorer: den inbyggda osäkerheten i pensionssystemets skuldsida, vilken utgör L:et i fondens ALM-analys, som görs oberoende av de andra buffertfonderna, och de fördröjda effekterna av makroekonomiska förändringar på systemet. Fondens ALM-analys syftar till att optimera portföljen för att minimera risken för att *bromsen* aktiveras i ett negativt scenario. Det bör dock noteras att Första AP-fonden är en del av ett större system av buffertfonder, där ingen samordnad styrning på högre nivå säkerställer ett enhetligt bidrag till pensionssystemets stabilitet. Därmed är det utmanande att bedöma en enskild fonds specifika bidrag till det samlade systemets riskprofil. Den andra faktorn, makroekonomiska förändringars fördröjda effekter, försävar ytterligare bedömningen av fondens prestation i relation till pensionssystemet. Ekonomiska chocker och trender kan ha omedelbara effekter på fondens avkastning (vilket uppenbarade sig under 2022, exempelvis), men deras fullständiga inverkan på pensionssystemet kan ta år, om inte årtionden, att uppenbara sig. Detta skapar en osäkerhetsmarginal när fondens kort- till medellånga prestation ska kopplas till långsiktiga systemeffekter.

Sammantaget bedöms således att trots att Första AP-fondens avkastningsmål uppfylls, återstår frågor om hur väl och på vilket sätt denna avkastning faktiskt bidrar till pensionssystemets långsiktiga stabilitet. En djupare förståelse för sambandet mellan fondens resultat och systemets övergripande tillstånd kräver en noggrann analys av dessa osäkerhetsfaktorer och deras potentiella påverkan på framtida pensioner

##### 4.5.2. Arkwrights samlade bedömning

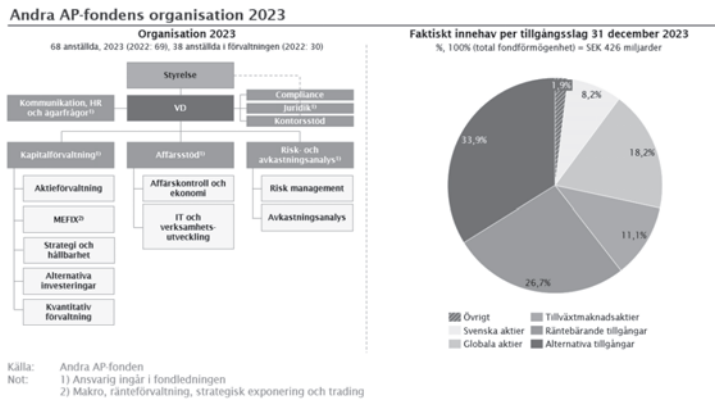
Arkwrights samlade bedömning är att Första AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

## 5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden

I följande avsnitt återfinns den grundläggande utvärderingen av Andra AP-fondens förvaltning av fondmedel. Utifrån detta beskriver utvärderingen organisationen, investeringsfilosofin, avkastningen, allokeringen i fonden, illikvida tillgångar, externt förvaltade tillgångar, förvaltningskostnader, fondens hållbarhetsarbete och nyckelhändelser under det gångna året.

### 5.1. Andra AP-fondens organisation och förvaltning under 2023

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod vid årets slut av 68 personer, varav 38 arbetar inom kapitalförvaltningen. Totalt förvaltade fonden 426 miljarder kronor vid slutet av 2023.



Figur 35: Andra AP-fondens organisation 2023

2023 har präglats av ett volatilt marknadsklimat och oförutsägbara makro- och geopolitiska händelser. Samtidigt stärktes arbetsmarknaderna i Sverige och inflationstakten föll kraftigt. Under året har Andra AP-fonden lagt stort fokus på verksamhetsutveckling och reviderat förvaltningsstrategin med målet att skapa en bättre avkastning på ett mer dynamiskt och effektivt sätt. Detta har gjorts genom ett förändringsarbete av styrstruktur, organisation, investeringsövertygelser, vision och grundvärderingar – vilka ska implementeras under början av 2024. Exempelvis arbetar fonden nu mer med dynamisk allokering, som innebär att fonden positionerar sig mer aktivt för trender och omvärldsförändringar, med en tidshorisont på 5–10 år. Dessa förändringar är inte föremål för detta års utvärdering.

Under 2023 har nettoavkastningen, som uppgick till 5,9%, främst drivits av den positiva utvecklingen på både svenska och utländska aktiemarknader. Samtidigt har Andra AP-fondens avkastning påverkats negativt av utvecklingen i de direktägda fastighetsinvesteringarna.

Under året har fonden minskat sin aktieexponering mot Kina och Hong Kong, med bakgrund i det landsramverk som tillämpas för att utvärdera vilka länder fonden investerar i, vilket grundar sig i finansiella, operativa och hållbarhetsrisker. Under 2024 har fonden uttryckt en ambition om att helt avsluta sin aktieexponering mot Kina och Hong Kong.

### *Investeringsfilosofi*

Andra AP-fondens investeringsfilosofi och strategi grundar sig i en bedömning av pensionssystemets behov av att placera fondkapitalet i en effektiv portfölj, som integrerar hållbarhet och främjar en hållbar utveckling. Fondens syn på de viktigaste framgångsfaktorerna och investeringsfilosofi bildar tillsammans förkortningen SHARPE och uppdaterades under året där de tidigare tio övertygelserna kondenserades ner till nedan sex:

1. **Samarbete och medarbetare är kritiska faktorer:** Understryker vikten av att samarbeta inom organisationens avdelningar såväl som externt.
2. **Hållbarhet lönar sig:** Tar avstamp i en mångfacetterad övertygelse om att fonden fattar bättre investerings- och förvaltningsbeslut när hållbarhet vävs in som en integrerad del i verksamheten.
3. **Aktiv förvaltning skapar mervärde:** Handlar om att portföljen och dess förväntade avkastning och risk konstrueras utifrån analys av pensionssystemets långsiktiga behov med utbetalda pensioner i fokus.
4. **Risntagande som är uthålligt krävs:** Handlar om att ingjuta ett långsiktigt perspektiv på risntagande för alla tillgångsklasser i linje med principen om föredömlig förvaltning, med utgångspunkt i fondens långsiktiga syfte och vision.
5. **Pensionärernas bästa ska avgöra strategin:** Detta genom att förvalta en portfölj som balanserar förväntad avkastning med sunda risknivåer (i linje med övertygelse #4 beskriven ovan).
6. **Effektiva processer är en förutsättning för bra resultat:** Ett effektivt arbetssätt, till exempel med avseende på kostnadseffektivitet, skapar förutsättningar för fonden att nå sina avkastningsmål.

## 5.2. Förändring av målsättningar, strategier under 2023

Under 2022 gjordes en omfattande strategisk översyn av Andra AP-fondens verksamhet och under 2023 har arbete och fokus riktats åt initialt implementeringsarbete givet utfallet från denna process. Angreppssättet för detta har tagit avstamp i en ambition av att öka ägandeskapet i portföljen genom ett mer dynamiskt förhållningssätt i en alltmer föränderlig värld, detta genom en förändrad organisation utan opåkallad komplexitet. Konkret har fonden under året omarbetat och fastställt sex nya investeringsövertygelser, uppdaterat beslutsstrukturen och reviderat verksamhetsplanen, vilket bland annat utmynnat i en förändrad kapitalförvaltningsorganisation. Fonden har vidare fastslagit en ny vision inklusive grundvärderingar som har legat till grund för, bland annat, de nya investeringsövertygelserna (beskrivna i *Investeringsfilosofi* ovan). Givet omfattningen av de strategiska förändringarna befinner sig Andra AP-fonden ännu i ett relativt begynnande stadie och under 2024 planerar fonden att fortskrida med slutlig implementering av den strategiska omgörningen.

## 5.3. Andra AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023

### 5.3.1. Avkastning och måluppfyllnad

Andra AP-fonden har inget avkastningsmål *per se*, utan kommunicerar i stället en långsiktig förväntad avkastning, inom ramen för denna utvärdering har denna långsiktiga avkastningsförväntan emellertid tolkats som ett avkastningsmål, primärt för att uppnå jämförbarhet mellan fonderna. Oaktat denna begreppstolkningsfråga uppgår Andra AP-fondens avkastningsförväntan till 4,5% årligen reallt efter kostnader, och mäts över 30-åriga perioder. Den förväntade avkastningen består dels av en förväntad

långsiktig real avkastning om 4% årligen, dels av en målsättning om 0,5% överavkastning från aktiv förvaltning. Detta är beslutat av Andra AP-fondens styrelse. Då buffertfonderna är från varandra oberoende, är avkastningsförväntan satt utan hänsyn till de övriga buffertfondernas ALM, portfölj och risknivå. Utifrån detta och faktumet att det inte finns någon samlad bedömning av inkomstpensionens totala riskprofil, är det utanför ramen för denna utvärdering att analysera den valda risk- och portföljstrategin utifrån ett samlat helhetsperspektiv.



Figur 36: Andra AP-fondens avkastning och långsiktiga målsättning, 2001-2023

Sedan 2001 har fonden, i reala termer, presterat under sin långsiktiga avkastningsförväntan, detta gäller också den senaste tio- och femårsperioden, vilket framgår av Figur 36 ovan. Fonden har emellertid i genomsnitt överpresterat inkomstindex sedan start, vilket fungerar som en måttstock på reallöneökningar för den motsvarande perioden. I termer av nominell avkastning har fonden emellertid presterat en årlig genomsnittlig avkastning på 5,8% sedan 2001, strax under årets resultat. De senaste 10 åren ses, förutom en högre genomsnittlig nominell avkastning, inga större skillnader för övriga mått på presterad avkastning, jämfört med fondens avkastning sedan starten 2001. De senaste tre årens högre inflationsnivåer och volatila marknadsklimat gör att den genomsnittliga reala avkastningen för de senaste fem åren landar på 2,1%, vilket understiger den långsiktiga avkastningsförväntan med 2,4 procentenheter.

### 5.3.2. Avkastning per tillgångsslag

Avkastningen under 2023, som totalt summerade till 24,1 (5,96%) miljarder kronor före kostnader, drevs delvis av de noterade innehaven i Svenska, globala och tillväxtmarknadsaktier. Tillsammans gav dessa tillgångsklasser ett avkastningsbidrag om 1,5%, 2,4% respektive 1,1%, vilket motsvarar ett totalt avkastningsbidrag inom tillgångsklasserna om 20,3 miljarder kronor. Tillgångsklassen räntebärande värdepapper gav 1,9% i procentuellt avkastningsbidrag. Noterbart avseende avkastningen inom tillgångsslaget globala aktier är att den del av avkastningen som utgörs av de så kallade *Magnificent Seven*, 0,4 miljarder (4%), är en lägre andel än motsvarande siffra för globala marknadsindex utveckling. Detta tolkas som en konsekvens av Andra AP-fondens breda diversifiering och därigenom, låga exponering mot amerikanska teknikaktier, relativt marknaden i stort. Investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom exempelvis i riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och

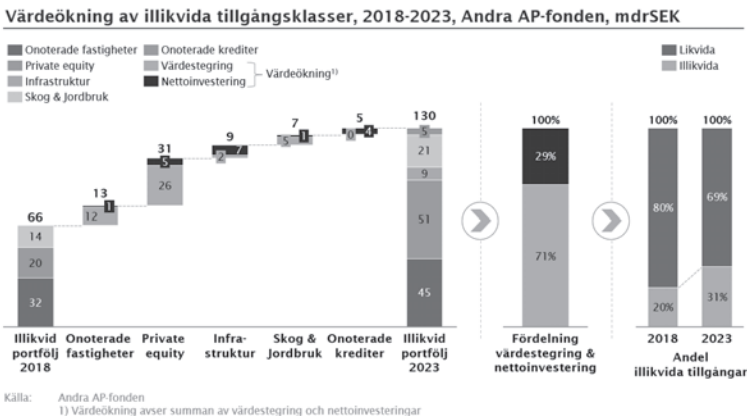


infrastrukturprojekt, bidrog till totala avkastningen med ett negativt avkastningsbidrag på -1,4%. Detta framgår av nedan Figur 37 som visar den kompletta attributionen av tillgångsslagen, före kostnader, till den totala fondvärderingen per sista december 2023.



Figur 37: Andra AP-fondens avkastningsbidrag per tillgångslag före kostnader, 2023

Vidare, när den illikvida portföljen analyseras närmare, attribueras utvecklingen sedan 2018 – där den illikvida portföljen vuxit från 66 miljarder till 130 miljarder kronor i slutet av 2023 – primärt till en värdestegring, detta framför allt inom onoterade fastigheter och onoterade aktier (eng: private equity). Sett till den totala portföljen utgör illikvida tillgångar också en ökad procentuell andel av totala tillgångar (31% för 2023, jämfört med 20% för slutet av 2018), vilket framgår av figuren nedan. För en utvidgad fondspecifik diskussion kring Andra AP-fondens investerings- och förvaltningsverksamhet avseende illikvida tillgångar, se bilaga *Fördjupad analys av AP-fondernas illikvida investeringar* inom ramen för denna AP-fondsutvärdering.



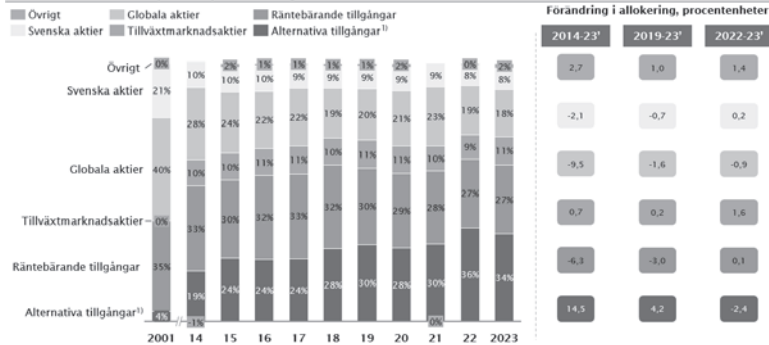
Figur 38: Andra AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018–2023

Utöver investeringar i specifika tillgångsslag påverkar även valutaförändringar den totala avkastning som Andra AP-fonden genererade under 2023, eftersom fonden har internationella investeringar vars värde behöver omräknas till svenska kronor. Den svenska kronan försvagades kraftigt mot många internationella valutor under 2022 och även delvis under början av 2023, men återhämtade sig betydligt under andra halvåret av det gångna året. Sammantaget var kronans utveckling mot både amerikanska dollarn och euron i stort sett neutralt för det gångna året i sin helhet. Påverkan av valutaförändringar på Andra AP-fondens resultat begränsas av fondens valutasäkringar, som begränsar effekten av kronans utveckling mot andra valutor. Första till Fjärde AP-fonderna får enligt lag inte ha en öppen valutaexponering (den del av portföljen som är utsatt för valutakursfluktuationer som inte är säkrad genom valutasäkring) som överstiger 40%.

### 5.3.3. Portföljallokering och tillgångsslag

Under 2023 ändrades portföljallokering genom att, i procentuella termer, öka vikten på noterade aktier, detta inom alla tre typer av noterade aktieinnehav (Svenska, globala och tillväxtmarknader). Denna utveckling är delvis en konsekvens av taktiska omallokeringar, men också en påföljd av den, relativt övriga tillgångsslag, starka avkastningen och därmed växande positioner inom noterade aktier under året. För avkastningsbidrag och attributionsanalys, se Figur 37 ovan. Därutöver har allokeringen till alternativa tillgångar, jämfört med 2022, minskat med 2,4 procentenheter. Även detta är en följd av den negativa värdeutvecklingen inom tillgångsslaget som diskuterats ovan, snarare än strategiska avyttringar av tillgångar. Under 2023 är det framför allt värderingarna på onoterade fastighetsbolag i portföljen (exempelvis Vasakronan), som drar ner värderingen. Sett över ett längre tidsperspektiv har emellertid allokeringen inom alternativa tillgångar ökat med drygt 30 procentenheter sedan fondens start 2001, allokeringar inom tillgångsklassen under de 10 senaste åren har också ökat inkrementellt räknat i procentuell andel av totalt förvaltad kapital.

Andra AP-fondens portföljallokering, 2001-2023



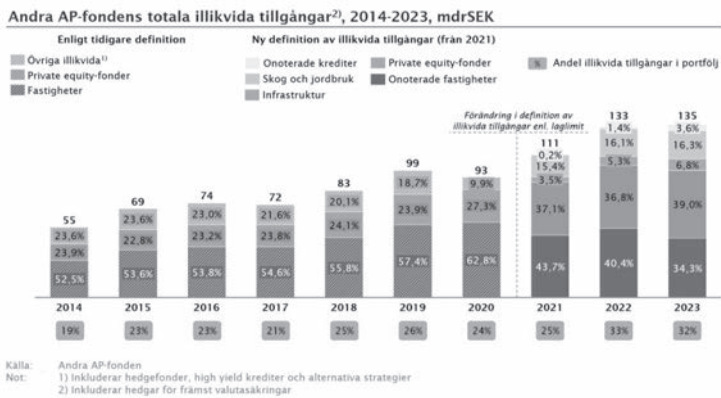
Källa: Andra AP-fonden  
Not: 1) Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i fastigheter, PE och infrastruktur. Alternativa tillgångar, så som de definieras i fondens investeringsarbete, överlappar till stor del - men inte helt - med definitionen av illikvida tillgångar

Figur 39: Andra AP-fondens portföljallokering, 2001–2023

### 5.3.4. Illikvida tillgångar

AP-fonderna får enligt lag ha max 40% av fondernas tillgångar i illikvida tillgångar, alltså tillgångar som inte relativt snabbt kan likvideras. Illikvida tillgångar överlappar till största del med Andra AP-fondens egen definition av Alternativa tillgångar, men inte helt. År 2021 ändrades definitionen av illikvida tillgångar något då samtliga Första till Fjärde AP-fonderna kom överens om en enad definition för tillgångslaget. Denna definition skiljer sig något mot den tidigare definitionen, vilket bör beaktas vid jämförelser<sup>17</sup>.

Sedan 2014 har Andra AP-fondens illikvida tillgångar ökat med 145%, motsvarande 79,9 miljarder kronor. Andelen illikvida tillgångar av totala portföljen har även ökat från 19% för tio år sedan till 32% för 2023 – detta har skett inkrementellt över tioårsperioden. Det bör dock tilläggas att vissa kompatibilitetsdiskrepanser för denna jämförelse finns då en ny laglimit, inkluderande omdefinitionen av illikvida tillgångar som nämnts ovan (vilka framgår av Figur 40 nedan), trädde i kraft under 2021.



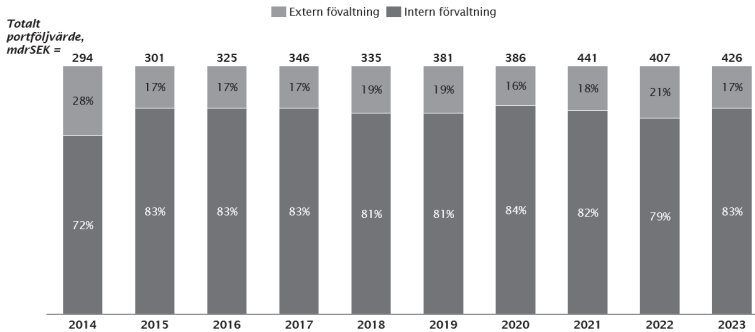
Figur 40: Andra AP-fondens totala illikvida tillgångar (enligt tidigare och ny definition), 2014-2023

### 5.3.5. Externt förvaltade tillgångar

Andra AP-fonden använder sig av externa förvaltare främst för illikvida tillgångslag. Samtidigt har fonden kontinuerligt minskat sina externa mandat över tid, i syfte att sänka kostnaderna. Det internt förvaltade kapitalet uppgick vid utgången av 2023 till 354 miljarder kronor, motsvarande 83% av det totala kapitalet som Andra AP-fonden förvaltar, att jämföra med 79% för 2022 och 72% för tio år sedan.

<sup>17</sup> Figur 40 är utformad med underliggande data som är framtagen i linje med definitionen av illikvida tillgångar som fanns före 2021. Således kan datapunkter för exempelvis 2018 skilja sig åt mellan figurer beroende på om en omarbetning av de underliggande tillgångarna gjorts eller ej

Andel av Andra AP-fondens kapital under extern förvaltning, 2014-2023



Källa: Andra AP-fonden

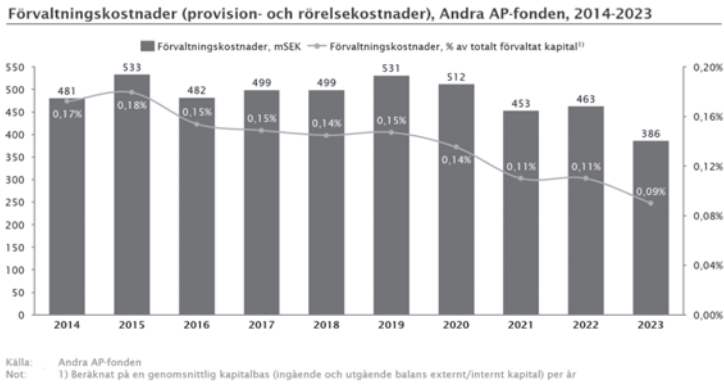
Figur 41: Andra AP-fondens kapital under intern och extern förvaltning, 2014–2023

### 5.3.6. Förvaltningskostnader

Andra AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa förvaltningskostnader. De interna förvaltningskostnaderna utgörs av de kostnader som uppstår i kapitalförvaltningen som utförs av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna, å andra sidan, uppstår i samband med att fonden väljer att använda sig av en extern förvaltare inom ett givet mandat och tillgångsslag och utgörs således av de kontraktuellt fastställda villkoren med respektive förvaltare. Andra AP-fonden använder sig av externa förvaltare inom exempelvis onoterade aktier (eng: private equity).

Under den senaste tioårsperioden har fondens tendens att "flytta hem" kapitalförvaltning (illustrerad i Figur 41 ovan) reflekterats i kostnadsutvecklingen för förvaltningskostnaderna, vilket framgår i Figur 42 nedan. Denna utveckling, där förvaltningskostnaderna minskat, bedöms delvis ha drivits av att intern förvaltning skett till lägre kostnad än extern förvaltning och ökande kostnadseffektivitet genom ökade stordriftsfördelar inom intern förvaltning. Med andra ord har kostnaden per förvaltat krona minskat i takt med en högre grad av internalisering och större andel av fondmedel under intern förvaltning.

Sammantaget uppgick förvaltningskostnader som andel av totalt förvaltat kapital till 0,09%, vilket är lägre än 2022, då andelen var 0,11% av fondens totala kapital och när satt i relation med internationella genomsnitt (se avsnitt 3.1.4), är denna förvaltningskostnadsnivå väldigt låg.



Figur 42: Förvaltningskostnader, Andra AP-fonden, 2014-2023

## 5.4. Andra AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023

### 5.4.1. Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Andra AP-fondens hållbarhetsarbete tar avstamp i det lagstadgade uppdraget och målet att förvalta fondmedlen på så sätt att det ger största möjliga långsiktiga nytta för pensionssystemet. Lagen säger också att förvaltningen ska vara föredömlig genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande samt att särskild vikt ska fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas. Hållbarhetsarbetet bedrivs utifrån principen om dubbel väsentlighet, vilket anspelar på ett hänsynstagande både till hur fondens investeringar påverkas av hållbarhetsrelaterade risker och möjligheter, och till hur förvaltningen påverkar människa och miljö. Därigenom verkar fonden med en helomfattande ansats gentemot hållbarhet och det integreras således i samtliga delar av organisationen, investeringsprocessen och förvaltningsarbetet. Denna integration, som styrs genom den av styrelsen fastställda hållbarhetsagenda, sker dels kvantitativt genom ett utnyttjande av hållbarhetsfaktorer i kvantitativa förvaltningsstrategier, och kvalitativt i fundamentala analyser.

Fondens hållbarhetspolicy, som till stor del är baserad på svenska statens värdegrund, lägger grund för en hållbarhetsstrategi som består av sex delar: integrering, väsentlighet, analys, påverkansarbete, samarbete och transparens. I fondens dagliga arbete integreras hållbarhetsaspekter på olika sätt beroende på tillgångsslag. Inom aktieförvaltningen kan det exempelvis innebära exkludering av vissa bolag eller sektorer som inte uppfyller fondens hållbarhetskriterier. Fondens prioriterar och fokuserar sina insatser på de hållbarhetsfrågor som är mest väsentliga. Genom att koncentrera sig på områden där den har störst potential att göra skillnad, optimeras fondens påverkan. Vidare kräver fondens arbete en detaljerad och faktabaserad analys. Denna data-drivna analysprocess säkerställer att hållbarhetsarbetet bygger på solid grund och att investeringsbeslut fattas på en välunderbyggd bas. I rollen som ansvarsfull ägare är påverkansarbete centralt. Genom att aktivt engagera sig i de bolag fonden investerar i, strävar den efter att driva på för positiv förändring och hållbar utveckling. Samarbete är en annan viktig aspekt av fondens arbete. Genom att samarbeta nära med Etikrådet och

andra investerare, skapas en hävstångseffekt i påverkansarbetet. Detta samarbete är avgörande för att åstadkomma bredare förändringar i näringslivet i linje med fondens hållbarhetsmål (utvecklas under *Mål och måluppfyllnad* nedan). Slutligen är transparens en hörnsten i fondens hållbarhetsarbete. Genom att "leva som man lär" visar fonden inte bara sitt engagemang för hållbarhet utan också sitt åtagande att vara öppen och redovisande mot sina intressenter.

Det praktiska hållbarhetsarbetet på fonden utgår i sin tur utifrån fem fokusområden, alla kopplade till långsiktiga mål inom respektive område. De fem områdena; *klimat, biologisk mångfald, mänskliga rättigheter, mångfald, jämlikhet och inkludering* och *ägarstyrning*, har alla identifierats utifrån deras påverkan på portföljen, dess långsiktiga avkastningsförmåga samt grad av relevans för investeringsprocessen samt fondens potential att uppnå förändring genom en aktiv förvaltning.

#### 5.4.2. Aktiviteter under 2023

2023 har präglats av ett fortsatt aktivt arbete med hållbarhet som en integrerad del av förvaltningsarbetet och investeringsprocessen. Fonden har byggt vidare och implementerat operationella processer i linje med de bestämmelser och riktlinjer som utvecklades av en uppdaterad hållbarhetspolicy som antogs av styrelsen under 2022.

De olika fokusområdena har utgjort grunden för hållbarhetsarbete under året och ett antal milstolpar uppnåtts. Inom klimatområdet har exempelvis fördjupade klimatplaner definierats för fler tillgångsslag, därtill har fondens förmåga utvecklats inom hållbarhetsrapportering genom att bredda redovisningen med scope 3 utsläpp för fler tillgångsslag.

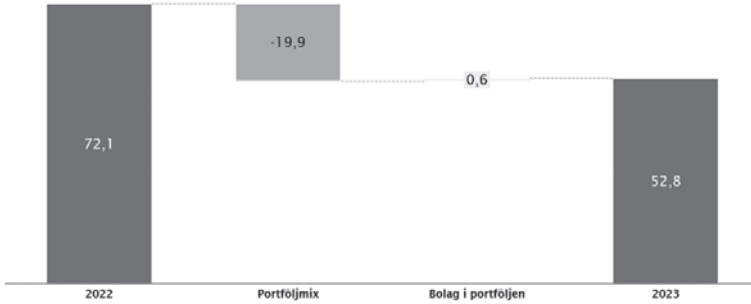
Inom *biologisk mångfald* har fonden under 2023 fokuserat på avskogning med en analys av fondens riskexponering inom innehav i noterade aktier, krediter, reala tillgångar och riskkapital. Inom ramen för detta subfokusområde har fonden också samarbetat med *Climate & Company* för att ta fram ett verktyg för analys av avskogningsrisk. Inom fokusområdet *mänskliga rättigheter* har det operationella fokuset legat på påverkansarbete i form av bolagsdialoger, bland annat med avseende på Kina och högriskindustrier i områden så som textil- och gruvindustrin. Inom ramarna för *mångfald, jämlikhet och inkludering* – vilket var det första fokusområde som fonden började arbeta med inom hållbarhet – har fonden uppnått en milstolpe med den högsta noteringen (36,1%) i fondens historia av det så kallade kvinnoindexet, som beskriver andelen kvinnliga styrelsemedlemmar verksamma i bolag noterade på Nasdaq Stockholm. Slutligen har fonden, inom fokusområdet *ägarstyrning*, uppnått en utökad röstning på bolagsstämmor, detta på både svenska och internationella innehav. För de internationella innehaven använder fonden, precis som de övriga buffertfonderna, en kontrakterad tredjepartsleverantör av röstningstjänster. En väsentlig fråga, som fonden röstat inom och fört dialoger kring, är frågan om hållbarhetsförankrade och prestationsbaserade incitamentsprogram i investerade bolag.

#### 5.4.3. Tematiska investeringar

Utöver den strategiska ambitionen att integrera hållbarhet i hela investeringscykeln och förvaltningsarbetet, genomför också Andra AP-fonden riktade hållbarhetsinvesteringar. Riktlinjer kring dessa återfinns också i de operativa styrdokumenterna för hållbarhet och görs i linje med *Operating Principles for Impact Management*. Vid slutet av året uppgick dessa riktade investeringar, som görs i bland annat hållbarsinriktade obligationer (gröna och sociala) och i noterade innehav inom det specifika tillgångsslaget *Hållbar infrastruktur* samt noterade aktier inom cleantech, till 38,9 miljarder kronor, att jämföra med 35,4 miljarder under 2022.

#### 5.4.4. Koldioxidutsläpp

**Andra AP-fondens portföljviktade<sup>1)</sup> koldioxidutsläpp, 2022-2023, tCO<sub>2</sub>e per miljoner kronor**



Källa: Andra AP-fonden

Not: <sup>1)</sup> Mättet summerar respektive koldioxidintensitet, det vill säga ett bolags koldioxidutsläpp i förhållande till dess omsättning, viktat baserat på respektive bolags andel av portföljen, scope 1-3

Figur 43: Andra AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2022-2023

Under 2023 minskade den totala mängden koldioxidutsläpp i Andra AP-fondens noterade aktieportfölj till 0,40 miljoner tCO<sub>2</sub>e, en nedgång från föregående års 0,62 miljoner tCO<sub>2</sub>e. Denna förbättring reflekteras även i fondens portföljviktade koldioxidintensitet, som är ett mått på hur stor del av fondens investeringar som är knutna till företag med betydande växthusgasutsläpp. Intensiteten, mätt i tCO<sub>2</sub>e per investerad miljon kronor (scope 1–3), sjönk med 26,7% under året, vilket primärt kan tillskrivas en förändring av portföljens innehav snarare än förändringar i bolagens koldioxidutsläpp, vilka ökade marginellt (se Figur 43 ovan). Vidare noterar Arkwright att Andra AP-fonden, som enda AP-fond, redovisar koldioxidintensiteten för scope 1–3 (jämfört med scope 1–2), och ger därmed en mer allomfattande bild av den totala värdekedjans utsläppspåverkan.

#### 5.4.5. Mål och målpuppfyllnad

Under 2022 ändrades Andra AP-fondens hållbarhetsmålsättningar till att vara hänförliga till fondens fem fokusområden som beskrivits ovan. Under 2023 har arbetet med att kvantifiera och uppdatera målsättningar inom samtliga områden färdigställts. Under året har en metod tagits fram för standardisering av rapportering och transparens i hållbarhetsarbetet, där indikationer på bland annat hållbarhetsrisker- och möjligheter i linje med ramverket *Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD)* och *Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*. Med denna metodik ämnar fonden uppnå en standardisering av sin hållbarhetsrapportering och progression gentemot formulerade målsättningar över tid. Målen som formulerats är alla av medel- och långfristig karaktär och fonden har således inte formulerat några gränsvärden för 2023. Därtill är alla mål definierade gentemot kvantitativa måttetal, och är en kombination av aktivitets- och resultatmål. Med aktivitetsmål avses exempelvis genomförande av ett definierat antal aktiviteter inom en given tidsperiod och med resultatmål avses exempelvis att uppnå en förutbestämd nivå av utsläppsnivåer.

Samtliga målsättningar och en översikt av fondens målpuppfyllelse presenteras i Figur 44 och 45 nedan.

## Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (I/II)



● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
<b>Klimat</b>						
1	Nettonoll-utsläpp av växthusgaser i portföljbolagen senast 2045 2025: -35% 2030: 55%	Utläpp av växthusgaser, mtCO <sub>2</sub> e (scope 1-3)	6,9 (-34% mot 2019, som är basår)	8,2 (-22%)	7,2 (-31%)	5,4 (-48%)
2	Alla tillgångsslag i linje med Parisavtalet 2025	% av strategisk portfölj i linje med Parisavtalet	55%	60%	70%	76%
<b>Biologisk mångfald</b>						
3	Bidra till en positiv nettoutveckling för naturen 2030. Målsättning och mätetal kommer utvecklas	Ännu odefinierat	n/a	n/a	n/a	n/a
4	En portfölj som inte bidrar till illegal avskogning 2025	% av strategisk portfölj i linje med riktlinjer från FSDA	4%	4%	4%	21%
<b>Mänskliga rättigheter</b>						
5	Implementering av FN:s vägledande principer 2025	% av strategisk portfölj med en DD-process i linje med principer	n/a	59%	59%	71%
6	Mänskliga rättighetsperspektiv ska genomsyra alla delar av AP2:s verksamhet år 2030	Ännu odefinierat	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: Andra AP-fonden

Figur 44: Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (I/II)



## Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (II/II)



● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
<b>Mångfald, jämlikhet och inkludering</b>						
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	n/a	Sverige: 38% Utland: 29%
8	Fonden ska aktivt ha påverkat bolagen i portföljen att ha en strategi för mångfald, jämlikhet och inkludering	Antal dialoger	n/a	n/a	n/a	Skrivet under initiativ som når 1200 bolag
<b>Ägarstyrning</b>						
9	Aktivt och ansvarsfullt ägarskap genom ett ökat antal dialoger och röstning i fondens samtliga noterade innehav senast 2027	Röstat på antal stämmor	1116	1226	1382	1528
		% av totala stämmor man röstat på	n/a	n/a	n/a	Sverige: 87% Utland: 76%

Källa: Andra AP-fonden

Figur 45: Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (II/II)

## 5.5. Slutsatser och bedömningar

### 5.5.1. Bedömning avseende kapitalförvaltning, måluppfylland och bidrag till pensionssystemet

#### *Kapitalförvaltning som präglas av diversifiering*

Andra AP-fondens kapitalförvaltning, inbegripet fondens investerings- och förvaltningsstrategi, skiljer sig från övriga buffertfonder. Det primära särskiljande draget i fråga grundar sig i portföljkonstruktionens utgångspunkt i tolkningen av åtagandet och därmed den diversifiering som portföljen får. Detta utkristalliserar bland annat inom tillgångslaget globala aktier där Andra AP-fonden har haft en betydligt lägre exponering mot exempelvis de amerikanska teknikföretagen som dominerat det globala indexet – något som för andra fonder varit en källa till stark avkastning. Det noteras också att Andra AP-fonden har en lägre så kallad "home-bias"<sup>18</sup> inom noterade svenska aktier, det vill säga tendens att i förhållande till ett globalt aktieindex ha en större vikt investerad i sin hemmamarknad. I Andra AP-fondens fall uppgår andelen svenska aktier av totalt förvaltad kapital till 8,2% per 31 december 2023, att jämföra med snittet för resterande buffertfonder som uppgår till 17,0%. Därtill noteras att Andra AP-fondens koncentration för de fem största innehaven per slutet av 2023 uppgår till 1,71% av totalt förvaltad kapital, motsvarande siffra för Första, Tredje och Fjärde AP-fonden är 7,93%, 5,64% och 5,61%. Sammantaget leder detta till bedömningen att Andra AP-fondens investeringsstrategi, sedd i jämförelse med övriga buffertfonder, är betydligt mer diversifierad med avseende på fondens aktieförvaltning.

För 2023, och de tidigare mätperioder (fem år, tio år och sedan start) har denna strategi till synes påverkat den avkastningen och bidragit till att fonden inte når sin långsiktiga avkastningsförväntan<sup>19</sup> för någon av perioderna. Det bör emellertid understrykas att det, oaktat konstaterandet med avseende på utfallet i förhållande till förväntad avkastning, inte går att förkasta viabiliteten i fondens diversifieringsstrategi då den, i teorin, är bäst lämpad för ett volatilt marknadsklimat över tid. Då det inte går att sja om den framtida kapitalmarknadsutvecklingen utgör, i sin nuvarande utformning, Andra AP-fondens investerings- och förvaltningsverksamheten helt enkelt ett mer diversifierat angreppssätt.

#### *En viss grad av otydlighet i fondens långsiktiga målsättningar*

I tillägg till den fondspecifika skillnaden med avseende på diversifiering, noterar Arkwright en avvikelse i hur Andra AP-fonden uttrycker sin långsiktiga målsättning. Som beskrivet i avsnitt 5.3.1 har fonden inget avkastningsmål *per se*, utan fonden kommunicerar i stället en långsiktigt *förväntad avkastning*. Denna uppgår till i slutet av 2023 till 4,5%. Utifrån detta drar Arkwright två generella slutsatser. För det första använder fonden en avvikande terminologi än övriga buffertfonder som refererar till sina långsiktiga avkastningsmål. Därtill är den angivna långsiktiga målsättningen, eller *förväntan*, högst av samtliga buffertfonder – detta trots att fonden relativt sett, sedan start, har haft lägre avkastning än de andra fonderna.

#### *Fondens bidrag till pensionssystemet*

Fonden kan konkluderas ha bidragit positivt till systemets långsiktiga syfte och uppdrag. Arkwright noterar dock att det föreligger en komplexitet i att mäta exakt hur mycket och på vilket sätt fonden har bidragit – Andra AP-fondens bidrag till pensionssystemets stabilitet och hållbarhet är av central

<sup>18</sup> Tendensen hos investerare att övervägande investera i aktier eller andra finansiella tillgångar från deras eget land, trots de potentiella fördelarna med att diversifiera sina investeringar globalt. Detta fenomen kan leda till en koncentrerad risk och begränsade investeringsmöjligheter

<sup>19</sup> Andra AP-fonden har inget avkastningsmål *per se*, utan kommunicerar i stället en långsiktigt förväntad avkastning, inom ramen för denna utvärdering har denna långsiktiga avkastningsförväntan emellertid tolkats som ett avkastningsmål, primärt av komparabilitetsskäl mot övriga fonder

betydelse för dess mandat. Komplexiteten framträder när efterföljande implikationer för pensionssystemets långsiktiga stabilitet ska analyseras. Detta beror främst på två faktorer: den inbyggda osäkerheten i pensionssystemets skuldsida, vilken utgör L:et i fondens ALM-analys, som görs oberoende av de andra buffertfonderna, och de fördröjda effekterna av makroekonomiska förändringar på systemet. Fondens ALM-analys syftar till att optimera portföljen för att minimera risken för att *bromsen* aktiveras i det negativa scenariot som beräknas av Pensionsmyndigheten. Andra AP-fonden är en av buffertfonderna, där ingen samordnad styrning på högre nivå säkerställer ett enhetligt bidrag till pensionssystemets stabilitet. Därmed kan inte en enskild fonds specifika bidrag till det samlade pensionssystemets riskprofil bedömas. Den andra faktorn, makroekonomiska förändringars fördröjda effekter, försvårar ytterligare bedömningen av fondens prestation i relation till pensionssystemet. Ekonomiska chocker och trender kan ha omedelbara effekter på fondens avkastning (vilket uppenbarade sig under 2022, exempelvis), men deras fullständiga inverkan på pensionssystemet kan ta år, om inte årtionden, att uppenbara sig. Detta skapar en osäkerhetsmarginal när fondens kort- till medellånga prestation ska kopplas till långsiktiga systemeffekter.

#### 5.5.2. Arkwrights samlade bedömning

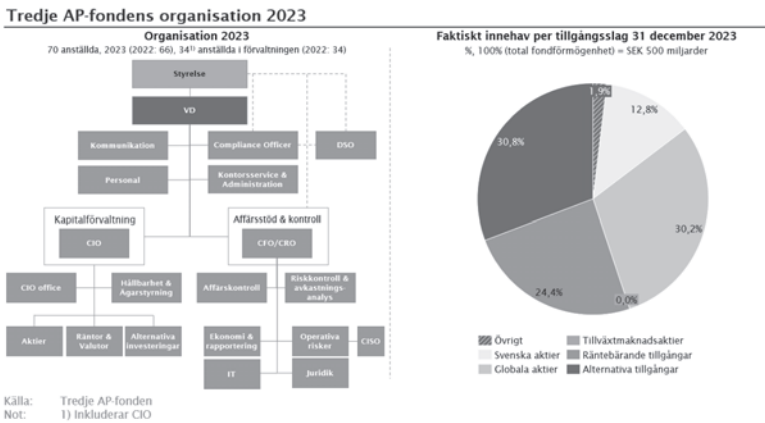
Arkwrights samlade bedömning är att Andra AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

## 6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

I följande avsnitt återfinns den grundläggande utvärderingen av Tredje AP-fondens förvaltning av fondmedel. Utifrån detta beskriver utvärderingen organisationen, investeringsfilosofin, avkastningen, allokeringen i fonden, illikvida tillgångar, externt förvalttade tillgångar, förvaltningskostnader, fondens hållbarhetsarbete och nyckelhändelser under det gångna året.

### 6.1. Tredje AP-fondens organisation och förvaltning under 2023

Tredje AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen består av 70<sup>20</sup> personer, varav 34<sup>21</sup> arbetar inom kapitalförvaltningen. Totalt förvaltades 500 miljarder kronor vid utgången av 2023.



Figur 46: Tredje AP-fondens organisation 2023

2023 har karaktäriserats av en volatil marknad och oförutsägbara makro- och geopolitiska händelser. Samtidigt noterades en lägre recessionsoro än befarat och de globala aktiemarknaderna steg överlag, samtidigt som inflationstakten sjönk.

Tredje AP-fonden påbörjade 2022 att, med avstamp i en ökad integration av hållbarhetsarbetet och förvaltningen, utveckla ett tillväggångssätt för analys av risker kopplade till olika länders styrelseskick. Fonden tillämpade under 2023 analysen, vilken baseras på demokratisk utveckling, rättssäkerhet och korruption, för att välja och utvärdera länder att investera i inom framväxande tillväxtmarknader. Tredje AP-fonden har även färdigställt handlingsplaner inom fokusområdena bolagsstyrning, klimat, mänskliga rättigheter och biologisk mångfald, och tillsammans med Fjärde AP-fonden, upphandlat en ny systemplattform, vilken ersätter ett flertal gamla system för att bland annat hantera investeringsportföljen, samt risk- och avkastningsberäkning.

Avkastningen under 2023 uppgick till 7,8% efter kostnader och drevs till stor del av fondens aktieinnehav, då stora delar av världens aktiemarknader hade en stark återhämtning under slutet av

<sup>20</sup> En av dessa arbetar på heltid för AP-fondernas gemensamma Etikråd

<sup>21</sup> Inkluderar fondens CIO

2023. Inflationsutvecklingen och den avtagande ränteorn resulterade även i en uppgång för obligationsmarknaden, vilket drev avkastningen i de räntebärande innehaven.

### *Investeringsfilosofi*

Tredje AP-fondens målfunktion och strategi för kapitalförvaltningen tar sin utgångspunkt i en ALM-analys som utgör grunden för hur fonden ska kunna nå målet "största möjliga nytta för det allmänna inkomstpensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå". Tredje AP-fondens förhållningssätt gentemot investeringsverksamheten tar avstamp i det lagstadgade kravet om ansvarsfulla investeringar och är bland annat designat utifrån strategiska ambitioner om operationell effektivitet, exempelvis inom system/IT och kostnadshantering, välvägd riskhantering, exempelvis genom en gedigen ALM-analys, och ett integrerat hållbarhetsfokus (för utvidgad diskussion om fondens hållbarhetsarbete, se avsnitt 6.4).

Tredje AP-fondens kapitalförvaltning utformar en grundportfölj inom ALM-analysens riskbudget som ett led i att kunna uppnå avkastningsmålet. På en övergripande nivå vilar kapitalförvaltningen på fyra hörnstenar:

- Det strategiska ALM-arbetet lägger grunden för portföljen och risk. Det taktiska arbetet marknadsoptimerar portföljen.
- Aktiv förvaltning delegerat till risktagaren.
- Alla inom förvaltningsorganisationen bär risk.
- Fundamental analys och investeringsmetodik på aktier, räntor, krediter, skog och fastigheter.

Utöver detta har kapitalförvaltningen inte formulerat mer explicita investeringsövertygelser på övergripande nivå, utan arbetar med ett pragmatiskt förhållningssätt med en hög grad av individuell- och teambaserat ägandeskap för den löpande förvaltningen, styrt av stipulerade riktlinjer i den av styrelsen fastställda verksamhetsplanen och ägarpolicyen.

I konkreta termer är chefen för kapitalförvaltningen, som tillträdde sin roll i början av 2024, den som tillsammans med fondens VD är ansvarig för den löpande förvaltningen, investeringsverksamheten och övergripande portföljstrukturen. Investeringsverksamheten är sedermera uppdelad i olika undergrupper med ansvar för ett specifikt tillgångslag eller stödfunktion – sedan 2020 är dessa uppdelade enligt i) aktier – ansvarar för hela den noterade portföljen, ii) räntor och valuta, iii) alternativa investeringar, iv) CIO office och v) hållbarhet. CIO office primära uppgift är att, genom ett "top-down" angreppssätt, i all väsentlighet assistera förvaltningschefen i att fokusera på portföljens helhetsperspektiv. Som komplement till detta arbetssätt arbetar också CIO office, inom ramen för den fjärde hörnstenen kring fundamental analys, utifrån en grundlig och framåtblickande marknads- och makrobedömning – detta med ambitionen att identifiera möjligheter och risker framåt. Således är fondens investeringsmetodik strukturerad utifrån ett arbetssätt som stringent säkerställer både ett "top-down" och "bottom-up" perspektiv.

## 6.2. Förändring av målsättningar, strategier under 2023

Under 2023 har Tredje AP-fonden inte gjort någon förändring i sin målsättning i form av långsiktig strategi eller avkastningsmål.

### 6.3. Tredje AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023

#### 6.3.1. Avkastning och måluppfyllnad

Tredje AP-fonden har ett avkastningsmål om 3,5% real avkastning som mäts över löpande 10-årsperioder. Detta mål reviderades 2019, då det sänktes från 4%, och härleds från den förväntade avkastningen för portföljen givet den önskvärda risknivån. Bedömningen är att den teoretiskt möjliga avkastningen för en optimal portfölj årligen är 4% realt efter kostnader över tid, och justeras utifrån genomförbarhet om -0,5%. Målet är beslutat av Tredje AP-fondens styrelse och är i sig inte föremål för utvärdering. Noterbart är att, då buffertfonderna är från varandra oberoende, är målet satt utan hänsyn till de övriga buffertfondernas ALM, portfölj och risknivå. Utifrån detta och faktumet att det inte finns någon samlad bedömning av inkomstpensionens totala riskprofil, är det utanför ramen för denna utvärdering att analysera den valda risk- och portföljstrategin utifrån ett samlat helhetsperspektiv.

Under 2023 uppgick avkastningen till 7,8% efter kostnader och 3,3% när justerat för inflation, alltså marginellt lägre än avkastningsmålet under löpande 10-årsperioder.

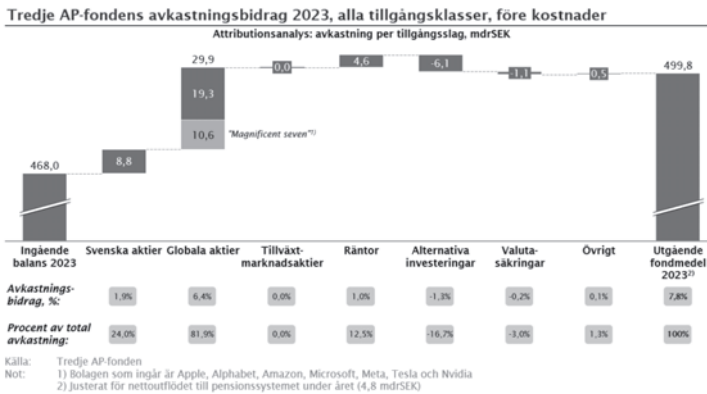


Figur 47: Tredje AP-fondens långsiktiga avkastning och avkastningsmål

Sedan 2001 har fonden, i reala termer, överpresterat sitt avkastningsmål, med avkastning 4,5% jämfört med målet om 3,5%, vilket framgår av Figur 47 ovan. Därtill har fonden överpresterat inkomstindex, vilket fungerar som en måttstock för realökningsförändringar för den motsvarande perioden. I termer av nominell avkastning har fonden presterat en årlig genomsnittlig avkastning på 6,6% sedan start. De senaste 10 åren har fonden överpresterat sitt mål genom att notera en genomsnittlig real avkastning om 5,8%. Detta är primärt drivet av god nominell avkastning kombinerad mycket låga inflationsnivåer (i genomsnitt under inflationsmålet om 2% under perioden 2014–2020). De senaste tre årens högre inflationsnivåer och volatila marknadsklimat gör att utfallet för den genomsnittliga reala avkastningen för de senaste fem åren blir 4,9%. Det är närmare – men fortfarande med överavkastning – mot det långsiktiga avkastningsmålet.

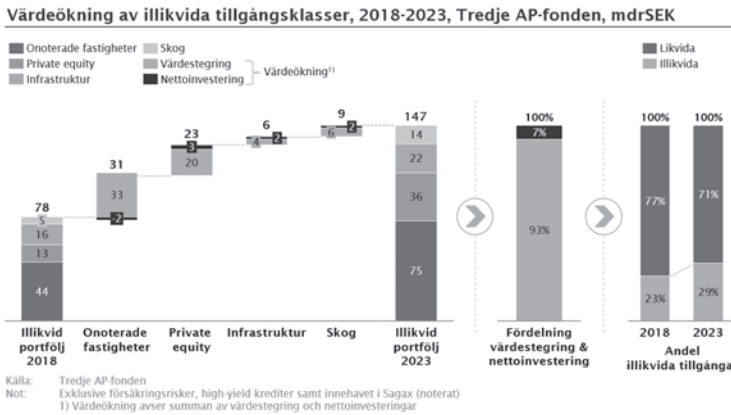
### 6.3.2. Avkastning per tillgångsslag

Avkastningen under 2023, som totalt summerade till 36,6 miljarder kronor (7,8%) i absoluta termer före kostnader, drevs främst av investeringarna i globala aktier, vilket tillsammans med alternativa tillgångar är det tillgångsslag som Tredje AP-fonden har högst exponering mot. Även svenska aktier hade en stor positiv påverkan på fondens avkastning. Tillsammans gav den totala aktieexponeringen ett avkastningsbidrag om 6,4% (globala aktier) och 1,9% (svenska aktier), vilket motsvarar ett totalt avkastningsbidrag inom tillgångsklasserna om 38,7 miljarder kronor. Noterbart är att de noterade aktierna i de så kallade *Magnificent Seven*<sup>1)</sup>, som är en vedertagen benämning för sju stora amerikanska teknikbolag, står för en signifikant del, 10,6 miljarder kronor, av det totala avkastningsbidraget, vilket var 29,9 miljarder kronor, inom tillgångsslaget globala aktier. Motsvarande siffra i procentuella termer uppgår till 35,5%. Relativt fondens USA-exponerade aktiemandat bidrog dessa sju aktier med omkring 320 miljoner kronor i aktiv avkastning, vilket definieras som överavkastning mot fondens benchmarkindex. Fondens ränteförvaltning bidrog med ett positivt avkastningsbidrag på 4,6 miljarder kronor, vilket motsvarar 1,0% i procentuellt bidrag till fondens samlade avkastning. Investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom exempelvis i riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, bidrog negativt till totala avkastningen med ett negativt avkastningsbidrag på -1,3%. Detta framgår av nedan figur som visar tillgångsslagens kompletta attribution till den totala fondvärderingen före kostnader per sista december 2023.



Figur 48: Tredje AP-fondens avkastningsbidrag i alla tillgångsklasser, 2023

Vidare, när den illikvida portföljen analyseras närmare, attribueras utvecklingen sedan 2018 – där den illikvida portföljen vuxit från 78 miljarder till 147 miljarder kronor i slutet av 2023 – primärt till värdestegring, detta framför allt inom onoterade fastigheter och onoterade aktier (eng: private equity). Sett till den totala portföljen utgör illikvida tillgångar en större procentuell andel av totala tillgångar för 2023 (29%) jämfört med 2018 (23%), vilket framgår av figuren nedan. För en utvidgad fondspecifik diskussion kring Tredje AP-fondens investerings- och förvaltningsverksamhet avseende illikvida tillgångar, se bilaga *Fördjupad analys av AP-fondernas illikvida investeringar* inom ramen för denna AP-fondsutvärdering.



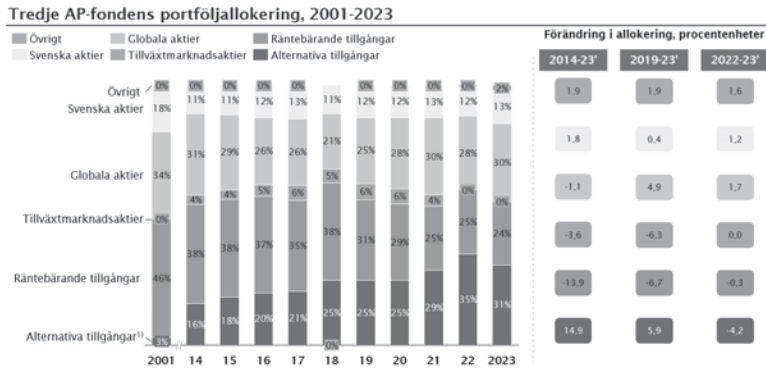
Figur 49: Tredje AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsdrag, 2018-2023

Utöver investeringar i specifika tillgångsdrag påverkar även valutaförändringar den totala avkastning som Tredje AP-fonden genererade under 2023, eftersom fonden har internationella investeringar vars värde behöver omräknas till svenska kronor. Den svenska kronan försvagades kraftigt mot många internationella valutor under 2022 och även delvis under början av 2023, men återhämtade sig betydligt under andra halvåret av det gångna året. Sammantaget var kronans utveckling mot både amerikanska dollar och euron i stort sett neutral för året i sin helhet. Påverkan av valutaförändringar på Tredje AP-fondens resultat begränsas av fondens valutasäkringar, som begränsar effekten av kronans utveckling mot andra valutor. Första till Fjärde AP-fonderna får enligt lag inte ha en öppen valutaexponering (den del av portföljen som är utsatt för valutakursfluktuationer som inte är säkrad genom valutasäkring) som överstiger 40%.

### 6.3.3. Portföljallokering och tillgångsdrag

Under 2023 ändrades portföljallokeringen genom att, i procentuella termer, öka vikten på noterade aktier, detta framför allt inom noterade globala aktier. Denna utveckling är delvis en konsekvens av taktiska omallokeringar, men också en påföljd av den, relativt övriga tillgångsdrag, starka avkastningen och därmed växande positioner inom noterade aktier under året. För avkastningsbidrag och attributionsanalys, se Figur 48 ovan. Inom den övriga aktieexponeringen har fondens beslut om att avyttra alla innehav i tillväxtmarknader under 2022 varit oförändrat under 2023 och fonden äger per sista december 2023 inga noterade aktier inom tillgångsklassen. Inom räntebärande tillgångar identifieras en trend av en stegvis minskad exponering över de senaste tio, fem åren samt senaste året. Därutöver har allokeringen inom alternativa tillgångar, jämfört med 2022, minskat med 4,2 procentenheter, även detta är en följd av den negativa värdeutvecklingen inom tillgångsdraget det senaste året, snarare än strategiska avvyringar av tillgångar. Under 2023 är det framför allt värderingarna på noterade fastighetsbolag i portföljen (exempelvis Vasakronan), som drar ner värderingen. Sett över ett längre tidsperspektiv har emellertid allokeringen inom alternativa tillgångar ökat med omkring 28 procentenheter sedan fondens start 2001, allokeringar inom tillgångsklassen under 10 senaste åren har också (bortsett från trenderbrottet 2023) ökat inkrementellt räknat i procentuell andel av totalt förvaltad kapital.





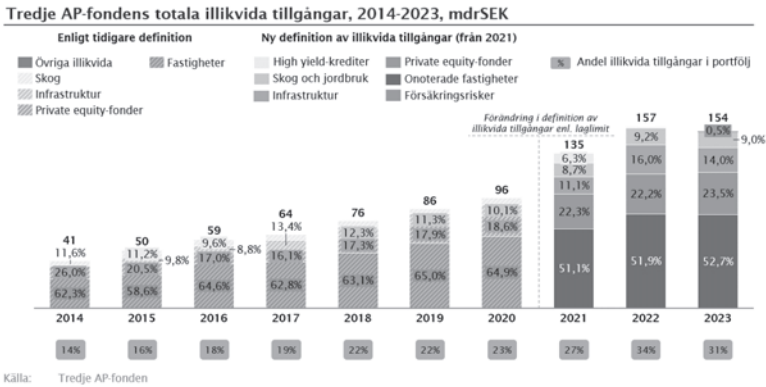
Figur 50: Tredje AP-fondens tillgångsallokering, 2001-2023

### 6.3.4. Illikvida tillgångar

AP-fonderna får enligt lag ha max 40% av fondernas tillgångar i illikvida tillgångar, alltså tillgångar som inte relativt fort kan likvideras. Illikvida tillgångar överlappar till största del med Tredje AP-fondens egen definition av Alternativa tillgångar, men inte helt. Exempelvis anses innehav i noterade fastighetsbolag vara likvida tillgångar, samtidigt som fastighetsinnehaven betraktas som Alternativa tillgångar. År 2021 ändrades definitionen av illikvida tillgångar något då samtliga Första till Fjärde AP-fonderna kom överens om en enad definition för tillgångsslaget. Denna definition skiljer sig något mot den tidigare definitionen, vilket bör beaktas vid jämförelser<sup>22</sup>.

Sedan 2014 har Tredje AP-fondens illikvida tillgångar i portföljen ökat med 276%, motsvarande 113 miljarder kronor. Andelen illikvida tillgångar av totala portföljen har även ökat från 14% för tio år sedan till 31% för 2023 – detta har skett inkrementellt över tioårsperioden. Det bör dock tilläggas att vissa kompatibilitetsdiskrepanser för denna jämförelse finns då en ny laglimit, inkluderande omdefinitionen av illikvida tillgångar som nämnts ovan (vilka framgår av Figur 51 nedan), trädde i kraft under 2021.

<sup>22</sup> Figur 51 är utformad med underliggande data som är framtagen i linje med definitionen av illikvida tillgångar som fanns innan 2021. Således kan datapunkter för exempelvis 2018 skilja sig åt mellan figurer beroende på om en omarbeting av de underliggande tillgångarna gjorts eller ej

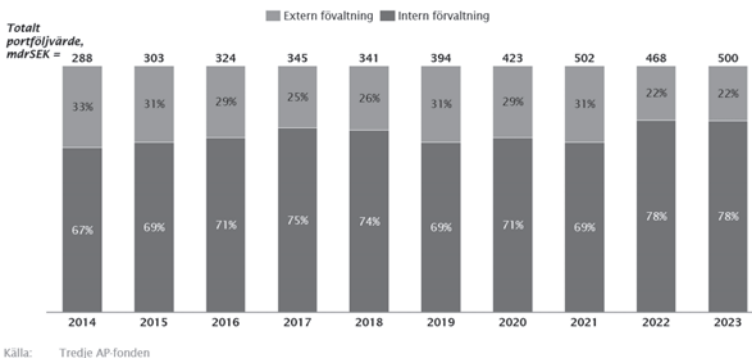


Figur 51: Tredje AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2014-2023

### 6.3.5. Externt förvaltade tillgångar

Majoriteten av Tredje AP-fondens portfölj förvaltas internt. Den externa portföljen omfattade vid utgången av 2023 22% av det totala förvaltade kapitalet, samma andel som vid utgången av 2022, men 9 procentenheter lägre än vid utgången av 2021.

#### Andel av Tredje AP-fondens kapital under extern förvaltning, 2014-2023



Figur 52: Andel av Tredje AP-fondens kapital under extern och intern förvaltning, 2014-2023

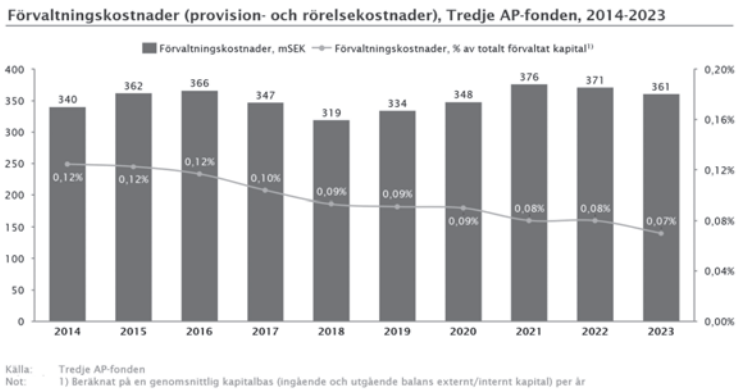
### 6.3.6. Förvaltningskostnader

Tredje AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa förvaltningskostnader. De interna förvaltningskostnaderna utgörs av de kostnader som uppstår i kapitalförvaltningen som utförs av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna, å andra sidan, uppstår i samband med att fonden väljer att använda sig av en extern förvaltare inom ett givet mandat och tillgångsslag och utgörs således av de kontraktuellt fastställda villkoren med

respektive förvaltare. Tredje AP-fonden använder sig av externa förvaltare inom exempelvis onoterade aktier (eng: private equity).

Under den senaste tioårsperioden har det strategiska skiftet om att "flytta hem" kapitalförvaltning reflekterats i kostnadsutvecklingen för respektive kostnadslag, vilket framgår i Figur 53 nedan. Denna utveckling där förvaltningskostnaderna, uttryckta som en andel av det totalt förvaltade kapitalet, har minskat, kan förstås som resultatet av en kombinerad effekt av att förvaltningen i större utsträckning utförs internt och skalfördelar som bidrar till ökad kostnadseffektivitet inom organisationen. Med andra ord, kostnaden per förvaltat krona har sjunkit i linje med att en större del av förvaltningen sköts internt och att fondens tillgångar under förvaltning har ökat.

Sammantaget uppgick förvaltningskostnader som andel av totalt förvaltad kapital till 0,07%, vilket är lägre än 2022, då andelen var 0,08% av fondens totala kapital. Sett i relation till det internationella genomsnittet avseende förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltad kapital (se avsnitt 3.1.4), är denna kostnadsnivå mycket låg.



Figur 53: Förvaltningskostnader, Tredje AP-fonden, 2014-2023

## 6.4. Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023

### 6.4.1. Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete tar sin utgångspunkt i fondens lagstadgade uppdrag och ambitionen att hållbarhet ska verka som en röd tråd genom det löpande arbetet, både med avseende på investeringsverksamheten och den löpande kapitalförvaltningen. Tredje AP-fonden har integrerat hållbarhetsarbetet som en naturlig del i att kunna leverera gentemot uppsatta krav inom föredömlig förvaltning och ansvarsfullt ägande. Sedan AP-fondslagförändringen som trädde i kraft under 2019 har fonden antagit en än mer ambitiös ansats gentemot hållbarhetsfrågor, något som genomsyrar hela organisationen. Det praktiska arbetet leds av fondens hållbarhetsgrupp (SCG) som operationellt är tätt sammansatt med fondens förvaltning. Bland annat innefattar detta samarbete en integration av

hållbarhets- och ägarstyrningsarbetet där heltäckande hållbarhetsanalyser ingår som en naturlig del av beslutsfattandet i investeringsbeslut.

Hållbarhetsarbetet är indelat i enlighet med alla ESG-områden och täcker således allt från miljöfrågor, sociala frågor och bolagsstyrning. Fondens primära styrning av detta arbete sker genom en policy för ansvarsfulla investeringar som årligen revideras och fastställs av styrelsen. På operationell nivå har fonden implementerat fler forum för att säkerställa att hållbarhetsarbetet fortskrider i linje med givna riktlinjer och policies. På ledningsgruppnivå är det ytterst VD som ansvarar för detta, därtill är SCG det samordnade organet med avseende på arbete kring hållbarhetsanalys och ägarstyrning. Som komplement till detta sammanträder en arbetsgrupp för hållbarhet (AGH) kvartalsvis. Syftet med detta är att skapa ytterligare ett forum för att implementera ett brett hållbarhetstänk i organisationen.

Inom ramen för Tredje AP-fondens policy för ansvarsfulla investeringar har styrelsen i enlighet med den interna definitionen av ansvarsfulla investeringar formulerat fyra fokusområden som berör hela organisationen och det löpande förvaltningsarbetet. Fokusområdena *bolagsstyrning*, *klimat*, *männliga rättigheter* och *biologisk mångfald* utgör följaktligen kärnan av fondens ESG-arbete och de ligger också till grund för handlingsplaner inom vilka hållbarhetsrelaterade beaktanden för kapitalförvaltningen och investeringsprocessen konkretiseras, exempelvis med avseende på fondens hållning till röstning på bolagsstämmor.

Inom fokusområdet *bolagsstyrning* granskas och påverkas utformningen av portföljbolagens löne- och incitamentssystem, strävan efter en balanserad könsfördelning i styrelserummen, förebyggande av finansiell brottslighet och främjande av hälsosamma arbetsmiljöer. *Klimat* inbegriper hantering av klimatrelaterade risker och möjligheter, utveckling och implementering av fondens klimatstrategi, påverkan på portföljbolagens klimatarbete genom aktiva dialoger med fondens största utsläppare, riktade investeringar som understödjer en hållbar övergång och selektivt undvikande av bolag med otillräckliga klimatambitioner. Tredje AP-fonden deltar i flera investerarinitiativ, bland annat *Climate Action 100+*, som syftar till att påverka bolag att anta mer ambitiösa klimatstrategier. Inom *männliga rättigheter* läggs fokus på att ta ansvar för att säkerställa att mänskliga rättigheter respekteras inom sina investeringar. Ett speciellt intresse riktas mot att skydda sårbara grupper såsom barn- och tvångsarbetare i leverantörskedjorna. Tredje AP-fonden engagerar sig även i investerarnätverk som *PRI Advance* och *Investor Alliance for Human Rights* för att förstärka sitt arbete och uppnå hävstångseffekter inom detta område. Slutligen, inom *biologisk mångfald*, agerar fonden för att se till att de bolag fonden investerar i tar nödvändiga steg för att bevara och restaurera natur och ekosystem. Ett fokus läggs på nyckelsektorer som är avgörande från ett systemperspektiv för att uppnå fondens mål att hejda förlusten av biologisk mångfald fram till 2030. Under 2023 placerades särskild vikt vid detta område och under året påbörjade fonden bland annat publiceringen av en handlingsplan baserad på ramverket *Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD)* och fonden har därutöver aktivt ökat engagemanget i olika investerarinitiativ för dialog och påverkansarbete med portföljbolagen.

Fokusområdena ligger sedermera till grund för fondens olika hållbarhetsmål, vilka översiktligt beskrivs i Figur 55 och 56 under *Mål och måluppfyllnad* nedan. Utöver dessa mål bedriver också fonden en löpande utvärdering av att identifiera bolag som, genom en materialitetsanalys, faller utanför förutbestämda gränsvärden och exkluderas från investeringsuniverset mot bakgrund av bristande hållbarhetsarbetare.

#### 6.4.2. Aktiviteter under 2023

Under 2023 har Tredje AP-fonden arbetat aktivt med en fortsatt implementering av fondens uppdaterade hållbarhetspolicy, som under 2023 bytte namn till policy för ansvarsfulla investeringar, och i allmänhet arbetat för att stärka sitt datadrivna tillvägagångssätt för beslutsfattande, inklusive en kartläggning av alla fokusområden. Detta för att komma fram till ett effektivt och målstyrt arbetssätt – vilket utmynnade i ett stärkande av en helhetstäckande målmatris bestående av hållbarhetsmål för alla fyra fokusområden.

Därutöver har fonden under året utvecklat ett ramverk för landutvärdering, vilket är en del av beredskapen för återinträde på tillväxtmarknader efter tillbakadragandet från dessa som skedde i samband med konflikten i Ukraina. Framgent är verktöget tänkt att verka som en indikator för risköverväganden kopplat till att investera i specifika länder och regioner. Därtill har fastighetsbolagen i portföljen antagit vetenskapligt baserade klimatmål (SBTi), och en dialog har etablerats med bolag för vägledning kring klimatstrategier och mänskliga rättigheter. En proaktiv kontakt har även upprätthållits med bolag som har fortsatt verksamhet i Ryssland.

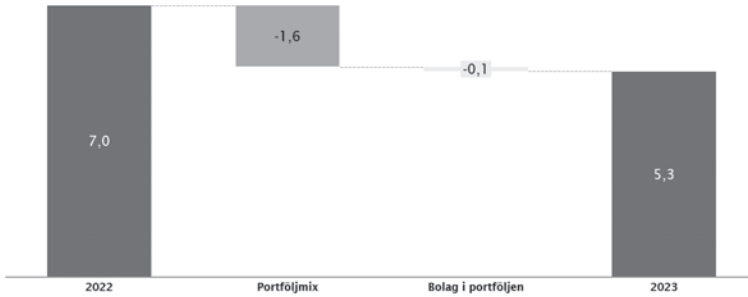
Inom ägarstyrning har fonden utfört kontinuerlig övervakning och hantering av incidenter. En aktiv närvaro vid bolagsstämmor har varit norm, där fonden röstat på en mängd förslag i ett brett spektrum av bolag internationellt. Deltagandet i valberedningar hos portföljbolag som exempelvis Swedbank, Mildef och Fastpartner tyder på fondens hängivande till involvering i ägarstyrningsfrågor. Tredje AP-fonden har även deltagit i en rad möten med intressenter, inklusive flertalet pensionärsorganisationer.

#### 6.4.3. Tematiska investeringar

Utöver den strategiska ambitionen att integrera hållbarhet i hela investeringscykeln och förvaltningsarbetet, genomför också Tredje AP-fonden riktade hållbarhetsinvesteringar – detta inom ramen för antagen policy för ansvarsfulla investeringar och i linje med idén om ansvarsfullt ägande. Exempelvis är ett av målen att investeringar i hållbara obligationer (gröna och sociala obligationer) ska utgöra 25% av den totala ränteportföljen till 2025. Under 2023 uppgick detta nyckeltal till 22,4%.

#### 6.4.4. Koldioxidutsläpp

Tredje AP-fondens portföljviktade<sup>1)</sup> koldioxidutsläpp, 2022-2023



Källa: Tredje AP-fonden

Not: 1) Mättet 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 54: Tredje AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2022-2023

Under 2023 minskade den totala mängden koldioxidutsläpp i Tredje AP-fondens noterade aktieportfölj till 0,7 miljoner tCO<sub>2</sub>e, en nedgång från föregående års 0,8 miljoner tCO<sub>2</sub>e. Denna förbättring reflekteras även i fondens portföljviktade koldioxidintensitet, som är ett mått på hur stor del av fondens investeringar som är knutna till företag med betydande växthusgasutsläpp. Intensiteten sjönk med 1,7 tCO<sub>2</sub>e per miljon kronor i omsättning under året, motsvarande en reduktion med 24,3%. Detta kan primärt tillskrivas förändringar i portföljmixen under året – även om en minskning av bolagens koldioxidintensitet också bidrog på marginalen.

#### 6.4.5. Mål och måluppfyllnad

Under året färdigställdes arbetet med att definiera mål inom samtliga fondens fokusområden, detta efter förändringarna i hållbarhetsarbetet som påbörjades under 2022. Alla mål är definierade gentemot kvantitativa måttetal, och är en kombination av aktivitets- och resultatmål. Med aktivitetsmål avses exempelvis genomförande av ett definierat antal aktiviteter inom en given tidsperiod och med resultatmål avses exempelvis att uppnå en förutbestämd nivå av utsläppsnivåer. Målen är alla av en medel- och långfristig karaktär och således saknas gränsvärden specifikt formulerade för 2023.

Samtliga målsättningar och en översikt av fondens måluppfyllelse presenteras i Figur 55 och 56 nedan.

## Tredje AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (I/II)

AP3

● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Hållbarhetsmål		Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
Biologisk mångfald						
1	Alla svenska storbolag i portföljen ska ha minst 40% av det underrepresenterade könet i styrelsen senast 2025	Andel av det underrepresenterade könet i styrelsen	n/a	n/a	38,8%	38,8%
2	Andel Svenska bolag i hållbarhetsprogram ska fördubblas från 20% till 40% 2025	Hållbarhetsprogram	n/a	n/a	20%	20%
Klimat						
3	Halverat CO <sub>2</sub> -avtryck i den direktägda aktieportföljen 2019-2025	CO <sub>2</sub> -avtryck i den noterade portföljen, scope 1 och 2, mtCO <sub>2</sub> e	0,9 mtCO <sub>2</sub> e	0,8 mtCO <sub>2</sub> e	0,8 mtCO <sub>2</sub> e	0,7 mtCO <sub>2</sub> e
4	100% av portföljbolag ska vara i linje med 1,5-gradersmålet till 2040	Andel av bolag	n/a	n/a	28%	38%
5	AP3 ska föra påverksdialog med bolag som står för 70% av utsläppen 2023, och 90% 2030	Andel initierade påverkansdialoger	n/a	n/a	n/a	Dialoger initierades under Q1 2023
7	25% av ränteportföljen ska vara investerad i hållbara obligationer senast 2025	% av ränteportföljen	n/a	n/a	21%	22,4%
Biologisk mångfald						
8	Andel bolag inom prioriterade sektorer med policy för biologisk mångfald ska uppgå till 100% 2030 (505 bolag i aktieportföljen under 2023)	Andel bolag som har policy på plats	n/a	n/a	n/a	59%

Källa: Tredje AP-fonden

Figur 55: Tredje AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad (I/II)

### Tredje AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (II/II)

AP3

● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Hållbarhetsmål		Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
Biologisk mångfald (fortsättning)						
9	Andel bolag inom prioriterade sektorer som följer TFNDs rekommendationer (505 bolag i aktieportföljen 2023) ska uppgå till 100% 2030	Andel som följer rekommendationer	n/a	n/a	n/a	n/a
Mänskliga rättigheter						
10	Andel bolag i sektorer med förhöjd risk med policy för mänskliga rättighetersnska uppgå till 100% 2030	Andel av bolag med policy	n/a	n/a	n/a	91%
11	Andel bolag i sektorer med exponering mot utsatta grupper med genomlysningsprocess ska uppgå till 100% 2030	Andel av bolag med genomlysningsprocess	n/a	n/a	n/a	60%

Källa: Tredje AP-fonden

Figur 56: Tredje AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad (II/II)



## 6.5. Slutsatser och bedömningar

### 6.5.1. Bedömning avseende kapitalförvaltning, måluppfylland och bidrag till pensionssystemet

Tredje AP-fonden uppnådde inte sitt långsiktiga reala avkastningsmål under 2023, men gör det mätt över fem- och tioårsperioder, samt sedan fondens start 2001. Under 2023 uppgick den reala avkastningen till 3,3%, att jämföra med det långsiktiga reala avkastningsmålet om 3,5%. Fondens avkastning var i stor utsträckning beroende av utvecklingen på globala aktiemarknader vilket är fondens, tillsammans med alternativa tillgångar, största tillgångsslag. Tredje AP-fondens globala aktieinnehav genererade under året 29,9 miljarder kronor i avkastning före kostnader, att jämföra med den totala avkastningen före kostnader om 31,8 miljarder kronor. Aktieavkastningen drevs i stor utsträckning av amerikanska teknikaktier, vilket överensstämmer med utvecklingen för globala index överlag. Tredje AP-fonden utmärker sig genom att ha ett relativt större antal interna aktieportföljsmandat, men med en lägre riskprofil inom respektive mandat.

Fonden kan konkluderas ha bidragit positivt till systemets långsiktiga syfte och uppdrag. Arkwright noterar dock att det föreligger en komplexitet i att mäta exakt hur mycket och på vilket sätt fonden har bidragit – Tredje AP-fondens bidrag till pensionssystemets stabilitet och hållbarhet är av central betydelse för dess mandat. Komplexiteten framträder när efterföljande implikationer för pensionssystemets långsiktiga stabilitet ska analyseras. Detta beror främst på två faktorer: den inbyggda osäkerheten i pensionssystemets skuldsida, vilken utgör L:et i fondens ALM-analys, som görs oberoende av de andra buffertfonderna, och de fördröjda effekterna av makroekonomiska förändringar på systemet. Fondens ALM-analys syftar till att optimera portföljen för att minimera risken för att *bromsen* aktiveras i ett negativt scenario. Det bör dock noteras att Tredje AP-fonden är en del av ett större system av buffertfonder, där ingen samordnad styrning på högre nivå säkerställer ett enhetligt bidrag till pensionssystemets stabilitet. Därmed är det utmanande att bedöma en enskild fonds specifika bidrag till det samlade systemets riskprofil. Den andra faktorn, makroekonomiska förändringars fördröjda effekter, försvårar ytterligare bedömningen av fondens prestation i relation till pensionssystemet. Ekonomiska chocker och trender kan ha omedelbara effekter på fondens avkastning (vilket uppenbarade sig under 2022, exempelvis), men deras fullständiga inverkan på pensionssystemet kan ta år, om inte årtionden, att uppenbara sig. Detta skapar en osäkerhetsmarginal när fondens kort- till medellånga prestation ska kopplas till långsiktiga systemeffekter.

Sammantaget bedöms således att trots att Tredje AP-fondens avkastningsmål uppfylls för fem- och tioårsperioden, återstår frågor om hur väl och på vilket sätt denna avkastning faktiskt bidrar till pensionssystemets långsiktiga stabilitet. En djupare förståelse för sambandet mellan fondens resultat och systemets övergripande tillstånd kräver en noggrann analys av dessa osäkerhetsfaktorer och deras potentiella påverkan på framtida pensioner.

### 6.5.2. Arkwrights samlade bedömning

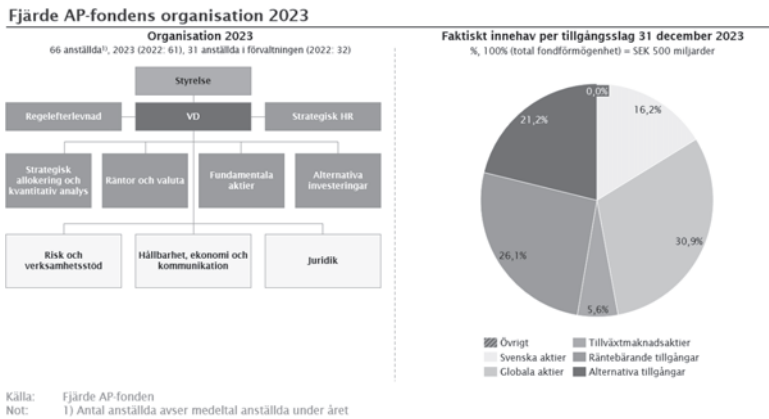
Arkwrights samlade bedömning är att Tredje AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

## 7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden

I följande avsnitt återfinns den grundläggande utvärderingen av Fjärde AP-fondens förvaltning av fondmedel. Utifrån detta beskriver utvärderingen organisationen, investeringsfilosofin, avkastningen, allokeringen i fonden, illikvida tillgångar, externt förvaltade tillgångar, förvaltningskostnader, fondens hållbarhetsarbete och nyckelhändelser under det gångna året.

### 7.1. Fjärde AP-fondens organisation och förvaltning under 2023

Fjärde AP-fondens organisations genomsnittligt antal anställda över året 2023 uppgick till 66 heltidstjänster, varav 31 arbetar inom kapitalförvaltningen. Totalt förvaltade fonden 500 miljarder kronor vid slutet av 2023.



Figur 57: Fjärde AP-fondens organisation 2023

2023 präglades av stora svängningar i världens aktie-, ränte- och valutamarknader. Geopolitiska spänningar, komplexa makroekonomiska klimat och räntehöjningar belyste alla betydelsen av en robust portfölj. Under året lanserade Fjärde AP-fonden en ny fondstrategi för att stärka kraften i utvecklingsarbetet och öka fokus på målkvaliteten.

Fjärde AP-fonden har under fler år arbetat med att försöka göra investeringsportföljen mer robust genom ökade investeringar i reala tillgångar med långsiktigt stabila, reala kassaflöden samt introduktionen av tillgångsslaget *Defensiva aktier*. Fokus har varit på att bibehålla portföljens avkastningspotential samtidigt som skyddet mot dels en normalisering av prissättningen av obligationer, dels mot en stigande inflation förstärkts. I en volatil marknad med hög inflation blev strategiska initiativ för att göra portföljen mer motståndskraftig viktiga. Den fortsatt mycket långsiktiga investeringshorisonten ligger som grund för att fonden ska ha en hög exponering mot aktiemarknader för att generera en stark avkastning, samtidigt som vikten av en diversifierad portfölj blir än mer påtaglig i en marknad med obalanser och stora prisrörelser inom fler tillgångsslag.

Under 2023 har ytterligare fokus lagts på att taktiskt utnyttja felprissättningar i marknaden samt att förstärka fondens diversifiering i ytterligare dimensioner. Det gjordes förändringar inom tre primära områden i fondens portfölj. Ränterisken ökades, valutaexponeringen justerades och ett proaktivt fokus lades vid att taktiskt utnyttja felprissättningar i marknaden.

#### *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.

**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 förvaltad 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

## 7.2. Förändring av målsättningar, strategier under 2023

Under 2023 har Fjärde AP-fonden inte gjort någon förändring i sin målsättning i form av långsiktig investeringsstrategi eller avkastningsmål.

Under året lanserade Fjärde AP-fonden en ny verksamhetsstrategi för att stärka kraften i utvecklingsarbetet och öka fokus på målkvaliteten. Verksamhetsstrategin, som sätter operationella riktlinjer och strategier för fondens verksamhet och organisation, uppdaterades under 2022 och avser perioden 2023–2025 – planen uppdateras sedan årligen och nästa strategiska översyn och större revidering av verksamhetsstrategin görs i treårscykler och kommer således äga rum under 2025.

Under 2023 arbetades en ny organisation för förvaltningssidan fram med syfte att kraftsamla kring fondens tillgångsallokering, förstärka fokus på systematisk aktieförvaltning samt samla resurser och

fokusera inom fundamentalt baserad förvaltning av noterade aktier. Den nya organisationen gäller från 1 januari 2024.

Avkastningsmålen ses över i samband med ALM-analys (görs vart tredje år, senast 2023) och beslut om styrelsens fastställda referensportfölj DNP (görs vartannat år, nästa gång 2024). ALM-analysen visar att systemet står starkt och generellt är robust i förhållande till Pensionsmyndighetens olika demografiska scenarier. En fortsatt aktieandel på 50–70 procent visar sig, enligt analysen, ge bäst nytta för inkomstpensionssystemet. Vid årets ALM-analys analyserades även effekterna av en potentiell överskottsutdelning, (så kallad *gas*) samt en möjlig avgiftshöjning. Överskottsutdelning är ett sätt att höja pensionerna där kapital fördelas till pensionärerna när det finns ett överskott i systemet. En avgiftshöjning, möjligtvis i kombination med *gasen*, innebär att större avsättningar görs i systemet och dessa kan komma pensionärer till godo över tid eller genom en engångsuppräkning av pensioner. De preliminära resultaten antyder att slutsatsen om långsiktiga avkastningsmål och nuvarande aktiespann fortfarande är lämpliga.

### 7.3. Fjärde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023

#### 7.3.1. Avkastning och måluppfyllnad

Fjärde AP-fonden har ett långsiktigt reallt årligt avkastningsmål över 40-årsperioder om 3,5%. Detta långsiktiga mål reflekterar den risk- och avkastningsprofil som är bäst lämpad för pensionssystemet, och ska vara vägledande för arbetet att bidra till pensionssystemets långsiktiga utveckling.

Utöver det långsiktiga reala avkastningsmålet har fonden även ett medelsiktigt avkastningsmål över 10-årsperioder, som för närvarande är 3,0% real avkastning årligen. Det medelsiktiga avkastningsmålet är mer dynamiskt och ska kunna revideras utifrån samtida makroekonomiska faktorer som marknadstillväxt och inflation. Analys av det medelfristiga målet görs vartannat år, eller vid behov. Målen är beslutade av Fjärde AP-fondens styrelse. Då buffertfonderna är från varandra oberoende, är målet satt utan hänsyn till de övriga buffertfondernas ALM, portfölj och risknivå. Utifrån detta och faktumet att det inte finns någon samlad bedömning av inkomstpensionens totala riskprofil, är det utanför ramen för denna utvärdering att analysera den valda risk- och portföljstrategin utifrån ett samlat helhetsperspektiv.

Under 2023 uppgick avkastningen efter kostnader till 9,6% och 5,0% när justerat för inflation, alltså högre än både de medel- och långsiktiga avkastningsmålen.



Figur 58: Fjärde AP-fondens avkastning 2001-2023 och långsiktiga målsättning

Sedan 2001 har fonden, i reala termer, överpresterat sitt långsiktiga avkastningsmål (4,3% jämfört med 3,5%), vilket framgår av Figur 58 ovan. Därtill har fonden överpresterat inkomstindex, vilket fungerar som ett benchmark på reallöneökningar för den motsvarande perioden. I termer av nominell avkastning har fonden presterat en årlig genomsnittlig avkastning på 6,4% sedan start. De senaste 10 åren har fonden överpresterat sitt mål genom att notera en genomsnittlig real avkastning om 5,6%, detta primärt drivet av stark nominell avkastning kombinerad låga inflationsnivåer (i genomsnitt under inflationsmålet om 2% under perioden 2014–2020). De senaste tre årens högre inflationsnivåer och volatila marknadsklimat gör att den genomsnittliga reala avkastningen för de senaste fem åren landar på 4,3%, fortsatt över om än närmare det långsiktiga avkastningsmålet.

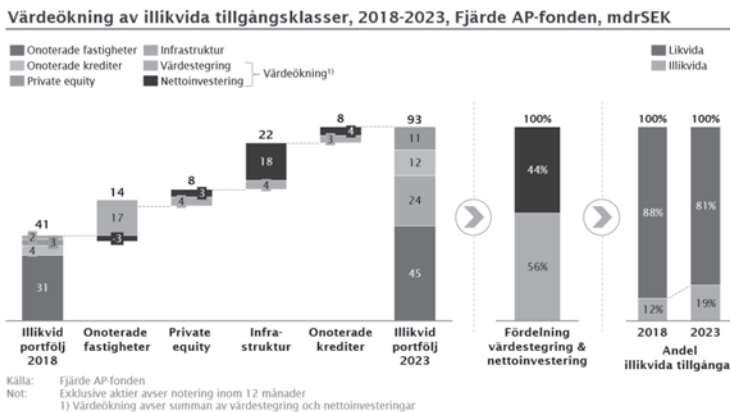
### 7.3.2. Avkastning per tillgångsslag

Avkastningen under 2023, som totalt summerade till 44,2 miljarder (9,6%) i absoluta termer före kostnader, drevs främst av investeringarna i globala aktier, vilket också är det tillgångsslag som Fjärde AP-fonden har högst exponering inom. Även svenska aktier hade en stor positiv påverkan på fondens avkastning. Tillsammans gav dessa tillgångsklasser ett avkastningsbidrag om 6,1% och 2,9%, vilket motsvarar ett totalt avkastningsbidrag inom tillgångsklasserna om 41,3 miljarder kronor. Noterbart är att de noterade aktierna i de så kallade *Magnificent Seven*, som är en vedertagen benämning för sju stora amerikanska teknikbolag, står för en signifikant del (12,5 miljarder kronor) av det totala avkastningsbidraget (28,0 miljarder kronor) inom tillgångsslaget globala aktier. Investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, så som exempelvis i riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt bidrog negativt till totala avkastningen med ett negativt avkastningsbidrag på -1,0%, vilket framgår av nedan Figur 59 som visar tillgångsslagens kompletta attribution till den totala fondvärderingen före kostnader per sista december 2023.



Figur 59: Fjärde AP-fondens avkastningsbidrag per tillgångsslag, före kostnader, 2023

Vidare, när den illikvida portföljen analyseras närmare, attribueras utvecklingen sedan 2018 – där den illikvida portföljen vuxit från 41 miljarder till 93 miljarder kronor i slutet av 2023 – primärt till en värdestegring, detta framför allt inom onoterade fastigheter och onoterade aktier (eng: private equity). En signifikant del av utvecklingen kan emellertid också attribueras till nettoinvesteringar, framför allt inom infrastruktur. Sett till den totala portföljen utgör illikvida tillgångar också en ökad procentuell andel av totala tillgångar (19% för 2023, jämfört med 12% för slutet av 2018), vilket framgår av figuren nedan. För en utvidgad fondspecifik diskussion kring Fjärde AP-fondens investerings- och förvaltningsverksamhet avseende illikvida tillgångar, se bilaga *Fördjupad analys av AP-fondernas illikvida investeringar* inom ramen för denna AP-fondsutvärdering.

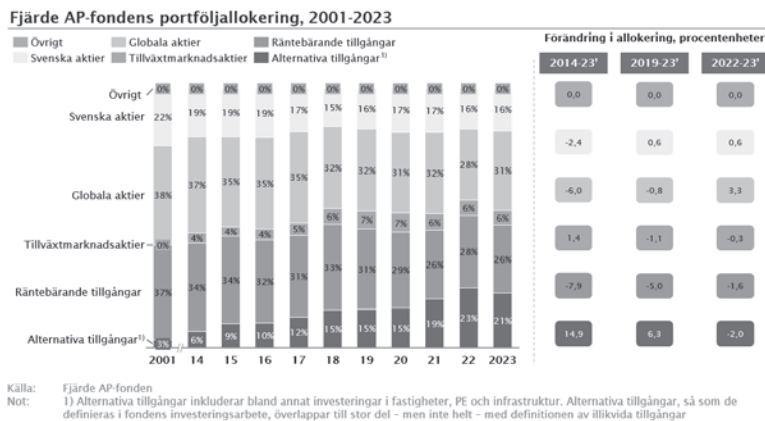


Figur 60: Fjärde AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018-2023

Utöver investeringar i specifika tillgångsslag påverkar även valutaförändringar den totala avkastning som Fjärde AP-fonden genererade under 2023, eftersom fonden har internationella investeringar vars värde behöver omräknas till svenska kronor. Den svenska kronan försvagades kraftigt mot många internationella valutor under 2022 och även delvis under början av 2023, men återhämtade sig betydligt under andra halvåret av det gångna året. Sammantaget var kronans utveckling mot både amerikanska dollarn och euron i stort sett neutralt för året i sin helhet. Påverkan av valutaförändringar på Fjärde AP-fondens resultat begränsas av fondens valutasäkringar, som begränsar effekten av kronans utveckling mot andra valutor. Första till Fjärde AP-fonderna får enligt lag inte ha en öppen valutaexponering (den del av portföljen som är utsatt för valutakursfluktuationer som inte är säkrad genom valutasäkring) som överstiger 40%.

### 7.3.3. Portföljallokering och tillgångsslag

Under 2023 ändrades portföljallokeringen genom att, i procentuella termer, öka vikten på noterade aktier, detta framför allt inom noterade globala aktier. Denna utveckling är delvis en konsekvens av taktiska omallokeringar, men också en påföljd av den, relativt övriga tillgångsslag, starka avkastningen och därmed växande positioner inom noterade aktier under året (för avkastningsbidrag och attributionsanalys, se Figur 60 ovan). Därutöver har allokeringen inom alternativa tillgångar, jämfört med 2022, minskat med 2,0 procentenheter, även detta är en följd av den negativa värdeutvecklingen inom tillgångsslaget som diskuterats ovan, snarare än strategiska avvyrtringar av tillgångar. Under 2023 är det framför allt värderingarna på onoterade fastighetsbolag i portföljen (exempelvis Vasakronan), som drar ner portföljandelen. Sett över ett längre tidsperspektiv har emellertid allokeringen inom alternativa tillgångar ökat med cirka 18 procentenheter sedan fondens start 2001. Allokeringen till tillgångsklassen har under den senaste tioårsperioden också ökat inkrementellt räknat i procentuell andel av totalt förvaltad kapital.



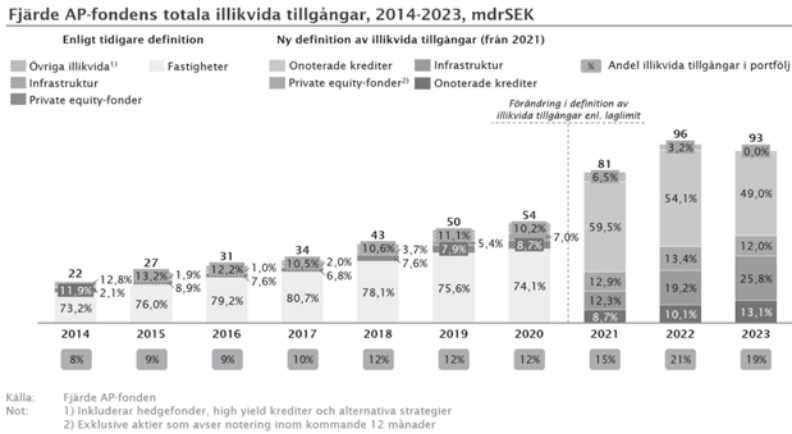
Figur 61: Fjärde AP-fondens portföljallokering, 2001-2023

### 7.3.4. Illikvida tillgångar

AP-fonderna får enligt lag ha max 40% av fondernas tillgångar i illikvida tillgångar, alltså tillgångar som inte relativt fort kan likvideras. År 2021 ändrades definitionen av illikvida tillgångar något då samtliga

Första till Fjärde AP-fonderna kom överens om en enad definition för tillgångsslaget. Denna definition skiljer sig något mot den tidigare definitionen, vilket bör beaktas vid jämförelser<sup>23</sup>.

Sedan 2014 har Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar ökat med 317%, motsvarande 71,0 miljarder kronor (från 22 till 93 miljarder kronor). Andelen illikvida tillgångar av totala portföljen har även ökat från 8% av det totala fondkapitalet för tio år sedan till 19% för 2023, varav huvuddelen av ökningen beror på värdestegring. Detta har skett inkrementellt över tioårsperioden. Det bör dock tilläggas att vissa kompatibilitetsdiskrepanser för denna jämförelse finns då en ny laglimit, inkluderande omdefinitionen av illikvida tillgångar som nämnts ovan (vilka framgår av Figur 62 nedan), trädde i kraft under 2021.



Figur 62: Fjärde AP-fondens totala illikvida tillgångar (enligt tidigare och nuvarande definition), 2014–2023

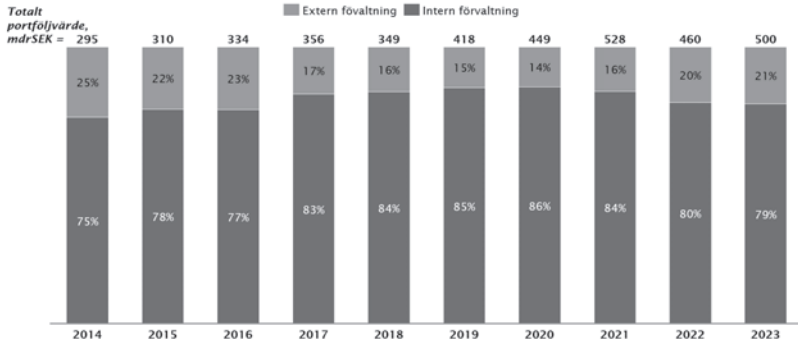
### 7.3.5. Externt förvaltade tillgångar

Fjärde AP-fondens fördelning mellan interna och externa förvaltningsmandat baseras på vad som bedöms ge högst nettoavkastning efter kostnader. Fonden har en relativt låg andel externa mandat, denna andel har ökat under senaste femårsperioden från 15% år 2019 till 21% vid utgången av 2023.

<sup>23</sup> Figur 62 är utformad med underliggande data som är framtagen i linje med definitionen av illikvida tillgångar som fanns innan 2021. Således kan datapunkter för exempelvis 2018 skilja sig åt mellan figurer beroende på om en omarbeting av de underliggande tillgångarna gjorts eller ej



**Andel av Fjärde AP-fondens kapital under extern förvaltning, 2014-2023**



Källa: Fjärde AP-fonden

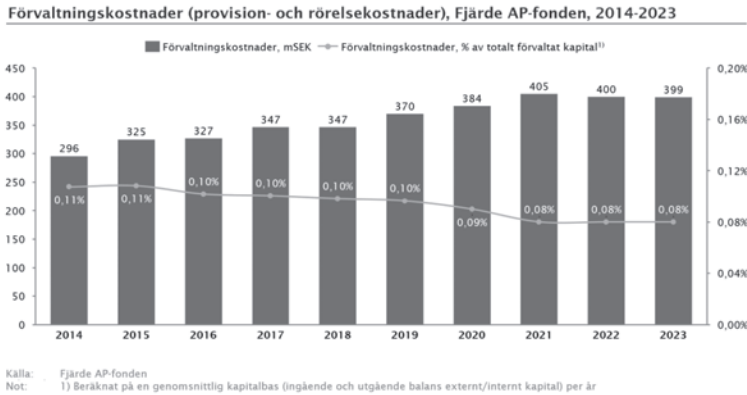
Figur 63: Andel av Fjärde AP-fondens kapital under extern och intern förvaltning, 2014-2023

**7.3.6. Förvaltningskostnader**

Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa förvaltningskostnader. De interna förvaltningskostnaderna utgörs av de kostnader som uppstår i kapitalförvaltningen som utförs av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna, å andra sidan, uppstår i samband med att fonden väljer att använda sig av en extern förvaltare inom ett givet mandat och tillgångsslag och utgörs således av de kontraktuellt fastställda villkoren med respektive förvaltare. Fjärde AP-fonden använder sig av externa förvaltare inom exempelvis onoterade aktier (eng: private equity), inom tillväxtmarknader, Asien och Europa (detta genom så kallade aktivistmandat).

Under den senaste tioårsperioden har kostnaden som procent av totalt förvaltad kapital påvisat en nedåtgående trend, framför allt de senaste fem åren. Denna utveckling är tolkad som en konsekvens av fokus på kostnadseffektivitet med i princip oförändrade reala kostnader över tioårsperioden i kombination med ett större fondkapital. Med andra ord har de totala tillgångarna som förvaltats internt ökat i värde i en snabbare takt än kostnaderna hänförliga till att förvalta kapitalet.

Sammantaget uppgick förvaltningskostnader som andel av totalt förvaltad kapital till 0,08% år 2023, vilket är i linje med de senaste två årens kostnadsnivå, både i absoluta tal och procentuellt. Detta är en låg kostnadsnivå i relation till det internationella genomsnittet avseende förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltad kapital (se avsnitt 3.1.4).



Figur 64: Förvaltningskostnader, Fjärde AP-fonden, 2014–2023

## 7.4. Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023

### 7.4.1. Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

De grundläggande hörnstenarna i Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete har, i likhet med de övriga fonderna, sin utgångspunkt i statens värdegrund och fondens lagstadgade uppdrag om föredömlig förvaltning, innefattande ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande och att särskild vikt ska fästas vid hur en hållbar utveckling (sett utifrån de tre ESG-perspektiven) kan främjas. Med avstamp i detta har fonden en uttalad strategisk ambition, och det är en av investeringsövertygelserna, att över tid öka andelen investeringar som bidrar till, och drar fördel av, hållbarhetsomställningen. Detta ska emellertid ske utan att göra avkall på avkastningskrav och risknivåer. Således är Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete integrerat i alla delar av organisationen och det löpande förvaltningsarbetet.

Det praktiska hållbarhetsarbetet sker i linje med fondens hållbarhetspolicy, vilken årligen revideras och fastställs av styrelsen. Det är också inom denna som Fjärde AP-fondens målsättningar formuleras och följs upp (för detaljer, se *Mål och målpuppfyllnad* nedan). Med utgångspunkt från det av hållbarhetspolicy fastställda ramverket och fondens målsättningar, arbetar fonden systematiskt med fem olika implementeringsstrategier tvärs hela organisationen – dessa syftar till att konstituera ett allomfattande grepp mot grundprincipen om föredömlig förvaltning.

De fem implementeringsstrategierna är: i) att mäta och rapportera kring hållbarhet, inklusive en löpande utvärdering av hållbarhetsdata, ii) att integrera hållbarhet i investeringsprocesser med ett skräddarsytt angreppssätt beroende på tillgångslag, iii) att påverka som ägare, investerare och samhällsaktör, detta genom pro- och reaktiva påverkansdialoger och aktivt deltagande i svenska valberedningar och röstande på bolagsstämmor, inom resursintensiva sektorer bedrivs en löpande aktiv uppföljning av och dialog med portföljbolagen för att säkerställa att dessa verkar för en omställning. Därtill verkar fonden i ett antal samarbetsinitiativ och organisationer för ökad tyngd i dialoger med bolagen, bland annat genom *Climate Action 100+* och *Transition Pathway Initiative*.

Dessa initiativ bidrar även med rapportering om bolagens omställning, till nytta för alla intressenter. Fjärde AP-fonden samverkar också med andra investerare kring att lägga aktieägarförslag på stämmor, detta både internt mellan fonderna (primärt genom Etikrådet) och externt med syfte att uppnå hävstångseffekter i en kollektiv påverkan, iv) att reducera hållbarhetsrisker i portföljen genom att bland annat minska exponeringen mot tillgångar med bedömt förhöjda hållbarhetsrisker samt en konventionsbaserad exkludering som sålunda begränsar fondens investeringsunivers, och v) att investera i starka hållbarhetstrender genom riktade och tematiska investeringar (förklaras vidare nedan under Tematiska investeringar).

I tillägg till detta har fonden även identifierat två övergripande fokusområden för hållbarhetsarbetet; *ägarstyrning* samt *klimat och miljö*. Dessa bedöms ha en systematisk påverkan på en investeringsportfölj och är därmed särskilt lämpliga för en investerare att adressera. Med den övertygelsen som utgångspunkt samlas en mängd frågor inom ramen för dessa fokusområden och alla delar av förvaltningen, från ledningsgrupp till varje enskild förvaltare som arbetar med dem i det löpande arbetet. Inom *ägarstyrning* läggs vikten vid frågor rörande bland annat styrelsekompositioner, kapitalstruktur, design av hållbarhetsinfluerade incitamentsprogram och transparens i hållbarhetsrapportering. Arbetet inom detta område syftar till att förbättra viabiliteten i portföljbolagens långsiktiga utveckling med avseende på hållbarhet och styrs till stor del av fondens ägarpolicy. Vidare, för fokusområdet för *klimat och miljö* arbetar fonden med frågor rörande bedömning och identifiering av systematiska risker med global påverkan på samhälle, ekonomier och förväntad avkastning. Därutöver berörs frågor rörande klimatförändringar, klimatomställning, resurseffektivitet och biologisk mångfald – i slutändan med en strävan om att bidra till att minska globala utsläpp.

Fjärde AP-fonden väljer bort närmare 75 procent av bolagen inom energi, kraft och råvaror för att de inte uppfyller ställda 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. Energibolag, kraftbolag samt råvarubolag utgör 2–3% av Fjärde AP-fondens totala portfölj. Fjärde AP-fonden investerar i ett urval av bolag verksamma inom dessa branscher. De bolag som fonden investerar i är nödvändiga för ett fungerande samhälle idag och även för att världen ska kunna göra en klimatomställning i linje med Parisavtalets mål. Det är till exempel gruvbolag som utvinna mineraler och metaller nödvändiga för elektrifieringen av samhället och energibolag som är stora investerare i förnyelsebar energi som vind- och solkraft.

#### 7.4.2. Aktiviteter under 2023

2023 har präglats av ett utvidgat och aktivt arbete med hållbarhetsfrågor inom ramen för implementeringsstrategierna beskrivna ovan. Under året har fonden uppdaterat sin tematiska hållbarhetsanalys med en aspiration om att skapa en bättre förståelse för de viktigaste hållbarhetstrender som influerar bolagen och de globala värdekedjorna. Fjärde AP-fonden analyserar löpande hållbarhetstrender och söker investeringsmöjligheter som på lång sikt bedöms bidra till och dra fördel av omställningen och dessutom ge en god förväntad avkastning. Investeringar med ett specifikt fokus på en hållbar omställning utvecklas i hög takt och genom årets tematiska analys har kunskap och verktyg uppdaterats hos Fjärde AP-fonden.

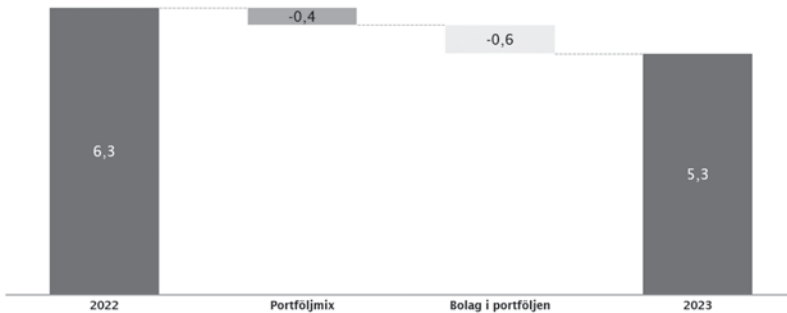
Inom ramen för fokusområdet *klimat och miljö* har under året ett ökat fokus legat på frågor som rör biologisk mångfald. Detta har, bland annat, innefattat ett arbete med att identifiera verktyg och analysmodeller för att framgent i en ökad omfattning implementera sådana överväganden i fondens investeringsbeslut.

#### 7.4.3. Tematiska investeringar

Fjärde AP-fonden definierar tematiska hållbarhetsinvesteringar som proaktiva investeringar vilka utgår från en övergripande omvärldsanalys av hållbarhetstrender och syftar till att identifiera attraktiva investeringsteman, baserat på att de förväntas ge en god avkastning då de bidrar till en hållbar omställning. Fonden har under 2023 genomfört tematiska investeringar till ett belopp av 7,6 miljarder kronor. Dessa gjordes primärt inom den onoterade portföljen (5 miljarder), till exempel inom hållbar infrastruktur och förnyelsebar energi. Riktade investeringar gjordes också inom noterade aktier (1,8 miljarder) och räntebärande instrument (0,8 miljarder). Motsvarande totalsiffra 2022 var 7,4 miljarder. Totalt sedan 2020 har nya tematiska hållbarhetsinvesteringar gjorts om 36,8 mdkr. Målet är att över tid öka andelen investeringar som bidrar till och drar fördel av hållbarhetsomställningen.

#### 7.4.4. Koldioxidutsläpp

**Fjärde AP-fondens portföljviktade<sup>1)</sup> koldioxidutläpp, 2022-2023, tCO<sub>2</sub>e per miljoner kronor**



Källa: Fjärde AP-fonden

Not: 1) Mättet 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 65: Fjärde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2022-2023

Under 2023 minskade den totala mängden koldioxidutsläpp i Fjärde AP-fondens noterade aktieportfölj till 1,23 miljoner tCO<sub>2</sub>e, en nedgång från föregående års 1,38 miljoner tCO<sub>2</sub>e. Denna förbättring reflekteras även i fondens portföljviktade koldioxidintensitet, som är ett mått på hur stor del av fondens investeringar som är knutna till företag med betydande växthusgasutsläpp.

Intensiteten sjönk med 1,0 tCO<sub>2</sub>e per investerad miljon kronor, motsvarande en procentuell reduktion med 16% under året. Denna minskning kan primärt tillskrivas förändringar i portföljbolagens koldioxidintensitet, även om förändringar i portföljsammansättningen också påverkade utvecklingen positivt, vilket framgår av Figur 65 ovan. Sedan mätningarna började 2010 har portföljens utsläpp minskat med 65%. Fjärde AP-fonden halverade utsläppen mellan 2010-2020; ett delmål är att halvera utsläppen än en gång fram till 2030 (mätt från 2020), för att vara netto noll senast år 2040 (vilket framgår av hållbarhetsmålöversikten i Figur 66 och

Figur 67)

#### 7.4.5. Mål och måluppfyllnad

Fjärde AP-fondens målsättningar, som alla formulerats med utgångspunkt i hållbarhetspolicyn och fondens fokusområden, är i all väsentlighet oförändrade från 2022. Majoriteten av alla mål (9 av 11) är definierade gentemot kvantitativa måttetal, och samtliga mål är en kombination av aktivitets- och resultatmål. Med aktivitetsmål avses exempelvis genomförande av ett definierat antal aktiviteter inom en given tidsperiod och med resultatmål avses exempelvis att uppnå en förutbestämmd nivå av utsläppsminskningar. Målen är alla av en medel- och långfristig karaktär och således och i den mån kortfristiga gränsvärden formulerats för 2023 rapporterar fonden att dessa uppnåtts under året.

Samtliga målsättningar och en översikt av fondens måluppfyllelse presenteras i Figur 66 och 67.

## Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (I/II)



● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Hållbarhetsmål		Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
Klimat och miljö						
1	Bidra till minskningen av globala klimatutsläpp i enlighet med Parisavtalet. Halvera portföljens CO2-utsläpp år 2030 (jämfört med 2020 års nivå) och nå netto noll utsläpp senast 2040	Förändring -15% CO2-utsläpp under året		-23%	-3%	-11%
		Förändring -39% CO2-utsläpp sedan 2010		-60%	-61%	-65%
2	Göra investeringar som minskar klimatriskerna i portföljen	CO2-utsläpp som andel av globalt aktieindex	45%	39%	45%	41%
		CO2-intensitet som andel av globalt aktieindex	46%	40%	40%	41%
3	Göra proaktiva investeringar som bidrar till och drar fördel av klimatomställning	Genomförda investeringar	Målet uppnått (t. ex. nya utfästelser inom den onoterade portföljen på SEK 6mdr)	Målet uppnått SEK 13,7mdr i nya tematiska investeringar	Målet uppnått SEK 7,4mdr i nya hållbarhetsinvesteringar, betydande utfästelser inom förenyelsebart	Målet uåpnått SEK 7,6mdr i nya hållbarhetsinvesteringar, primärt inom onoterade portföljen
4	Utvärdera möjliga förvaltningsstrategier baserat på kartlagda indikatorer	Kvalitativ bedömning	Målet uppmätt	Målet uppmätt	Målet uppmätt	Målet uppmätt
5	Påverka för klimat omställning	CO2-utsläpp (portfölj-mix)	n/a	n/a	n/a	-9%
		CO2-utsläpp (bolagens utsläpp)				-2%

Källa: Fjärde AP-fonden

Figur 66: Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (I/II)

## Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (II/II)



● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
Agarstyrning						
6	Arbeta aktivt i valberedningar i kraft av ägarandel	Antal valberedningar	39	40	47	56
		Andel av valberedningar där AP4 erbjudits deltagande	98%	85%	92%	93%
7	Intervju hela eller delar av styrelsen vid styrelseutvärderingar	Genomförda intervjuer	100%	100%	100%	100%
8	Arbeta för ökad mångfald i styrelserna, särskilt med avseende jämnare könsfördelning	Andel kvinnor av nyvalda ledamöter	44%	20%	39%	54%
		Andel svenska stämmor där fonden röstat	109	147	125	131
9	Utöva rösträtten vid svenska stämmor	Andel stämmor där fonden röstat av antal innehav	67%	69%	88%	74%
		Andel utländska stämmor där fonden röstat	1043	1064	1267	1216
10	Utöva rösträtten vid utländska stämmor	Andel stämmor där fonden röstat av antal innehav	56%	77%	100%	100%
		Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått
11	Stötta initiativ som verkar för aktieägares rättigheter och bolagens arbete med hållbarhet					

Källa: Fjärde AP-fonden

Figur 67: Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (II/II)

## 7.5. Slutsatser och bedömningar

### 7.5.1. Bedömning avseende kapitalförvaltning, måluppfylland och bidrag till pensionssystemet

Fjärde AP-fonden uppnår sina långsiktiga avkastningsmål för alla mätta tidsperioder, inklusive 2023, fem- och tioårsperioden, samt sedan 2001. Under 2023 spelade, precis som för övriga buffertfonder, fondens likvida tillgångar en betydande roll i att uppnå det positiva resultatet som uppgick till 9,6%, högst av alla buffertfonder. Avkastningen drevs främst av lyckad förvaltning inom tillgångsslaget noterade aktier, primärt globala aktier. Här bedöms fondens exponering mot de amerikanska teknikaktierna (framför allt med avseende på *Magnificent Seven*), som sker genom faktiska innehav och genom aktieterminer, ha varit den starkaste drivaren inom tillgångsslaget. Dessa sju aktier utgör, per utgången av 2023, knappt 45% av totala avkastningsbidraget inom globala aktier, som i sin tur bidrog med 6,1% av den totala avkastningen på 9,6%. Detta bedöms spegla fondens förmåga att med en kombination av indexnära och aktiv förvaltning, generera riskavvägt värdeskapande av de förvaltade fondmedlen. Vidare bedöms att Fjärde AP-fondens, i förhållande till övriga buffertfonder, låga allokering mot alternativa tillgångar (Fjärde AP-fonden allokera 21,2% av totalt kapital till detta, övriga fonder allokera i snitt 25,3%) har för 2023 verkat till fondens fördel i termer av totalt avkastningsbidrag där tillgångsslaget "bara" minskade den totala avkastningen med en procentenhet – lägst av alla buffertfonder.

Fonden kan konkluderas ha bidragit positivt till systemets långsiktiga syfte och uppdrag. Arkwright noterar dock att det föreligger en komplexitet i att mäta exakt hur mycket och på vilket sätt fonden har bidragit – Fjärde AP-fondens bidrag till pensionssystemets stabilitet och hållbarhet är av central betydelse för dess mandat. Komplexiteten framträder när efterföljande implikationer för pensionssystemets långsiktiga stabilitet ska analyseras. Detta beror främst på två faktorer: den inbyggda osäkerheten i pensionssystemets skuldsida, vilken utgör L:et i fondens ALM-analys, som görs oberoende av de andra buffertfonderna, och de fördröjda effekterna av makroekonomiska förändringar på systemet. Fondens ALM-analys syftar till att optimera portföljen för att minimera risken för att *brosen* aktiveras i ett negativt scenario. Det bör dock noteras att Första AP-fonden är en del av ett större system av buffertfonder, där ingen samordnad styrning på högre nivå säkerställer ett enhetligt bidrag till pensionssystemets stabilitet. Därmed är det utmanande att bedöma en enskild fonds specifika bidrag till det samlade systemets riskprofil. Den andra faktorn, makroekonomiska förändringars fördröjda effekter, försvårar ytterligare bedömningen av fondens prestation i relation till pensionssystemet. Ekonomiska chocker och trender kan ha omedelbara effekter på fondens avkastning (vilket uppenbarade sig under 2022, exempelvis), men deras fullständiga inverkan på pensionssystemet kan ta år, om inte årtionden, att uppenbara sig. Detta skapar en osäkerhetsmarginal när fondens kort- till medellånga prestation ska kopplas till långsiktiga systemeffekter.

Sammantaget bedöms således att trots att Fjärde AP-fondens avkastningsmål uppfylls, återstår frågor om hur väl och på vilket sätt denna avkastning faktiskt bidrar till pensionssystemets långsiktiga stabilitet. En djupare förståelse för sambandet mellan fondens resultat och systemets övergripande tillstånd kräver en noggrann analys av dessa osäkerhetsfaktorer och deras potentiella påverkan på framtida pensioner.

### 7.5.2. 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.



## 8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden

I följande avsnitt återfinns den grundläggande utvärderingen av Sjätte AP-fondens förvaltning av fondmedel. Utifrån detta beskriver utvärderingen organisationen, investeringsfilosofin, avkastningen, allokeringen i fonden, illikvida tillgångar, externt förvaldade tillgångar, förvaltningskostnader, fondens hållbarhetsarbete och nyckelhändelser under det gångna året.

### 8.1. Sjätte AP-fondens organisation och förvaltning under 2023

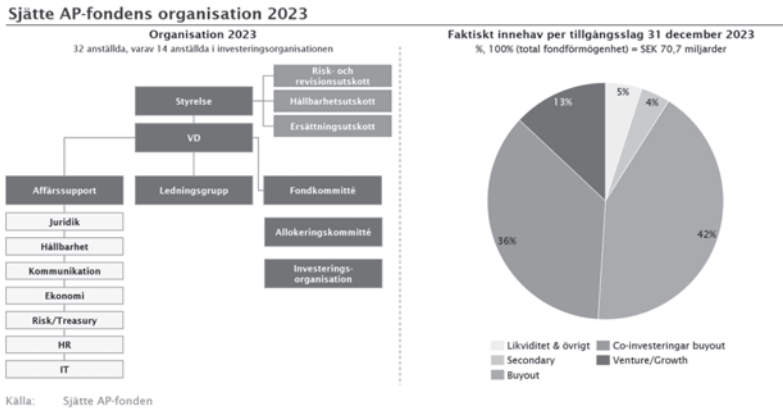
Sjätte AP-fonden är en av de fem buffertfonderna i svenska pensionssystemet, men skiljer sig från Första till Fjärde AP-fonderna i förutsättningar, förvaltningsmodell och avkastningsmål. Fonden har uppdraget att som specialistfond inom det svenska pensionssystemet genomföra investeringar i riskkapitalmarknaden.<sup>24</sup> Målsättningen är att skapa långsiktigt hög avkastning med en tillfredställande riskspridning. Fonden har även en begränsning avseende valutaexponering, där minst 90% av fondens värde måste vara valutasäkrat.

Fonden är, till skillnad från de övriga buffertfonderna, stängd, vilket innebär att inga in- eller utflöden till svenska pensionssystemet sker. Eftersom fonden investerar i onoterade tillgångar, vilka är illikvida, har fonden andra förutsättningar för att bedriva sin investeringsverksamhet än fonder som investerar i likvida tillgångar. Fonden gör enbart indirekta investeringar i riskkapitalfonder (eng: private equity) inom områdena mogna företag (eng: buyout), företag i tidig och tillväxtfas (eng: venture/growth), andrahandshandel av onoterade fondandelar (eng: secondaries) samt även co-investeringar (indirektinvesteringar i företag tillsammans med en investerare som fonden utfäst pengar till). Under 2023 hade fonden enbart co-investeringar inom mogna företag (eng: buyout). Historiskt har Sjätte AP-fonden också gjort direktinvesteringar inom området företag i tidig och tillväxtfas (eng: venture/growth), men dessa gjordes före Sjätte AP-fondens strategiomläggning år 2012.

Sjätte AP-fondens organisation består av 32 personer, varav 14 arbetar inom investeringsorganisationen. Totalt förvaltade fonden 70,7 miljarder kronor (67,7 miljarder i sysselsatt kapital<sup>25</sup>) vid slutet av 2023.

<sup>24</sup> Samlat begrepp för marknaden för riskkapitalinvesteringar, det vill säga investeringar i onoterade bolag av olika storlek och mognadsgrad (exempelvis genom private equity-fonder (PE) och venture capital-fonder (VC))

<sup>25</sup> Sysselsatt kapital är definierat som det kapital som är investerat i portföljen



Figur 68: Sjätte AP-fondens organisation 2023

Med de utmaningar som varit under 2023, såväl geopolitiska som finansiella, har kapitalmarknaderna varit volatila. Inom den onoterade marknaden (eng: private equity) har volatiliteten och den begränsade riskapiten inneburit en betydligt lägre takt i antal transaktioner och lägre total storlek på de transaktioner som skett, jämfört med tidigare år, i synnerhet jämfört med rekordåret 2021. Den låga transaktionstakten har medfört lägre distributioner, färre nya investeringar och längre fondcykler. Denna utveckling har generellt lett till att investerare i den onoterade marknaden (eng: private equity) har varit generellt mer försiktiga i sina utfästelser. Sjätte AP-fonden har en långsiktig likviditetsplanering som hanterar dessa variationer i syfte att kunna upprätthålla en jämn investeringstakt. Med utgångspunkt i detta har Sjätte AP-fonden under året aktivt konsoliderat portföljen mot färre fondrelationer, särskilt inom mogna företag (eng: buyout) där utfästelsetakten bibehållits, snarare än att ha en större spridning av förvaltare. Detta har setts som en central del i den fortsatta portföljuppbyggnaden, vilken utgår ifrån en kombination av co- och fondinvesteringar. Anledningen till att fonden strävar efter att hålla uppe sin utfästelsetakt grundar sig i en ambition om att, i den mån det är möjligt, undvika att exponera portföljen mot enskilda årskullar (så kallad vintagerisk<sup>26</sup>). Fonden strävar efter att åstadkomma en jämn spridning av investeringar över konjunkturcyklerna, vilket görs genom en jämn och väl avvägd utfästelsetakt.

Därtill har en stor utmaning under året varit fondens arbete med valutasäkring och likviditetshandling. Det i lag stipulerade kravet på att fonden maximalt får vara exponerad till 10% mot utländsk valuta, har under en tid av en försvagad kronkurs i viss mån inneburit att fondens likviditet har belastats. Denna likviditet hade, under andra valutasäkringsvillkor, kunnat användas på andra sätt inom investeringsverksamheten. I praktiken har detta resulterat i en lägre nivå av främst co-investeringar än vad som annars hade varit möjligt.

<sup>26</sup> Avser osäkerheten i avkastningen för investeringar gjorda under ett specifikt år (vintageår), påverkad av marknadens cykliska natur och externa ekonomiska faktorer

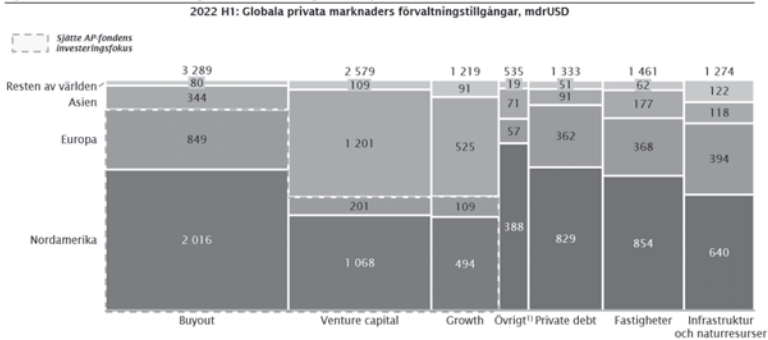
Fondens hållbarhetsarbete har utvecklats vidare under året. Den övergripande ambitionen är fortsatt att fondens investerings- och förvaltningsarbete ska integrera hållbarhetsfrågor och således falla inom ramen för "ansvarsfulla investeringar" och "ansvarsfullt ägande". Det breddade hållbarhetsfokuset har under året, bland annat, utmynnat i rundabordssamtal med riskkapitalfonders förvaltare där diskussioner förts om hur komplicerade hållbarhetsfrågor såsom mänskliga rättigheter kan inkorporeras och adresseras mer systematiskt hos aktörer verksamma i riskkapitalbranschen (eng: private equity). För en fördjupad redogörelse kring fondens hållbarhetsarbete och målsättningar, se avsnitt 8.4.

### Investeringsfilosofi

Sjätte AP-fonden strategiska inriktning grundar sig i uppdraget att investera i noterade tillgångar inom områdena mogna företag (eng: buyout), tidig utvecklings- och tillväxtfas (eng: venture/growth), andrahandshandel av noterade fondandelar (eng: secondary) och co-investeringar inom området mogna företag (eng: buyout). Detta åstadkoms genom att investera i riskkapitalfonder (eng: private equity). Fonden gör inga direktinvesteringar utan endast indirekta investeringar tillsammans med fonder. Sjätte AP-fonden investerar inte i kreditfonder (eng: private debt).

Investeringsfilosofin består av att bygga en väldiversifierad portfölj med noggrant utvalda förvaltare inom respektive område, samt att tillsammans med förvaltarna göra co-investeringar. Diversifiering innebär, inom ramen för Sjätte AP-fondens uppdrag, att sprida kapitalet mellan förvaltare med olika fondstorlekar och förvaltningsstrategier. Allokeringen sker inte genom geografisk spridning, utan diversifieringen är ett resultat av spridning i underliggande bolag i fonderna. Investeringsfilosofin bygger också på att investeringstakten ska vara jämn mellan åren. Exekveringen av investeringsfilosofin inom fondens investerings- och förvaltningsverksamhet, såsom den beskrivs ovan, är till stor del möjliggjord av det strukturkapital som Sjätte AP-fonden byggt upp och vårdat sedan den nya strategin antogs 2012. Framgång mätt som attraktiv avkastning inom noterade tillgångar beror till stor del på om investeraren (eng: LP<sup>27</sup>) är välnummerad och därmed ges möjlighet att investera hos förvaltare med historik av att uthålligt generera avkastning i de övre kvartilerna.

### Sjätte AP-fondens strategiska inriktning inom privata marknader



Källa: McKinsey Global Private Markets Review, 2023  
Not: 1) Innefattar Turnaround PE-fonder och PE-fonder med ospecificerad strategi

<sup>27</sup> LP står för *Limited Partner* och är en benämning för en investerare i en riskkapitalfond såsom private equity- (PE) eller venture capital (VC) fonder

*Figur 69: Sjätte AP-fondens strategiska inriktning inom privata marknader*

Sjätte AP-fondens kapital är i huvudsak allokerat i en kombination av fond- och co-investeringar inom området mogna företag (eng: buyout), med en mindre allokering av tillgångar inom tidig utvecklings- och tillväxtfas (eng: venture/growth) och andrahandshandel av onoterade fondandelar (eng: secondaries). Se avsnitt 8.3.3 för detaljerad nedbrytning av tillgångsallokeringen. Fondens mål om en långsiktig hög avkastning, justerat för risk, överensstämmer med denna fördelning och avgränsning av investeringsområden. Fonden begränsar sig därmed till områden där den förväntade avkastningen är i linje med fondens avkastningsmål, varför fonden valt att exkludera exempelvis infrastruktur, som generellt har lägre förväntad avkastning.

Sjätte AP-fondens strategi sedan 2012 satte ett tydligt fokus på en kombination av fondutfästelser och co-investeringar, detta i stället för att göra privata direktinvesteringar i onoterade bolag, vilket var fondens huvudfokus fram till denna punkt. Den strategiska omställningen tog till 2019 att genomföra, vilket belyser långsiktigheten inom onoterade investeringar. Strategin tydliggjordes 2020 och avkastningsmålet ändrades 2021 för att noggrannare reflektera de underliggande investeringarna i portföljen.

## 8.2. Förändring av målsättningar, strategier under 2023

Under 2023 har Sjätte AP-fonden inte gjort någon förändring i sin målsättning i form av långsiktig strategi eller avkastningsmål. Fonden arbetar alltså konsekvent med den strategiska bottenplatta som lades 2012 och sedermera tydliggjordes under 2020 i samband med att omställningen av portföljen var genomförd. Hörnstenen i strategin, som kretsar kring att bygga en internationell riskkapitalportfölj (eng: private equity) i kombination med co-investeringar, har bedömts fungera effektivt i att generera en långsiktig avkastning och fonden ser således inget behov av att revidera strategin i detta skede.

## 8.3. Sjätte AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023

### 8.3.1. Avkastning och måluppfyllnad

Sjätte AP-fondens avkastningsmål skiljer sig från övriga buffertfonder, vilket är naturligt då fondens placeringsregler avviker från resterande. Avkastningsmålet syftar till att utvärdera hur fonden presterar jämfört med andra investerare inom det onoterade tillgångslaget över en längre tidsperiod (fem år). Externa avkastningsdata för jämförelsen inhämtas från Burgiss (sedan oktober 2023 en del av MSCI), som är en av de ledande leverantörerna av onoterade data på marknaden. Sjätte AP-fondens nettoavkastning, det vill säga avkastningen totalt efter kostnader, jämförs med medianfonden som investerar inom onoterat.

Sjätte AP-fonden kan varken avropa eller distribuera kapital då fonden är stängd. För att hantera denna skillnad i likviditetshantering behöver en likviditetsbuffert finnas för framtida investeringsåtaganden. För att nettoavkastningen ska få en rättvis jämförelse behöver målet justeras för behovet av att hålla denna likviditetsbuffert. Omfattningen av nödvändig likviditet bedöms, i ett läge där fonden är fullt investerad, uppgå till cirka 10 % av fondkapitalet. Avkastningsmålet för denna likviditet är indexet OMRX T-Bill, vilket är det interna mål som finns för Sjätte AP-fondens likviditetsförvaltning. Sammanfattningsvis är därför beräkningen av målet viktat, och består till 90 % av målavkastning för den onoterade portföljen (Burgiss) samt till 10 % av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill).

Sjätte AP-fondens årliga nominella avkastning 1997-2023 och avkastningsmål

	2023	2019-2023	2014-2023	1997-2023
AP6	3,0%	15,3%	12,3%	7,3%
AP6 investeringsverksamhet <sup>1)</sup>	2,8%	20,4%	17,5%	10,5%
Avkastningsmål <sup>2)</sup>	-1,9%	11,4%	14,0%	N/A
Inkomstindex	4,6%	3,5%	2,8%	3,0%

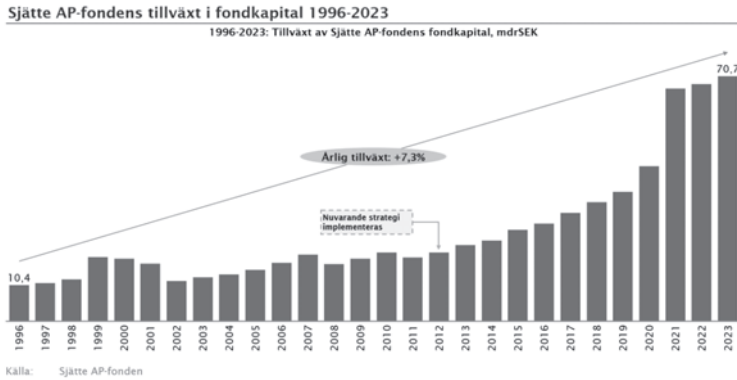
Källa: Sjätte AP-fonden, SCB

Not: 1) Sjätte AP-fondens avkastning exklusive effekter av valutasäkringar och likviditetshantering 2) Avkastningsmålet fastställdes 2021 och utgörs av 90% Burgiss All (avkastning i en onoterad medianfond) samt 10% OMRX T-bill (representerar fondens likviditetsbehov. Sjätte AP-fondens mål avser rullande femårsperioder - andra redovisade tidsperioder är enbart i jämförande syfte

Figur 70: Sjätte AP-fondens årliga nominella avkastning 1997-2023 och avkastningsmål

Över den senaste femårsperioden har Sjätte AP-fonden i genomsnitt avkastat 15,3% årligen, att jämföra med avkastningsmålet om 11,4%. Avkastningen av investeringsverksamheten, vilket exkluderar effekter av valutasäkring och likviditetshantering, uppgick under senaste fem åren till 20,4% årligen. Sjätte AP-fonden har således överpresterat sitt avkastningsmål (på fem år). Jämförelser kan även göras på kortare eller längre tidsserier även om avkastningsmålet är definierat på fem år. En jämförelse med längre tidsserier påverkas delvis av innehav från äldre strategier.

Som följd av Sjätte AP-fondens goda avkastning senaste decenniet har fondkapitalet ökat påtagligt och mer än fördubblats under den senaste femårsperioden. Detta står i tydlig kontrast mot avkastningen under fondens tidiga dagar, som var betydligt lägre (se Figur 71 nedan).

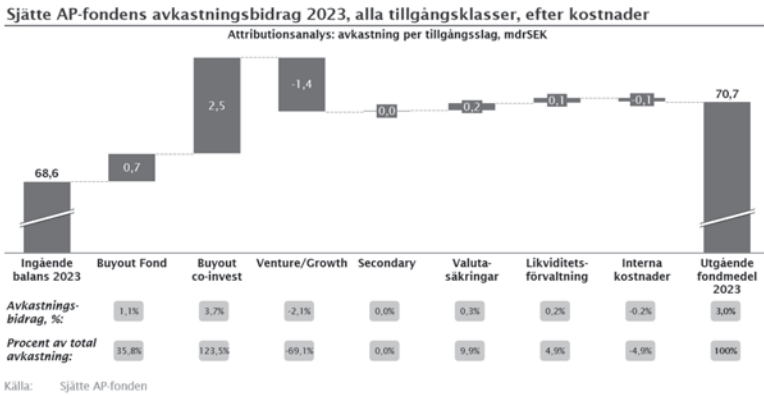


Figur 71: Sjätte AP-fondens tillväxt i fondkapital, 1997–2023

Enligt gällande lag får Sjätte AP-fondens öppna valutaexponering, vilket fonden mäter som underliggande bolags investeringar inte respektive fondvaluta, inte överstiga 10%. Detta skiljer sig från de andra buffertfonderna, där högst 40% av det förvaltade kapitalet inte behöver vara valutasäkrat. Kravet på valutasäkring kan ifrågasättas då långsiktigheten i onoterade investeringar innebär att många valutafluktuationer kan passera under tiden ett innehav innehas. Att Sjätte AP-fonden behöver valutasäkra 90% av det förvaltade kapitalet leder framför allt till en potentiellt kraftigt ökad likviditetsrisk i förvaltningen.

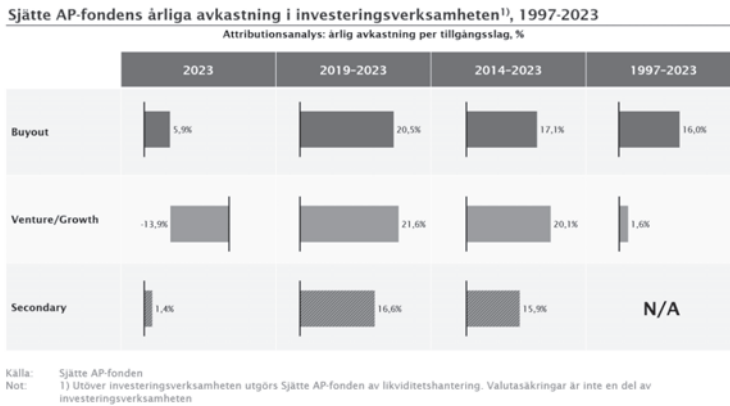
Sjätte AP-fondens jämförelseindex - Burgiss All, är till sin majoritet i valutan amerikanska dollar och tillämpar inte någon valuta-hedge. Vid jämförelsen med Sjätte AP-fonden omräknas indexets utveckling till svenska kronor, vilket försämrar bedömningstillförlitligheten av Sjätte AP-fonden under år då svenska kronan försvagas (vilket vart fallet under den senaste femårsperioden), eftersom fonden lagstadat måste valutasäkra 90% av portföljen. Eftersom Sjätte AP-fonden är en stängd fond krävs att fonden vid varje givet tillfälle har tillräcklig likviditet för att fullgöra sina åtaganden (utfästelser). För att säkerställa en rättvis jämförelse kan även avkastningen inom Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet (kapitalet exklusive valutasäkring och likviditet) jämföras med fondens mål. Detta gör fonden också internt när den bryter ner olika delar för att mäta prestationen inom olika segment.

### 8.3.2. Avkastning per tillgångsslag



Figur 72: Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag 2023

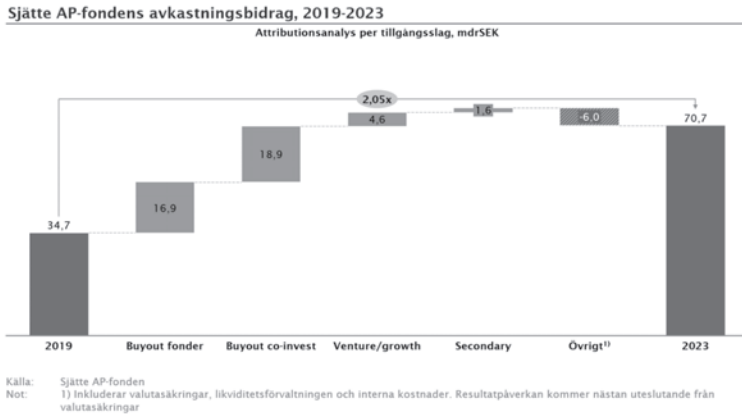
Eftersom Sjätte AP-fonden enbart investerar i onoterade tillgångar är tillgångsslagen i detta avsnitt indelade i de områdena fonden investerar i. Under 2023 drevs avkastningen främst av områdena buyout och co-investeringar inom buyout och stod för 1,1% respektive 3,7% i procentuellt avkastningsbidrag. Denna utveckling beror mycket på att dessa områden utgör en majoritet av det förvaltade kapitalet i fonden, se *Portföljallokering och tillgångsslag* för nedbrytning av Sjätte AP-fondens tillgångsallokering. Venture/growth-segmentet var under 2023 det tillgångsslag som sjönk mest i absoluta termer, vilket är en indikation på cyklicalitetsrisken inom detta segment. De volatila kapitalmarknaderna, främst orsakat av inflationsförväntan och höjda centralbanksräntor, skapar en riskaversion där de investeringar som ligger längst ut på riskskalan påverkas mest vid ett tuffare investeringsklimat. Inledningsvis dröjde nedskrivningarna då många venturebolag var välkapitaliserade efter den starka marknaden 2021 och där grundare inte vill ta in kapital på för låga nivåer, men varefter behövde värderingar ändå ses över även om en ny finansieringsrunda inte skett. Secondaries hade en minimal påverkan, medan valutasäkringar och likviditetsförvaltningen hade en marginellt positiv inverkan. Den totala ökningen av fondkapitalet (avkastningsbidraget) uppgick till cirka 2,1 miljarder kronor efter kostnader, motsvarande 3,0%.



Figur 73: Sjätte AP-fondens årliga avkastning i investeringsverksamheten

Trots en nedgång under 2023 har venture/growth-delen av Sjätte AP-fondens förvaltade kapital under senaste femårsperioden haft högst procentuell avkastning, mycket på grund av den starka venturemarknad som rådde 2020–21. Även buyout- och secondarysegmenten har över senaste femårsperioden haft en stark utveckling. Sett i termer av avkastningsbidrag över de fem senaste åren (se Figur 74 nedan) har denna avkastning genererat en multipelavkastning strax över 2x (cirka 105%), starkt drivet av buyoutfonder och co-investeringar inom buyout som enskilt genererade ett avkastningsbidrag på 16,9 miljarder och 18,9 miljarder. Därtill har venture/growth- och secondary-placeringar enskilt bidragit med 4,6 respektive 1,6 miljarder kronor. I posten "övrigt", som uppgår till -6,0 miljarder kronor, ingår främst den negativa resultateffekten av valutaterminer där motsvarande positiva valutaresultat till stor del återfinns inom investeringsverksamheten.





Figur 74: Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag, 2019-2023

### 8.3.3. Portföljallokering och tillgångsslag

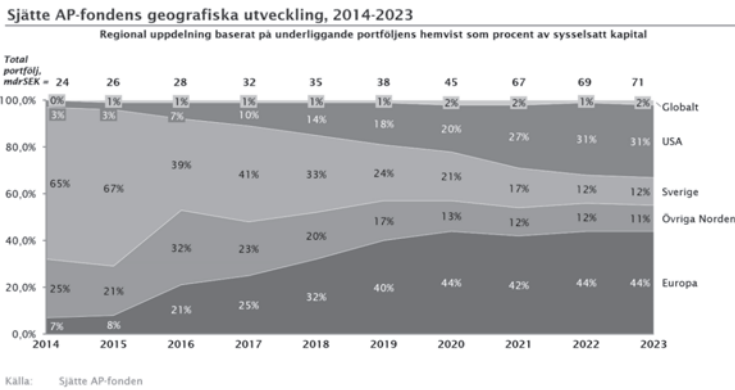
Under 2023 var Sjätte AP-fondens portföljallokering, sett till procentuell fördelning av respektive tillgångsslag, relativt oförändrad jämfört med 2022. Specifikt utgjordes portföljen till 42% (43%) av buyoutinvesteringar, 13% (14%) av venture/growth-investeringar, 4% (4%) av secondary, 36% (36%) av co-investeringar inom buyout och 5% (3%) av likviditetsförvaltningen. I absoluta termer har fonden ökat sina innehav inom samtliga tillgångsklasser och fondkapitalet fortsätter således växa efter den markanta ökningen som skedde under 2021, detta undantaget venture/growth – denna utveckling, med 2022 som referenspunkt, ses emellertid främst som en konsekvens av lägre värderingar av portföljbolagen i de venturefonder som Sjätte AP-fonden investerat i.

Sjätte AP-fondens portfölj och tillgångsallokering fortsätter alltjämt att vara viktad mot fonder och co-investeringar inom buyout och omfattade tillsammans 55,8% (79%) av de totalt 70,7 miljarder kronorna under förvaltning 2023. En förklaring till den höga andelen är den generellt sett lägre riskprofilen hos de underliggande bolagen som buyoutfonder investerar i. Detta speglar fondens strategiska inriktning, aktiva förvaltningsarbete mot uppsatta mål och lagkrav att generera en långsiktigt hög avkastning med en tillfredställande riskspridning.



Figur 75: Sjätte AP-fondens totala fondkapital, 1996–2023

Sjätte AP-fondens geografiska tillgångsallokering (se Figur 76 nedan) har utvecklats nämnvärt mellan 2014–2023. Andelen kapital i företag med svensk hemvist minskat från 65% år 2014 till 12% 2023<sup>28</sup>. Detta innebär att en mycket stor del av portföljen idag måste valutasäkras.



Figur 76: Sjätte AP-fondens geografiska utveckling, 2014–2023

<sup>28</sup> Notera att även om den relativa andelen i Sverige har minskat (Figur 76) så har den, räknat i absoluta tal, ökat under den korreponderade perioden

### 8.3.4. Förvaltningskostnader

Sjätte AP-fondens investeringsfilosofi bygger på att välja ut högkvalitativa förvaltarteam med bevisad förmåga att över tid skapa långsiktigt värde i sina investeringar samt selektivt investera i co-investeringar. Förvaltarteamen arbetar aktivt med att driva och utveckla de bolag de investerar i vilket är resurskrävande och inte bör jämföras med en förvaltning av noterade aktier. Fonden har interna kostnadsposter, vilka uppkommer genom den interna verksamheten, löner och administration. Majoriteten av kostnaderna i förhållande till förvaltad kapital är externa kostnader, vilket utgörs av kostnaderna för att externa kapitalförvaltare investerar fondens kapital (primärt så kallade management fees). Utöver detta finns även en tredje kostnadspost, som utgörs av övriga driftkostnader för de externa fonderna (benämns som Andra externa kostnader i Figur 77 nedan). Detta kan exempelvis innefatta kostnader för kreditlinjer, kostnader för att starta upp en fond och kostnader associerade till avbrutna affärer.



Figur 77: Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader, 2012-2023

De totala förvaltningskostnaderna i förhållande till fondens kapital har under senaste 10-årsperioden varit jämnt. De interna förvaltningskostnaderna har i absoluta termer inte förändrats nämnvärt i takt med att fonden förvaltar mer kapital, vilket indikerar en skalbar förvaltningsmodell. Interna kostnader sett som procent av förvaltad kapital har påvisat en nedåtgående trend sedan 2012. De externa kostnaderna har emellertid ökat, vilket är i linje med att kostnaden för extern förvaltning förhåller sig till mängden förvaltad kapital.

## 8.4 Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023

### 8.4.5. Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Hållbarhetsarbetet på Sjätte AP-fonden tar sin utgångspunkt dels i att skydda och skapa värde i portföljen, dels en strävan att leva upp till de externa krav och förväntningar som finns på fondens arbete inom hållbarhet. I det onoterade tillgångsslaget finns hållbarhetsrelaterade risker vilka är särskilt viktiga att hantera givet riskkapitalinvesteringars (eng: private equity) långsiktiga och illikvida

karaktär. En investering kan inte avyttras enkelt och det koncentrerade ägandet gör att ägarkollektivet får stort fokus vid eventuella negativa hållbarhetsrelaterade händelser. Hållbarhetsfaktorer kan påverka såväl marknadsrisker som kommersiella risker. Vidare tillkommer operationella risker och varumärkesrisker i bolag såväl som hos förvaltare. Mot denna bakgrund har Sjätte AP-fonden utvecklat en ansats för ansvarsfulla investeringar genom integrering av hållbarhet sedan ungefär 10 år. Under senare år har externa krav på hållbarhetsfokus intensifieras, delvis på grund av ett ökat hållbarhetstänk bland fondens intressenter, men primärt på grund av ändringen i Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Den innebär att fonden, precis som de övriga buffertfonderna, omfattas av kravet om föredömlig förvaltning. Fondens tolkning av kravet om föredömlig förvaltning omfattar dels avsikten att skydda och skapa värde genom integrering av hållbarhet, dels en strävan att leva upp till de externa krav och förväntningar som finns på fondens arbete inom hållbarhet. Med avstamp i den tolkningen är strävan att ta ett helhetsomfattande grepp i hållbarhetsfrågor, vilket inbegriper alla delar av ESG och det är en årlig väsentlighetsanalys som ger vägledning till organisationen kring vilka områden som kräver särskilt fokus. Investeringsorganisationen ansvarar för att integrera hållbarhet i det operativa arbetet med att utvärdera och följa upp investeringar. Hållbarhetsfunktionen stödjer investeringsverksamheten i integreringen av hållbarhet med exempelvis sakkompetens, samt utveckling av metoder och verktyg.

Fondens begränsning till onoterade tillgångar, och dess strategi med enbart indirekta investeringar i riskkapitalfonder och co-investeringar, kombinerat med den illikvida naturen av PE investeringar, gör att stor vikt läggs vid granskningsarbetet inför eventuella investeringar. Således samarbetar hållbarhetsteamet mycket tätt med investeringsorganisationen.

Sjätte AP-fondens praktiska hållbarhetsarbete utgår ifrån två ledstjärnor; i) en strävan efter att integrera hållbarhetsfrågor i utvärderings- och uppföljningsprocesserna kopplat till investeringsarbetet samt ii) att i största möjliga mån sträva efter transparens i ESG-arbetet och däri uppmuntra ökad transparens hos förvaltarna. En viktig del i arbetet är att systematiskt dela relevant hållbarhetsinformation och information kring sina interna processer och riktlinjer. Därtill har fonden, genom intressentdialog och väsentlighetsanalys, formulerat tre fokusområden för hållbarhet som fonden arbetar aktivt med tvärs hela portföljen och tillgångsslag. De tre fokusområdena, *klimat, jämställdhet och mångfald* och *mänskliga rättigheter*, är alla föremål för riktade hållbarhetsinitiativ och hanteras primärt utifrån ett riskkapitalperspektiv. Exempelvis arbetar fonden inom ramen för sitt jämställdhetsarbete med sådana frågor inom riskkapitalbranschen.

De två huvudområdena, tillsammans med fondens tre hållbarhetsinriktade fokusområden, utgör vidare grunden för fondens formulerade målsättningar inom området (se *Mål och måluppföljning* nedan för mer detaljerad information kring detta). Som organisatoriska verktyg för att uppnå progression mot sina mål, arbetar fonden aktivt med olika typer av styrningsverktyg, främst olika typer av aktivitetsbaserade riktlinjer och policier. Specifikt arbetas aktivt med styrdokument såsom *Policy för ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande* och processer för integrering av hållbarhet i investeringsfas och ägandefas, genom kravställning, utvärdering, uppföljning och dialog (detta görs exempelvis genom ESG-DD och en årlig ESG-utvärdering). Styrelsen behandlar också hållbarhet som en stående agendapunkt på alla möten och agerar därmed som den primära ansvarsutkrävande instansen för arbetet. Slutligen arbetar fonden också med delning och samarbete, genom kontinuerlig uppföljning och återkoppling samt engagemang med andra AP-fonder, investerare och branschorganisationer.

#### 8.4.6. Aktiviteter under 2023

Året har präglats av en fortsatt utveckling av hållbarhetsarbetet inom ramen för fondens helhetsomfattande hållbarhetstänk. Under 2022 gjordes en omfattande genomlysning av fondens

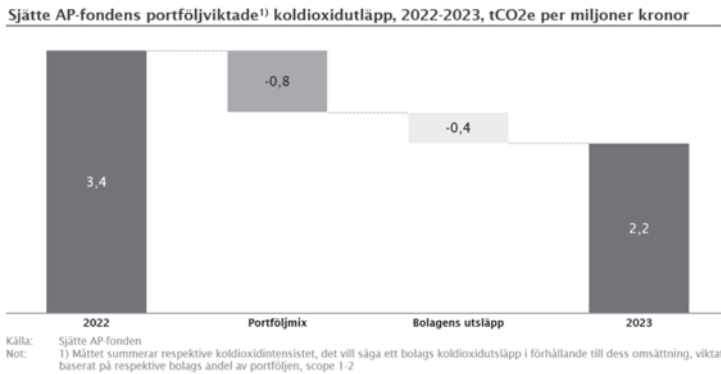
policy kring värdegrund och uppförandekod (eng: code of conduct), denna har övergått i en implementeringsfas under 2023. I tillägg har fonden breddat sin väsentlighetsanalys i enighet med principen om dubbel väsentlighet, och inkluderar därmed en tydligare skillnad mellan utgående- och finansiell påverkan, detta även med hänseende till Sjätte AP-fondens värdekedja som indirekta investerare. Denna analys ligger i sin tur till grund för en stor del för de olika fokusområdena som inbegrips i fondens hållbarhetsstrategi. Därutöver har det ökade fokuset på hållbarhetsfrågor också tagits till uttryck genom ett breddat och formaliserat samarbete med de övriga AP-fonderna, exempelvis i frågor kring befintliga och kommande regelverk och rapporteringsstandarder för ESG och en uppdatering av fondgemensamma riktlinjer för rapportering av koldioxidutsläpp. Utöver samarbetet med de andra AP-fonderna har Sjätte AP-fonden också varit involverat i andra typer av samarbeten, detta genom en samverkan och medlemskap i olika initiativ, ramverk, samarbeten och organisationer. Exempel på detta innefattar *Principles for Responsible Investment (PRI)*, *VentureESG* och *Initiative Climate International (ICI)*.

Under 2023 fortsatte Sjätte AP-fonden att utveckla sin metodik för att främja respekten för mänskliga rättigheter inom investeringsverksamheten. En ny modell för utvärdering av mänskliga rättigheter skapades, vilket markerar ett ökat fokus på detta område. Modellen, som utformades för att tackla utmaningarna och komplexiteten i mänskliga rättighetsfrågor, togs emot positivt av branschkollegor. I syfte att sprida kunskap och uppmuntra till samverkan, organiserade fonden under året ett rundabordssamtal för representanter för de riskkapitalfonder som sjätte AP-fonden investerar i, där temat mänskliga rättigheter stod i centrum. Syftet var att erbjuda en plattform för utbyte av insikter och erfarenheter och en möjlighet för konstruktiv dialog och kollektivt lärande.

#### 8.4.7. Tematiska investeringar

För Sjätte AP-fonden är integreringen av hållbarhetsprinciper i investeringsverksamheten en kärnkomponent för att säkra en avkastning som står i proportion till risken. Fonden har konsekvent vänt in hållbarhetsfrågor i alla sina investeringsstrategier under de senaste tio åren som en konsekvens av den strategiska omgörningen som implementerades 2012. Genom sin ordinarie investeringsverksamhet har fonden allokerat kapital till fonder som utmärker sig genom ett tydligt fokus på hållbarhet, även om det inte är en uttalad strategisk ambition om att göra sådana riktade investeringar. Oaktat det blir den indirekta effekten och grunden för dessa investeringar att inte bara generera ekonomisk avkastning, utan också en strävan efter att bidra till positiva effekter för samhälle och miljö. I tillägg har Sjätte AP-fonden, under de senaste åren, observerat att det finns ett ökande intresse hos förvaltarna i portföljen för att engagera sig i investeringar som rör specifika hållbarhetsteman.

#### 8.4.8. Koldioxidutsläpp



Figur 78: Sjätte AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2022-2023

Under 2023 minskade den totala mängden koldioxidutsläpp i Sjätte AP-fondens innehav till 63 tusen tCO<sub>2</sub>e, en nedgång från föregående års 101 tusen tCO<sub>2</sub>e. Denna förbättring (motsvarande 37%) reflekteras även i fondens portföljviktade koldioxidintensitet, som är ett mått på hur stor del av fondens investeringar som är knutna till företag med betydande växthusgasutsläpp. Intensiteten sjönk med 1,2 tCO<sub>2</sub>e per miljon kronor i omsättning under året (korresponderar också till en total reduktion med 37%), vilket primärt kan tillskrivas förändringar i sammansättningen av bolag som ingår i avtrycket (-0,8 tCO<sub>2</sub>e/mSEK) men också förändringar i bolagens registrerade utsläpp, som utgjorde -0,4 tCO<sub>2</sub>e/mSEK.

#### 8.4.9. Mål och måluppfyllnad

Sjätte AP-fonden arbetar med en långsiktig ansats gentemot sina målsättningar och måluppfyllnad. Som beskrivet ovan används en aktiv styrningsmodell förankrad i policies och riktlinjer, en integrering i investeringsprocessen samt en kontinuerlig delning av ESG-information och samarbeten med förvaltare och andra tredjepartsorganisationer som de primära organisatoriska verktygen för att uppnå progression gentemot uppsatta hållbarhetsmål. Utvärderingen av dessa målsättningar sker i bred omfattning inom ramen för PE-specifika ramverk, således influeras måluppföljningsprocessen av ett utpräglat branschfokus.

Efter den strategiska genomlysningen av fondens hållbarhetsmål 2021, implementerades ett antal mål som började följas upp under 2022 och framåt. Flera av dessa ändringar innefattade tidsbestämda gränsvärden på kort, medel- och långfristig sikt. Alla mål är definierade gentemot kvantitativa måttetal, 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 79 och 80 nedan.

## Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (I/II)

**AP6**

● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Mål	Målsättning	Hållbarhetsmål		Resultat		
		Mätetal	2020	2021	2022	2023
ESG-integrering						
1	Positiv trend i årlig ESG-utvärdering i förändring av betygsättning bland förvaltare	Förändring av betygsättning bland förvaltare	-2% i hela portföljen och +2% i befintliga innehav	+4% i hela portföljen och +3% i befintliga innehav	+2% i hela portföljen och +1% i befintliga innehav	+1% i hela portföljen och +3% i befintliga innehav (med ett totalt resultat om 85%)
2	Förvaltare motsvarande 100% av investerat kapital ska ha en ESG-policy/policy för ansvarsfulla investeringar	Andel av investerat kapital	100%	100%	100%	100%
3	Första decilgruppen i PRI:s årliga utvärdering	Betyg i PRI:s utvärdering	A+	Policy: 89/100 Indirekta PE invest.: 76/100 Direkt PE invest.: 51/100	Inget betyg erhöles 2022 (Rapportering utgjck)	Policy: 5/5 Indirekta PE invest.: 4/5 Förstörande-skapande åtgärder: 4/5
4	100 % av signifikanta minoritetsinvestering ar ska ha en handlingsplan för hållbarhet	Andel innehav	n/a	n/a	100%	100%
Transparens						
5	Förvaltare motsvarande 100% av investerat kapital ska hållbarhetsrapportera enligt relevant ramverk (t. ex., GRI eller PRI) till 2025	Andel av investerat kapital	75% <sup>1)</sup>	71% <sup>1)</sup>	78%	84%
6	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	n/a	63%	75%

Källa: Sjätte AP-fonden  
Not: 1) Målsättningen var annorlunda formulerad för 2020 och 2021, därför är resultaten för 2022 och 2023 inte helt jämförbara mot tidigare år

Figur 79: Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad (I/II)

## Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (II/II)



● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Hållbarhetsmål		Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
Klimat						
7	Förvaltare motsvarande 65% av investerat kapital har satt eller förbundit sig att sätta klimatmål i linje med Parisavtalet till 2025	Andel av investerat kapital	n/a	n/a	47%	59%
	2040: 100%					
8	Innehav motsvarande 65% av förvaltad kapital ska redovisa växthusgasutsläpp till 2025 (2030: 100%)	Andel av investerat kapital	n/a	n/a	52%	70%
Jämställdhet och mångfald						
9	Jämställd fördelning mellan kvinnor och män i förvaltarens partnergrupp och investeringsteam <sup>1)</sup>	Andel av den underrepresenterade gruppen	Invest.team: 25%	Invest.team: 27%	Invest.team: 27%	Invest.team: 29%
	2025: Invest.team 2030: Partnernivå		Partnernivå: 10%	Partnernivå: 12%	Partnernivå: 14%	Partnernivå: 17%
10	10% ökning mot föregående år av representationen av den underrepresenterade gruppen	Förändring i procent mot fjolår	n/a	Invest.team: 8%	Invest.team: 0%	Invest.team: 7%
				Partnernivå: 20%	Partnernivå: 17%	Partnernivå: 10%
Mänskliga rättigheter						
11	Processmål: Ökad förståelse av nuläge samt ökad kunskap och medvetenhet inom området till 2023	Aktiviteter	n/a	n/a	Initial kartläggning och undersökning av området ägde rum under 2022	Genomförda aktiviteter: kartläggning, utbildning, rundbordsamtal och bransch-samarbete. För 2024 och framåt har AP6 utvecklat en kvantitativ målsättning
	Metod: fortsatt kartläggning, förkovring samt interna och externa dialoger					

Källa: Sjätte AP-fonden

Not: 1) Fördelning i procent och definierat som minst 40% representation av den underrepresenterade gruppen

Figur 80: Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad (II/II)



## 8.5 Slutsatser och bedömningar

### 8.5.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning, måluppfylland och bidrag till pensionssystemet

Sjätte AP-fondens kapitalförvaltning bedöms vara effektivt utformad, detta då avkastningen för fonden i sin helhet över senaste femårsperioden, vilket är den tidsperiod fonden själva utvärderar, har överpresterat jämförelseindexet (15,3% mot 11,4%). Sjätte AP-fondens avkastningsmål ändrades 2021 för att noggrannare reflektera de underliggande investeringarna i portföljen. Avkastningsmålet, som utgörs till 90% av ett index motsvarande utvecklingen av onoterade tillgångar och 10% av ett index som reflekterar målavkastning i likviditetsförvaltningen, avkastade under 2023 -1,9%, medan Sjätte AP-fonden i sin helhet avkastade 3,0%. Under året drevs avkastningen främst av områdena buyout och co-investeringar inom buyout, mycket till följd av att dessa områden utgör en majoritet av det förvaltade kapitalet. Venture/growth-segmentet var det tillgångsslag som under året sjönk mest, vilket vittnar om cyklalitetrisken i segmentet.

Fonden har emellertid inte slagit sitt avkastningsmål över senaste tioårsperioden, men det bör beaktas att avkastningen under denna period i viss omfattning varit ett utfall av investeringar som skedde innan Sjätte AP-fondens omfattande strategiomläggning år 2012. I detta resonemang bör även tas i hänsyn faktumet att nuvarande avkastningsmålet etablerades 2021 och att fondens verksamhet innan detta därmed inte strategiskt förhöll sig till det. Fondens jämförelseindex omräknas även från amerikansk dollar till svensk krona, utan någon valutasäkring, vilket under perioder då svenska kronan försvagas får till synes negativa effekter för Sjätte AP-fondens avkastning jämfört med indexet.

Eftersom Sjätte AP-fonden enligt laglimit begränsas till 10% öppen valutaexponering, den striktaste begränsningen för samtliga buffertfonder, har valutakursförändringar stora implikationer på fondens avkastning, som mäts i svenska kronor. Under 2023 innebar fondens valutasäkringar ett positivt avkastningsbidrag om 0,2 miljarder kronor till följd av svenskan kronans förstärkning under slutet av året. Dock har kravet om valutasäkringar tidigare år haft sämre implikationer; under 2022 uppgick avkastningsbidraget av valutasäkringar till -5,9 miljarder kronor efter att svenska kronan föll kraftigt mot flera internationella valutor. Det har under tidigare utvärderingar diskuterats huruvida kravet om valutasäkringar bör slopas då det kan anses begränsande, eftersom AP-fondernas långa investeringshorisonter kommer omfatta flertalet valutakurscykler, och i synnerhet för Sjätte AP-fonden, som på grund av kravet om valutasäkringar behöver en gedigen likviditetshandling för att kunna garantera framtida åtaganden. Arkwright rekommenderar att diskussionen vidare bör föras huruvida det stränga kravet på valutasäkring bör förändras, samt vilka implikationer detta kan få för Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning och måluppfyllnad.

### 8.5.2 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.

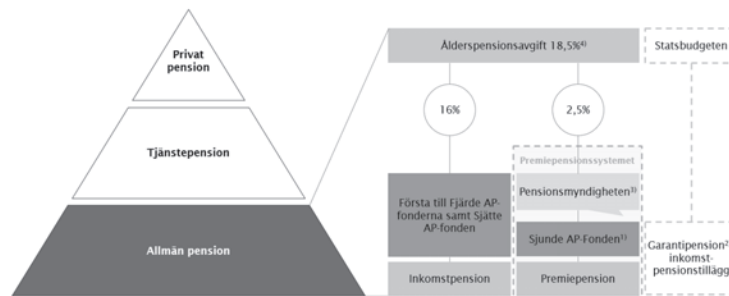
## 9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden

I följande avsnitt återfinns den grundläggande utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2023. Denna utvärdering beskriver och analyserar organisationen, investeringsfilosofin, avkastningen, allokeringen i fonden, illikvida tillgångar, externt förvaltade tillgångar, förvaltningskostnader och nyckelhändelser under det gångna året.

### 9.1 Sjunde AP-fondens organisation och förvaltning under 2023

Sjunde AP-fonden är förvalet inom premiepensionen och är den AP-fond, till skillnad från Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna, som inte är en del av inkomstpensionssystemet. Fonden ska enligt lag "... 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 målet i andra stycket." samt att medlen ska "placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås vid den valda risknivån.". Syftet med premiepensionen är att ge den enskilde spararen möjligheten att allokera en andel av sitt pensionssparande i den eller de fonder på fondtorget<sup>29</sup> som spararen själv föredrar. Eftersom olika individer har olika önskemål, riskprofiler och ekonomiska ramar behöver det finnas en flexibilitet i pensionssystemet, där individer kan placera delar av sitt pensionskapital utifrån sina egna förutsättningar, vilket premiepensionen tillgodoser. Samtidigt ska det finnas en premiepensionslösning som passar majoriteten av pensions sparare, som inte gör ett aktivt val – denna roll tillskrivs Sjunde AP-fonden. Fondens huvudsakliga produkt, AP7 Såfa, är förvalsalternativet i premiepensionssystemet, och är därmed den fond den enskilde spararens kapital hamnar i om denne inte vill eller kan aktivt välja en fond på premiepensionens fondtorget.

#### Översikt av pensionssystemet



Källa: Försäkringskassan  
Not:  
1) Ett alternativ till Sjunde AP-fonden är att använda sig av ett privat fondbolag  
2) Garantipension för de med låg eller ingen inkomst som finansieras ur skattesystemet  
3) I januari 2020 togs premiepensionsmyndighetens uppgifter över av Pensionsmyndigheten  
4) 18,5% av den pensionsgrundande inkomsten, vilket i sin tur utgörs av 93% av lön. Därtill finns ett tak på intjänade pensionsrätter på 8,07 100 på pensionsgrundande inkomsten, eller 7,5 100 på lön

Figur 81: Översikt av pensionssystemet

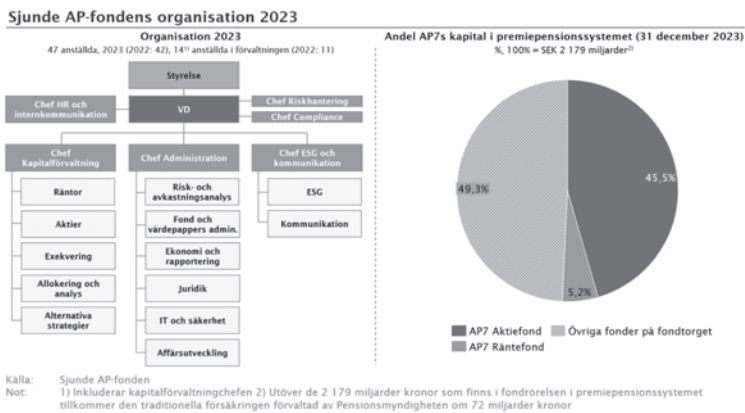
Sjunde AP-fonden består av två fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Utöver dessa fonder finns fyra ytterligare alternativ som består av olika kombinationer av dessa två fonder. Den huvudsakliga produkten är AP7 Såfa som är förvalsalternativet inom premiepensionen och en så kallad

<sup>29</sup> Marknadsplats där individer kan välja bland ett stort antal fonder för att placera en del av sin premiepension, med målet att påverka pensionens storlek genom olika investeringsval, benämns av Pensionsmyndigheten som fondrörelsen. I utvärderingen används dessa begrepp omväxlande

generationsfond, som automatiskt avtrappas utifrån spararens ålder. Den består till 100% av AP7 Aktiefond fram tills det år då spararen fyller 55, för att sedan automatiskt avtrappas så att AP7 Aktiefond utgör 33% och AP7 Räntefond 67% då spararen fyller 75 år.

I sin aktiefond kan Sjunde AP-fonden tillämpa en hävstång för globala aktier, vilket innebär att värdeutvecklingen förstärks jämfört med det underliggande värdepappret eller marknaden. Detta görs med syftet att dels öka avkastningen, dels för att skapa exponering mot önskade tillgångsdrag och för att hantera portföljens risker. Hävstången uppnås genom derivatinstrument, som utökar placeringsutrymmet. För närvarande uppgår hävstången till 15%. Detta innebär att om underliggande marknaden avkastar 10%, kommer Sjunde AP-fondens aktiefond avkastade 11,5%, minus räntekostnaden i derivatet som används för att uppnå hävstången.

Sjunde AP-fondens organisation består av 46 personer, varav 14<sup>30</sup> inom kapitalförvaltningen. Totalt förvaltades 1 106 miljarder kronor vid utgången av 2023 (992 miljarder kronor i AP7 Aktiefond och knappt 114 miljarder i AP7 Räntefond). I premiepensionssystemet, inkluderat fonderna på fondtorget och det förvaltade kapitalet inom Sjunde AP-fondens aktie- och räntefond, bestod vid årets utgång av totala fondmedel värda 2 179 miljarder kronor.



Figur 82: Sjunde AP-fondens organisation 2023

2023 har för Sjunde AP-fonden inneburit ett fortsatt volatilt makroekonomiskt marknadsklimat mot bakgrund av inflationsutvecklingen och centralbankernas agerande i spåren av denna, som under året satte igång stora tillfälliga svängningar på kapitalmarknaderna. Givet Sjunde AP-fondens diversifierade aktieportfölj och därigenom breda exponering mot underliggande globala aktieindex har detta inneburit upphov till att noga analysera förutsättningarna för fondens förvaltning. Oktat denna sporadiska marknadsoro noterades en lägre recessionsoro än befarat och de globala aktiemarknaderna steg överlag, samtidigt som inflationstakten sjönk efter kontinuerliga mitigeringsåtgärder från världens centralbanker, med amerikanska Fed och europeiska ECB i spetsen. Dessutom har fonden under året börjat navigera i ett nytt regulatoriskt landskap där lagändringar,

<sup>30</sup> 13 anställda inom kapitalförvaltningsorganisationen och 14 inkluderat kapitalförvaltningschefen

innefattande ett ändrat mandat, har inneburit nya förhållnings- och arbetssätt gentemot exempelvis ägarstyrning, förvaltning av alternativa tillgångar och hållbarhetsintegration. Inom ramen för fondens förvaltnings- och investeringsverksamhet har detta inneburit en intensifiering av omställningsportföljen och ökade investeringar i gröna obligationer.

Avkastningen under 2023 uppgick till 19,9% efter kostnader för AP7 aktiefond, vilket reflekterar utvecklingen på globala marknader då stora delar av världens aktiemarknader upplevde en stark återhämtning under slutet av 2023. Inflationsutvecklingen och den avtagande ränteorn resulterade även i en uppgång för obligationsmarknaden, vilket drev avkastningen i AP7 Räntefond, som för 2023 noterade en avkastning på 5,3%. Den generationsbaserade och kapitalviktade fonden, AP7 Såfa, avkastade under året 18,4%.

#### *Investeringsfilosofi*

Sjunde AP-fondens mål utgår från att ett kontinuerligt sparande i AP7 Såfa under hela arbetslivet ska ge en långsiktig överavkastning i förhållande till inkomstpensionen på minst två procentenheter per år. Fondens investeringsfilosofi utgår från de två primära källorna till avkastning: systematisk exponering mot riskpremier och aktiv förvaltning. Över tid ska dessa komponenter vara vägledande för att skapa en långsiktigt hög och hållbar avkastning som garanterar en god pension för framtida generationer.

Investeringsfilosofin kan delas in i fem olika kategorier om totalt åtta övertygelser.

#### **Rishtagande:**

1. Val av risknivå bör ske utifrån helhetsperspektiv och generationstänkande
2. Hög avkastning kräver rishtagande

#### **Riskspridning:**

3. Diversifiering minskar effekten av negativa händelser och ger högre riskjusterad avkastning, till gagn för spararna

#### **Riskhantering och strategisk positionering:**

4. Aktiv förvaltning och dynamisk allokering kan öka det riskjusterade värdet för spararen
5. Priset på risk varierar över tid på världens kapitalmarknader

#### **Kostnadseffektivitet:**

6. Kostnader spelar roll och är en viktig faktor för långsiktigt bra resultat för spararen

#### **Ägarstyrning och hållbarhet:**

7. Genom att vara en aktiv universell ägare tillvaratar Sjunde AP-fonden både nuvarande och framtida sparares finansiella intressen
8. Investeringar i lösningar på klimatproblem kan ge en god avkastning och samtidigt bidra till en mer hållbar utveckling

## 9.2. Förändring av målsättningar, strategier under 2023

Den 1 januari 2023 trädde en lagändring i kraft, vilken medförde att Sjunde AP-fonden i högre utsträckning fick likartat regelverk som övriga AP-fonder. Som del av detta fick fonden mandat att investera upp till 20 procent (tidigare 10 procent) av det förvaltade kapitalet i illikvida tillgångar samt uppdraget att investera ansvarsfullt tydliggjorts i lagen, med mer omfattande krav på hur investeringsbesluten fattas och följs upp.

Sjunde AP-fondens verksamhet genomförde inga väsentliga förändringar under 2023, inte heller reviderades fondens långsiktiga avkastningsmål om en tvåprocentig överavkastning (beskrivs mer under avsnitt 9.3 nedan). Fonden har hur som helst under 2023 fastslagit nya strategiska målsättningar som i sin tur är förankrade i den av styrelsen fastslagna verksamhetsplanen. Dessa målsättningar är

alla formulerade utifrån fyra strategiska huvudmål; alla inom områden som i dagsläget bedöms vara i behov av utveckling. Dessa delas in i olika underbyggande målsättningar, uppdelat på delmål (till 2024) och slutmål (till 2027). Huvudmålen, som ligger till grund för verksamhet kommande år, är formulerade av fondens styrelse enligt nedan:

1. Ett värdeskapande med tydligt sparfokus
2. En förvaltning som integrerar hållbarhet fullt ut
3. En professionell förvaltare av alternativa tillgångar
4. En arbetsplats präglad av en stark samarbetskultur

Med utgångspunkt i dessa reviderade målsättningar och inom ramen för verksamhetsplanen, är de viktigaste prioriteringsområdena framåt att utveckla fondens investeringsprocess (med fokus på alternativa tillgångar), stötta en omfattande system- och IT renovering och att utveckla investerings- och förvaltningsverksamheten inom räntefonden.

### 9.3. Sjunde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2023

#### 9.3.1. Avkastning och målpuppfyllnad

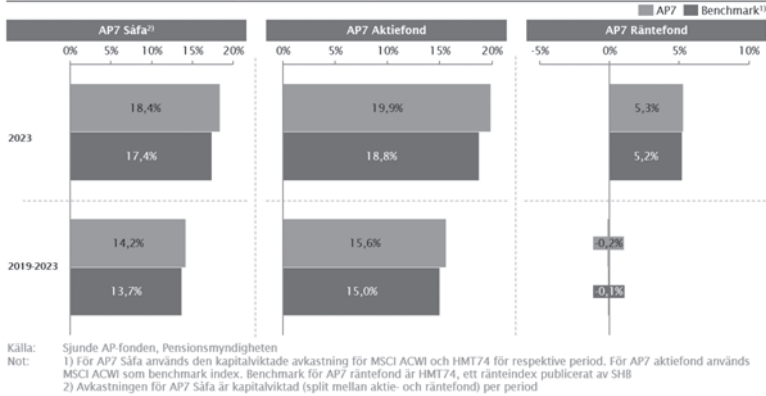
Sjunde AP-fondens avkastningsmål och uppdrag skiljer sig från de övriga AP-fonderna, i egenskap av uppdraget som förval i premiepensionen. Styrelsens fastställda mål utifrån detta är att uppnå en överavkastning om 2 procentenheter över inkomstpensionen, som likställs med inkomstindex, alltså hur mycket svenska löner årligen genomsnittligen stiger. Det är också pensionsmyndighetens inkomstindex som ligger till grunden för eventuella uppräknningar av inkomstpensionen. Sedan år 2000 har detta inneburit en årlig målavkastning om 5,2%, där 3,2% utgörs av genomsnittligt årlig inkomstindexering. Under 2023 uppgick Sjunde AP-fondens totalavkastning till 18,4% (för AP7 Såfa<sup>31</sup>), alltså betydligt högre än det långsiktiga avkastningsmålet.

Det statliga förvalsalternativet AP7 Såfa består av två underliggande fonder, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Respektive fond har ett eget jämförelseindex att utvärderas mot. AP7 Aktiefond jämförs med det globala aktieindexet MSCI ACWI (SEK), vars utveckling omräknas till svenska kronor. AP7 Räntefond använder HMT74 som jämförelse, vilket är ett ränteindex framtaget och tillhandahållet av Handelsbanken, och utgörs av svenska statsobligationer och säkerställda obligationer med en genomsnittlig duration på tre år.

---

<sup>31</sup> Avkastningen för AP7 Såfa är kapitalviktad (enligt kapitalfördelning mellan aktie- och räntefond) per 31 december 2023

Sjunde AP-fonden, avkastning och målsättning 2019-2023



Figur 83: Sjunde AP-fondens avkastning och målsättning, 2019–2023

Under 2023 överpresterade både aktie- och räntefonden sina respektive jämförelseindex (se Figur 83 ovan). Aktiefonden noterade en avkastning på 19,9%, där överavkastningen framför allt förklaras av Sjunde AP-fondens hävstång mot aktiemarknaden, som innebär att värdeutvecklingen förstärks i jämförelse med den underliggande marknaden. Eftersom den globala aktiemarknaden under 2023 ökade i värde, innebär det att fondens motsvarande innehav också ökade i värde, men med en faktor om 1,15 i förhållande till den underliggande marknaden, samt med avdrag för räntekostnaden i derivaten. Aktiefonden placerar i linje med världsindex och här var det framförallt amerikanska teknikaktier, exempelvis de som ingår i de så kallade *Magnificent Seven*<sup>32</sup>, som drev avkastningen. Vid utgången av 2023 utgjorde de fem största innehaven i Sjunde AP-fondens portfölj av innehav inom *Magnificent Seven* (totalt utgjorde de fem största innehaven 13%<sup>33</sup> av totalt förvaltat kapital inom AP7 Aktiefond). Jämfört med den senaste femårsperioden är årets avkastning drygt fyra procentenheter högre än genomsnittet som även det slår sitt index med 0,6 procentenheter.

I AP7 Räntefond uppgick avkastningen för 2023 till 5,3%, 0,1 procentenheter högre än jämförelseindex. Denna avkastning, som är betydligt högre än det femåriga genomsnittet på -0,2%, drevs delvis av att fonden sålde statspapper i början av året när Riksbanken hade tillkännagjort att de skulle öka sin kvantitativa åtstramning genom att sälja långa obligationer. Under hösten hade fonden igen en något längre duration, något som i kombination med fallande räntor, ledde till en hög avkastning jämfört med tidigare år. Sammantaget har detta, när respektive fonds avkastnings viktas mot det förvaltade kapitalet inom AP7 Söfa, resulterat i en aggregerad och kapitalviktad avkastning på 18,4% för 2023 (1,0 procentenheter över index) och 14,2% i genomsnitt senaste fem åren – båda dessa noteringar överträffar AP7 Söfas formulerade avkastningsmål.

9.3.2. Jämförelse mellan Sjunde AP-fonden och fonderna på fondtorget

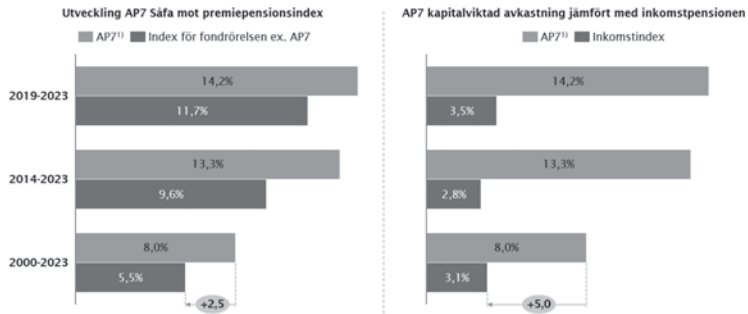
Det finns ett värde i att jämföra den långsiktiga avkastningen hos förvaltet AP7 Söfa med fonder på premiepensionens fondtorget, som spararna själva kan välja. Sjunde AP-fonden jämför sig och har under

<sup>32</sup> 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

<sup>33</sup> Apple (4%), Microsoft (4%), Alphabet (2%), Amazon (2%), Nvidia (2%)

många år haft "privata fonder"<sup>34</sup> på fondtorget som benchmark och löpande redovisat detta gentemot spararna. Utvecklingen över tid illustreras i Figur 84 nedan. Det bör emellertid understrykas att en sådan jämförelse, av flera skäl, ger en missvisande bild av Sjunde AP-fondens prestation i relation till de övriga fonderna på fondtorget. För en utvidgad bedömning och diskussion kring detta, se avsnitt 9.5.2.

**Utveckling för Sjunde AP-fonden mot index, 2000-2023, årlig avkastning, procent**



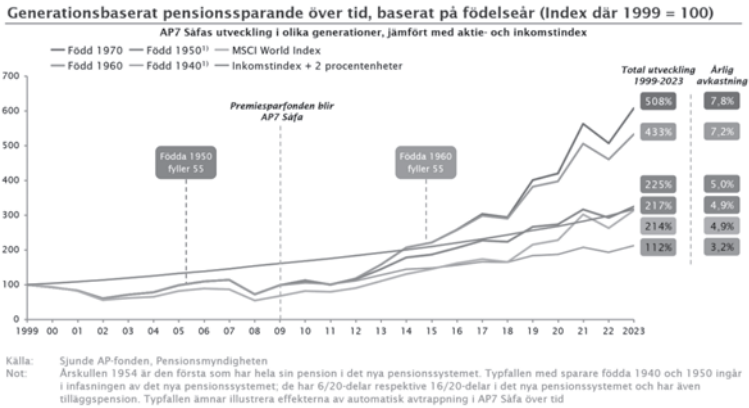
Källa: Sjunde AP-fonden, Pensionsmyndigheten  
 Not: 1) Fram till och med 2010-04-21 är beräkningen gjord för Premiesparfonden, därefter är beräkningen gjord för AP7 Såfa

Figur 84: Utveckling för Sjunde AP-fonden mot index 2000-2023

9.3.3. Generationsfundsmodellen i AP7 Såfa

När Sjunde AP-fonden analyserar avkastningen, används den kapitalviktade avkastningen för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Detta kan ses som att det ska representera en genomsnittssparares utveckling, men den faktiska avkastningen för enskilda sparare och pensionärer avviker från detta mått eftersom fördelningen mellan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond skiljer sig för de enskilda individerna baserat på deras ålder. Av detta skäl kan det anses missvisande att mäta den kapitalviktade utvecklingen, eftersom avkastningen kan skilja sig betydande mellan sparare. Att fördelningen är dynamisk baserat på spararens ålder innebär också att hela kapitalallokeringen för Sjunde AP-fonden förändras i takt med de demografiska förändringarna i landets befolkning. Det finns därmed svårigheter med att med detta mått följa upp Sjunde AP-fondens mål om att ett kontinuerligt sparande i AP7 Såfa under hela arbetslivet ska ge en långsiktig överavkastning i förhållande till inkomstpensionen.

<sup>34</sup> Privata fondförvaltare som ingår i premiepensionssystemet och därmed kan väljas av den enskilde spararen på fondtorget



Figur 85: Generationsbaserat pensionssparande över tid, baserat på födelseår

I grafen ovan (Figur 85) illustreras den ackumulerade avkastningen av Sjunde AP-fondens förvalsalternativ för fiktiva typpersoner baserat på födelseår. Eftersom den automatiska avtrappningen, som allokerar större andel av kapitalet till AP7 Räntefond, börjar inträffa vid 55 års ålder, har de äldre typpersonerna en högre andel av sin AP7 Såfa i AP7 Räntefond än vad de yngre typpersonerna har. Mellan 2009–2023 avkastade AP7 Räntefond genomsnittligen 0,8% per år, medan AP7 Aktiefond avkastade 13,9% per år. På grund av detta har de äldre typpersonerna en betydligt lägre avkastning, sedan 2009 då AP7 Såfa infördes, vilket därmed leder till en betydande kostnad i termer av lägre pension. Typfallen baseras på verkliga avkastningstal från AP7. Eftersom räntefonder förväntas ha en lägre avkastning, innebär detta att totalavkastningen för de äldre spararna också är lägre över tid. Detta illustreras även i grafen ovan, där sparare födda 1940<sup>35</sup> sedan 1999 haft en avkastning lägre än Sjunde AP-fondens avkastningsmål om två procentenheter över inkomstindex.

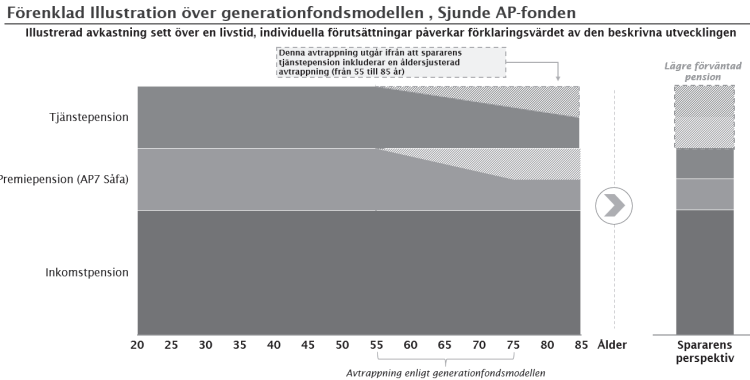
Premiepensionen är en del av den totala pension som respektive pensionär får utbetald, där inkomstpensionen, samt avtals- och tjänstepensionen utgör viktiga delar av den utbetalda pensionen<sup>36</sup>. Sjunde AP-fondens automatiska och regelstyrda avtrappning i AP7 Såfa utifrån spararens ålder kan därför anses vara suboptimal, i synnerhet med tanke på att avtrappningen startar redan vid 55 års ålder. Då avtrappningen inte tar hänsyn till övriga pensionskällor, kan den innebära en ökad risk för lägre pension.

Resultatet av ökningen av andelen räntefonder har historiskt inneburit en lägre avkastning än möjligt för äldre sparare, vilket framgår exempelvis för personer födda 1940, som haft en genomsnittlig årlig avkastning på 3,4%, att jämföra med 7,8% för personer födda 1970 (Figur 85).

<sup>35</sup> Personer födda 1940 ingår i infasningen av det nya pensionssystemet; de har 6/20-delar i det nya pensionssystemet och har även tilläggspension

<sup>36</sup> Pensionsmyndigheten (2024)





Källa: Sjunde AP-fonden, Arkwright analys

Figur 86: Förenklad illustration över generationsfundsmodellen, Sjunde AP-fonden

Som ett ytterligare perspektiv i diskussionen kring generationsfundsmodellen kan avtrappningen som sker allteftersom den enskilde spararen blir äldre betraktas utifrån ett illustrativt och förenklat exempel (illustreras i Figur 86 ovan). I exemplet sätts den enskilde spararens ålder i relation till den avtrappning som sker allteftersom fördelningen av de underliggande fonderna automatiskt ändras (Figur 85). Som det framgår av den illustrerade utvecklingen kan ett resonemang föras kring att avtrappningen och förflyttningen till en mer lågavkastande, om än säkrare, fondsammansättning som i slutändan leder till en lägre förväntad pension och därmed minskad nytta för den enskilda pensionären<sup>37</sup>. Vidare kan det noteras att om en individ därtill har en avtals- eller tjänstepension som också är av en avtrappande modell (vilket är vanligt avseende entré- och förvalsfonder inom avtalspensionsområdet), blir denna effekt dubbel och pensionären i fråga kan således sägas "gå miste" om pension.

### 9.3.4. Avkastning per tillgångsslag

I detta avsnitt redovisas Sjunde AP-fondens avkastning per tillgångsslag. Avkastningsbidragen för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond redovisas separat, då de är två olika fonder.

Under 2023 drevs avkastningen, som totalt uppgick till 19,9%, i AP7 Aktiefond främst av fondens globala exponering med fondens hävstång, det vill säga fondens innehav i noterade aktier runt om i världen. Värt att påpeka är att Sjunde AP-fondens aktieportfölj inte har någon "home-bias"<sup>38</sup>, utan är helt globalt och kapitalviktat diversifierad – detta alltså utan att ha, utifrån ett globalt index-perspektiv, en oproportionerlig exponering mot noterade svenska aktier. I linje med fondens globala aktieindex har Sjunde AP-fonden, i sin noterade aktieportfölj, en tung exponering mot amerikanska aktier (62%), vilket står för omkring 70% av världsindex (MSCI ACWI). Denna exponering är sin tur koncentrerad till

<sup>37</sup> Det bör understrykas att illustrationen i Figur 86 är en stor förenkling och att individuella situationer och förutsättningar med avseende på bland annat inkomst, ålder och pensionsval kan påverka resonemanget och den övergripande poängen med illustrationen.

<sup>38</sup> Tendensen hos investerare att övervägande investera i aktier eller andra finansiella tillgångar från deras eget land, trots de potentiella fördelarna med att diversifiera sina investeringar globalt. Detta fenomen kan leda till en koncentrerad risk och begränsade investeringsmöjligheter

teknikbolagen<sup>39</sup>, vilket har gynnat aktiefonden under året. Noterbart är också att samtliga tillgångsslag i AP7 Aktiefond under året bidrog positivt till den totala avkastningen.



Källa: Sjunde AP-fonden

Not: 1) Illikvida tillgångar, så som de presenteras här, är Sjunde AP-fondens egna definition och innehåller onoterade aktier (eng: private equity) och fastigheter  
2) Alternativa strategier inkluderar gröna aktiemandat

Figur 87: AP7 Aktiefond, avkastningsbidrag 2023

Under 2023 drevs avkastningen i AP7 Räntefond främst av att fonden sålde statspapper i början av året när Riksbanken hade tillkännagjort att de skulle öka sin kvantitativa åtstramning genom att sälja långa obligationer. Då räntan föll under hösten, kombinerat med att fonden hade en något längre duration vid tidpunkten<sup>40</sup>, ledde detta till en hög avkastning som i slutet på året uppgick till 5,3%, 0,1 procentenhet över jämförelseindex.

### 9.3.5. Portföljallokering och tillgångsslag

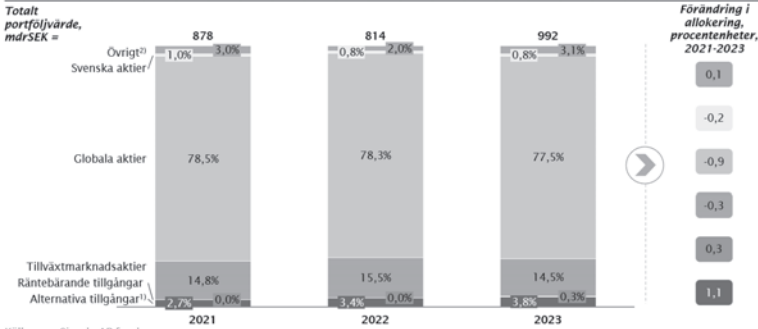
Tillgångsslagen i Sjunde AP-fonden består dels av AP7 Aktiefond, som investerar globalt i aktier, dels av AP7 Räntefond, som investerar i svenska obligationer och andra räntebärande värdepapper.

<sup>39</sup> Sjunde AP-fondens 5 största innehav utgör 13% av fondens totala kapital och utgjordes, vid årets slut, av Apple (4%),

Microsoft (4%), Alphabet (2%), Amazon (2%) och Nvidia (2%) – alla med i de så kallade *Magnificent Seven*

<sup>40</sup> Räntefonden består av obligationer emitterade i svenska kronor med låg kreditrisk och med en medellång löptid, så kallad duration, på cirka 2,8 år

**Sjunde AP-fondens portföljallokering, AP7 Aktiefond, 2021-2023**



Källa: Sjunde AP-fonden

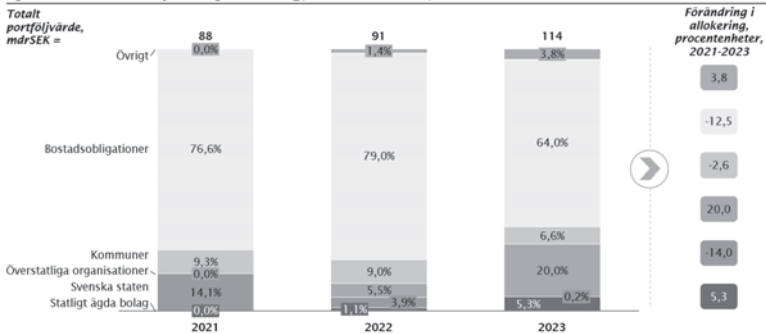
Not: 1) Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i fastigheter och onoterade aktier (eng: private equity). Alternativa tillgångar, så som de definieras i fondens investeringsarbete, överlappar till stor del - men inte helt - med definitionen av likvida tillgångar.

2) Övrigt utgörs till 2,8% av kassa (likvida medel) samt 0,3% av upparbetat resultat på hävstångspositioner

Figur 88: AP7 Aktiefond portföljallokering, 2021-2023

Över den senaste treårsperioden har aktiefondens tillgångsallokering, i stora drag, varit oförändrad. Den absoluta majoriteten av det totala fondkapitalet är allokert till globala aktier, följt av tillväxtmarknadsaktier. I samband med lagändringarna som trädde i kraft 2023, har Sjunde AP-fonden, jämfört med 2021 års nivåer, ökat sin exponering inom alternativa tillgångar från 2,7% till 3,8% av totalt förvaltade tillgångar, detta genom att marginellt dra ned på exponeringen i noterade aktier. I tillägg har komponenten "övrigt", som till stor del består av Sjunde AP-fondens kassa (likviditet) samt nettot av fondens hävstångspositioner, legat stadigt på en treprocentig nivå sett över treårsperioden.

**Sjunde AP-fondens portföljallokering, AP7 Räntefond, 2021-2023**



Källa: Sjunde AP-fonden

Figur 89: AP7 Räntefond portföljallokering, 2021-2023

När AP7 räntefond analyseras på ett liknande sätt, ses – jämfört med aktiefonden – något större omallokeringar. Bostadsobligationer utgör fortsatt lejonparten av totalt förvalt kapital, även om den procentuella allokeringen reducerades med 12,5 procentenheter för 2023 års nivåer jämfört med 2021. Därtill har allokeringen till överstatliga organisationer ersatt det innehav som tidigare

klassificerades som svenska staten. Slutligen, en post som tillkommit i tillgångsallokeringen under de senaste tre åren är statligt ägda bolag, denna post utgör per utgången 2023 5,3% av totalt kapital.

#### 9.3.6. Illikvida tillgångar

I slutet av 2022 införde riksdagen nya placeringsregler för Sjunde AP-fonden, vilka trädde i kraft 2023. Tidigare har fonden fått investera högst 10% av sitt förvaltade kapital i illikvida tillgångar och typen av illikvida investeringar har begränsats till riskkapital. Från början av 2023 får Sjunde AP-fonden numera investera högst 20% av sitt förvaltade kapital i illikvida tillgångar och får nu även investera i fler illikvida tillgångsslag, som fastigheter och infrastruktur. Det är av denna anledning som 2023 är första året då fonden har illikvida tillgångar utöver investeringar i riskkapital. För en detaljerad analys av Sjunde AP-fondens illikvida tillgångar, se bilaga *Fördjupad analys av AP-fondernas illikvida investeringar*.

#### 9.3.7. Intern och extern förvaltning

Sjunde AP-fonden förvaltar sitt kapital genom att kombinera både intern och extern förvaltning. Extern förvaltning står för majoriteten av det förvaltade kapitalet, där fonden anlitar ett mindre antal externa förvaltare, för att hantera en stor del av sina investeringar.

Specifikt förvaltas 100% av AP7 Räntefond internt och en betydande del av förvaltningen i AP7 Aktiefond sker externt. Dock finns det områden där förvaltningsstrategin kan betraktas både som intern och extern, beroende på perspektiv. Hävstångsexponeringen, som utgör omkring 15% av fondens exponering, är ett exempel där beslutet om att engagera sig är internt men genomförandet och den exakta sammansättningen av tillgångarna styrs av externa index. Denna exponering sker via derivatinstrument som exempelvis total return swaps, vilket är finansiella kontrakt där fonden inte direkt äger de underliggande tillgångarna utan istället erhåller avkastningen baserad på dessa tillgångars utveckling för ett nominellt belopp samt betalar en ränta på motsvarande belopp.

Förvaltningen av fondens likviditet, cirka 2% av kapitalet, innefattar både nattlig deponering av kassa hos olika motparter och exponering mot indexterminer, därigenom skapas en blandning av interna beslutsprocesser och externa marknadsförhållanden. Valutahanteringen, som är en del av det dagliga administrativa arbetet, samt investeringar i fastigheter och onoterade aktier (eng: private equity), som utgör en mindre del av portföljen (se Figur 88 under *Portföljallokering och tillgångsslag*), illustrerar ytterligare hur fonden navigerar mellan interna strategier och externa partnerskap för att uppnå sina investeringsmål.

#### 9.3.8. Interna och externa förvaltningskostnader

Givet ovan beskrivning av Sjunde AP-fondens förvaltning, som alltså i AP7 Räntefond är 100% internt hanterad och, bortsett från den aktiva förvaltningen med bland annat hävstångsstrategier, externt hanterad inom ramen för AP7 Aktiefond kan kostnadsstrukturen kopplat till förvaltningen bäst bedömas genom att illustrera förvaltningskostnaderna för respektive fond. Denna uppdelning illustreras i Figur 90 nedan.

Förvaltningskostnader som procent av förvaltad kapital, 2014-2023



Figur 90: Förvaltningskostnader som procent av förvaltad kapital i AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, 2014-2023

Sett över de senaste 10 åren har Sjunde AP-fonden uppvisat en trend av minskande förvaltningskostnader, sett som en procentuell andel av det totala förvaltade kapitalet. Extra tydligt är detta inom AP7 Aktiefond som har gått från en kostnadsnivå på 0,12% till 2023 års nivå på 0,05% med en genomsnittlig förvaltningskostnad för tioårsperioden som uppgår till 0,09%. Då majoriteten av förvaltningen inom aktiefonden är skött via extern förvaltning är denna utveckling inte bedömt att härstamma från en kostnadseffektivitet från en internalisering av förvaltnings-och investeringsarbete, utan är snarare tolkat som en konsekvens av stordriftsfördelar där de externa förvaltningsavgifterna, relativt den starka underliggande avkastningen och ökade fondkapitalet, ökat i en långsammare takt och den externa förvaltningen har därmed blivit mer kostnadseffektiv sett till kostnad per förvaltad krona. Sett till AP7 Räntefond som är internt förvaltat i sin helhet, har kostnadsutvecklingen de senaste 10 åren legat på en stabil nivå omkring 0,04% i genomsnitt.

#### 9.4. Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2023

##### 9.4.1. Principer för hållbarhetsarbetet

Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete utgår ifrån det lagstadgade uppdraget om föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande, vilket tillkom genom en lagstadgad ändring som trädde i kraft den 1 januari 2023. Fondens övergripande investeringsfilosofi ämnar därtill, nu på ett än mer explicit och utvidgat sätt, att arbeta med hållbarhetsfrågor som ett helintegrerat perspektiv i organisationen såväl som förvaltningen – detta med det övergripande och långsiktiga syftet att uppnå positiva förändringar för en hållbar utveckling och förbättringar i realekonomin. Styrningen av fondens ESG-arbete tar avstamp i ägarpoliticyn, som revideras och fastställs årligen av styrelsen. Det är sedan VD som ansvarar för att leda det praktiska arbetet med att riktlinjerna efterlevs, implementeras och fortlöper mot uppsatta mål. Vidare är det fondens chef för ESG och kommunikation samt kapitalförvaltningschefen som ansvarar för att arbetet och integrationen genomförs i linje med uppsatta strategier och taktiska planer.

Ett av de mest materiella operationella och vägledande verktygen för fonden är klimathandlingsplanen och intilliggande ESG policies, vilka uppdaterades av VD och ledningsgrupp under 2023. Handlingsplanen, som är mer omfattande än tidigare föregångare, är baserad på vedertagna och välrenommerade hållbarhetsramverk- och principer (exempelvis FN:s klimatpanel IPCC:s scenarier) och beskriver hur fonden ska arbeta med att integrera klimataspekten i ägarstyrning och investeringar för att på så sätt bidra till netto noll utsläpp till 2050. I tillägg fungerar klimathandlingsplanen som ett internt ramverk och grunden för fondens målsättningar inom hållbarhetsområdet (se *Mål och måluppfyllnad nedan*).

Fondens förhållningssätt gentemot hållbarhet lägger stor vikt vid principen om aktivt och universellt ägande – något som springer ur den globalt diversifierade fondportföljen. Denna aktiva ägarstyrning tas primärt till uttryck via fyra systematiserade metodiker; i) påverkansarbeten genom dialog med bolag, ii) aktivt deltagande vid bolagstämmor (under 2023 röstade fonden på 99% av alla portföljbolags årsstämmor), iii) juridiska processer för att driva igenom olika typer av grupptalansprocesser mot bolag som på något sätt behandlat aktieägare felaktigt och iv) svartlistningar av bolag som kränker internationella normer (i slutet av 2023 var 106 bolag svartlistade).

Utöver det ovan beskrivna arbetet innefattar Sjunde AP-fondens hållbarhetsagenda ett parallellarbete med fördjupningsteman på rullande treårsbasis. Fonden bedriver olika projekt inom ramen för temaområdena som alla syftar till att utveckla Sjunde AP-fondens interna kompetens och förståelse för att därigenom anskaffa sig bättre förutsättningar att påverka portföljbolagens hållbarhetsarbete i en positiv riktning (till exempel genom utvecklandet av nya interna processer). De tre nuvarande temaarbetena är *universell ägarstyrning (2022–2024)*, *styrelseansvar (2023–2025)* och *natur (2024–2026)*. Den sistnämnda tillkom under 2023 och kommer ersätta *avskogning och biologisk mångfald* som avslutades under året. De senaste tre årens arbete med detta fokusområde, som utgår från FN:s 15:e hållbarhetsmål, ses som framgångsrikt och har bland annat innefattat normutveckling såväl som ett ökat fokus på frågor rörande stärkande av skogar och biologisk mångfald inom ramen för fondens ägarstyrning. Därtill har fonden, sedan 2021, utvecklat och implementerat (under 2023) ett ramverk för rapportering av naturrelaterade risker och möjligheter samt deras påverkan på naturen. Ramverket har tagits fram tillsammans med *Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TFND)* och syftar till att uppnå en standardisering av delar av hållbarhetsrapporteringen framgent.

#### 9.4.2. Aktiviteter under 2023

2023 har varit ett händelserikt år för hållbarhetsarbetet på Sjunde AP-fonden. Förutom att utveckla klimathandlingsplanen som beskrivits ovan, har vissa organisationsförändringar i styrningsmodellen kring hållbarhet genomförts. Bland annat har det beslutats att upplösa den ESG kommitté som tidigare verkat som det primära operationella forumet för dessa frågor och istället implementerat ledningsgruppsmöten som är explicit upprättade i syfte att diskutera hållbarhet. På så sätt ämnas hållbarhetsarbetet centreras till fondens ledning och därigenom säkerställa att ESG-beaktningar influerar respektive ledningsgruppsansvariges ansvarsområde ut i organisationen, med ett extra fokus på förvaltningsorganisationen.

Under året har också ett särskild insatser riktats mot ambitionen att arbeta aktivt ägarstyrningsaktiviteter inom ramen för klimathandlingsplanen och den av styrelsen fastställda och årligen uppdaterade ägarpolicy. Exempelvis har fonden röstat emot styrelseledamöter i ett antal

företag med bristande jämställdhet och enkönade styrelser, detta med ett riktat fokus på Asien, som har stora problem med enkönade styrelser. Fonden har även stöttat ett antal förslag i amerikanska företag om ökad transparens kring ojämsställda löner samt åtgärder för att förhindra diskriminering. Därtill har fonden fortsatt sitt arbete med att stötta positiv klimatlobbying i linje med Parisavtalet, detta inom ramen för standarden som lanserades under 2022 i samarbete med *Global Standard on Responsible Climate Lobbying*. Exempel på lobbyingaktiviteter och andra påverkansdialoger under året inkluderar över 130 pågående dialoger med 197 identifierade normkränkningar. Dessa dialoger sker ofta i samarbete med andra organisationer och investerare, detta för att uppnå hävstångseffekter associerade men att föra en kollektiv talan.

Utöver detta har Sjunde AP-fonden under året varit aktiva på bolagstämmor, specifikt har fonden röstat på över 4300 stämmor runt om världen. Under 2023 fästes en särskild vikt vid att hålla bolagsstyrelser ansvariga för att företagen bedriver en trovärdig strategisk klimatomställningsagenda.

#### 9.4.3. Tematiska investeringar

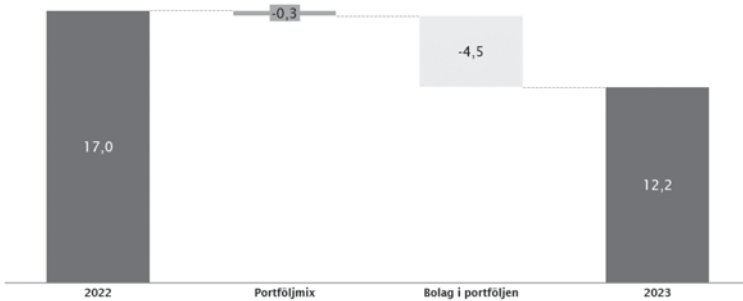
Mot bakgrund av den nya klimathandlingsplanen och nya regulatoriska förändringar som innebar att Sjunde AP-fonden nu också inkluderas i kravet om ansvarsfulla investeringar (trädde i kraft i januari 2023), så har Sjunde AP-fonden under året tydliggjort en ambition om att införa riktade investeringar i tillgångar inom alla tillgångsslag med bedömt bra positionering för en positiv påverkan för en hållbar utveckling. Mot bakgrund av detta har fonden tagit fram en plan för att öka andelen bolag med trovärdiga omställningsplaner. Detta innefattar, bland annat, det medelfristiga målet om att minst 50% av bolagen med högst utsläpp portföljen ska bedriva ett, utifrån fondens utsatta och ramverksförankrade kriterier, trovärdigt omställningsarbete till 2025. Målet är sedan att denna siffra senast 2030 ska vara 100%.

Under 2023 har arbetet med att utveckla en omställningsportfölj, som påbörjades under 2022, färdigställts. Inom ramen för denna avses arbete med en nära integration av ägarstyrning och förvaltning och därigenom maximera påverkans-effekten på samhälle samtidigt som finansiellt värdeskapande uppnås. Omställningsportföljen och dess investeringsstrategi är framtagen tillsammans med kapitalförvaltaren *Legal & General Investment Management (LGIM)* och har ett tydligt fokus på klimatomställning. Inom ramen för denna är sedan tanken att genomföra riktade investeringar i stora- och medelstora aktiebolag som i dagsläget har stor potential för utsläppsminskningar. De första investeringar inom denna strategi gjordes under 2023. Därtill genomför också fonden investeringar inom ramen för sin räntefond. I slutet av 2023 fanns totalt 37,5 miljarder kronor (motsvarande 33% av AP7 Räntefond) placerat i gröna obligationer och fonden har därigenom supporterat investeringar i bland annat utbyggnad av kollektivtrafik och miljöeffektiva byggnader i Sverige. I tillägg har fonden under året investerat i liknande obligationer utställda av utvecklingsbanker såsom Världsbanken och de afrikanska utvecklingsbankerna.

Slutligen, utöver omställningsportföljen och obligationer inom räntefonden, har Sjunde AP-fonden så kallade gröna mandat inom samtliga tillgångsslag (och innefattar därmed även noterade aktier och onoterade tillgångar), totalt till ett värde om 42,5 miljarder kronor.

#### 9.4.4. Koldioxidutsläpp

Sjunde AP-fondens portföljviktade<sup>1)</sup> koldioxidutsläpp, 2022-2023



Källa: Sjunde AP-fonden

Not: 1) Mättet 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 91: Sjunde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2022-2023

Under 2023 minskade den totala mängden koldioxidutsläpp i Sjunde AP-fondens noterade aktieportfölj till 4,3 miljoner tCO<sub>2</sub>e, en nedgång från föregående års nivå med 0,1 miljoner tCO<sub>2</sub>e. Denna förbättring reflekteras även i fondens portföljviktade koldioxidintensitet, som är ett mått på hur stor del av fondens investeringar som är knutna till företag med betydande växthusgasutsläpp. Intensiteten sjönk med 4,8 tCO<sub>2</sub>e per investerad miljon kronor under året (en 16% reduktion mot 2022), vilket primärt kan tillskrivas förändringar i portföljbolagens utsläppsnivåer även om en minskning av portföljmixen också bidrog till den positiva utvecklingen.

#### 9.4.5. Mål och måluppfyllnad

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål har uppdaterats under året i samband med utvecklingen av fondens klimathandlingsplan. Målsättningarna grundar sig i *Global Compacts* tio principer och *FN:s Agenda 2030* och är centrerad i områden så som aktivt ägande, hållbara investeringar och ägarstyrning för klimatomställning. Majoriteten av målsättningarna är definierade gentemot kvantitativa mätetal, och är en kombination av aktivitets- (exempelvis genomförande av ett definierat antal aktiviteter inom en given tidsperiod) och resultatmål (exempelvis att uppnå en förutbestämt nivå av exempelvis utsläppsnivåer).

Samtliga målsättningar och en översikt av fondens måluppfyllelse presenteras i Figur 92 och 93 nedan.



## Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (I/II)



● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
Aktivt ägande						
1	AP7 ska rösta på minst 95% av bolagstämorna i portföljen	Andel av bolag i portföljen	99% (4405 av 4466 stämmor)	99% (4648 av 4687 stämmor)	99% (4523 av 4578 stämmor)	99% (4353 av 4409 stämmor)
2	2025 ska alla prioriterade bolag <sup>1)</sup> i AP7:s portfölj vara föremål för fördjupat aktivt ägande för att nå nettonoll utsläpp till 2050	Andel av bolag i portföljen	n/a	n/a	69%	84%
3	2025 ska minst 50% av de prioriterade bolagen bedriva ett trovärdigt omställningsarbete 2030: 100%	Andel av bolag i portföljen	n/a	n/a	26%	36%
Hållbarhetsinvesteringar						
4	AP7 ska ha gröna mandat i samtliga investerade tillgångsslag. Fordubbla andelen gröna investeringar till 2025	mdrSEK	2,3 mdrSEK i gröna obligationer, 2,5 mdrSEK i gröna investeringar och 1,0 mdrSEK investerat i cleantech	2,0 mdrSEK i gröna obligationer, 3,4 mdrSEK i gröna investeringar och 1,6 mdrSEK investerat i cleantech	9,2 mdrSEK i gröna obligationer, 3,2 mdrSEK i gröna mandat i listade aktier och 1,5 mdrSEK investerat i cleantech	34,5 mdrSEK i gröna obligationer, 3,2 mdrSEK i gröna mandat i listade aktier och 1,5 mdrSEK investerat i cleantech
7	AP7:s omställningsmandat ska utgöra 10% av aktiefonden 2025. Den första investeringen ska ske under 2022	Andel av fonden	n/a	n/a	Första investeringen gjordes	Ingick partnerskap med LGIM om gemensam omställningsstrategi
8	Öka andelen gröna obligationer i räntefonden till 50% 2025	Andel i portföljen	n/a	n/a	10%	33%

Källa: Sjunde AP-fonden

Not: 1) Bolag vars utsläpp står för 70% av fondens CO<sub>2</sub>-utsläpp (scope 1 & 2)

Figur 92: Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2020-2023 (I/II)

## Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2020-2023 (II/II)



● Nytt mål för 2023 ● Uppdaterat mål för 2023 ● Oförändrat mål

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2020	2021	2022	2023
Etablera hållbara normer						
9	AP7 ska vara med och driva hållbar normutveckling och ägarstyrning i nationella och internationella forum	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått Bl.a. som medlem i CA100+, ICGN och PRI
Bidra till ökad kunskap						
10	AP7 ska sprida kunskap om hållbara investeringar och ägarstyrning	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått Bl.a. genom avslutande av temaarbetet med klimatomställning genom publicering av rapport
Bidra till en trygg pension						
11	Ett kontinuerligt sparande i förvaltningsalternativet ska ge en långsiktig övervakning om minst 2 procentenheter per år i förhållande till inkomstpensionen	Avkastning	Uppnått	Uppnått	Uppnått	Uppnått

Källa: Sjunde AP-fonden

Not: 1) Bolag vars utsläpp står för 70% av fondens CO2-utsläpp (scope 1 & 2)

Figur 93: Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2020-2023 (II/II)

## 9.5. Slutsatser och bedömningar

### 9.5.1. Bedömning avseende Sjunde AP-fondens generationsmodell

Enligt socialförsäkringsbalken (2010:110) är målet med premiepensionssystemet att leverera en trygg pension där;

1. Avkastningen på pensionsspararnas fonderade medel bör vara tydligt högre än förändringen av inkomstindex, samt att
2. Utbetalningarna av premiepensionen bör vara alltmer förutsägbara och stabila, med beaktande av den återstående utbetalningstiden.

Mot bakgrunden av Sjunde AP-fondens kommunicerade avkastningsmål har det tolkats att avkastningen ska överstiga inkomstindex med i genomsnitt två procentenheter årligen samt att allokeringen följer en specifik typ av generationsmodell utvecklad av Sjunde AP-fonden (AP7 Såfa).

Generationsmodellen i AP7 Såfa är avsedd att automatiskt och regelbaserat anpassa risknivån i placeringen genom en avtrappning av risknivån för pensionssparandet utifrån den enskilde spararens ålder. Fram till 55 års ålder placeras enbart kapitalet i Aktiefonden, för att sedan avtrappas årligen fram till 75 års ålder, genom proportionerlig omallokering från AP7 Aktiefond till AP7 Räntefond. Fonden omfördelar automatiskt sina investeringar från aktier till räntor.

Den generationsmodell som Sjunde AP-fonden valt till AP7 Såfa medför följande implikationer:

#### Tolkningsutrymme inom ramen för riskbegreppet

Målet med premiepensionssystemet är att utbetalningar ska vara förutsägbara och stabila<sup>41</sup>, alltså ligger fokus på risken i utbetalningen snarare än pensionskapitalet. Risken i utformningen av AP7 Såfa verkar emellertid fokusera på risken i det senare, då AP7 Räntefond har en lägre placeringsrisk. Att beskriva risk i pension under utbetalning skiljer sig dock från hur risk i en placering normalt beskrivs, till exempel som riskkategori i det så kallade fondfaktabladet.<sup>42</sup>

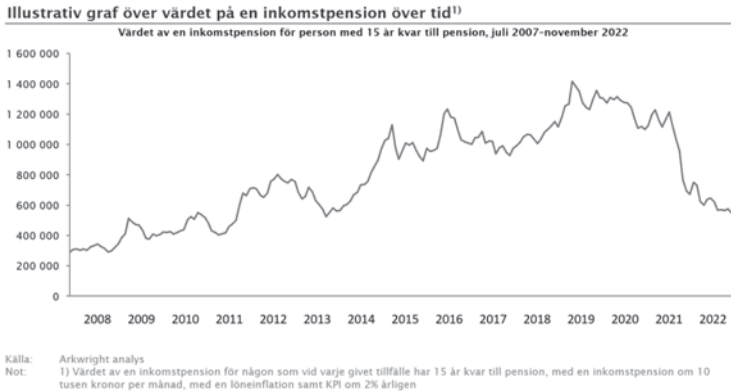
Utbetalningen från inkomstpensionen är stabil, i den mening att det utbetalade beloppet inte är direkt beroende av utvecklingen på kapitalmarknaderna. Om inkomstpensionen däremot skulle värderas som en placering – det vill säga en fond som ger en garanterad pension – skulle den vara volatil. Det är naturligt att tänka på inkomstpensionen som en realobligation, men eftersom pensionen är väldigt lång blir värderingen under ackumulerings- och sparandetiden känslig för förändringar i nominella räntor samt förväntad inflation. I grafen nedan (Figur 94) visas värdet av inkomstpension för en person som har 15 år kvar till pension sedan 2007.

Om inkomstpensionens risk skulle beräknas på det sätt som behövs göras för samtliga fonder, i enlighet med det så kallade PRIIP-regelverket<sup>43</sup>, uppgår den till riskkategori 5, alltså högre än riskkategori 4 där tillgångslaget globala aktier återfinns.

<sup>41</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonderna)

<sup>42</sup> Informationsdokument som tillhandahålls av fondförvaltare. Det ger översiktlig information om en specifik fond inom premiepensionssystemet, inkluderande fondens investeringsstrategi, risknivå, kostnader och historisk avkastning. Syftet är att underlätta jämförelse mellan fonder och hjälpa pensionsparare göra informerade val.

<sup>43</sup> Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIP), syftar till att öka transparensen och förståelsen för investerare genom att införa standardiserade informationsdokument för investeringsprodukter avsedda för detaljhandelskunder inom EU. Regelverket kräver att utgivare av PRIIP-produkter, såsom investeringsfonder, försäkringsbaserade investeringsprodukter och derivat, tillhandahåller ett "centralt informationsdokument" (KID) som beskriver produktens risker, kostnader och förväntade avkastning på ett tydligt och lättförståeligt sätt. Syftet är att göra det



Figur 94: Illustrativ graf över värdet på inkomstpension över tid, juli 2007-november 2022

Risk i pensionskapital är alltså inte detsamma som risk i pension. Det är därför oklart vilken effekt Sjunde AP-fondens generationsmodell har på risken i utbetald pension.

#### Minskad potential för avkastning och högre alternativkostnad

En statisk och regelmässig avtrappning innebär en betydande alternativkostnad i termer av utebliven pension för den enskilde individen, då det minskar den potentiella avkastningen på pensionskapitalet och därmed en lägre förväntad pension, genom den automatiska överföringen av kapitalet från aktier till räntebärande instrument när individen närmar sig pensionsåldern.<sup>44</sup>

Utifrån Arkwrights beräkningar och analys, som baseras på historiska avkastningsdata, framgår att de individer som redan befinner sig i avtrappningen enligt generationsmodellen (personer födda 1940 och 1950) kommer att ha det svårt att nå det satta målet om en överavkastning på 2 procentenheter årligen.

#### Vägberoende

Utöver att generationsmodellen som konstruktion ger individen en begränsad anpassningsmöjlighet av riskprofil uppstår också ett så kallat vägberoende. Detta innebär att pensionsspararens totalavkastning kommer skilja sig åt beroende på i vilken ordning och vid vilken tidpunkt som avkastningen uppstår över en sparande- och livscykel. Pensionskapitalet är högre när en person precis gått i pension och minskar sedan över tid. En negativ avkastning får större påverkan om det sker när pensionskapitalet är stort, det vill säga i början av pensionen, relativt om det sker senare då pensionskapitalet är mindre.

Rationalen bakom aktieinvesteringar är att den kortsiktiga volatiliteten kompenseras av en långsiktig riskpremie. Att ett aktieinnehav minskar i värde som följd av en marknadsnedgång ett specifikt år blir tämligen oviktigt ur ett långsiktigt perspektiv, då avkastningen över tid förväntas överstiga mindre

enklare för konsumenter att jämföra olika investeringsalternativ och därigenom fatta välgrundade investeringsbeslut. Regelverket trädde i kraft den 1 januari 2018.

<sup>44</sup> Pensionsmyndigheten visar i Orange Rapport 2021 att avtrappningen innebär en hög kostnad i termer av utebliven pension

riskfyllda tillgångar som obligationer. En problematik med generationsmodellen som Sjunde AP-fonden tillämpar är risken att en marknadsnedgång sammanfaller med att en individ går i pension, vilket innebär att individens pension sänks vid nästgående omräkning. Faktumet att aktieexponering lönar sig över tid är tämligen ointressant för en nybliven pensionär, eftersom framtida potentiella pensionsökningar inte väger upp för en omedelbart lägre pension vilket riskerar bli fallet i den avtrappande modellen där andel aktier inkrementellt minskar i takt med att individen i fråga åldras. På grund av hur generationsmodellen är uppbyggd, att andelen aktier regelbaserat och kontinuerligt minskar med spararens ålder, innebär detta att individens aktieexponering kan ha minskat när det sedan sker en marknadsuppgång, och spararen därmed inte får ta tillräcklig del av uppgången. Spararen exponeras för en aktierisk, men får inte ta del av den långsiktiga placeringshorisonten.

#### **Individuella skillnader i pension**

En konsekvens av premiepensionssystemet är att det blir större individuella skillnader i pension mellan olika individer. Det är en konsekvens av möjligheten till att göra olika val. Men även inom de som hamnar i AP7 Såfa kommer det bli en skillnad mellan olika individer, inte minst på grund av vägberoendet. Eftersom det gör skillnad i vilken ordning avkastning sker för utfallet av pensioner, går det inte översätta genomsnittlig avkastning till genomsnittlig pension. Den automatiska avtrappningen förstärker denna skillnad och ökar spridningen i utbetald pensions mellan olika individer.

#### **Generationsfonder saknar vedertagen definition**

Även om generationsfonder är ett välkänt koncept inom pensions- och fondförvaltningsbranschen, finns ingen vedertagen definition eller regel för från vilken ålder en avtrappning ska ske eller hur stor denna avtrappnings ska vara. I länder som USA och Storbritannien har generationsfonder utvecklats och reducerar numera enbart risk fram till pensioneringsdatumet, så kallade *Target Date Funds*. Således finns inget etablerat och vägledande ramverk för Sjunde AP-fonden att förhålla sig till eller jämföra sig med i tillämpningen av en så kallad generationsmodell. Det är omöjligt att ange vad som är en optimal avtrappningsmodell enbart baserat på ålder.

#### **Slutsats**

Ovannämnda faktorer betyder inte nödvändigtvis att en generationsfond som AP7 Såfa är ett genomgående dåligt val för pensionssparande, då det kan passa vissa individers förutsättningar väl – dessutom har fonden, över tid och i jämförelse med andra internationella pensionsfonder, presterat mycket väl i termer av kapitalviktad avkastning. Emellertid behöver dess begränsningar vidare utredas och överväganden av andra alternativ ske, i synnerhet med beaktning av den breda omfattning AP7 Såfa har sett till kapital och antal sparare, via sin roll som förval inom premiepensionen.

Mot bakgrunden att den åldersbaserade generationsmodellen implementerades 2010<sup>45</sup> och sedan dess inte varit föremål för någon större eller betydande utvärdering eller grundläggande analys av effekterna på enskilda sparare, rekommenderar Arkwright att Sjunde AP-fondens styrelse utvärderar effekterna av nuvarande generationsmodell i termer av utgående pension och premiepensionens roll för individens totala pension, och på sikt överväger att anpassa och utforma en mer relevant allokeringsmodell för förvalet utifrån detta.

---

<sup>45</sup> Prop. 2009/10:44

#### 9.5.2. Bedömning avseende Sjunde AP-fondens användande av fondrörelsen som benchmark

Jämförelsen (se Figur 84 i avsnitt 9.3.2) och analysen utifrån ett genomsnitt av alla fonder på fondtorget ger en felaktig bild på flera sätt. Exempelvis har Sjunde AP-fonden ett lagstadgat förvaltningsmandat som till vissa delar avsevärt skiljer sig från de riktlinjer och regler som gäller för övriga fonder i premiepensionssystemet – bland annat med avseende lagstiftning, investeringsunivers, kostnadsuttag och förutsättningarna att äga onoterade innehav och nyttja sig av så kallad hävstång. Vidare består pensionsmyndighetens fondrörelse av många olika fonder med olika inriktning och investeringsmandat, som löpande förändras med tiden. Därmed är en jämförelse med en genomsnittsutveckling av summan av alla dessa fonder irrelevant och ger missvisande information.

Arkwrights rekommendation är att Sjunde AP-fonden upphör med jämförelsen som presenteras i avsnitt 9.3.2 under *Jämförelse mellan Sjunde AP-fonden och fonderna på fondtorget*, då den ger en felaktig och oriktig bild av Sjunde AP-fondens relativa resultat. Jämförelsen, vilket illustreras i Figur 84, inkluderas i denna utvärdering primärt eftersom fonden använder det och har beslutat att använda det som riktmärke på Sjunde AP-fondens avkastning och prestanda över tid. Oaktat det är jämförelsen inte föremål för några slutsatser eller analys i den här rapporten, då det – mot bakgrund av resonemangen under avsnitt 9.3.1 – saknar substansvärde för fonden.

#### 9.5.3. 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.

## 10. Övergripande observationer och förslag

### 10.1. Illikvida tillgångar

Arkwright noterar att sedan lagändringen<sup>46</sup> 2019, som innebar att den tillåtna andelen illikvida tillgångar av fondernas totala kapital ökade, har Första till Fjärde AP-fonderna ökat sin andel som investerats i illikvida tillgångar. Från utgången av 2018 till utgången av 2023 har andelen illikvida tillgångar av det totala fondkapitalet ökat från 19% till 25%. För en mer omfattande analys av AP-fondernas illikvida tillgångar, inklusive fondspecifika slutsatser och bedömningar om fondernas organisation, investerings- och förvaltningsverksamhet, se bilaga *Fördjupad analys av AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar*, vilken är en tilläggsrapport som tagits fram inom ramen för detta utvärderingsuppdrag.

### 10.2. Intern och extern förvaltning

#### Sammanfattning av rekommendationer

- Valet mellan intern och extern kapitalförvaltning är en strategisk övervägning som kan påverka fondernas långsiktiga resultat och förmåga att uppnå sina mål.
- Kostnadsperspektivet, med fokus på att minska direkta kostnader, bedöms ha haft betydande förklaringsvärde i AP-fondernas växande grad av intern förvaltning.
- AP-fonderna rekommenderas att, utöver kostnadsperspektivet, i större omfattning väga in en rad ytterligare faktorer i avvägningen mellan intern och extern kapitalförvaltning. Dessa relaterar bland annat till behovet av strategisk flexibilitet, operativ effektivitet och kompetensförsörjning.
- Arkwright bedömer att samtliga AP-fonder, med undantag för Sjätte AP-fonden, kan till olika grad ytterligare utveckla den egna organisationens kapacitet och resurser för att besluta om omfattningen av intern kontra extern förvaltning.

Fyra av buffertfonderna (Första till Fjärde AP-fonden) har under ett antal år reducerat och minskat andelen externt förvaltad kapital, vilket diskuteras i avsnitt 3.1.5 och illustreras bland annat i Figur 21. Detta har varit en fortsatt utveckling under 2023. Avvecklingen av externa kapitalförvaltningsuppdrag verkar i första hand ha varit drivet av motivet att reducera de direkta kostnaderna för respektive av Första till Fjärde AP-fonderna, medan ambitionen att förvaltningsresultatet med intern förvaltning ska vara minst lika gott haft stor vikt, men inte varit drivande i samma utsträckning. I sammanhanget bör emellertid noteras att både Sjätte och Sjunde AP-fondernas förvaltning av likvida och illikvida mandat sker i princip enbart via externa mandat.

Samtidigt som AP-fonderna har genomfört en internalisering av kapitalförvaltningen pågår en internationell utveckling i något annorlunda riktning som pekar på att många institutionella pensionsfonder planerar att ändra balansen mellan intern och extern portföljförvaltning under de kommande åren, snarare åt riktningen av ökad outsourcing<sup>47</sup>. Detta återspeglar en strategisk inriktning som syftar till att balansera erfarenhet, krav på kostnadsminskning och uppbyggnad av relevant

<sup>46</sup> Prop. 2019/20:57

<sup>47</sup> Mercer Large Asset Owner Barometer 2024

kapacitet. Därutöver verkar den internationella normen i sammanhanget vara att en betydande del av internationella pensionsfonder i nuläget förvaltar stora delar av sina totala tillgångar via externa mandat, vilket diskuterades i avsnitt 3.1.4.

För AP-fonderna är valet mellan intern och extern kapitalförvaltning ett betydelsefullt beslut för utförandet av sitt uppdrag och driften av sin verksamhet, och det kan få långtgående konsekvenser för fondernas framtida resultat och förmåga att uppfylla sina mål. En central aspekt i detta val är kostnaden för kapitalförvaltningen. Det är samtidigt viktigt att inte enbart fokusera på de omedelbart synligt direkta kostnaderna utan att även beakta det nettoresultat som olika förvaltningsstrukturer, mandat och strategier genererar och förväntas skapa över tid. Det är av stor vikt att analysera kostnaden för extern kapitalförvaltning i relation till realiserat och förväntat utfall, med fokus på det förväntade och potentiella nettoresultatet *efter kostnader* som den avgörande faktorn vid utvärdering.

Arkwright är av uppfattningen att beslutet att outsourca kapitalförvaltning i första hand bör drivas av behovet av expertis, operativ effektivitet, intern kompetens och egen förmåga samt behov av strategisk flexibilitet för att uppnå de uppsatta förvaltningsmålen och bidra till pensionssystemet. Beslutet avseende extern eller intern kapitalförvaltning är viktigt för att hantera utmaningar med att förvalta komplexa portföljer och upprätthålla en hög operationell förmåga.

#### 10.2.1. Kostnadsperspektivet

Kapitalförvaltningskostnader kan variera avsevärt mellan intern och extern förvaltning. Extern förvaltning innebär ofta högre direkta avgifter, eftersom AP-fonderna betalar för expertis och tillgång till externa förvaltares skalfördelar, investeringsstrategier och infrastruktur. Intern förvaltning, å andra sidan, medför ofta lägre direkta kostnader, då fonden använder egna resurser för att förvalta kapitalet. Det är dock viktigt att notera att intern förvaltning också medför indirekta kostnader, såsom i personal, system, infrastruktur och teknologi samt eventuellt utebliven nettoavkastning, vilket också är en alternativkostnad. Detta är således kostnader som behöver ingå som en del av analysen.

Målet med kapitalförvaltning är att maximera avkastningen och nyttan för fonderna utifrån beslutade mål, angiven och önskad risknivå, efter avdrag för kostnader. Därför är det inte de initiala eller löpande kostnaderna i sig som är mest relevanta, utan snarare det nettoresultat som förvaltningsstrategierna kan generera, både bidraget till helheten och för det specifika förvaltningsmandatet. Nettoresultatet reflekterar den faktiska avkastningen som en AP-fond kan få för att uppfylla de uppsatta målen. En strategi som initialt kan framstå som kostsam kan vara mer fördelaktig om den leder till högre riskjusterad nettoavkastning och bättre måluppfyllnad över tid. Intern kapitalförvaltning innebär flera fördelar, bland annat lägre kostnader och större kontroll över investeringsstrategierna. Detta är dock också förknippat med olika risker och potentiella direkta och indirekta kostnader och möjliga negativa effekter på investeringsresultaten.

Följande är viktiga överväganden, utöver kostnadsperspektivet, som Arkwright bedömer behöver ytterligare övervägas i avvägningen mellan intern och extern kapitalförvaltning:

#### 10.2.2. Kompetensförsörjning

Att attrahera och behålla kompetens och förmåga inom kapitalförvaltning kan vara svårt och kostsamt, särskilt inom konkurrensutsatta områden. Kostnaden kan vara betydligt högre än att använda externa förvaltare, särskilt för specialiserade roller och områden.



#### 10.2.3. Specialistkunskap

Värdet av specialiserad expertis, specifika investeringsmöjligheter, samt analys, research och forskning som externa förvaltare erbjuder och ger tillgång till är svår att upprätthålla, utveckla och anpassa på egen hand för en AP-fond, utifrån förändrade förutsättningar som en pensionsfond ständigt genomgår.

Det finns en risk att interna team blir isolerade och går miste om de olika perspektiv och innovativa idéer som externa kapitalförvaltare kan bidra med.

#### 10.2.4. Riskreducering

Den avancerade riskhantering och tillhörande infrastruktur som kan finnas hos externa förvaltare, kan vara svårt och kostsamt att replikera internt. Vidare innebär outsourcing att fonderna har möjlighet att diversifiera och hantera risker på ett bättre sätt. AP-fonderna kan fördela tillgångarna på flera externa förvaltare, vilket exempelvis minskar koncentrationsrisken gentemot enskilda interna team. Dessutom är externa förvaltare föremål för myndighetstillsyn, vilket säkerställer regelefterlevnad och operationell riskhantering.

#### 10.2.5. Skalfördelar

I takt med att AP-fonderna har vuxit blir portföljerna också alltmer komplexa. Outsourcing ger tillgång till skalbarhet, så att fonderna kan anpassa sig till förändrade investeringsbehov utan att belasta de interna resurserna. Extern kapitalförvaltning kan erbjuda tillgång till skalfördelar inom olika investeringsstrategier, vilka kan vara svåra för en enskild AP-fond att uppnå.

#### 10.2.6. Uteblivet resultat är också en kostnad

AP-fonderna har ett långsiktigt uppdrag med betydande riskförmåga, frihet och flexibilitet, vilket är bra för pensionssystemet – det sätter och kräv på rätt erfarenhet, kompetens och resurser. Om internalisering av kapitalförvaltningstjänster leder till ett begränsat risktagande, lägre riskmandat eller striktare allokeringsramar än vad AP-fondernas uppdrag och mål medger eller till och med förutsätter, är den potentiellt uteblivna förväntade avkastningen att betrakta som en alternativkostnad för den interna kapitalförvaltningen. Den kostnaden uppstår redan vid det tillfälle ett riskmandat eller avkastningsmål anges lägre än vad som skulle annars varit fallet. Det är viktigt att analysera denna kostnad för att fullt ut förstå effekterna och konsekvenserna av beslutet att internalisera kapitalförvaltningen.

#### 10.2.7. Jämförelse och analys

För att göra en välgrundad bedömning om hur fördelningen och allokeringen mellan intern och extern kapitalförvaltning ska ske, bör AP-fonderna genomföra en noggrann analys av både de förväntade kostnaderna och de potentiella utfallen för både den interna och potentiellt externa förvaltningen på ett likartat sätt med samma krav och bedömningskriterier på respektive förvaltningsorganisation. Analysen bör inkludera en utvärdering av prestanda, förmåga och kvalitet, liksom en bedömning av förvaltningsteamens förmåga och sammansättning.

#### 10.2.8. Krav för framgångsrik outsourcing av kapitalförvaltning

AP-fonderna har gradvis under 2023 fortsatt den inriktning som pågått några år, med att reducera sina respektive förvaltningsorganisationers team, förmåga och resurser avseende upphandling och

hantering av externa kapitalförvaltningsmandat. Detta har skett i takt med att antalet externa mandat har minskat.

Det är Arkwrights bedömning att numera ingen av fonderna upprätthåller en grundläggande ambition för att upprätthålla en rimlig nivå för ett investeringsprogram med betydande andel externa kapitalförvaltningsmandat, med undantag för Sjätte AP-fonden, som har det sin grundläggande verksamhet.

En organisation för upphandling och hantering av externa kapitalförvaltare förutsätter följande förmågor och kapaciteter:

1. **Genomföra strategisk planering och målsättning:** Definiera tydliga mål för outsourcingprogrammet, inklusive förväntade resultat, riskhanteringsstrategier och riktmärken för prestanda. Det är viktigt att förstå de specifika skälen till outsourcing - oavsett om det gäller tillgång till specialiserad expertis, kostnadsreducering, förbättrad prestanda eller riskspridning.
2. **Due diligence och urvalsprocess:** Genomför en noggrann due diligence för att utvärdera potentiella externa förvaltare. Detta inkluderar att bedöma deras kvalitet, investeringsfilosofi, riskhanteringsmetoder, operativa infrastruktur och hur deras incitament överensstämmer med organisationens mål.
3. **Förhandling och hantering av avtal:** Utveckla tydliga, ömsesidigt fördelaktiga avtal med externa förvaltare. Avtalen bör specificera tjänsternas omfattning, resultatförväntningar, avgiftsstrukturer, efterlevnadskrav och uppsägningsvillkor. Effektiv förhandlingsförmåga är avgörande för att säkerställa att villkoren är gynnsamma och att riskerna hanteras på lämpligt sätt.
4. **Riskhantering och efterlevnad:** Implementera robusta ramverk för riskhantering för att övervaka och kontrollera de risker som är förknippade med outsourcing av kapitalförvaltning. Detta omfattar efterlevnad av lagstadgade krav, operativa risker, motpartsrisker och den löpande övervakningen av externa förvaltares efterlevnad av angivna investeringsstrategier och riskparametrar.
5. **Resultatövervakning och utvärdering:** Upprätta omfattande system för resultatövervakning för att regelbundet bedöma de externa förvaltarens resultat mot överenskomna riktmärken och mål. Detta innebär att fonderna fastställer nyckeltal, genomför regelbundna granskningar och ser till att resultatdata rapporteras och analyseras på ett korrekt sätt.
6. **Kommunikation och relationshantering:** Upprätthålla öppna och effektiva kommunikationskanaler med externa chefer för att säkerställa att målen överensstämmer och att frågor och möjligheter diskuteras i god tid. Att bygga starka relationer baserade på öppenhet och förtroende är avgörande för outsourcingprogrammets långsiktiga framgång.
7. **Anpassningsförmåga och ständiga förbättringar:** Var beredd att anpassa outsourcingstrategin utifrån förändrade marknadsförhållanden, organisationens mål och de externa chefernas prestationer. Kontinuerlig förbättring genom regelbunden översyn och justering av outsourcingprogrammet är avgörande för att uppnå optimala resultat.
8. **Anpassning av interna team:** Se till att de interna teamen är anpassade till outsourcingstrategin. Detta inkluderar utbildning av intern personal om outsourcingprogrammets mål och processer samt att fastställa tydliga roller och ansvarsområden för att övervaka och integrera externa förvaltares arbete.
9. **Teknik och infrastruktur:** Utnyttja teknik för att underlätta övervakning och förvaltning av outsourcade kapitalförvaltningsaktiviteter. Detta inkluderar investeringar i system för resultatspårning, riskanalys och kommunikation med externa förvaltare.

- 10. Samverkan med intressenter:** Samarbeta med alla relevanta intressenter, inklusive högsta ledningen, styrelseledamöter och aktieägare, för att säkerställa att det finns ett brett stöd för outsourcinginitiativet. Öppen rapportering och regelbundna uppdateringar om outsourcingprogrammets framsteg och resultat är avgörande för att upprätthålla intressenternas förtroende.

Även om internalisering kan medföra kostnadsbesparingar och ökad kontroll är det viktigt att noga överväga dess risker och indirekta kostnader. För att lyckas med egen intern förvaltning krävs inte bara initiala investeringar i talang, förmåga och teknik, utan också ett kontinuerligt engagemang för innovation, efterlevnad och att skapa en kultur som attraherar och behåller de bästa medarbetarna.

Sammanfattningsvis är en detaljerad analys och bedömning av den egna organisationens kapacitet och resurser nödvändig för att besluta om omfattningen av intern förvaltning eller outsourcing av hela eller av delar av kapitalförvaltningen. Det är Arkwrights bedömning att samtliga AP-fonder, med undantag för Sjätte AP-fonden, kan till olika grad ytterligare utveckla denna del av organisationen, både avseende resurser och förmåga, med tanke på karaktären av fondernas omfattande och komplexa uppdrag och portföljer.

### 10.3. Hållbarhet

#### Sammanfattning av rekommendationer

- Samtliga AP-fonder bedöms ha goda förutsättningar för fortsatt högkvalitativt hållbarhetsarbete genom ökad transparens och mer omfattande rapportering.
  - Detta aktualiseras även i den relativt höga graden av integrering av hållbarhetsarbete i kapitalförvaltningen.
- Det finns en uttryckt vilja inom samtliga AP-fonder att utöva ett mer aktivt engagemang som aktieägare i hållbarhetsfrågor.
  - Arkwright rekommenderar AP-fonderna att arbeta proaktivt med kravställande och exkluderingsarbete med externa förvaltare.
  - Arkwright rekommenderar även ett bredare och mer systematiskt upptag av hållbarhetsdata för att möjliggöra förbättrad analys och ägarstyrning.
- Hållbarhetsarbetet bedöms i sin helhet bedrivas i enlighet med de lagstadgade kraven på föredömlig förvaltning, ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

Med utgångspunkt i AP-fondernas hållbarhetsrapporter, övrig information samt lagkrav, som inkluderar föredömlig förvaltning, har AP-fondernas samlade arbete inom ESG kartlagts och utvärderats – detta presenteras i respektive fonds kapitel, samt på en fondgemensam nivå för buffertfonderna i avsnitt 3.4. Övergripande har Arkwright gjort följande observationer:

**Ökad transparens och mer omfattande rapportering:** I takt med att omvärldens formella krav och den allmänna debatten kring vikten av hållbarhetsfrågor skärpts, noteras en mer omfattande hållbarhetsrapportering hos samtliga fonder. Detta materialiseras på olika sätt – exempelvis i ett utvidgat dataunderlag med avseende på utsläppsdata från underliggande bolag. Andra AP-fonden bedöms ligga i framkant vad gäller rapportering av koldioxidintensitet i portföljen. Den samlade portföljintensiteten per miljon i omsättning (enligt TCFD) rapporteras för scope 1–3, vilket inkluderar en bredare bild av den underliggande värdekedjan av utsläpp associerade med

portföljsammansättningen, än för scope 1-2. Överlag observerar Arkwright progression hos samtliga fonder gällande den underliggande datakvaliteten, detta positionerar AP-fonderna väl inför det fortsatta hållbarhetsarbetet – primärt med avseende på analysbarheten i fondernas insatser och initiativ i området.

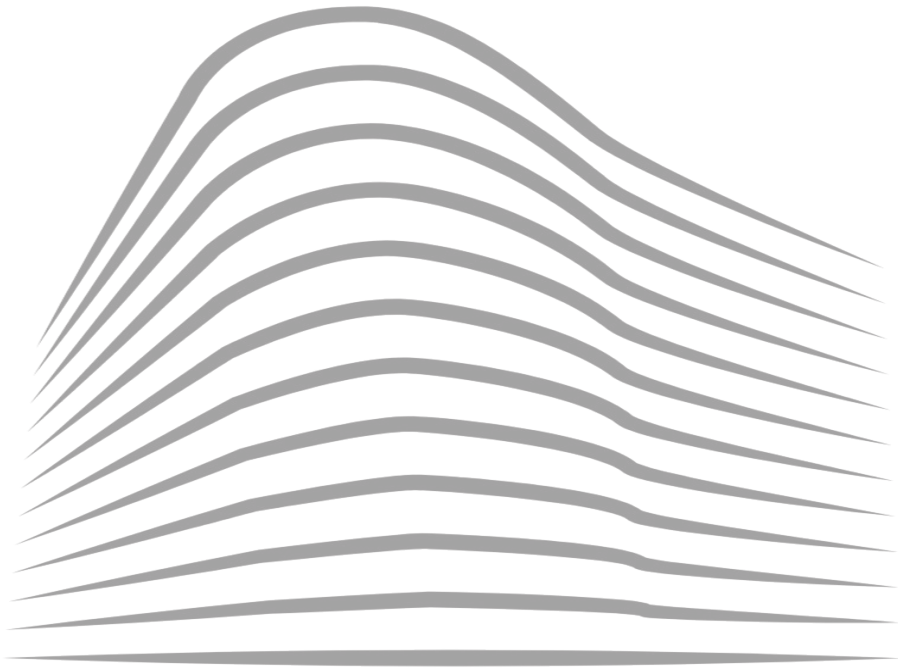
**Ökad och explicit integration av ESG:** Detta återspeglas i fondernas arbete på flera sätt, exempelvis är hållbarhet inkomponerat som kärnkomponent i fundamentala analyser av potentiella investeringar inom olika tillgångsslag, i vissa fall ligger även dessa analyser som grund till olika former av exkluderingar av investeringsuniverset. I regel arbetar fondernas hållbarhetsfunktioner tätt med kapitalförvaltningsorganisationen på respektive fond, något som är bedömt fördelaktigt i att som organisation arbeta systematiskt mot fondspecifika hållbarhetsmål.

**Aktivt ägande för att driva förändringsarbete:** Alla fonder uttrycker sin strävan att ta en mer aktiv roll i sitt ägarskap, genom att använda sin röst på bolagsstämmor och engagera sig direkt med företagen de investerar i för att påverka dem i en mer hållbar riktning. Detta visar, sett med ett längre tidsperspektiv, på en övergång från passivt till aktivt engagemang i hållbarhetsfrågor. AP-fondernas Etikråd, inom vilket Första till Fjärde AP-fonden finns representerade, samordnar arbetet med miljö och etikfrågor och ses som en central katalysator för detta arbete framåt.

Givet dessa fondgemensamma observationer kring fondernas hållbarhetsarbete så har ett antal rekommendationer framåt formulerats:

- I processerna för exkluderingar från investeringsunivers (som redogjort för ovan), noterar Arkwright att det ställs ett högt krav på samverkan med externa förvaltare, där sådana används, för att dessa processer ska ge önskvärda resultat. Framför gälls detta att proaktivt ställa krav på, och eventuellt undvika att inkludera, företag som står inför börsnotering och inkludering i börsindex. AP-fonderna rekommenderas att, där det är relevant, se över proaktivt krav och exkluderingsarbete i samarbete med externa förvaltare.
- För att ytterligare förbättra analys och beslutsfattande inom hållbarhetsområdet rekommenderas en utvidgning av insamlingsprocesserna för hållbarhetsdata. Detta innebär ett bredare och mer systematiskt upptag av data som täcker ett större spektrum av ESG-aspekter, inklusive sociala förhållanden och bolagsstyrning, utöver de miljömässiga faktorer som redan bevakas. En sådan utvidgning skulle möjliggöra en mer nyanserad bedömning av investeringarnas hållbarhetsprestanda och risker – det hade också möjliggjort ett än mer data-drivet angreppssätt gentemot fondernas respektive målsättningar. För att uppnå detta bör fonderna i) fördjupa sitt engagemang i branschinitiativ som verkar för standardisering av hållbarhetsrapportering, ii) intensifiera samarbetet med relevanta dataleverantörer, iii) utveckla interna kapaciteter för datainsamling och analys.

Som tidigare presenterat i avsnitt 3.4.2 uppgick de totala uppmätta CO<sub>2</sub>-utsläppen (scope 1 och 2) för AP-fonderna under 2023 till 2,6 miljoner ton CO<sub>2</sub>, motsvarande en minskning med 20,8% jämfört med 2022. Mot bakgrund av detta faktum och grundat i det ambitiösa hållbarhetsarbetet som bedrivs inom ramen för varje fonds investerings- och kapitalförvaltningsverksamhet, samt de allmänna observationerna presenterade ovan, bedömer Arkwright att hållbarhetsarbetet i AP-fonderna i sin helhet bedrivs på ett tillfredställande sätt och att det därmed faller inom ramen för de lagstadgade kraven inklusive föredömlig förvaltning, ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.



Bilaga:

# Fördjupad analys av AP- fondernas investeringar i illikvida tillgångar

Finansdepartementet

14 mars 2024



Regeringskansliet

Arkwright

## Innehåll

<b>1</b>	<b>Syfte, disposition och avgränsning</b> .....	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Sammanfattning</b> .....	<b>6</b>
2.1	Slutsatser och nyckelobservationer .....	6
2.1.1	AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar .....	6
2.1.2	Styrning, risker och riskhantering .....	7
2.1.3	Kostnader .....	8
2.1.4	Marknadsvärdering .....	9
2.2	Övriga bedömningar och rekommendationer .....	10
<b>3</b>	<b>Placeringsregler</b> .....	<b>12</b>
<b>4</b>	<b>Utgångsläge</b> .....	<b>15</b>
4.1	Likheter och skillnader mellan alternativa-, illikvida-, onoterade- och private equity-investeringar	15
4.2	Illikvida tillgångars framväxande roll i institutionella investeringsportföljer .....	17
4.3	Tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar .....	20
4.4	Beskrivning av målsättning med innehav i illikvida tillgångar .....	26
4.4.1	Onoterade fastigheter .....	26
4.4.2	Infrastruktur och andra reala tillgångar .....	27
4.4.3	Onoterade aktier (eng: Private equity) .....	27
4.4.4	Skillnader i variationen i avkastning mellan olika tillgångsklasser .....	31
4.4.5	Skillnader i AP-fondernas målsättning med innehav i illikvida tillgångar .....	32
<b>5</b>	<b>Övergripande analys</b> .....	<b>34</b>
5.1	Styrning .....	34
5.1.1	Överväganden för styrning av de större direktägda onoterade fastighetstillgångarna .....	35
5.1.2	Redovisning och extern rapportering av styrningen av illikvida tillgångar .....	37
5.2	Kostnader .....	39
5.2.1	Analys av variabler som påverkar kostnaderna .....	39
5.2.2	Redovisning och extern rapportering av kostnader för illikvida tillgångar .....	45
5.2.3	Översikt och kvantifiering av den verkliga kostnadsbilden .....	48
5.3	Marknadsvärdering och rapportering .....	51
5.3.1	Redovisning och extern rapportering av marknadsvärderingar .....	52
5.3.2	Processen för marknadsvärdering av AP-fondernas illikvida tillgångar .....	53
5.3.3	Faktorer som påverkar marknadsvärderingen av illikvida tillgångar .....	56
5.4	Risker och riskhantering .....	59
5.4.1	Analys av primära risker med att investera i illikvida tillgångar .....	59
5.4.2	Applicerbara risk- och avkastningsmått för illikvida tillgångar .....	63
5.4.3	Extern rapportering av risker och riskmått för illikvida tillgångar .....	64
5.4.4	Riskhantering .....	65
5.4.5	Analys av konsekvenser och risker med illikvida innehav för pensionssystemet .....	66

<b>6</b>	<b>Analys av AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar .....</b>	<b>69</b>
6.1	Inledande observationer och jämförelser mellan AP-fonderna.....	69
6.2	Sjätte AP-fonden .....	77
6.3	Första AP-fonden .....	91
6.4	Andra AP-fonden .....	107
6.5	Tredje AP-fonden .....	119
6.6	Fjärde AP-fonden .....	134
6.7	Sjunde AP-fonden .....	148
<b>7</b>	<b>Bedömningar, observationer och rekommendationer .....</b>	<b>156</b>
7.1	Bedömning av styrning och riskhantering .....	156
7.1.1	Avvägning mellan låga kostnader och god styrning och riskhantering.....	156
7.1.2	Begränsade resurser och strategisk målbild .....	156
7.2	Implikationer av eftersläpande och icke-frekventa värderingar .....	157
7.3	Bedömning av rapporteringen och redovisning av illikvida tillgångar .....	159
7.3.1	Bedömning av process och rapportering av marknadsvärderingar .....	159
7.3.2	Bedömning av hur kostnaderna bör redovisas .....	159
7.3.3	Bedömning av hur AP-fondernas styrning av illikvida tillgångar bör rapporteras .....	160
7.4	Övriga bedömningar och observationer .....	161
7.4.1	Utvärdering av onoterade aktier kan vidareutvecklas.....	161
<b>8</b>	<b>Referenser .....</b>	<b>162</b>
<b>9</b>	<b>Begreppslista .....</b>	<b>163</b>

# 1 Syfte, disposition och avgränsning

## 1.1 Syfte

Detta dokument omfattar en fördjupad analys av AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar. Syftet med genomlysningen av AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar är att öka transparensen av tillgångsslaget vad gäller följande områden:

- i) Styrning - inkl. styrningsstruktur (eng: governance)
- ii) Kostnader
- iii) Marknadsvärdering
- iv) Riskhantering
- v) Rapportering

Analysen ska innefatta AP-fondernas styrningsstruktur för investeringar i illikvida tillgångar och vilka krav som ställs på AP-fonderna när det gäller styrningen. En belysning av AP-fondernas rapportering av illikvida tillgångar skall även genomföras, samt resonemang kring huruvida det finns anledning till att göra förändringar av denna och/eller något av ovan nämnda områden. Analysen ska även ligga till grund för en bedömning av eventuella osäkerheter i marknadsvärderingen samt ett förtydligande av kostnadsbilden och dess struktur.

## 1.2 Disposition

Dispositionen i denna rapport följer i stort av fem övergripande avsnitt:

1. **Sammanfattning** ämnar sammanfatta de viktigaste datapunkterna i denna rapport samt i kortfattat format lyfta fram Arkwrights övergripande bedömningar och observationer med avseende på område i) – v) enligt ovan.
2. **Utgångsläge** behandlar inledande beskrivningar, viktiga begrepp, bakgrund och motivationer bakom att investera i illikvida tillgångar. Detta avsnitt ämnar ge läsaren en introduktion till illikvida tillgångar och är inte enbart beskrivande av illikvida tillgångar utifrån AP-fonderna utan kan ses som beskrivande av mer generell karaktär, även om exemplifieringar av strukturer och begrepp ämnas gestaltas med AP-fonds relevanta exempel.
3. **Övergripande analys** omfattar analys som i huvudsak gäller för samtliga AP-fonder med avseende på de fem områden (i-v) som nämnts ovan. Vad gäller punkt (v) Rapportering följer detta avsnitt som underavsnitt till de fyra första områdena. Även detta avsnitt är i huvudsak av beskrivande och analyserande karaktär med ett fåtal inslag av bedömningar.
4. **Analys av AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar** inleds med ett holistiskt och jämförande avsnitt med avseende på illikvida tillgångars andel av det totala pensionssystemet, dess sammansättning över: tillgångsklasser, geografi och ägandeform. Här återfinns även en översikt av vilken påverkan de lagstadgade ändringarna (gällande illikvida tillgångar), som skedde under 2019 respektive 2020, hade på respektive fond samt hur illikvida tillgångar utvecklats sedan utgången av 2018 till utgången av 2023. Det holistiska avsnittet efterföljs av en mer detaljerad analys av områden (i-v) för respektive AP-fond där Sjätte AP-fonden avhandlas först givet dess unika mandat med fokus på den illikvida tillgångsklassen noterade aktier. I slutet av respektive AP-fonds avsnitt följer bedömningar och noterbara observationer specifika för respektive AP-fond. Övergripande bedömningar, eller bedömningar som avser flertalet AP-fonder återfinns i huvudsak i avsnitt 7.
5. **Bedömningar, observationer och rekommendationer** följer till sist vilket är ett avsnitt som ämnar sammanfatta de huvudsakliga bedömningar vi gjort med utgångspunkt i ovan syfte.



I denna rapport inkluderas löpande figurer som ämnar illustrera många av de beskrivningar som kommenteras i text. För längre avsnitt inleds dessa med en kort sammanfattning i punktform (i form av en textbox) av de mest centrala poängerna eller beskrivningarna som avsnittet ämnar lyfta fram. Den angelägne läsaren rekommenderas därför läsa dessa textboxar tillsammans med granskande av de figurer som återfinns under respektive avsnitt. För återkommande och centrala begrepp hänvisas det till begreppslistan i avsnitt 9.

### 1.3 Avgränsning

Det saknas en universal definition för begreppet *alternativa investeringar*, dit majoriteten av både illikvida- och onoterade investeringar hänförs och kategoriseras. I lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) framgår att var och en av Första-Fjärde AP-fonderna får investera i illikvida tillgångar endast om fondens innehav av illikvida tillgångar vid investeringstillfället uppgår till högst 40 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar, inbegripet värdet av den aktuella investeringen. Med illikvida tillgångar avses tillgångar som inte är likvida, alltså härleds definitionen genom utslutning snarare än explicit kategorisering av vilka tillgångar som anses vara illikvida. I syfte att avgränsa detta arbetes fokusområde definieras härifrån (med undantag för avsnittet som belyser skillnader i alternativa och illikvida investeringar) illikvida investeringar enligt följande tillgångsklasser:

- i) Onoterade fastigheter: investeringar i värdepapper av onoterade fastighetsbolag
- ii) Infrastruktur: investeringar i onoterade infrastruktur tillgångar
- iii) Jordbruk, skog och andra naturtillgångar: investeringar i onoterade naturtillgångar
- iv) Onoterade aktier (eng: private equity): investeringar i onoterade aktier<sup>1</sup>
- v) Onoterade krediter (eng: private credit): investeringar i onoterade obligationer/skuldebrev

---

<sup>1</sup> Avser investeringar i onoterade aktier via fondstrukturer om ingenting annat anges explicit. I förtydligande syfte kan den engelska termen (eng: private equity) användas i figurer

## 2 Sammanfattning

### 2.1 Slutsatser och nyckelobservationer

#### 2.1.1 AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar

##### 2.1.1.1 Buffertfonderna (Första-Sjätte AP-fonderna)

- Vid utgången av 2023 motsvarade illikvida tillgångar 28% av det totala buffertfondkapitalet. Motsvarande siffra för Första-Fjärde AP-fonderna var 25% (se Figur 26).
- Den aggregerade fördelning av buffertkapitalets illikvida tillgångar över tillgångsklasser var vid utgången av 2023: 42% onoterade fastigheter, 36% onoterade aktier (eng: private equity), 12% infrastruktur, 7% skog & jordbruk och 3% onoterade krediter (se Figur 28).

##### 2.1.1.2 Första-Fjärde AP-fonderna

- Förändringar i APL 2019 respektive 2020 gav Första-Fjärde AP-fonderna vidgat mandat och handlingsutrymme att investera i illikvida tillgångar.
- Mellan 2018 till 2023 ökade andelen illikvida tillgångar som en andel av Första-Fjärde AP-fondernas totala kapital från 19% till 25% motsvarande en absolut ökning om 215 mdrSEK över perioden (se Figur 32).
  - Ökningen är främst driven av värdestegringar hänförligt i) onoterade fastighetsinnehav och ii) onoterade aktier via fonder (eng: private equity funds). Onoterade aktier via fonder har haft den högsta relativa värdestegringen medan de onoterade fastighetsinnehaven har bidragit mest till värdeökningen i absoluta tal.
  - Nettoinvesteringar har varit begränsade efter förändringarna, med undantag för Fjärde AP-fonden som nettoinvesterat primärt i infrastruktur tillgångar och Andra AP-fonden som investerat i hållbar infrastruktur, onoterade aktier via riskkapitalfonder samt onoterade krediter.
- Första-Fjärde AP-fonderna har ett fåtal illikvida fastighetsinnehav som utgör en relativt stor koncentration i deras respektive portföljer med avseende på i) motpart och ii) medinvesterare. Denna koncentration har växt över tid och var som högst under 2022 (se Figur 11).
- En majoritet av de illikvida tillgångarna för Första-, Tredje- och Fjärde AP-fonderna sker genom ägande via bolagsstrukturer där "närheten" till de underliggande innehaven generellt sett är större. Majoriteten av dessa tillgångar är baserade i Sverige. Andra AP-fonden skiljer sig något i detta hänseende med en större andel illikvida investeringar i fondstrukturer samt en väsentligt lägre exponering mot Sverige, vilket drivs av en stor andel investeringar i onoterade aktier (via fonder) samt mindre andel fastighetstillgångar i Sverige (se Figur 27).

##### 2.1.1.3 Sjätte AP-fonden

- Som en följd av den omfattande strategiförändring som skedde 2011 och vidareutvecklades 2020 styr Sjätte AP-fonden allokeringsfördelning gentemot i) typ av investering (fondinvestering kontra co-investering) samt ii) den så kallade mognadsgraden på fonderna. I slutet av 2023 var fördelningen: 44% buyout (fond), 38% buyout (co-investering), 14% venture/growth (fond) och 4% secondary (fond). Sedan 2015 har en successiv internationalisering av portföljen skett där exponeringen mot Norden minskat till förmån för framför allt övriga Europa men även USA (se Figur 34).

#### 2.1.1.4 Sjunde AP-fonden

- Sjunde AP-fonden står inför ett strategiskifte med avseende på allokering till illikvida tillgångar som en följd av dess utökade mandat 2023. Allokeringen till illikvida tillgångar ryms inom AP7 Aktiefond och utgjorde vid slutet av 2023 3,7% av det totala förvaltade kapitalet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. De illikvida tillgångarna har historiskt primärt varit hänförliga investeringar i noterade aktier via SMA<sup>2</sup>-strukturer (se Figur 72).

#### 2.1.2 Styrning, risker och riskhantering

- **Styrning följer av tillvägagångssätt:** AP-fondernas styrning av illikvida tillgångar är primärt en funktion av det tillvägagångssätt och den ägandeform de valt för att investera i de illikvida tillgångsklasserna. Bolagsstrukturer möjliggör i regel en mer direkt relation till underliggande tillgångar medan fondstrukturer leder till ett större avstånd och minskade möjligheter till direkt påverkan (se Figur 1). Med ökad närhet ställs större krav på intern riskhantering även om riskkontrollen kan anses öka, samtidigt som fler lager av kostnader kan undvikas vilket generellt leder till en lägre kostnadsbild (se Figur 6).
- **AP-fonderna är lämpade att ta illikviditetsrisk:** Finansiell risk i form av illikviditetsrisk (definierad som risken för att inte kunna sälja en tillgång snabbt utan att betydligt påverka dess pris) är den risk som investerare i illikvida tillgångar i huvudsak kan förvänta sig bli kompenserad för. AP-fonderna är väl lämpade att ta denna risk givet deras strukturella möjlighet att kunna vara långsiktiga investerare tack vare avsaknad av betydande åtaganden exempelvis kopplade till utformningen av skuldsida och åtagande (se avsnitt 5.4.1).
- **Långsiktig kapitalrisk är den verkliga risken med illikvida tillgångar:** Den överordnade verkliga risken med att investera i illikvida tillgångar är i sin natur långsiktig och avser risken att permanent förlora kapital – den så kallade kapitalrisken, och som en följd av detta, att inte kunna uppnå det långsiktiga avkastningsmålet som respektive fond satt. Kapitalrisken kan följa av realiserandet av ett flertal underliggande risker såsom exempelvis genomföranderisk och politisk risk (se avsnitt 5.4 för vidare definitioner). Av detta följer att kortsiktiga riskjusterade avkastningsmätt saknar relevans i sammanhanget och teoretiskt skulle kunna vara i konflikt med det av AP-fonderna satta långsiktiga avkastningsmålet. Detta med beaktande av risken för negativ påverkan på utgående pensioner, generationsneutralitet och säkerhetsställandet av pensionssystemets betalningsförmåga (se avsnitt 5.4.1).
- **Anseende- och genomföranderisk med konsekvenser för pensionssystemet:** De huvudsakliga riskerna som kan få betydande konsekvenser för pensionssystemet bedöms vara anseenderisker och genomföranderisker<sup>3</sup>. Anseenderisker kan leda till att allmänheten förlorar förtroende för pensionssystemet och genomföranderisker kan leda till permanent förlust av kapital (kapitalrisk) där variationen i avkastning generellt sett är större för illikvida tillgångar vilket innebär att det finns både fler goda och dåliga utfall vilket betonar vikten av genomförandet (se avsnitt 5.4.5).
- **Välfungerande organisation viktigaste styrmedlet:** Med bakgrund av ovan riskbild innebär god styrning av illikvida tillgångar ett säkerhetsställande av en tillräcklig och kompetent organisation där optimering av kostnader inte bör ske på avkall av en sådan styrning.
- **Ett fåtal centrala styrande verktyg:** Praktiskt sett tar god styrning och riskhantering sig uttryck i en väletablerad investerings-, uppföljnings- och avyttringsprocess där de mest centrala

<sup>2</sup> Separately Managed Accounts (SMA). Se avsnitt 4.3 för vidare definitioner

<sup>3</sup> Risken att undermåligt genomförande påverkar avkastningen negativt (se avsnitt 5.4.1 och 5.4.5 samt skillnader i variation i avkastning i avsnitt 4.4.4)

verktygen för att uppnå dessa bedöms vara: i) avtal, ii) påverkande forum (investeringskommittéer, styrelsemöten, LPACs<sup>4</sup>), iii) informella dialoger med samarbetspartners och/eller representanter för underliggande tillgångar.

### 2.1.3 Kostnader

#### 2.1.3.1 Kostnadernas omfattning

- **Höga kostnader bör ställas i relation till avkastning:** Det är dyrare att investera i illikvida tillgångar än likvida tillgångar. Kostnaderna för att investera i illikvida tillgångar bör dock alltid ställas i relation till avkastningen och resultat efter kostnader.
  - Investeringar via bolagsstrukturer är generellt sett förknippade med en lägre kostnad jämfört med fondstrukturer.
- **Onoterade aktier den dyraste tillgångsklassen:** Investeringar i onoterade aktier (via fondstrukturer) (eng: private equity) är generellt sett dyrare än andra illikvida tillgångsklasser.
  - Avgifter och prestationsbaserade ersättningar för onoterade aktier via fonder bedöms uppgå till mellan 3–6% av NAV per år för branschen i sin helhet.
  - AP-fondernas kostnader för investeringar i onoterade aktier via fonder bedöms ligga i det undre intervallet.

#### 2.1.3.2 Kostnadernas relation till styrning av AP-fondernas verksamhet

- **Interna kostnader och ersättningar är låga i förhållande till externa:** AP-fonderna genomsyras av ett kostnadseffektivt förhållningssätt vilket tar sig uttryck både i investeringsfilosofi och riskhanteringspolicy. Ibland sker detta med en till synes betydande uppmärksamhet från styrelse och ledning på synliga kostnader, vilka i relation till de delvis icke-synliga kostnaderna utgör en väsentligt mindre andel. Denna relation exemplifieras i Figur 17.
- **Höga externa kostnader och ersättningar kan vara motiverade:** Slutsatsen av ovan observation är dock ej att de icke-synliga kostnaderna som ett självändamål skall minimeras då en sådan metod skulle kunna leda till ökad, ovan nämnda, kapitalrisk. Kostnader, förväntad avkastning och beaktande av både finansiella och icke-finansiella risker bör i stället utvärderas holistiskt med förväntad avkastning efter kostnader som det huvudsakliga utvärderingskriteriet.
- **Begränsade organisationer för illikvida investeringar:** Det är anmärkningsvärt att antalet personer som arbetar med investeringar i illikvida tillgångar är ungefär densamma (6–7 personer per fond) för Första-Fjärde AP-fonderna och enbart uppgår till cirka 10% av personalstyrkan för respektive AP-fond. Motsvarande siffra för Sjätte AP-fonden är 14 personer. Dels skiljer sig det totala förvaltade illikvida kapitalet mellan fonderna (Första-Fjärde) men framför allt skiljer sig ägandeformen och antalet direktägda, och till storleken betydande, innehav. Som ett exempel kan Tredje AP-fonden jämföras med Första AP-fonden där vår bedömning är att båda organisationer bedöms som kostnadseffektiva, men att skillnader i antalet direktägda och till storleken betydande fastighetsinnehav samt olika tillvägagångssätt för att investera i onoterade aktier bör motivera större skillnader i antalet anställda. Första AP-fonden investerar i onoterade aktier via samarbetspartners (SMA) medan Tredje AP-fonden gör direkta fondutfästelser. Första AP-fonden har samtidigt tre, till storleken, betydande investeringar i onoterade fastighetsbolag medan Tredje AP-fonden har fem, i tillägg till större ägandeposter i andra bolagsstrukturer inom skog och infrastruktur. Slutsatsen av detta är dock

<sup>4</sup> LPAC = Limited partnership advisory committee. Se avsnitt 9 för vidare definitioner

ej att den ena AP-fonden bedöms vara mer kostnadseffektiv än den andra – i stället bör detta ses exemplifiera de relativt tunna organisationer som Första-Fjärde AP-fonderna har för förvaltning av illikvida tillgångar. Vår uppfattning är att ett betydande kostnadsfokus kan ge upphov till så kallade svansrisker<sup>5</sup> (eng: tail risks) hänförligt genomförande och uppföljning av investeringar i illikvida tillgångar, samt riskera begränsa utvärderingen av antalet intressanta investeringsmöjligheter som skulle kunna generera överavkastning till det svenska pensionssystemet (se Figur 29).

#### 2.1.3.3 Transparens och rapportering av kostnader

- **Stora skillnader i redovisning av kostnader:** Redovisningspraxis, ägandeform och ersättningsmodell ger upphov till skillnader i hur kostnader och ersättningar primärt hänförligt externt förvaltad kapital redovisas. Detta ger upphov till svårigheter vid jämförelser mellan likvida och illikvida marknader. Kostnader och ersättningar kan övergripande delas in i tre kategorier. Kostnader och ersättningar som:
  - i) dras av på ett nettoresultat (och därmed inte explicit redovisas)
  - ii) vars omfattning explicit tas upp i AP-fondernas resultaträkning
  - iii) dras av på nettoresultatet men redovisas i brödtext eller not i årsredovisningen

Till den förstnämnda kategorin tillhör prestationsbaserad ersättning hänförligt investeringar i onoterade tillgångar, ofta i form av så kallad vinstdelning (eng: carried interest). Till den andra kategorin tillhör förvaltningsavgifter (eng: management fee) för investeringar i fonder som investerar i underliggande likvida/noterade tillgångar. Till den tredje kategorin tillhör prestationsbaserad ersättning hänförligt investeringar i noterade tillgångar samt förvaltningsavgifter (eng: management fee) för investeringar i onoterade innehav (se Figur 16).

- **Kostnader bör ställas i relation till kapitalet de avser:** Sjätte AP-fonden periodiserar kostnader för extern fondförvaltning för investeringar i onoterade aktier. I dess årsredovisning redovisas även i brödtext och noter omfattningen av denna i relation till det totalt förvaltade fondkapitalet (NAV + kvarvarande utfästelser). Vår bedömning är att ett sådant tillvägagångssätt är föredömligt och att Första-Fjärde AP-fonderna bör överväga en sådan typ av redovisning med beaktande av materialitetsprincipen och den administrativa merkostnad som detta skulle innebära (se avsnitt 7.3.2).
- **Heltäckande uppföljning av vinstdelning saknas:** Andra-Sjätte AP-fonderna saknar heltäckande uppföljning av prestationsbaserad ersättning hänförligt investeringar i fondsstrukturer som investerar i illikvida innehav. Vår bedömning är att AP-fonderna bör fortsätta verka för kravställande på transparens gällande fondförvaltares rapportering och över tid (i takt med att heltäckande rapportering av vinstdelning åstadkoms) överväga att (via årsredovisningen) ge information om omfattningen av denna (se avsnitt 7.3.2).

#### 2.1.4 Marknadsvärdering

- **Liknande process för värdering:** Buffertfondernas övergripande process för värdering av illikvida tillgångar är i stort densamma även om hur värderingarna skall genomföras typiskt specificeras i investeringsavtal (se Figur 18).
- **Tillgångsklass och ägandeform avgör process och metod:** De värderingsmetoder som används är i regel inte AP-fonds specifika utan specifika för den underliggande tillgångsklassen. Ägandeform (bolagsstruktur vs. fondstruktur) kan även, tillsammans med tillgångsklasserna,

<sup>5</sup> Definierat som händelser som är osannolika men som kan ha en betydande påverkan om de inträffar

ge upphov till skillnader i värderingsmetod och värderingsfrekvens (se avsnitt 5.3 för en översikt).

- **Eftersläpande rapportering och värderingar avser främst fondstrukturer:** Eftersläpande rapportering av värderingar avser främst illikvida tillgångar i fondstrukturer vilka i huvudsak rapporteras med cirka 45 dagars fördröjning och därmed kommer in i AP-fondernas sammanställda resultat med en fördröjning om 90 dagar. Då värderingsfrekvensen för infrastruktur, andra reala tillgångar och investeringar i onoterade krediter via fonder typiskt sett sker årligen (mindre frekvent) kan även dessa värderingar innebära ett betydande inslag av eftersläpning. Dock fluktuerar värderingarna och antagandena bakom dessa generellt sett i mindre utsträckning vilket föranleder ett mindre behov av frekvent värdering (se avsnitt 5.3.2).
- **Implikationer och problematik av eftersläpande värderingar är i huvudsak begränsade för AP-fonderna:** Eftersläpande och icke-frekventa värderingar kan primärt vara problematiska i tre hänseenden: i) vid prissättning av flöden, ii) genom upphov till den så kallade "nämnanreeffekten" och efterföljande begränsningar kring nyinvesteringar, iii) genom att försvåra mätbarhet, utvärdering och ansvarstillskrivelse. För samtliga buffertfonder prissätts inte flöden i den bemärkelse att det finns behov av högfrekvent prissättning av utflöden till och från fonderna. Nämnanreeffekten kan ge upphov till en mindre effektiv förvaltning men den lagstadgade begränsningen om 40% illikvida tillgångar bedöms som väl tilltagen för att (förutom vid kraftiga marknadsrörelser) undvika denna effekt. Principiellt anser vi dock att denna typ av restriktion skulle kunna tas bort då denna kan leda till utebliven avkastning i de fall då en AP-fond bedömer att det finns goda investeringsmöjligheter, men på grund av restriktionen ej kan dra nytta av dessa. Försvårad mätbarhet och ansvarstillskrivelse är en implikation av icke-frekventa värderingar och bedöms som en sannolik konsekvens som följer av investeringar i illikvida tillgångar (se avsnitt 7.2).
- **Inte ändamålsenligt med väsentligt förändrad värderingsprocess:** Sammantaget är vår bedömning att det inte på goda grunder finns anledning till att väsentligt förändra processen för marknadsvärdering av illikvida tillgångar, exempelvis genom utmaning av externa värderingar eller genom att internalisera processen för värdering av dessa. Kostnaderna förknippade med ett sådant förfarande skulle sannolikt överstiga fördelarna där AP-fonderna generellt inte kan bedömas ha en bättre uppfattning om värdet på de underliggande tillgångarna än de av tredje part granskade värderingarna genomförda av underliggande bolag eller förvaltare (se avsnitt 7.3.1).

## 2.2 Övriga bedömningar och rekommendationer

- **Med högre koncentration bör högre transparens följa:** AP-fonderna bör genom ökad transparens förtydliga strategin och styrningen kring de större direktägda innehaven som utgör en betydande andel av respektive AP-fonds illikvida och totala portfölj. Med bakgrund av AP-fondernas större onoterade direktägda fastighetsinnehav, som över tid har kommit att utgöra en ökad koncentration (med avseende på motpart och medinvestorare), bör ökade krav avseende transparens följa. Fjärde AP-fonden har en separat policy för ägarstyrning medan de andra AP-fonderna i regel har en övergripande ägarstyrningspolicy som tar avstamp i de noterade tillgångarna. Vår bedömning är att upprättande och tillgängliggörande (exempelvis genom publicering på hemsida) av en separat ägarstyrningspolicy för illikvida (onoterade) tillgångar för Första-Fjärde AP-fonderna är att rekommendera. I tillägg till detta rekommenderar vi även att Första-Fjärde AP-fonderna ökar transparensen gällande styrningen av de till storleken betydande onoterade fastighetsinnehaven med tonvikt vid i) den långsiktiga investerings- och äganderationalen, ii) plan/resonemang kring eventuell diversifiering eller

koncentration med avseende på motpart och medinvestorare, iii) belysning av andra alternativ, iv) förväntat värdeskapande, v) resonemang kring ägandeperiod och eventuell avyttringsstrategi, vi) belysning av potentiella intressekonflikter och hantering av dessa (se avsnitt 5.1.1).

- **Begränsade resurser bör inte vara underlag för strategisk målbild:** Tredje- och Första AP-fonderna uttrycker tydligt en ambition om nyttjandet av dess komparativa fördelar/särdrag. En del av dessa särdrag tycks delvis ta avstamp i en förutsättning om begränsade resurser både vad gäller storlek på organisation och kompetens. Vår bedömning är att AP-fondernas målbild inte bör vara begränsad av vad de idag är, och att begränsade resurser i största möjliga mån inte skall utgöra en flaskhals för eftersträvd portfölj (se avsnitt 7.1.2).
- **Utvärdering av onoterade aktier kan vidareutvecklas:** Första-Tredje samt Sjunde AP-fonden utvärderar i huvudsak onoterade aktiers avkastning jämfört med breda publika jämförelseindex + 200–500 baspunkter. Dessa index är inte justerade för nämnda systematiska faktorer (se avsnitt 4.4.3) och kan ifrågasättas som de mest relevanta jämförelsemått. Vidare varierar hur explicit respektive fond är i sin rational bakom investeringar i onoterade aktier. Vår bedömning är att utvärdering av avkastning och rational för investeringar i onoterade aktier har potential att utvecklas (se avsnitt 7.4.1).

### 3 Placeringsregler

Nedanstående avsnitt sammanfattar viktiga delar av de placeringsregler som respektive fond behöver förhålla sig till. En central startpunkt är dock att det finns bestämmelser om Första-Fjärde AP-fonderna samt Sjunde AP-fonden i Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL). Sjätte AP-fonden regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. För Sjunde AP-fonden hänvisas även till bestämmelser (2004:46) om värdepappersfonder (LVF), som ska tillämpas för de fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden. De regler i LVF som ska tillämpas i Sjunde AP-fondens verksamhet avser framför allt informationsgivning, medan placeringsreglerna följer av APL. Nedan följer en sammanfattning av centrala bestämmelser som har bäring för hantering av illikvida tillgångar för respektive fond.

#### Första-Fjärde AP-fonderna

Första-Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Detta skall 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 1 januari 2019 ändrades lagstiftningen för Första-Fjärde AP-fonderna vilket innebar att hållbarhetskrav i förvaltningen framhålls samt att möjlighet för fonderna att investera i illikvida tillgångar ökade. Den 11 Mars 2020 beslutade Riksdagen även om nya placeringsregler för fonderna avseende flexibiliteten att allokera kapital till onoterade direktinvesteringar genom att en högsta rösträttsandel i ett riskkapitalföretag höjs från 30 till 35 procent samt med möjligheten för sådant riskkapitalföretag att även investera i illikvida krediter via fonder. I tillägg till detta möjliggjordes dessutom investeringar i onoterade bolag vid sidan av riskkapitalfonder som en AP-fond redan är investerad i, så kallade co-investeringar. Dessa förändringar trädde i kraft den 1 maj 2020.

Utvalda allmänna placeringsbestämmelser inkluderar följande:

- Syfte: Närings- eller ekonomiskpolitisk hänsyn ska inte tas i placeringsbesluten.
- Andel illikvida innehav: Högst 40 procent av fondens tillgångar får placeras i illikvida tillgångar. Den tidigare begränsningen om högst 5 procent onoterade tillgångar i portföljen har tagits bort. Begränsningen om 40 procent avser fondens innehav av illikvida tillgångar vid investeringstillfället inbegripet värdet av den aktuella investeringen. Skulle andelen överstiga 40% som en följd av marknadsrörelser i övriga portföljen finns därför inget krav på att illikvida tillgångar behöver säljas – dock får inte nyinvesteringar genomföras vid ett sådant tillfälle.
- Ägandeform: Första-Fjärde AP-fonderna får förvärva eller inneha aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES<sup>6</sup> bara genom: i) fonder, ii) fastighetsbolag, eller riskkapitalföretag.
- Operativt ansvar: Första-Fjärde AP-fonderna får 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.
- Röstetal: Högsta rösträttsandel i ett riskkapitalföretag uppgår till 35% där begränsningen inte omfattar fastighetsbolag där det inte finns några rösträttsandelsbegränsningar.
- Koncentration och exponering: Högst 10% av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
- Likviditet: Minst 20% av fondkapitalet ska vara placerat i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.

<sup>6</sup> Europeiska ekonomiska samarbetsområdet



#### Sjätte AP-fonden

Enligt lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden ska Sjätte AP-fonden, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, förvalta anförtrodda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden får placera i de medel som styrelsen förvaltar: i) i aktier i svenska och utländska aktiebolag, ii) i sådana konvertibler eller teckningsoptioner som utfärdats av svenska och utländska aktiebolag, iii) som riskkapital i svenska och utländska ekonomiska föreningar samt i andelar i svenska och utländska kommanditbolag.

Om det behövs för en tillfredsställande betalningsberedskap eller för att tillgodose kravet på ändamålsenlig förvaltning får fondmedel placeras hos Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag. I samma syfte får fondmedel placeras i statskuldväxlar, bankcertifikat, företagscertifikat samt andra värdepapper med hög likviditet, avsedda för den allmänna marknaden.

För att tillgodose ett tillfälligt penningbehov får Sjätte AP-fonden ta upp kredit hos en kreditinrättning eller hos Första - Fjärde AP-fonderna.

Av Sjätte AP-fondens totalt förvaltade kapital får högst 10 % vara utsatt för valutakursrisk.

#### Sjunde AP-fonden

I slutet av 2022 fick Sjunde AP-fonden ett utökat mandat<sup>7</sup> som började gälla 1 januari 2023, vilket innebär att AP7 i hög utsträckning har samma regelverk som övriga AP-fonder. De viktigaste förändringarna innebär att AP7 har möjlighet att investera 20 procent av fondbolagets förvaltade kapital i illikvida tillgångar. Förvaltningen ska, enligt APL, ske på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande samt att riktlinjer för placeringsverksamheten ska innehålla strategi för hur mål om föredömlighet ska uppnås. Dock ska en hållbar utveckling främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet för placeringsverksamheten. Sjunde AP-fondens placeringsregler följer i övrigt APL.

#### Viktiga definitioner

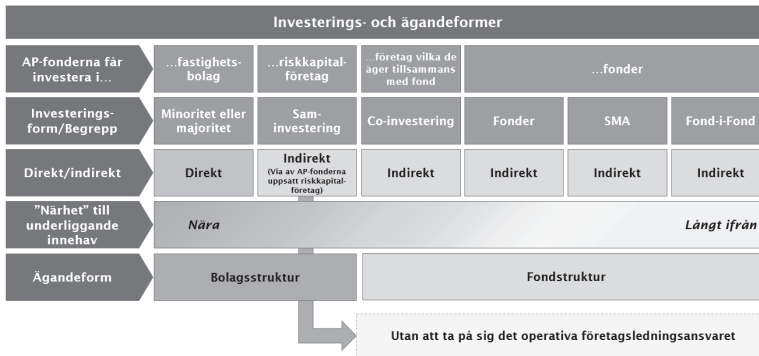
Figur 1 sammanfattar viktiga definitioner som följer med genom denna rapport. Direkta investeringar i underliggande bolag får enligt APL enbart genomföras för fastighetsbolag samt, sedan 1 maj 2020, i underliggande bolag/tillgångar som en fond, riskkapitalföretag eller fastighetsbolag också medinvesterat i – så kallad co-investering. Trots att en co-investering kan vara en direkt investering i lagens mening så är styrningen, riskkontrollen och ibland avgifterna för denna typ av investering mer att förknippa med en investering i en fondstruktur. Detta följer av att det i regel är den fond och dess ägare (som medinvesterar) som både har det operativa ansvaret och är den drivande parten i frågor rörande dessa områden. En co-investering struktureras ofta också i fondformat (med ett begränsat antal investerare) vilket betyder att den inte behöver vara en direkt investering per se. För investeringar i riskkapitalföretag som är uppsatta av AP-fonderna (ex: Polhem Infra och '4 to 1') är närheten och möjlighet till inflytandet i de underliggande bolagen generellt större vilket kan utövas exempelvis via styrelseplatser<sup>8</sup> (ej i underliggande bolag), deltagande i investeringskommitté- och/eller utskott. Majoritet eller minoritetsägande i onoterade fastighetsbolag och saminvesteringar omfattas härifrån under samlingsbegreppet **bolagsstrukturer**. De övriga investeringsformerna/begreppen co-investeringar, fonder, SMA<sup>9</sup> och fond-i-fonder omfattas härifrån under samlingsbegreppet **fondsstrukturer**.

<sup>7</sup> Förvaltsalternativet inom premiepensionen (Prop. 2021/22:280)

<sup>8</sup> Representanter från AP-fonderna kan ta styrelseplats i de riskkapitalföretag som bildats och därmed utöva mer inflytande över ledningen i riskkapitalföretag, och indirekt till den underliggande portföljen av bolag (i '4 to 1's fall Northvolt)

<sup>9</sup> Separately managed accounts

**Viktiga definitioner**



Figur 1: Viktiga definitioner

## 4 Utgångsläge

### 4.1 Likheter och skillnader mellan alternativa-, illikvida-, onoterade- och private equity-investeringar

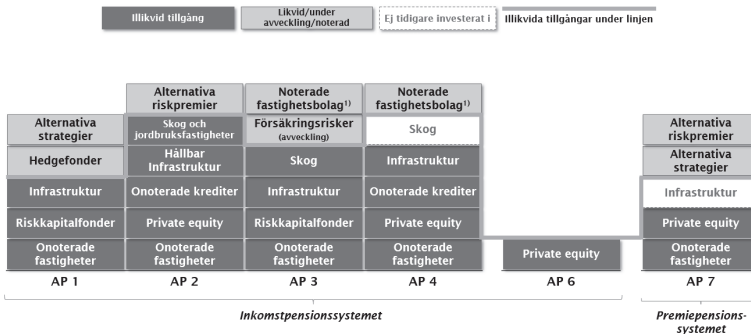
- Det saknas en universell definition av alternativa investeringar.
- Illikvida tillgångar kan betraktas som en delmängd av alternativa tillgångar. Onoterade aktier (eng: private equity) är i sin tur en tillgångsklass som är en delmängd av illikvida investeringar.
- Fokusområde för denna rapport är onoterade illikvida investeringar och omfattar de fem tillgångsklasserna: i) onoterade fastigheter, ii) infrastruktur, iii) jordbruk, skog och andra naturtillgångar, iv) onoterade aktier samt v) onoterade krediter.

AP-fondernas definitioner av vad som omfattar en illikvid investering är i stora drag liknande mellan de olika AP-fonderna. Dock skiljer sig den externa kommunikationen och beskrivningen något från år till år och mellan fond till fond, delvis som en funktion av vilka investeringsstrategier och tillgångsklasser som de investerat i historiskt. Figur 2 nedan illustrerar de primära tillgångsklasserna och/eller begreppen som respektive fond kommunicerar i sina årsredovisningar. Exempelvis åsyftar begreppet riskkapitalfond en illikvid tillgångsklass som rent teoretiskt kan innebära att en fond gör investeringar i både aktier, skuld<sup>10</sup> och infrastruktur men som ibland delas upp i begreppen onoterade aktier, onoterade krediter och infrastruktur beroende på kontext och/eller storlek på respektive AP-fonds innehav. Värt att notera är även att begrepp såsom alternativa strategier, alternativa riskpremier och hedgefonder typiskt faller in under begreppet alternativa investeringar men som i regel inte är illikvida då dessa strategier i huvudsak investerar i marknadsnoterade värdepapper med åtminstone daglig likviditet. I en del AP-fonders verksamhet finns även betydande innehav i noterade fastighetsbolag vilka är likvida i sin natur men som trots det faller in under den alternativa investeringsorganisationen på respektive fond<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Investeringar i onoterade obligationer/skuldebrev

<sup>11</sup> Fjärde AP-fonden ser inte noterade fastighetsbolag som en alternativ investering per se men de förvaltas organisatoriskt av ett team som heter 'Alternativa investeringar' som förvaltar tillgångsslaget Reala tillgångar, vilket enligt Fjärde AP-fonden omfattar onoterade och noterade fastigheter. Tredje AP-fondens noterade fastighetsinvesteringar som organisatoriskt hanteras av teamet 'Alternativa investeringar' avser det noterade fastighetsinnehavet Sagax

Översikt av AP-fondernas kommunikation av alternativa investeringar



Källa: Första-Sjunde AP-fonderna  
1) Fjärde AP-fonden ser inte noterade fastighetsbolag som en alternativ investering per se men den förvaltas organisatoriskt av teamet 'alternativa investeringar'. Tredje AP-fondens noterade fastighetsinvesteringar som organisatoriskt hanteras av teamet 'alternativa investeringar' avser det noterade fastighetsinnehavet Sagax

Figur 2: Översikt av AP-fondernas alternativa investeringar

De största globala marknaderna och de mest vanligt förekommande tillgångsslagen är publika aktier, räntebärande värdepapper/obligationer och likvida medel (kontanter) vilka ofta omnämns som traditionella investeringar. En bred definition av alternativa investeringar skulle då genom uteslutning omfatta alla investeringar och tillgångsslag som inte är traditionella. En sådan definition skulle dock vara alltför bred i kontexten av institutionellt förvaltad kapital då den exempelvis skulle kunna inkludera samlarföremål såsom frimärken eller konst vilket, inte minst på grund av praktiska skäl, faller utanför den typiska institutionella alternativa investeringen.

Alternativa investeringar genom en inkluderande definition innehåller både illikvida och likvida tillgångar, där likvida alternativa tillgångar ofta benämns i kontexten av mer sofistikerade investeringsstrategier med möjlighet till daglig likviditet. Detta kan exempelvis omfatta strategier som använder sig av derivat för att få exponering mot olika riskpremier exempelvis genom att ta både så kallade långa och korta positioner för att uppnå en absolut avkastning oavsett marknadsklimat, likt en del hedgefonder.

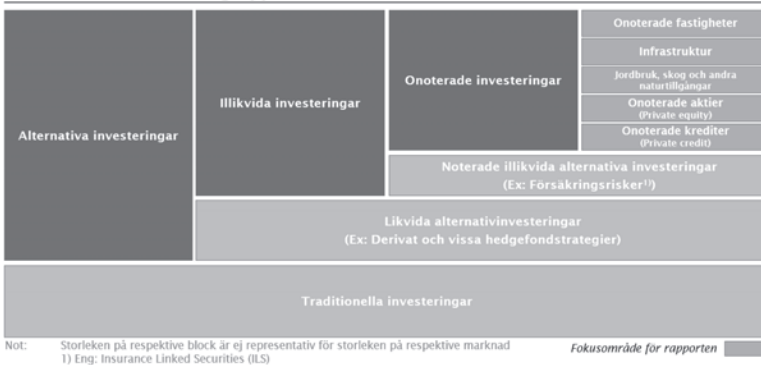
Illikvida tillgångar, som i huvudregel också är alternativa, omfattar i sin tur tillgångsklasser såsom onoterade fastighetsinnehav, onoterade aktier, onoterade krediter, infrastruktur och andra reala naturtillgångar såsom jordbruk och skog.

Illikvida alternativa tillgångar är också i de allra flesta fall onoterade även om det finns undantag som bekräftar regeln. Ett exempel är aktier som handlas på en handelsplats/börs men där köpare och säljare sällan interagerar och likviditeten med andra ord är begränsad/illikvid – ett konkret exempel inkluderar så kallade försäkringsrisker (eng: insurance linked securities). Likviditeten för traditionella investeringar kan också variera kraftigt beroende på marknadsklimat.

Trots att det finns undantag kan det vara användbart att schematiskt betrakta illikvida investeringar som en delmängd av alternativa investeringar. Dessutom är onoterade investeringar en delmängd av illikvida investeringar, och onoterade aktier en delmängd av onoterade investeringar. Detta illustreras i Figur 3.

Med bakgrund av den genom utslutande definitionen av illikvida tillgångar under avsnitt 6.1 i promemorian *Ändrade regler för Första-Fjärde AP-fonderna (Fi2017/02972/FPM)*, och som nämnts inledningsvis, definieras fortsatt illikvida tillgångar som i) onoterade innehav i fastigheter, ii) infrastruktur, iii) jordbruk, skog och andra naturtillgångar samt iv) onoterade aktier och v) onoterade krediter. Figur 3 nedan illustrerar en schematisk översikt av alternativa-, illikvida- och onoterade investeringar.

**Schematisk översikt - Begreppskarta**



Figur 3: Begreppskarta

**4.2 Illikvida tillgångars framväxande roll i institutionella investeringsportföljer**

- Mängden kapital allokerat till illikvida tillgångar har växt kraftigt under de senaste decennierna och utgör idag en större andel av institutionella investeringsportföljer jämfört med historiskt. Detta följer dels av institutionella investerares förändrade uppfattning om framtida förväntad avkastning.
- Aktivt ägande och långsiktighet karakteriserar illikvida tillgångar.
- Onoterade aktier står för en betydande andel av den totala illikvida marknaden för fondstrukturer. Den genomsnittliga onoterade aktieinvesteringen är dock betydligt mindre än dess noterade motpart.

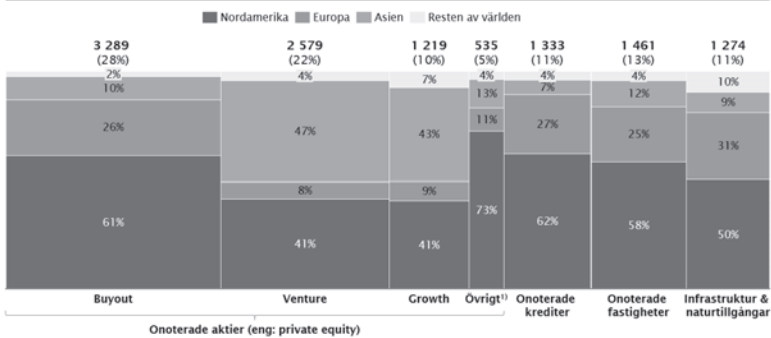
Illikvida tillgångar har under de senaste decennierna blivit en alltmer framträdande kategori både som en större andel av det globala finansiella systemet och som andel av institutionella investerares portföljer. Illikvida tillgångar omnämns ofta i relation till vad som kallas den privata- eller onoterade kapitalmarknaden. Mellan 2017 och 2022 växte de privata marknaderna med en årlig tillväxt om 18% och utgjorde år 2022 cirka 11 700 miljarder USD där onoterade aktier (eng: private equity) utgjorde cirka 65% av den totala privata marknaden<sup>12</sup> vilket illustreras i Figur 4.<sup>13</sup> Tillväxten sträcker sig dock längre tillbaka där onoterade aktier växt som tillgångsklass både i absoluta tal och relativt den noterade marknaden vilket illustreras i Figur 5. Under samma period har tillväxten av det totala antalet publika

<sup>12</sup> Baserat på fondstrukturer. Direkta investeringar i fastigheter ingår exempelvis inte i denna definition

<sup>13</sup> McKinsey (2023)

företag avstannat eller till och med sjunkit i vissa delar av världen.<sup>14</sup> Under 2021 utgjorde affärer mellan privata aktörer mer än 70% av både antalet transaktioner och det aggregerade värdet av totala genomförda transaktioner globalt.<sup>15</sup> Trots tillväxten och det aggregerade värdet för transaktioner är den genomsnittliga transaktionen för onoterade aktier relativt liten i förhållande till de publika marknaderna. Medianvärdet för en onoterad aktietransaktion är endast aningen större än medianen för storleken på globala noterade mikrobolag och enbart en tredjedel av medianvärdet i ett brett globalt aktieindex för noterade aktiebolag, vilket illustreras i Figur 5.

**Totalt förvaltad fondkapital onoterade marknader, H1 2022, mdrUSD**



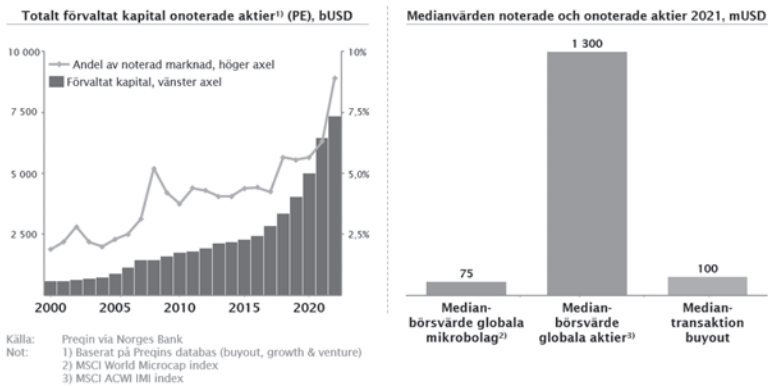
Källa: Preqin via McKinsey  
Not: 1) Fonder och fond-i-fonder utan specificerad strategi

Figur 4: Totalt förvaltad kapital på onoterade marknader

Trots att det finns ett brett spektrum av möjliga förklaringar till varför de privata marknaderna växt kraftigt, däribland lågräntemiljö och investerares sökande efter avkastning (eng: reach-for-yield), är investerares förändrade uppfattning av illikvida tillgångar sannolikt en del av förklaringen. Detta påvisas av Begeau et al. (2023) som finner att investerares uppfattning om framtida förväntad avkastning för alternativa tillgångar är den huvudsakliga anledningen för den kraftiga tillväxten.

<sup>14</sup> KKR (2023)  
<sup>15</sup> Norges Bank (2023)

**Översikt av totalt förvalt kapital och medianvärden för onoterade och noterade aktier**



Figur 5: Förvalt onoterat kapital och medianvärden för olika bolag

För investeringar i fastigheter har den långa perioden av fallande räntor drivit upp värdet på tillgångarna, men motivationen bakom ytterligare investeringar i tillgångsklassen har åtminstone delvis varit driven av den långvariga tron om fastigheters inflationskyddande karaktäristik.

Infrastruktur som investering har över tid utvecklats som svar på rådande makrotrender såsom ökade ansträngningar för att minska koldioxidutsläppen och institutioners ökade ansvarstagande för att driva ESG initiativ. Alternativ ren energi baserad på förnybara energikällor såsom exempelvis geotermisk, solenergi, vatten- och vindkraft har fått en mer framträdande roll jämfört med traditionell energi. Infrastrukturens inflationskyddande karaktär genom dess reala kassaflöden och därav dess ibland låga korrelation i förhållande till aktie- och räntemarknader har, tillsammans med hållbarhetsrelaterade möjligheter, drivit institutionella investerares ökade aptit för tillgångsklassen.

För onoterade krediter (eng: private credit) har ökade kapitalkrav för banker under de senaste två decennierna öppnat upp konkurrenslandskapet och lett till framväxten av en bredare produktflora av alternativa kreditinstrument med exponering mot olika segment och delar av kapitalstrukturen för onoterade företag, vilket föranlett ett ökat intresse för tillgångsklassen.

Gemensamma drag för ovan illikvida tillgångsklasser, vilket differentierar dem jämfört med de likvida marknaderna är som följer:

- Föremål för aktiva investeringsstrategier vilket innefattar betydande initialt arbete med utvärdering (eng: due diligence), samt framtagande- och kontinuerlig utvärdering och genomförande av värdeskapande initiativ under ägandefasen.
- Långsiktighet med i regel långa innehavsperioder för att kunna realisera värdeskapandeplaner.
- Beroende på ägandestruktur och tillgångsklass, i högre utsträckning paketerade i fondformat med en begränsad livstid och annorlunda kompensationsstruktur och incitamentsmodell jämfört med noterade fonder.

För ovan tillgångsklasser är dess diversifierande och ibland förväntade högavkastande karaktär och/eller koppling till reala kassaflöden en gemensam motivation bakom dess framväxande roll i institutionella portföljer (se avsnitt 4.2 för närmare beskrivning).

### 4.3 Tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar

- Möjligheterna kring styrning, riskhantering samt kostnadsnivåer följer i stort av vilket tillvägagångssätt som valts för att investera i illikvida tillgångar
- Investeringar i bolagsstrukturer ställer i regel högre krav på AP-fondernas interna organisation, dock samtidigt med ökade möjligheter till ett aktivt kontrollerande av risker. Dessa investeringar är generellt sett förknippade med en lägre kostnad/avgift
- Investeringar i fondstrukturer innebär en högre grad av till extern part delegerat mandat för investeringar i illikvida tillgångar även om det finns möjligheter att skräddarsy vilka aktiviteter som utförs av extern part kontra respektive AP-fond

Det finns ett flertal olika tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar – alla med sina för- och nackdelar. Dessa medför olika grader av:

- i) krav på den interna organisationen, inte minst med avseende på uppbyggnad av intern kompetens och styrning
- ii) riskkontroll samt
- iii) externa kostnader och avgifter

Institutionella investerare använder ofta en kombination av olika tillvägagångssätt för att skapa en fördelaktig sammansättning av en illikvid portfölj. Figur 6 visar en översikt av sex olika tillvägagångssätt för AP-fonderna att investera i illikvida tillgångar.

#### Investering i fastighetsbolag

Genom direkta majoritet- eller minoritetsinvesteringar i fastighetsbolag kan institutionella investerare utöva hög grad av kontroll och inflytande över bolaget och dess utveckling. Dessa investeringar ställer större krav på förmåga i den egna interna organisationen och löpande kompetensförsörjning jämfört med andra tillvägagångssätt då ansvaret ofta innefattar hela processen från att identifiera affärsmöjligheten till kontinuerligt värdeskapande, säkerhetsställande av lämplig kompetens, optimering av kapitalstruktur och eventuell avyttring. Ett exempel på en av AP-fonderna genomförd majoritetsinvestering är Tredje AP-fondens innehav i fastighetsbolaget Trophi som är helägt.

#### Saminvestering

Minoritetinvestering i onoterade företag tillsammans med andra investerare som i regel delar investeringsfilosofi och målbild med innehavet. Det innebär ofta möjlighet till stort inflytande och aktiv roll i bolagsstyrningen via exempelvis styrelseplats eller deltagande i investeringskommitté-/utskott. Investering struktureras typiskt sett genom att en AP-fond sätter upp ett, i lagens mening så kallade riskkapitalföretag, och regleras via aktieägaravtal/investeringsavtal. Första-Fjärde AP-fonderna har flera aktiva saminvesteringar, både med varandra och externa aktörer. Ägarformen möjliggör ett sätt för AP-fonderna att komma närmare investeringsbeslut och förvaltning, utan att behöva ta på sig det operativa företagsledningsansvaret. Ett exempel är saminvestering i Polhem Infra, ett riskkapitalföretag som investerar i hållbar infrastruktur och ägs gemensamt av Första-, Tredje- och Fjärde AP-fonderna.

#### Fondinvestering

En fondinvestering sker genom att en institutionell investerare tillsammans med andra investerare (eng: limited partners eller LPs) utfäster ett belopp som betalas ut till en fond antingen direkt eller över tid i takt med att fondmedel, på uppdrag av förvaltaren (eng: General partner eller GP) investerar pengarna i underliggande tillgångar. I takt med att fonden över tid sedan avyttrar de tillgångar som tidigare förvärvats (förhoppningsvis till ett högre värde) distribueras kapital tillbaka till investerarna.



Exempel på detta är Sjätte AP-fonden som investerat i en fond som förvaltas av riskkapitalförvaltaren Nordic Capital, vilket innebär att Sjätte AP-fonden är LP och Nordic Capital är GP. Inom ramen för fondutfästelsen allokera Sjätte AP-fonden kapital till Nordic Capital som förvärvar och utvecklar underliggande bolag. Efter en tidsperiod säljs fondinnehaven vidare och kapital distribueras tillbaka till Sjätte AP-fonden och andra LPs.

Fondinvesteringar sker typiskt sett i slutna fonder (eng: closed-end funds) vilket innebär att timing och omfattning av kapitaldistributionen tillbaka till investerarna till stor del bestäms av GPs. Därmed är det långsiktiga engagemang som kan ta upp till mellan 10–15 år innan allt kapital är återfört till investerarna, även om det finns möjlighet att sälja aktiva fondutfästelser under fondens livstid till tredje part i andrahandsmarknaden (eng: secondary markets).

#### Co-investeringar

En LP investerar i en enskild tillgång genom att allokera kapital till en GP för att genomföra en bestämd transaktion. LP har typiskt sett en begränsad tid att analysera transaktionsunderlaget för att besluta om eventuell investering. Co-investeringar sker typiskt sett som del av existerande relation med fondförvaltare där LP har pågående fondinvesteringar. GP är fortsatt ansvarig för att driva värdeskapandet i den förvärvade tillgången och co-investeringar förvaltas därmed som regel på samma sätt som fondinvesteringar, alltså genom att förvaltaren (GP) har ett diskretionärt mandat och tar beslut åt LPs vägnar. Ett exempel på detta är att Sjätte AP-fonden deltagit i flera co-investeringar med riskkapitalföretaget EQT, där EQT agerar som GP, och tillsammans investerar de i bolag under likvärdiga villkor.

#### "Separately Managed Account" (SMA)

En LP har en separat kontostruktur hos en GP som förvaltar kapitalet enligt en mer skräddarsydd överenskommelse. Därmed kan investeringarna anpassas till den specifika investeraren och dennes preferenser i högre grad än vid deltagande i en fondinvestering. Portföljen kan exempelvis bestå av direktinvesteringar i onoterade bolag, co-investeringar eller andra innehavsmodeller och LPs kan till stor del välja vilken omfattning mandatet ska innehålla<sup>16</sup>. Kostnadsnivåer för ett SMA kan variera kraftigt bland annat beroende på storleken på det kapitalet som tillsätts men generellt sett är den totala kostnaden för SMA lägre än fond-i-fond investeringar men högre än fond- och co-investeringar. Första- och Sjunde AP-fondens nuvarande investeringar i onoterade aktier följer en SMA struktur.

#### Fond-i-fond

Fond-i-fond innebär att en LP allokera kapital till en fond-i-fond-förvaltare som i sin tur hittar och väljer ut relevanta fondinvesteringar/GPs vilka i sin tur investerar i de onoterade tillgångarna. Genom en fond-i-fond (FiF) får en LP generellt sett enklare tillgång till en bredare diversifiering i sin portfölj jämfört med fondinvesteringar eller direkta investeringar i onoterade bolag. FiF-förvaltaren ansvarar för hela investeringsprocessen med avseende på samtliga delmoment inklusive exempelvis urval av investeringar, due diligence, investeringsbeslut och monitorering.

Eftersom att FiF innefattar en ytterligare aktör mellan LP och GP är insynen och möjligheten att påverka de underliggande tillgångarna generellt sett lägre och avgifterna i regel högre än vad som gäller för andra investeringsmodeller. Med avseende på riskkontroll kan en god sådan uppnås via professionella samarbetspartners, vilket betonar vikten av noggrant urval och utvärdering av dessa. Som en följd av en mindre närhet till de underliggande tillgångarna kvarstår dock generellt sett en lägre grad av aktiv riskkontroll efter genomförd investering. Den primära uppgiften för den institutionella investeraren är

<sup>16</sup> Se Figur 7 för en illustration av exempel av övergripande aktiviteter mandatet kan omfatta

således att välja förstklassiga FiF-förvaltare. Med undantag för Sjätte AP-fonden som investerar i fond-i-fonder för att få exponering mot den så kallade andrahandsmarknaden (eng: secondaries), så investerar i dagsläget ingen av AP-fonderna i någon betydande omfattning i fond-i-fonder. Historiskt sett så har dock Sjunde AP-fonden gjort detta.

Alternativa investeringsstrukturer (eng: alternative vehicles)

Utöver ovanstående tillvägagångssätt tar Lerner et al (2022) upp den kraftiga tillväxten av alternativa investeringsstrukturer/plattformar som stod för i närheten av 40% av utfäst kapital inom onoterade aktier under 2017. Dessa alternativa strukturer har växt parallellt med de traditionella monolitiska strukturerna som GPs ofta erbjudit investerare historiskt. Dessa inkluderar i regel skräddarsydda upplägg avseende exempelvis co-investeringsmöjligheter, fondstrukturer och ibland avgifter, som sätts upp parallellt till en GPs huvudsakliga fond (eng: main fund). Som betonas i Lerner et al (2020) underpresterar dessa plattformar som grupp GPs huvudsakliga fonder men LPs med tidigare goda resultat som investerar i dessa typer av strukturer erhåller dock en högre avkastning än den genomsnittliga fonden, vilket reflekteras av en förhandlingsprocess mellan LP och GP där en mer "attraktiv" LP (typiskt sett pensionsfonder, försäkringsbolag eller liknande) också i genomsnitt erhåller mer fördelaktiga villkor (ofta tillsammans med en mer attraktiv/i genomsnitt bättre presterande GP). I detta sammanhang kan Tredje AP-fondens under 2023 annonserade partnerskap med Wafra Inc i samband med skapandet av plattformen Covalent nämnas (se avsnitt 6.5.1) samt Sjunde AP-fondens investering i HPGS (se avsnitt 6.7.1).

En översikt över tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar finns i Figur 6.

## Tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar

Modell	Organisation	Exempel	Beskrivning	Internkrav	Risik kontroll	Avgifter
<b>Fastighetsinvestering</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Direkt ägande i underliggande fastighetsbolag</li> <li>■ Kan ske i majoritet eller tillsammans med likasinnade investerare och förvaltare</li> </ul>	6	6	1	
<b>Saminvestering</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Investering i ägarbolag/risik kapitalföretag tillsammans med andra investerare medan opererande ägarbolag kan ske med eller utan extern förvaltare</li> </ul>	5	5	2	
<b>Fondinvestering</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ LP allokerar kapital till en fondstruktur hos en CP som sedan investerar i enskilda företag</li> <li>■ Vanligen fullt diskretionärt mandat för fondförvaltaren</li> </ul>	3	2	4	
<b>Co-investering</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ LP allokerar kapital till en CP för att genomföra en specifik transaktion</li> <li>■ Sker vanligtvis utöver befristat ändradagande och till lägre avgifter</li> <li>■ Kan ske med eller utan andra investerare</li> </ul>	4	4	(3) <sup>3)</sup>	
<b>Fondstruktur</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ LP har en separat kontostruktur hos en CP som förvaltas av PE-fondförvaltare</li> <li>■ Investeringar kan till högre grad anpassas till LPs preferenser jämfört med fondinvestering eller fond-i-fond</li> </ul>	2	3	5	
<b>Fond-i-fond investering</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ LP allokerar kapital till en extern förvaltare som fördelar kapitalet till flera underliggande fonder (fondinvesteringar)</li> <li>■ LP förlitar sig på förvaltarens kunskap att välja högkvalitativa fondinvesteringar</li> </ul>	1	1	6	

Not: 1) Separately managed account. Avgifter varierar beroende på storlek av förvaltad kapital  
2) Sjunde AP-fonden har historiskt investerat i fond-i-fonder. I dagsläget utgörs investeringarna i onoterade aktier SMA-strukturer  
3) Co-investering kan ibland vara föremål för lägre avgifter än både fastighets- och saminvesteringar

Figur 6: Tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar

#### Krav på intern organisation

Kraven på den interna organisationen varierar betydligt beroende på tillvägagångssättet, arbetssätt och dess koppling till graden av internalisering i modellen. En av de mest avgörande faktorerna för framgångsrika investeringar i fondstrukturer är att identifiera, utvärdera och välja rätt förvaltare. Fond-i-fonder och Separate Managed Accounts (SMA) innebär till större del att outsourca moment för att investera i illikvida tillgångar och dessa tillvägagångssätt har därmed minst långtgående krav på den interna organisationens omfattning och uppbyggnad av kompetens. Sådan kompetens är avseende aspekter såsom investeringsplanering, urval (eng: screening), förhandlingar, juridik och värdering som i större utsträckning läggs på en tredje part för dessa tillvägagångssätt. Dock kvarstår krav på att ha förmåga och resurser för löpande uppföljning och kontroll. För fond-i-fonder är den primära uppgiften för en LP att identifiera ett fåtal förvaltare av fond-i-fonder.

Fondinvesteringar ställer mer långtgående krav på den interna organisationen och där LP själv ansvarar för diversifieringen mellan olika fondförvaltare, ett tillvägagångssätt som medför ett mer omfattande och resurskrävande arbetssätt. En LP ges ofta möjlighet till co-investeringar som en del av relationen med befintliga GPs. För att genomföra co-investeringar krävs bland annat kompetens, förmåga och kapacitet att analysera investeringsunderlag som erhålls från GP under en begränsad tidsperiod vilket ställer större krav på den interna organisationen.

#### Risikkontroll

Samtliga tillvägagångssätt innebär exponering mot både finansiella och icke-finansiella risker, men metoderna för att identifiera och hantera dessa risker varierar mellan de olika tillvägagångssätten.

På en övergripande nivå finns en koppling mellan kraven på den interna organisationen och risikkontroll, där investeringar via bolagsstruktur innebär både högre internkrav och större kontroll över riskerna. I dessa modeller har LP ett mer direkt inflytande över de direktägda bolagen, vilket ökar graden av risikkontroll men därmed också behovet av aktiv riskhantering. Vid investeringsbeslutet krävs att hänsyn tas till flertalet riskaspekter, där styrningen under ägandefasen ofta utövas genom aktivt styrelsearbete (för investeringar bolagsstrukturer).

I investeringar i fondsstrukturer har den institutionella investeraren primärt kontroll över risker relaterade till relationen med GPs och/eller fond-i-fonder vilken kan hanteras genom noga urval och nära samarbete med pålitliga aktörer, vilka i sin tur har ägandeskap över riskerna på underliggande tillgångsnivå. Vid co-investeringar har LPs möjlighet att hantera risker i samband med investeringsbeslutet men har begränsad kontroll under ägandeperioden. Vid investeringsbeslutet kan exempelvis risker motverkas genom exkludering av bolag, samarbete med pålitliga partners och utformning av avtal. Fondinvesteringar och co-investeringar möjliggör, till skillnad från SMA och fond-i-fond strukturer, en mer aktiv styrning och påverkan av GPs/fonderna på teman såsom exempelvis transparens, standardisering, kostnadsbild, hållbarhet och övergripande rapportering.

#### Avgifter

Avgifter och kostnader förknippat med investeringar i illikvida tillgångar kan variera kraftigt beroende på illikvid tillgångsklass, tillvägagångssätt och avtalsförhandlingar. Generellt gäller dock att de totala externa kostnaderna och avgifterna minskar som en funktion av graden av internalisering av förvaltningen. Med andra ord kan typiskt sett en lägre kostnadsprocent uppnås genom att ta hem en så stor del som möjligt av förvaltningen. Detta exemplifieras delvis genom flertalet externa avgifter (ibland i flera lager) som kan förknippas med extern förvaltning, samt av det faktum att relativt få individer och kostnader kan hänföras till förvaltningen av de större fastighetsinnehaven som återfinns i flertalet AP-fonder, vilket gör förvaltningsmodellen väldigt kostnadseffektiv. Dock finns även

kostnader förknippade med förvaltningen av direktägda fastighetsbolag som tas upp i de underliggande bolagen. Viktigt att poängtera i sammanhanget är att kostnader alltid bör ses i ljuset av andra för- och nackdelar, risker, utmaningar och möjligheter som en högre grad av intern förvaltning innebär. Avgifter och verkliga kostnader diskuteras närmare i detalj i avsnitt 5.2.

AP-fondernas tillvägagångssätt för att investera i onoterade aktier

Figur 7 visar på en översikt för AP-fondernas tillvägagångssätt för att investera i onoterade aktier (eng. private equity). Gemensamt för samtliga AP-fonder är att de investerar indirekt i tillgångsklassen via fonder eller med samarbetspartners via SMA-strukturer. För en mer detaljerad beskrivning och analys av styrningen av investeringarna i tillgångsklassen refereras till avsnitt 6 som behandlar AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar. Som illustreras i Figur 7 finns fyra övergripande tillvägagångssätt som alla är indirekta men involverar olika grader av outsourcing där Sjunde AP-fonden kan sägas ha den mest outsourcade modellen medan Sjätte AP-fonden är på den andra sidan av spektrumet. Detta återspeglas i regel också av de interna organisationer som respektive AP-fond har, där en mer outsourcad modell generellt motiverar en mindre intern arbetsstyrka. Som kan noteras i Figur 6 faller Första- och Sjunde AP-fondens tillvägagångssätt övergripande in i SMA kategorin men Figur 7 visar på en mer detaljerad nedbrytning av vilka aktiviteter som respektive AP-fond är involverad i.

Ett fullt outsourcat diskretionärt mandat är typiskt förknippat med SMA- eller FIF-struktur där samtliga aktiviteter i Figur 7 då läggs ut på externt mandat. Ingen av AP-fonderna har dock i dagsläget en sådan struktur, vilket visar på nyanser i graden av outsourcing genom vilka aktiviteter som väljs genomförs in-house. Detta ämnar Figur 7 fånga.

#### AP-fondernas tillvägagångssätt för att investera i private equity

AP-fond	Tillvägagångssätt	Aktiviteter						Samarbetspartners (exempel)	Grad av outsourcing
		Portföljkonstruktion och allokering	Sourcing	Investerings DD	Operationell & legal DD	Monitorering & rapportering	Juridik / back-office / admin		
Sjunde	Närmast full outsourcing (SMA <sup>1)</sup> )	Sjunde	Partner					<ul style="list-style-type: none"> <li>HarbourVest</li> <li>Hamilton Lane</li> <li>LGT</li> </ul>	Hög
Första	Partnerskapsmodell (SMA <sup>1)</sup> )	Första		Partner				<ul style="list-style-type: none"> <li>Hamilton Lane m.fl.</li> </ul>	
Andra, Tredje och Fjärde	Fondinvesteringar	Andra <sup>2)</sup> , Tredje och Fjärde						<ul style="list-style-type: none"> <li>Nordic Trustee</li> <li>Nationella och globala advokatfirmor</li> </ul>	
Sjätte	Fond- och co-investeringar	Sjätte						<ul style="list-style-type: none"> <li>Nationella och globala advokatfirmor</li> </ul>	Låg

Källa: AP-fonderna, Arkwright analys  
1) Separately managed accounts  
2) Andra AP-fonden har gjort enstaka co-investeringar av opportunistisk karaktär men har ingen utarbetad strategi för detta

Figur 7: AP-fondernas tillvägagångssätt för att investera i private equity

#### 4.4 Beskrivning av målsättning med innehav i illikvida tillgångar

- Högre riskjusterad total avkastning är en övergripande målsättningen med att investera i illikvida tillgångar.
- Infrastruktur, skog & jordbruk andra reala tillgångar ger exponering mot reala kassaflöden med partiellt inflationskydd samt med ibland låg korrelation, och en därmed diversifierande effekt för en portfölj i sin helhet.
- Rationalen och målsättningen med att investera i onoterade aktier kan skilja sig beroende på synen på onoterade aktier som ett tillgångsslag.
- Skillnader i variationen av avkastning/utfall är högre för illikvida tillgångar (speciellt för onoterade aktier) jämfört med likvida tillgångsklasser.

Den övergripande målsättningen med innehav i illikvida tillgångar är att skapa en högre riskjusterad avkastning än vad som kunnat åstadkommas utan möjligheten att investera i illikvida tillgångar. Detta innebär att en total portfölj kan konstrueras som antingen i) ger samma avkastning till lägre risk, ii) en högre avkastning till samma risk, alternativt en kombination av de två. Dock uppvisar respektive illikvid tillgångsklass olika karaktäristika som kan ge varierande önskvärda effekter till en portfölj i sin helhet. Detta avsnitt<sup>17</sup> (4.4) diskuterar först respektive tillgångsklass karaktäristika och nytta som en del av en bredare portfölj. Avseende tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity) ges en fördjupad belysning avseende viktiga frågeställningar som en institutionell investerare kan och bör resonera kring vid utvärderingen av en allokering till den privata/onoterade aktiemarknaden kontra den noterade marknaden. En belysning av skillnader i variation av avkastning/utfall mellan olika tillgångsklasser följer sedan. Avslutningsvis diskuteras kort hur målsättningen med illikvida tillgångar skiljer sig mellan de olika AP-fonderna - givet deras olika mandat.

##### 4.4.1 Onoterade fastigheter

Exponering mot fastigheter (oavsett om det är via noterade eller onoterade bolag) erbjuder investerare stabil inkomst, låg korrelation med traditionella tillgångar och ett partiellt skydd mot inflation på sikt. Onoterade fastigheter uppvisar typiskt sett lägre korrelation med den publika aktiemarknaden än noterade fastighetsbolag. Det finns dock litteratur som ifrågasätter denna lägre korrelation och som menar på att det likväl går att uppnå onoterade fastighetsbolags karaktär avseende risk och avkastning genom investeringar i noterade fastighetsbolag (så kallade REITs<sup>18</sup>). Marknaden för enskilda fastighetstransaktioner kan ibland karaktäriseras som ineffektiv med begränsad information vilket kan ge upphov till opportunistiska möjligheter vid tid till annan. Onoterade fastigheter genom direkt ägande kan vara fördelaktigt med avseende på ökad kontroll och insyn samt möjlighet till relativt låga kostnader för förvaltning. Ytterligare fördelar med en direkt ägarform är att AP-fondernas särställning som en förlängning av svenska staten möjliggör en låg finansieringskostnad för de underliggande fastighetsinnehaven. I tillägg till detta står fastighetssektorn för en betydande andel av koldioxidutsläppen världen över, där ett direktäggande med möjlighet att utöva mer aktiv styrning potentiellt ger möjlighet för en investerare att accelerera dess hållbarhetsagenda.

<sup>17</sup> Detta avsnitt ämnar ge läsaren en förståelse för respektive tillgångsklass generella karaktäristik. Respektive AP-fonds syn och målsättning för investering i respektive tillgångsklass kan skilja sig och eventuella skillnader lyfts fram när tillbörligt i de specifika AP-fonds avsnitten (se avsnitt 6)

<sup>18</sup> Real Estate Investment Trusts, Ilmanen et al. (2019)

#### 4.4.2 Infrastruktur och andra reala tillgångar

Infrastruktur tillgångar är ofta att betrakta som naturliga monopol och kännetecknas därmed ofta av: i) stabil kundbas, ii) höga inträdesbarriärer, iii) tillgångar med lång livslängd och ett förutsägbart investeringsbehov, iv) låg efterfråge-elasticitet samt v) regleringsbestämda och inflationskyddade kassaflöden med ofta höga utdelningar. I Sverige och i andra delar av världen är det inte ovanligt med infrastruktur som är eftersatt och föråldrad, och därmed i behov av renovering. Dessa karakteristiska innebär typiskt sett att avkastningen för infrastruktur tillgångar inte är avhängd den övergripande ekonomiska cykeln i samma utsträckning som exempelvis aktier och krediter. Detta gör att inkludering av infrastruktur uppvisar goda diversifieringsmöjligheter som en del av en större portfölj. Även här finns möjligheter att ta en mer aktiv roll i hållbarhetsarbete genom ett direkt ägande.

Andra reall tillgångar såsom skog och jordbruk uppvisar liknande karaktäristika som infrastruktur och fastigheter med eftersökta stabila kassaflöden och inflationskyddande egenskaper med låg korrelation till övrig ekonomi vilket kan bidra till en högre riskjusterad avkastning.

#### 4.4.3 Onoterade aktier (eng: Private equity)

Trots att flertalet institutionella investerare över det senaste decenniet valt att allokera en allt större andel kapital till onoterade aktier, ofta på bekostnad av en mindre relativ andel noterade aktier, är rationalen bakom detta omdebatterat, inte minst i den akademiska litteraturen. I skrivande stund utvärderar det norska finansministeriet möjligheten att utöka norska oljefondens mandat till att omfatta just investeringar i onoterade aktier vilket även uppmärksammats i media. Som diskuterats tidigare är en övergripande målsättning med investeringar i onoterade aktier att en högre riskjusterad avkastning för totalportföljen skall uppnås. För att denna målsättning skall införlivas förutsätts i regel antingen att:

- i) en allokering till onoterade aktier är komplementär till de traditionella tillgångsklasserna (noterade aktier och räntor) och att korrelationen mellan de traditionella- och onoterade tillgångsklasserna inte är perfekt (korrelation skilt från 1) – något som tar sig uttryck genom *skillnader i förväntad avkastning och/eller risk* (se nedan avsnitt 4.4.3.1)

och/eller att:

- ii) en allokering till onoterade aktier *genomförs på ett bättre sätt än den genomsnittliga investeraren* vanligen genom att i) investera i fonder eller tillgångar som presterar bättre än tillgångsklassen i sin helhet och/eller ii) genom att uppnå lägre förvaltningskostnader än den genomsnittliga investeraren (se nedan avsnitt 4.4.3.2)

##### 4.4.3.1 Skillnader i förväntad avkastning och risk mellan noterade och onoterade aktier

Då de underliggande drivarna för noterade och onoterade aktier (eng: private equity) är densamma, såsom tillväxt och lönsamhet, kan man fråga sig varför den förväntade avkastningen och/eller risken kan tänkas skiljas åt. Døskeland & Strömberg (2018) lyfter fram tre primära anledningar:

1. Investerare i onoterade aktier kräver en högre förväntad avkastning som kompensation för den illikviditetsrisk de typiskt sett tar på sig genom att investera i onoterade aktier – en så kallad illikviditetspremie.
2. Den genomsnittliga investeringen i onoterade aktier avviker från den genomsnittliga investeringen i publika aktier med avseende på karaktäristika såsom exempelvis industri,

bolagsstorlek, geografi och tillväxtmöjligheter, vilket innebär att exponeringen mot systematiska riskfaktorer (som en investerare kräver kompensation för) därmed också skiljer sig.

3. Onoterade aktier kan tänkas vara exponerade mot andra systematiska riskfaktorer som inte återfinns i de noterade aktiemarknaderna. Exempel i närtid skulle kunna vara relaterat till systematiska riskfaktorer kopplade till rådande trender inom klimatomställningen och/eller digitaliseringen där bolag som representerar dessa trender i större utsträckning återfinns på de onoterade aktiemarknaderna.

Ang (2014) diskuterar en modell där investerare bör kräva en årlig illikviditetspremie om 4–6%. Dock är den bredare litteraturen kring den faktiska förekomsten av en sådan premie blandad. Ilmanen et al. (2019) argumenterar bland annat för att även om en sådan illikviditetspremie faktiskt finns så motverkas den sannolik av institutionella investerares vilja att överbetala för exponering mot illikvida tillgångar på grund av dess artificiellt höga riskjusterade avkastning som en funktion av problematiken med kvartalsvisa värderingar och därmed låga standardavvikelse innan justeringar (diskuteras vidare i avsnitt 5.3 samt 5.4.2 och 5.4.3). Vidare betonar författarna att skeptiker av onoterade aktier påtalar:

- i) det över tid minskade värderingsgapet (eng: valuation gap) mellan onoterade och noterade aktier
- ii) mindre gynnsamma finansieringsförhållanden jämfört med historien
- iii) ökad konkurrens om underliggande tillgångar som en följd av att en stor mängd (institutionellt) kapital flödat in i tillgångsklassen (se avsnitt 4.2)

Författarna argumenterar för att dessa motvindar (i-iii) minskar sannolikheten att onoterade aktiers historiska avkastning skall upprepa sig i närtid. I sammanhanget bör dock nämnas att författarna inte är opartiska i frågan och detta inte avser en bedömning eller beskrivning av AP-fondernas process eller rational för att investera i onoterade aktier utan snarare som en nyansering av debatten.

Avseende skillnader i förväntad avkastning hänförligt andra systematiska riskfaktorer (som en funktion av skillnader i ex: industri och geografi) som även återfinns i de noterade marknaderna lyfts primärt tre faktorer upp i litteraturen med avseende på vilka justeringar som behöver göras för att åstadkomma en lika-för-lik jämförelse mellan noterade och onoterade aktier:

- i) marknadsrisk (eng: equity risk)
- ii) storleksrisk (eng: size)
- iii) värde vs. tillväxt (eng: value)

Detta innebär i korta ordalag att onoterade bolag föremål för utköp (eng: buyout) i större utsträckning varit mindre bolag ofta med en lägre genomsnittlig värdering. Vad beträffar marknadsrisk ("equity risk") har bolag med en högre skuldsättningsgrad, allt annat lika, en högre volatilitet och beta. Även om riskkapitalfonder i genomsnitt idag använder sig av en lägre belåningsgrad jämfört med tidigare tidsperioder är den genomsnittliga belåningsgraden högre för onoterade aktier föremål för utköp, varför volatiliteten också kan antas vara högre. Kritiker till en allokering till onoterade aktier menar bland annat på att skillnaden i belåning är den primära drivaren av överavkastningen jämfört med publika aktier. Med andra ord, för att uppnå en lika-för-lik jämförelse av förväntad avkastning bör onoterade aktier som tillgångsklass jämföras med en högre än genomsnittet belånad noterad aktieportfölj som är tiltad mot mindre företag med i genomsnittligt lägre värdering. Denna poäng är inte minst relevant med avseende på:

- i) vilket benchmark som bör användas vid utvärdering av en onoterad aktieportfölj



- ii) analysen huruvida den eftersökta högre riskjusterade avkastningen kan replikeras genom nämnda tiltar i den publika aktiemarknaden

Trots visst stöd i litteraturen att den förväntade riskjusterade avkastningen från onoterade aktier åtminstone delvis kan replikeras i den noterade aktiemarknaden, enligt ovan, så är den förväntade avkastningen efter avgifter till sist och syvende högre för onoterade aktier vilket räcker som argument för en allokering till illikvida tillgångar för många institutionella investerare. Døskeland & Strömberg (2018) argumenterar även för att det är osannolikt att ett replikerande tillvägagångssätt kan ersätta diversifieringsfördelarna- och uppnå exponering mot de riskpremier onoterade aktier i sin helhet består av. De argumenterar för att:

- i) en del av skickligheten LPs betalar GPs för, är att välja vilka segment av marknaden som är attraktiva vid en given tidpunkt och att onoterade aktiers exponering mot publika riskfaktorer, såsom tidigare beskrivits, är fluktuerande/ej stabila
- ii) kapaciteten i en replikerande strategi är begränsad, alltså att det inte är möjligt att investera i närheten av så stora mängder kapital som idag utgör onoterade aktier i de publika marknaderna för mindre bolag utan att uppleva signifikanta pris- och likviditetsproblem
- iii) att det finns visst akademiskt stöd för att enklare och mer robusta replikeringsstrategier har underpresterat onoterade aktier i sin helhet

Ägarmodell och värdeskapande inom onoterade aktier

Sedan framväxten av onoterade aktier som tillgångsklass under sent 80-tal till tidigt 90-tal, har tillgångsklassen och dess typiska ägarmodell, ofta innefattande ett koncentrerat majoritetsägande under en begränsad tidsperiod, varit föremål för forskning och jämförelse med dess publika/noterade motpart. Den publika ägarmodellen har ibland framställts som en svagare ägandeform med bakgrund av exempelvis: i) en mer utspridd ägarbas, ii) låg/ej optimal nyttjande av belåning samt iii) mindre aktiv ägarstyrning. Dessa argument lyfts bland annat fram av Jensen (1989) och Sahlman (1990) och har sedan dess efterföljts av flertalet studier som påvisar liknande slutsatser. Kaplan & Strömberg (2009) betonar tre områden för värdeskapande som i stort beskriver de aktiviteter som fondförvaltare/GPs tillämpar på de bolag som de investerar i. Dessa tre områden omfattar:

- i) styrning (eng: governance engineering)
- ii) optimering av kapitalstruktur (eng: financial engineering)
- iii) operationella verksamhetsförbättringar (eng: operational engineering)

För en mer detaljerad redogörelse och exemplifiering av dessa områden, se Døskeland & Strömberg (2018) avsnitt 2.4. Døskeland & Strömberg (2018) argumenterar bland annat för att de två förstnämnda områdena visserligen skapar ett mervärde men att de, på grund av att de är relativt välkända och erkända, sannolikt inkorporeras i det pris som betalas vid en transaktion och därmed inte nödvändigtvis kan antas leda till en överavkastning. För det sistnämnda området (operationella förbättringar) kan detta beskrivas som mer av ett särskiljande kriterium som är svårare att kopiera i takt med att marknaderna för onoterade aktier växer och fler aktörer träder in. I kontrast till de publika/noterade marknaderna som kan karaktäriseras som mer av ett nollsummespel, där en investerarens vinst är den andras förlust, ger ägarmodellen och operationella förbättringar genom aktivt ägande argumenterbart möjlighet till skapandet av en större helhet. Detta kommer dock typiskt sett hand-i-hand med behovet av större resurser och kompetens i termer av en organisation (hos fondförvaltaren/GPn) vad gäller urval, utvärdering, hantering och avyttring av underliggande tillgångar vilket är ett av argumenten som ibland förs fram som motivet bakom tillgångsklassens relativt höga avgifter.

Med andra ord kan förmågan att skapa operationella förbättringar ses som det huvudsakliga kriteriet för vad som avgör om en fond/GP lyckas överprestera branschgenomsnittet.

Som Døskeland & Strömberg (2018) framhåller innebär dock det mervärde som ägarmodellen skapar inte nödvändigtvis en högre avkastning till investerare, delvis på grund av de avgifter som tas ut av fondförvaltare/GPs, och delvis på grund av det pris och förvärvspremier som förhandlas i samband med transaktioner. Argumenterbart är dock att operationella förbättringar kan ses som det huvudsakliga kriteriet för vad som särskiljer en bra fondförvaltare/GP från en sämre sådan, och vad som har potential att skapa överavkastning både relativt i) genomsnittet för onoterade aktier som tillgångsklass och ii) relativt de noterade marknaderna. En LPs förmåga att urskilja dessa är därför av stor vikt.

#### 4.4.3.2 Investera på ett bättre sätt än den genomsnittliga investeraren - Alpha

För att kunna investera på ett bättre sätt än den genomsnittliga investeraren i illikvida tillgångar och därmed skapa så kallad *alpha* finns det i huvudsak två sätt att lyckas med detta:

- i) investera i fonder som presterar bättre än genomsnittet (se avsnitt 4.4.3.2.1)

och/eller

- ii) betala lägre förvaltningskostnader än den genomsnittliga investeraren (se avsnitt 4.4.3.2.2)

Ett tredje sätt är att över tid, i större utsträckning än den genomsnittliga investeraren, kunna tillhandahålla likviditet (vara en köpare) under tidsperioder då antalet köpare är färre och priser därmed sannolikt är lägre. Huruvida investerare systematiskt kan genomföra detta i praktiken och bli kompenserade för det genom en högre förväntad avkastning är öppet för debatt. Maurin et al (2023) argumenterar dock för att institutionella investerare i riskkapitalfonder (LPs) som är bättre på att bära illikviditetsrisk har möjlighet att generera högre avkastning jämfört med andra LPs. De menar att detta även bör vara applicerbart för investeringar med en delegerad förvaltningsstruktur (fond) och i andra illikvida tillgångsklasser såsom infrastruktur, onoterade krediter och fastighetsfonder.

##### 4.4.3.2.1 Investera i fonder som presterar bättre än genomsnittet

Både LPs och SMA-förvaltare spenderar typiskt sett väsentlig tid för att hitta de bästa fondförvaltarna där en kärnfråga är huruvida detta arbete faktiskt leder till en överavkastning jämfört med ett mer passivt<sup>19</sup> förhållningssätt med målsättningen att, i stället för att överträffa den genomsnittliga avkastningen, uppnå riskjusterad avkastning i linje med genomsnittet.

Denna diskussion är nära besläktad med det engelska begreppet return persistency vilket i korta ordalag innebär att man genom att investera i samma fonder eller tillgångar som historiskt presterat över genomsnittet uppnår liknande överavkastning i framtiden. Med andra ord att historisk avkastning i viss mån kan förutspå den framtida avkastningen. Med avseende på akademiska studier gällande de noterade marknaderna finns det dock en ganska bred litteratur som visar på motsatsen gällande investeringar genom fonder i illikvida/onoterade tillgångar som historiskt visat på att de bäst presterande fonderna historiskt tenderar att återfinnas i toppen också i framtiden. Detta implicerar dock att rationella investerare, medvetna om detta fenomen, eftersträvar att investera i samma fonder vilket gör det svårt

<sup>19</sup> "Passiv" bör i denna kontext inte förväxlas med passivt i kontexten av publika marknader (ex: indexfonder) då en passiv exponering mot illikvida tillgångsklasser typiskt sett inte kan uppnås med samma lätthet som i de noterade marknaderna

att få tillräde till de fonder som presterat bäst historiskt då dessa ofta snabbt blir övertecknade – speciellt med avseende på fonder som fokuserar på delsegment som i sin natur är svåra att skala upp givet storleken på genomsnittsinvesteringen (exempelvis venture capital). Ett viktigt förbehåll till denna historiska return persistency är att denna på senare tid (efter 2000) tycks ha minskat<sup>20</sup> och inte längre är signifikant, speciellt med avseende på så kallade buyouts vilket bland annat kan tänkas vara på grund av större efterfrågan och flödande av kapital till de historiskt bästa förvaltarna, vilket lett dem till att resa större fonder och som en konsekvens av detta på marginalen hitta sämre investeringsmöjligheter. Värt att notera är dock att venture capital fonder fortsatt att uppvisa return persistency även på senare tid vilket bland annat lett till att det är fortsatt svårt att få access till de bästa fonderna i detta segment då de typiskt sett favoriserar tidigare investerare som vart med sedan en lång tid tillbaka.

Då LPs i regel väger in mycket mer information än bara tidigare avkastning (såsom detaljerad due diligence inbegripande team, kontrakt, historiskt avkastnings- och riskbidrag, marknadstrender med mera) när de genomför ett beslut om att investera i en fond, kan dock argumenterbart framtida bra fonder urskiljas från sämre sådana genom en väl etablerad process för urval av fonder. Det finns även aktuell litteratur (ex: Cavagnaro, 2019) som visar på att en del LPs konsekvent skapar överavkastning relativt andra LPs över tid vilket visar på return persistency i LP-ledet.

4.4.3.2.2 Uppnå lägre förvaltningskostnader än den genomsnittlige institutionella investeraren  
Kostnader för att investera i illikvida tillgångar är högre än kostnader för att investera i noterade tillgångar. Beroende på tillvägagångssätt för att få exponering mot illikvida tillgångar så förekommer också kostnader i olika lager (diskuteras vidare i avsnitt 5.2 om kostnader). Begenau & Siriwardane (2022) visar på att vissa investerare betalar lägre avgifter än andra investerare i samma fond och att anledningen till detta inte enbart kan förklaras genom investerarstorlek eller erfarenhet, utan sannolikt även utav icke observerbara egenskaper såsom förhandlingsförmåga.

De höga kostnaderna som är förknippade med att erhålla exponering gentemot illikvida tillgångar samt det faktum att avgifterna varierar beroende på investerare, talar delvis för att det finns potential att skapa överavkastning (alpha) genom att förhandla ned avgifterna. Viktigt att poängtera är dock att avgifterna kan minska som en funktion av olika anledningar där exempelvis en högre andel co-investeringsmöjligheter (med i lägre genomsnittlig avgift) har potential att minska den viktade genomsnittliga kostnaden.

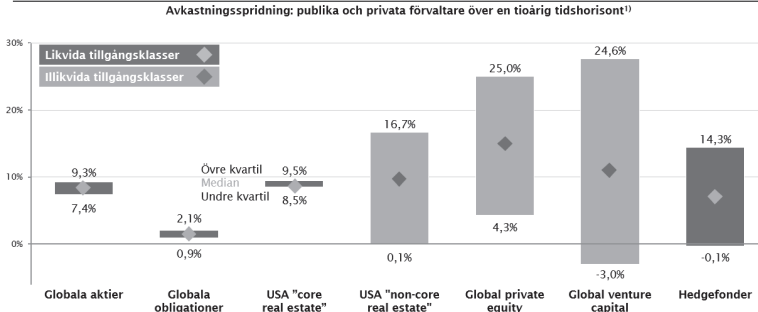
#### 4.4.4 Skillnader i variationen i avkastning mellan olika tillgångsklasser

En annan viktig aspekt av att investera i illikvida tillgångar är att variationen i avkastning mellan de bäst och sämst presterande fonderna typiskt sett är mycket högre jämfört med variationen i noterade tillgångar. Detta illustreras i Figur 8 vilket visar på en jämförelse mellan noterade- och illikvida tillgångsklasser för onoterade fastigheter, onoterade aktier (eng: private equity) (primärt buyout) och venture capital där variationen i venture capital är som störst. Detta är i linje med en av de senare prestationsjämförelsestudierna genomförd av Harris et al (2016). Denna karaktäristika innebär å ena sidan att LPs har möjlighet till mycket god avkastning om de väljer rätt fonder men å andra sidan att det samtidigt finns risk för stor nedsida om valet blir fel. En följd av detta är att diversifiering och due diligence är av speciellt stor vikt vid investeringar i illikvida tillgångar.

---

<sup>20</sup> Se exempelvis Harris et al. (2022)

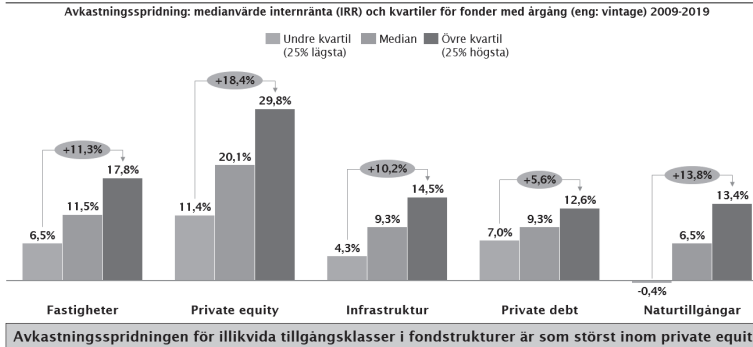
### Skillnad i avkastningsspridning mellan likvida och illikvida tillgångsklasser



Källa: Burgiss, NCREIF, Morningstar & PivotalPath via J.P. Morgan Asset Management  
 Not: 1) Baserad på årliga avkastningar över en tioårig period till och med andra kvartalet 2023 med undantag för Non-core real estate, Global private equity och Global venture capital vilka representeras av tioårig internränta (IRR) till och med första kvartalet 2023. Globala aktier och obligationer består av fonder med säte i USA.

Figur 8: Avkastningsspridning mellan likvida och illikvida tillgångsklasser

### Skillnad i avkastningsspridning mellan illikvida tillgångsklasser i fondstrukturer



Källa: Burgiss via McKinsey  
 Not: 1) IRR-kvartiler beräknade för fonder med separata ärgångar under 2009-2019, vilket vägs samman till ett genomsnitt. Medianer beräknats genom att ta genomsnittet av median-IRR för fonder inom varje ärgång. IRR efter kostnader fram till 2022-09-30

Figur 9: Avkastningsspridning mellan illikvida tillgångsklasser

Figur 8 jämför spridningen i avkastning mellan likvida och illikvida tillgångsklasser. Figur 9 jämför spridningen mellan de illikvida tillgångsklasserna<sup>21</sup> där skillnaden i avkastning mellan övre- och undre kvartilen för de reala tillgångarna (fastigheter, infrastruktur, naturtillgångar) är mellan 10–15% medan onoterade krediter naturligt har ett snävare utfallsintervall. Onoterade aktier uppvisar mest variation i linje med Figur 8.

#### 4.4.5 Skillnader i AP-fondernas målsättning med innehav i illikvida tillgångar

Trots att Första-Fjärde AP-fonderna har lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) som det gemensamma yttre ramverket att förhålla sig till, ger lagen begränsad vägledning och därmed

<sup>21</sup> Avser fondstrukturer. Investeringar i bolagsstrukturer i respektive tillgångsklass ingår ej

utrymme för respektive AP-fonds styrelse att formulera olika övergripande målsättningar som sedan operationaliseras av VD och respektive AP-fonds organisation. Detta kan även ge upphov till skilda målsättningar avseende innehav i illikvida tillgångar. Trots att det finns många likheter mellan Första-Fjärde AP-fonderna finns det också skillnader. Däribland Fjärde AP-fondens motivering till investeringar i illikvida tillgångar som är en följd av hur de ser på enskilda investeringsmöjligheter, prissättningen av breda faktorer inom illikvida tillgångar och kompensationen för att bära illikviditet och komplexitet, snarare än en övergripande kapitalallokeringsfråga exempelvis med avstamp i ALM<sup>22</sup> analys eller motsvarande (vilket i högre utsträckning bedöms vara fallet för Första-Tredje AP-fonderna).

För Sjätte AP-fonden, vilka har ett uttryckligt fokus på onoterade aktier, är dess fokus den argumenterbar största skillnaden vilket bland annat innebär att jämförelse med publika marknader kan ses ligga utanför dess mandat och sakna relevans givet dess lagstadgade uppdrag. Målsättningen, och jämförelsen med publika marknader, är därför inte densamma för Sjätte AP-fonden vilket även får följd effekter på styrning, val av jämförelseindex med mera. Sett utifrån en total överblick av hela buffertsystemet kvarstår dock den analytiska frågeställningen hur mycket som på sikt optimalt bör allokteras till illikvida tillgångsklasser, något som det alltså inte finns någon explicit styrning kring<sup>23</sup> som en funktion av de separata lagarna<sup>24</sup> och AP-fondssystemets övergripande struktur. För en översikt av hur buffertkapitalet på totalen var fördelat per illikvid tillgångsklass vid utgången av 2023 se Figur 28.

För Sjunde AP-fonden finns ytterligare aspekter, med avseende på målsättning för innehav i illikvida tillgångar, som behöver tas i beaktande givet SÅFA<sup>25</sup>-konstruktionen som innebär att yngre sparare har en hög riskprofil medan personer i utbetalningsfasen har en lägre riskprofil. Exponering mot illikvida tillgångar saknas helt om sparare gör ett aktivt val och väljer AP7 Räntefond. För en sparare i SÅFA minskar därmed exponeringen mot illikvida tillgångar i takt med att sparare blir äldre och andelen AP7 Aktiefond (där illikvida tillgångar återfinnes) blir mindre. Daglig prissättning av flöden är också av vikt för Sjunde AP-fonden eftersom fondandelar handlas – så är inte fallet för övriga AP-fonder vilket föranleder olika krav och behov av en löpande marknadsvärdering.

---

<sup>22</sup> Asset Liability Management (ALM)

<sup>23</sup> Utöver begränsningen om max 40% illikvida tillgångar för Första-Fjärde AP-fonderna

<sup>24</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden

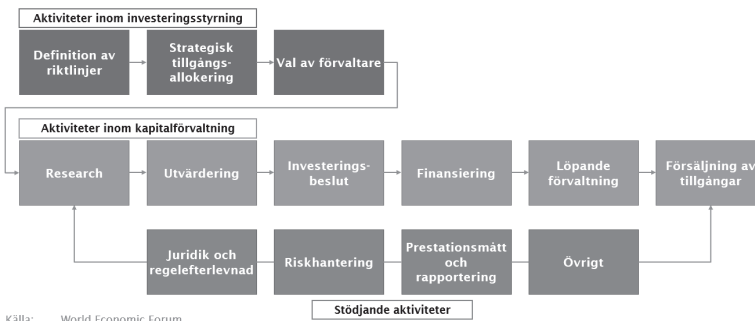
<sup>25</sup> Statens årskullsförvaltningsalternativ

## 5 Övergripande analys

### 5.1 Styrning

AP-fondernas styrning kan konceptuellt delas in i flera nivåer där det enda yttre ramverk som fonderna har att förhålla sig till är de lagar som styr respektive fond (se avsnitt 3 om placeringsregler). Som en följd av detta ges fonderna ett stort handlingsutrymme att, inom ramen för begränsningen om max 40% illikvida tillgångar samt ledord såsom *föredömlighet*, *största möjliga nytta* och skrivelser kring *risknivå*, själva utforma lämpligt tillvägagångssätt och organisation för att investera i illikvida tillgångar. Figur 10 visar på en generisk översikt av värdekedjan för investeringar i illikvida tillgångar som på en övergripande<sup>26</sup> nivå bedöms som representativ för AP-fonderna.

#### Översikt av värdekedjan för investeringar i illikvida tillgångar



Källa: World Economic Forum

Figur 10: Värdekedjan för investeringar i illikvida tillgångar

Styrningen av illikvida innehav följer ur ett portföljhänseende från den övergripande styrningen för fonderna vilket tar avstamp i ett av styrelsen delegerat mandat eller uppdrag till VD som i sin tur delegerar till kapitalförvaltningschef (om en sådan finns) vilket i sin tur delegerar till ansvariga chefer för respektive funktion och/eller avdelning vilket till sist delegerar till ansvariga personer inom förvaltningen av respektive tillgångsklass. Centrala styrdokument utgörs primärt av en övergripande verksamhetsplan, riktlinjer för placeringsverksamheten samt en riskhanteringspolicy. Av dessa dokument följer bland annat en mer detaljerad nedbrytning av mål, limiter för olika tillgångsklasser, samt målintervall för olika tillgångsklasser. En mer detaljerad genomlysning och analys av respektive AP-fonds styrning av illikvida tillgångar följer i de fondspecifika delavsnitten under avsnitt 6 och följer övergripande struktur enligt nedan:

1. Övergripande kapitalallokering och mål
2. Centrala styrdokument, beslutande- och beredande organ
3. Investeringsprocess och filosofi
4. Ägarstyrning

För att få en holistisk förståelse för respektive fonds styrning av illikvida tillgångar kan utgångspunkt tas i den övergripande kapitalallokeringen där utformningen av den återkommande ALM-analys eller motsvarande som utförs, i viss mån visar på likheter och skillnader mellan fonderna. I denna ingår

<sup>26</sup> Skillnader kan förekomma och denna illustration syftar till att få en överblick över en generisk värdekedja för styrning av illikvida tillgångar

exempelvis respektive fonds syn på vilka tillgångsslag som bör finnas med i analysen. Exempelvis kan skillnader förekomma i ALM-analysen avseende definition och närvaron av olika illikvida tillgångsklasser där onoterade aktier exempelvis kan ses som en del av tillgångsslaget aktier och därmed inte modelleras explicit. Detta kan då ge upphov till vilka målintervall som sätts och därmed påverka den övergripande styrningen av illikvida tillgångar i ett kapitalallokeringshänseende. Ett annat exempel är reala tillgångar som kan modelleras gemensamt eller explicit med avseende på avkastnings- och riskförväntningar för infrastruktur, skog, och fastigheter. Respektive AP-fonds val följer naturligt som en följd av dess investeringsfilosofi och målbild.

Då investeringar i illikvida tillgångar i regel kräver en långsiktighet samt en aktiv förvaltning (beroende på ägarform) är investeringsprocessen, inkluderande analys före investeringstillfället och löpande förvaltning, av stor vikt för en god styrning. Bäst möjlighet för riskmitigering återfinns i många fall före själva investeringstillfället genom en väl genomtänkt investeringsprocess inkluderande marknadsanalys, urval, due diligence och avtalsskrivning. Centrala styrdokument och olika instanser av exempelvis investeringskommittéer sätter ramarna för styrningsprocessen, men omfattningen av organisationen och kompetensen hos AP-fondernas anställda är de faktorer som i praktiken avgör huruvida en god styrning kan upprätthållas.

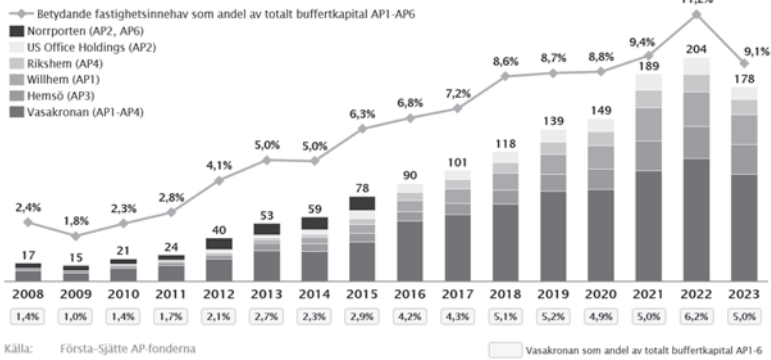
Ägarstyrningen är till sist en viktig grundbult för styrningen av illikvida investeringar vilket i regel tar sig uttryck via en mer aktiv form av styrning jämfört med ägarstyrning för noterade tillgångar. Trots att fonderna är mer eller mindre explicita i dokumentation av ägarstyrning för illikvida tillgångar arbetar de i många fall på ett liknande sätt. Dock finns skillnader som en följd av vilka verktyg som ställs till dess förfogande vilket i stort är en funktion av det tillvägagångssätt respektive fond valt för att investera i de olika illikvida tillgångsklasserna (se avsnitt 4.3 och fondspecifika delar under avsnitt 6).

#### 5.1.1 Överväganden för styrning av de större direktägda onoterade fastighetstillgångarna

- AP-fondernas direktägda onoterade fastighetsinnehav har över tid vuxit till att utgöra en större portföljkoncentration, med avseende på antalet motparter och medinvesterare, där det största innehavet Vasakronan stod för 5,0% (6,2%) av det totala buffertkapitalet vid utgången av 2023 (2022).
- Med ökad koncentration bör ökade krav på transparens avseende styrning följa. Exempelvis inom områden såsom:
  - i) Säkerhetsställande av en oberoende styrelse
  - ii) Belysning av eventuella intressekonflikter
  - iii) Strategisk målsättning med innehaven
  - iv) Plan och resonemang kring eventuell diversifiering eller fortsatt koncentration
  - v) Belysning av andra alternativa investeringsmöjligheter/alternativkostnad
  - vi) Förväntat värdeskapande och avkastning
  - vii) Resonemang kring ägandeperiod och eventuell avyttringsstrategi och/eller situationer som kan påkalla behov av en avyttring

Samtliga AP-fonder (förutom Sjätte AP-fonden) hade vid slutet av 2023 betydande andelar av det totala fondkapitalet allokert till direktägda onoterade fastighetsinnehav. Figur 12 visar på en översikt av ägarstrukturen för dessa innehav medan Figur 11 visar värdeutvecklingen (inkl. nettoinvesteringar) och utvecklingen av koncentrationen för de största fastighetsinnehaven över tid.

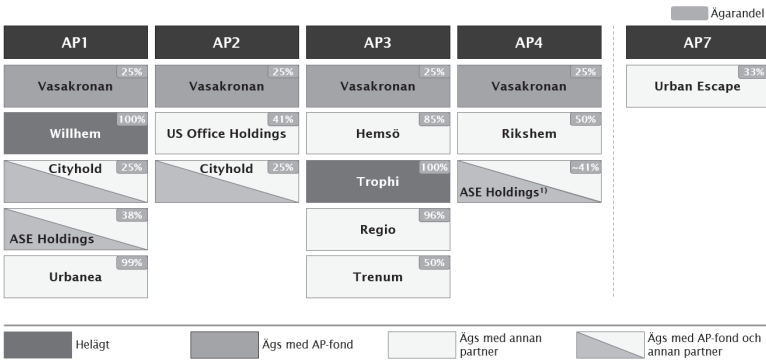
**Värdeutveckling och koncentration av betydande fastighetsinnehav 2008-2023, Första-Sjätte AP-fonderna, mdrSEK**



Figur 11: Första-Sjätte AP-fondernas betydande fastighetsinnehav över tid

Som framgår av dessa figurer har fondernas onoterade fastighetstillgångar ökat både i absoluta- och relativa tal över tid och har gått från att utgöra en relativt liten andel till att stå för en betydande del av det totala buffertkapitalet. Ägandet skiljer sig i sin tur beroende på fastighetsinnehav där AP-fonderna antingen äger: i) 100%, ii) tillsammans med de andra AP-fonderna eller iii) tillsammans med andra institutioner som i de flesta fall då också tillhandahåller förvaltningstjänster. I det senare exemplet betalar AP-fonderna en avgift för denna förvaltning.

**Onoterade fastighetsinnehav i bolagsstruktur per AP-fond, 2023**



Källa: Första-Fjärde samt Sjunde AP-fonden  
Not: 1) Fjärde AP-fonden äger tre utländska intressebolag kopplade till ASE Holdings med ägarandel om 35-45%

Figur 12: AP-fondernas onoterade fastighetsinnehav i bolagsstruktur

I regel gäller att färre medinvestorare leder till en mer robust styrning i och med en högre grad av kontroll och minskad risk för intressekonflikter. Som exempel kan förändringar och/eller överskridningar av målvikter för den ena AP-fonden leda till meningsskiljaktigheter kring prioriteringar



och ambitioner gällande exempelvis årsplaner, budgetar, eller frågor rörande eventuella kapitaltillskott eller utdelningar. Samtidigt innebär ett delägande delande av kompetens och insikter vilket kan möjliggöra en mer effektiv förvaltning och ökat värdeskapande.

Vidare följer av svensk kod för bolagsstyrning att en majoritet av styrelsens ledamöter skall vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen där minst två av denna majoritet skall vara oberoende även i förhållande till bolagets största aktieägare. Som exempel innebär detta för Första-Fjärde AP-fonderna i det direktägda innehavet Vasakronan att respektive VD för fonderna sitter med i styrelsen, men att dessa är i minoritet i förhållande till de fem oberoende styrelsemedarbetarna som tillsammans utgör styrelsen (totalt 9 personer). Respektive VDs styrelseengagemang kan dock teoretiskt påkalla intressekonflikter där vad som är bäst för fastighetsbolaget inte nödvändigtvis behöver vara bäst för respektive AP-fond och dess förmånstagare. Uppdraget kan därmed påkalla en konflikt huruvida respektive representant från AP-fonderna primärt agerar i linje med sin förtroendeplikt (eng: fiduciary duty) gentemot det svenska folket (inkomstpensionstagarna) eller för det specifika fastighetsbolagets bästa. För att minska sannolikheten för att intressekonflikter uppstår utgår i regel ingen kompensation för styrelseuppdrag till de valda AP-fonds representanterna (utöver deras lön).

Utöver en i majoritet oberoende styrelse och god hantering av eventuella intressekonflikter bör en rad andra överväganden följa som en konsekvens av den direkta ägandemodellen och den betydande storleken på innehaven – inte minst med avseende på transparens. Tonvikt bör bland annat läggas vid i) investerings- och äganderationalen med en tydlighet kring den långsiktig strategiska målsättning med innehaven, ii) plan och resonemang kring eventuell diversifiering eller fortsatt koncentration med avseende på motpart och medinvesterare, iii) belysning av andra alternativa investeringsmöjligheter/alternativkostnad, iv) förväntat värdeskapande och avkastning, v) resonemang kring ägandeperiod och eventuell avyttringsstrategi och/eller situationer som kan påkalla behov av en avyttring.

I tillägg till detta bör även scenarioanalys och stresstestande av positionerna genomföras och redogöras för med tonvikt på de antagande som bedöms ha störst strukturell påverkan på värdet av innehaven (ex: direktavkastningskravet), samt resonemang kring marknadsaktuella trender och faktorer som kan tänkas få en inverkan på både kort och lång sikt (ex: påverkan på vakanser som en följd av fler personer som jobbar hemifrån). I sammanhanget bör nämnas att Fjärde AP-fonden redovisar delar av ovan områden i dess årsredovisning och i 2022 års upplaga lyfte fram fastigheter som ett fördjupningsområde.

### 5.1.2 Redovisning och extern rapportering av styrningen av illikvida tillgångar

Som en följd av Sjätte AP-fondens uteslutande fokus på investeringar i onoterade aktier (eng: private equity) följer en, i årsredovisningen och i styrelsens utvärdering, en relativt detaljerad redogörelse för styrning som involverar allt från den övergripande fondstyrningen (som bland annat behandlar de olika styrorganens roll, styrelsesammansättning och hållbarhetsarbetet) till en beskrivning av fondens investeringsverksamhet och process. En sådan detaljgrad återfinns naturligt inte i den externa rapporteringen av styrningen för illikvida tillgångar för de övriga buffertfonderna (Första-Fjärde AP-fonderna). För de övriga buffertfonderna omnämns illikvida tillgångar i extern rapportering primärt under samlingsnamnet alternativa tillgångar – där illikvida tillgångar utgör den absoluta merparten. Illikvida tillgångar omnämns både i kontexten av övergripande områden såsom avkastning, riskhantering och värdering, men ofta även explicit i avsnitt som redogör för de underliggande illikvida tillgångsklasserna utveckling under längre perioder och/eller det senaste året. Detaljerad rapportering av styrning för illikvida tillgångar, exempelvis med avseende på investeringsprocess och löpande

förvaltning är dock begränsad vilket följer av ett mer balanserat fokus på alla tillgångsslag (både likvida och illikvida). För Sjunde AP-fonden är rapporteringen avseende illikvida tillgångar begränsad i sin helhet med bakgrund av att den historiska allokeringen (innan 2023) till illikvida tillgångsklasser enbart varit hänförliga investeringar i onoterade aktier och utgjort en mindre andel av den totala portföljen.

## 5.2 Kostnader

Som diskuterats i avsnitt 4.3 har valet av tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar en stor betydelse på den totala kostnadsbilden. En viktig poäng, som tåls upprepas, är att kostnaderna alltid bör ställas i relation till avkastningen och resultat efter kostnader. Utöver de finansiella riskerna bör även icke-finansiella risker tas i beaktning. Valet av tillvägagångssätt, avkastning, finansiella och icke-finansiella risker är därmed fyra olika dimensioner som samverkar med varandra och därmed bör bedömas i sin helhet. Med en helhetsbedömning i åtanke är dock syftet i detta avsnitt (5.2) att analysera de specifika variablerna som typiskt påverkar kostnaderna samt belysa vilken övergripande nivå de verkliga kostnaderna bedöms ligga på. För en genomlysning av den verkliga kostnadsbilden för investeringar i illikvida tillgångar för respektive AP-fond refereras läsare till de fondspecifika avsnitten under avsnitt 6. Det är dock viktigt att poängtera att de specifika fondavsnitten och nedan avsnitt i huvudsak inte bör jämföras med varandra med avseende på exakta kostnadsnivåer då olika tillvägagångssätt, ibland med skillnader i redovisningsprinciper, har använts av respektive fond för att illustrera och kvantifiera kostnader och ersättningar. Med detta i beaktande fyller dock nedan stycke, tillsammans med de fondspecifika kostnadsavsnitten, syftet att genomlysna olika strukturer och ungefärliga kostnadsnivåer för marknaden i sin helhet samt för respektive AP-fond.

### 5.2.1 Analys av variabler som påverkar kostnaderna

- Val av tillvägagångssättet för att investera i illikvida tillgångar är en vattendelare för omfattning, struktur och rapportering av kostnaderna. Bolagsstrukturer är generellt sett förknippade med lägre kostnader än fondstrukturer.
- Kostnader för investeringar i fondstrukturer består i huvudsak av tre komponenter: (1) förvaltningsavgift, (2) prestationsbaserad ersättning, (3) övriga avgifter.
- Investeringar i noterade aktier via fondstrukturer är förknippade med högst kostnader och ersättningar och kan uppgå till mellan 3–6% (branschgenomsnitt) av substansvärdet (eng: NAV) beroende på bland annat i) mix och mognadsgrad av underliggande fonder, ii) andel co-investeringar och iii) bruttoavkastningen före kostnader. Motsvarande siffra för andra illikvida tillgångsklasser är i regel lägre drivet av den specifika tillgångsklassens karaktäristika.
- AP-fondernas kostnader för investeringar i noterade aktier via fondstrukturer bedöms vara i det lägre intervallet av ovan branschgenomsnitt (se avsnitt 6 för redogörelse) men följa samma kostnadsstruktur med ibland flera lager av avgifter (Första- och Sjunde AP-fonderna).

#### 5.2.1.1 Val av ägandeform och tillvägagångssätt

En betydande del av Första - Fjärde AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar utgörs av direktägda innehav i primärt noterade fastigheter. De synliga kostnaderna som är hänförliga till de noterade fastighetsinnehavaren utgörs av interna kostnader för personal med avseende på den tid som läggs ner på ägarstyrning genom aktivt styrelsearbete, framtagande av ägardirektiv, deltagande i valberedning med mera. Det finns även kostnader hänförliga exempelvis organisation och förvaltning av de större fastighetsinnehavaren men dessa kostnader belastar naturligt de underliggande noterade fastighetsinnehavens resultat- och balansräkningar. Detta medför att AP-fondernas redovisade kostnader hänförliga dessa innehav är små i relation till storleken på det investerade kapitalet. Reala tillgångar såsom infrastruktur, skog och jordbruk ägs antingen genom bolagsstrukturer eller via fondstrukturer. För investeringar i reala tillgångar i bolagsstrukturer kan en extern förvaltare ha kontrakterats och kostnaden för denna vara synlig i AP-fondernas årsredovisning, alternativt belastas de underliggande bolagen i linje med vad som ovan beskrivits.

### 5.2.1.2 Kostnader hänförliga fondstrukturer

Vid investering i illikvida tillgångar via fondstrukturer består avgifterna av tre primära komponenter:

- i) en förvaltningsavgift (eng: management fee) på utfäst<sup>27</sup> kapital och (se avsnitt 5.2.1.2.1).
- ii) en prestationsbaserad ersättning (eng: performance fee/carried interest) som vanligen struktureras som en vinstdelning<sup>28</sup> under förutsättning att ett visst tröskelvärde/minsta avkastningskrav (eng: preferred return/hurdle rate) har uppnåtts (se avsnitt 5.2.1.2.2).
- iii) övriga avgifter (mest vanligt förekommande för onoterade aktier (eng: private equity)) (se avsnitt 5.2.1.2.3).

De vanligaste förekommande nivåerna för de två första komponenterna med avseende på tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity) är: 1,5–2,0% årlig förvaltningsavgift, 8% årligt minsta avkastningskrav (ränta), och 20% prestationsbaserad ersättning av de kassaflöden som genereras utöver den initiala investeringen, kostnader och minsta avkastningskravet – det vill säga efter att LP har återfått allt initialt inbetalt kapital inklusive ränta. Även om förekomsten av prestationsbaserade avgifter, tröskelvärde samt nivån på förvaltningsavgiften varierar mellan fonder och mellan de illikvida tillgångsklasserna, är dessa komponenter vanligt förekommande för riskkapitalfonder som investerar i fastigheter, onoterade aktier, onoterade krediter, infrastruktur och naturtillgångar – alltså samtliga illikvida tillgångsklasser.

Generellt kan sägas att både förvaltningsavgift och prestationsbaserad ersättningen i regel är något lägre för fondinvesteringar i infrastruktur (och andra reala tillgångar med löpande kassaflöden) i jämförelse med onoterade aktier. För fastighetsfonder är generellt avgiftsnivåerna i linje med, eller något lägre, än ovan nämnda nivåer. Storleken på förvaltningsavgiften (eng: management fee) kan antingen vara kopplat till storleken på det förvaltade kapitalet eller som en procentsats på det driftsnetto som genereras av fastigheten/fastighetsbeståndet. I vissa fall kan även förvaltningsavgiften vara baserad på självkostnads kalkyler som då visserligen ofta anges i relation till substansvärdet (eng: NAV) men utan någon direkt koppling till detta. (se Figur 14 för en jämförelse av kostnader för illikvida tillgångsklasser inom fondstrukturer)

I tillägg till förvaltningsavgift och prestationsbaserad ersättning förekommer även andra avgifter (speciellt avseende onoterade aktier) som kostnadsförs hos de underliggande tillgångarna/bolagen. En del av dessa avgifter delas dock ibland mellan LP och GP och dras i vissa fall av på den förvaltningsavgift som tas ut. I det fall en institutionell investerare väljer att investera i en SMA-struktur eller fond-i-fond tillkommer typiskt sett ytterligare avgifter på toppen av ovannämnda kostnader i form av förvaltningsavgift och prestationsbaserade arvoden.

Nivån på ovan avgifter kan delvis vara en funktion av förhandlingar mellan LP och GP men när ett bredare investerarkollektiv tillsammans utfäster kapital till en specifik fond gäller ofta Most Favoured Nation (MFN)-bestämmelser med syfte att säkerställa LPs rätt till samma förmåner och rättigheter<sup>29</sup> som för övriga investerare av liknande storlek i fonden. Villkoren kan dock variera där en så kallad avgiftstrappa är vanligt förekommande där lägre avgifter kan erhållas primärt som en funktion av i) hur tidig investeringen i en viss fond är och ii) storleken på kapitalet. Detta innebär att det kan

<sup>27</sup> En förvaltningsavgift baseras vanligen på det kapital som utfästs (eng: committed capital) under fondens investeringsperiod (ofta 3–6 år) och baseras därefter på fondens anskaffningskostnader för orealiserade/kvarvarande investeringar. Skiftet av avgiftsbas sker för avgifterna skall reflektera var teamet lägger sina resurser vilka är som mest resurskrävande under investeringsfasen där arbetet successivt trappas av i takt med att portföljen realiserar

<sup>28</sup> Vinstdelning är därmed inte en kostnad eller avgift per se

<sup>29</sup> Förmåner och rättigheter kan exempelvis gälla ekonomiska villkor, tillgång till investeringsmöjligheter, rösträtt, och tillgång till rapportering

finnas fördelar att eftersträva att vara en större investerare i de fonder man investerar i, vilket kan skapa begränsningar med avseende på vilken typ av fond (eng: venture/growth/buyout) man investerar i där alltså en beloppsmässigt lika storlek på utfästelse kan innebära att man är en av de mindre investerarna i en stor buyout fond medan samma belopp blir betydande i relation till en mindre buyout fond.

Kostnader för co-investeringar är ofta lägre och kan bidra till en genomsnittligt lägre kostnad. Ytterligare en aspekt som påverkar den övergripande kostnadsbilden är en den så kallade mix-effekten inte minst med avseende på andel co-investeringar i relation till fondinvesteringar eller via SMA. Co-investeringar erbjuds ofta till LPs i samband med en existerande GP relation (där det finns en utfästelse till fonden). Då co-investeringar i regel är förknippade med lägre uttagna avgifter av GP (i de flesta fallen på en så kallad "no-fee-no-carry" bas) möjliggör en högre andel co-investeringar en lägre övergripande kostnadsbild. Omfattningen och anledningar till att GPs erbjuder LPs denna möjlighet kan vara många men som exempel kan det stärka relationen mellan LP och GP samt vara nödvändigt för att få en bra riskspridning i en specifik fond i de fall en investering bedöms utgöra för stor del av fonden och därmed med fördel kan erbjudas i ett separat upplägg utanför huvudfonden. Värt att notera är att exponeringen mot co-investeringar skiljer sig åt mellan AP-fonderna som en funktion av mandat, investeringsfilosofi, interna organisatoriska förutsättningar, tillvägagångssätt samt riskaptit. De förekommer dock primärt i sammanhangen för fondinvesteringar för onoterade aktier (eng: private equity) och via infrastrukturfonder.

#### 5.2.1.2.1 Förvaltningsavgift (eng: management fee) för onoterade aktier

Den mest vanligt förekommande nivån på årlig förvaltningsavgift uppgår till mellan 1,5–2,0% av utfäst kapital (eng: committed capital). Den effektiva avgiften som betalas över en fondlivscykel kan dock variera främst på grund av tre anledningar:

- i) skifte av bas vilket ofta sker i övergången mellan investeringsfas och återbetalningsperiod (se Figur 24) varpå förvaltningsavgiften baseras på anskaffningskostnaden av kvarstående innehav i stället för baserat på utfäst kapital
- ii) en lägre avgiftsandel senare i fondlivcykeln
- iii) avdrag/reduktion av kostnader från förvaltningsavgiften

På senare år har ILPA<sup>30</sup> lanserat riktlinjer och utarbetat bästa praxis avseende kostnadsavdrag från förvaltningsavgiften där 100% av avgifter som kostnadsförs i underliggande portföljbolag skall dras av på förvaltningsavgiften. Vad som ytterligare försvårar mätande av den effektiva förvaltningsavgiften betald i relation till utfäst kapital är att det inte är ovanligt att procentsatsen minskar under den senare delen av en fondcykel. En effekt av att förvaltningsavgiften initialt betalas ut som en procentsats av utfäst kapital (i stället för som en procentsats av kallat/neddraget kapital) är att dess förhållande i relation till det neddragna kapitalet initialt kan vara betydande i relation till andra avgifter. I sammanhanget kan också nämnas att även om förvaltningsavgiften primärt syftar till att täcka GPs kostnader så inbegriper nivån i de flesta fall att en vinstmarginal skapas – ofta 30% eller högre.<sup>31</sup> Som poängteras i kommande stycke medger dock ofta förvaltningsavgifter återbetalning vilket är en följd av det så kallade vattenfall som avtalats i förhandling mellan LP och GP (se nedan avsnitt 5.2.1.2.2)

<sup>30</sup> Institutional Limited Partners Association är en global industriorganisation för LPs med fokus på onoterade aktier som samtliga buffertfonder är medlem i

<sup>31</sup> Døskeland & Strömberg (2018)

5.2.1.2.2 Prestationsbaserad ersättning (eng: carried interest) för onoterade aktier

Innan en GP tar del av en prestationsbaserad ersättning gäller typiskt sett att LPs har fått tillbaka allt kapital som tillhandahållits. Allt kapital omfattar då:

- i) uttagen förvaltningsavgift under perioden (eng: management fee)
- ii) övriga avgifter
- iii) i de flesta fall en minsta avkastning, så kallat tröskelvärde (eng: preferred return/hurdle rate)

Viktigt att notera är att den prestationsbaserade ersättningen även förutsätter en egen investering från GPs (och individerna bakom denna) om cirka 1,5–3%<sup>32</sup> av fondens kapital, vilket föranleder en diskussion om till vilken grad den prestationsbaserade ersättningen skall ses som avkastning på dennes investering kontra en kompensation för framgångsrik förvaltningen av tillgångarna.

Vattenfall

Den prestationsbaserade ersättningen, även kallad vinstdelning, regleras i fondavtalet mellan LP och GP via ett så kallat vattenfall. Uttrycket vattenfall är bildligt och specificerar hur distributioner av kapital ska flöda eller fördelas mellan LP och GP samt under vilka förutsättningar. Det finns huvudsakligen två typer av vattenfall – europeiskt och amerikanskt (benämns också eng: fund-as-a-whole respektive eng: deal-by-deal). I ett europeiskt vattenfall erhåller GPn sin vinstdelning först efter att LPs har erhållit allt sitt inbetalade kapital till fonden plus ränta, medan i ett amerikanskt vattenfall erhåller GPn sin vinstdelning per transaktion efter att LPs har erhållit inbetalt kapital plus ränta (eng: preferred return) relaterat till den enskilda investeringen. Det amerikanska vattenfallet är mer GP-vänligt då detta möjliggör vinstdelning tidigare i fondlivscykeln. Europeiska avtal börjar typiskt att betala ut den prestationsbaserade ersättningen till en GP när fonden är cirka 7–10 år gammal och fortsätter att göra så tills fonden är likviderad. I slutändan av en fonds livslängd ska båda vattenfallen ha gett lika stora vinstdelningar, givet samma kommersiella villkor. Skillnaden mellan strukturerna är i stället just timingen av flödena. I slutet av en fonds livslängd finns det klausuler i fondavtalet som kontrollerar och reglerar så att den ackumulerade vinstdelningen mellan LP och GP blir korrekt.

De huvudsakliga kommersiella villkoren i ett vattenfall är det minsta årliga avkastningskravet (vanligtvis 8%), catch-up (80–100%) och prestationsbaserad ersättning (20%). Med utgångspunkt i ett europeiskt vattenfall så ska en LP, som nämnts ovan, först erhålla alla distributioner fram tills att allt det inbetalade kapitalet till fonden har återbetalats, det vill säga investeringar, kostnader, förvaltningsavgifter och övriga avgifter. Detta är uppnått när DPI<sup>33</sup> är lika med 1x, det vill säga när distributionerna från GP till LP är lika stora som det inbetalade kapitalet (eng: paid-in capital). Därefter ska LP erhålla sitt minsta avkastningskrav på det inbetalade kapitalet (8% årligen) vilket fungerar som ett visst nedsidesskydd. Fram till den här tidpunkten har LPs erhållit 100% av distributionerna. Distributioner över den här nivån ska även börja tillfalla GPn. Vattenfallet stipulerar att GPn ska få 20% av alla vinster (eng: carried interest), men för att det ska vara möjligt att uppnå detta måste GPn komma ikapp (eng: catch-up). Detta sker genom att GPn erhåller exempelvis 80% av efterföljande distributioner till dess att de har erhållit 20% av den ackumulerade realiserade vinsten. Därefter fördelas vinsterna 80/20 mellan LP/GP till dess att fonden är likviderad.

Ovan beskriven struktur för utbetalning av prestationsbaserad ersättning ger upphov till att storleken på denna kan variera kraftigt mellan åren som en funktion av i) den absoluta avkastning som genererats

<sup>32</sup> Sjätte AP-fonden

<sup>33</sup> Distributed-to-paid-in-capital

och ii) mognadsgraden på den portfölj av fonder som det investerats i. En illustration av ett exempel på en sådan variation för Första AP-fonden återfinns i Figur 50.

#### 5.2.1.2.3 Övriga avgifter för noterade aktier

Övriga avgifter inkluderar bland annat kostnader som kan argumenteras vara hänförliga portföljbolagen, ibland i samband med en GPs initiala förvärv av bolagen. Exempel inkluderar konsult, jurist och andra rådgivartjänster men även så kallade utträdesavgifter (eng: exit fees), översyns- och uppbrottsavgifter (eng: monitoring & break-up fees). En del av dessa avgifter motiveras ibland (av GPs) med att portföljbolagen skulle behöva betala dessa avgifter externt för liknande tjänster om de inte var ägda av en riskkapitalfond. LPs menar dock på att de redan betalar dessa avgifter som en del av förvaltningsavgiften och att avgifterna därmed bör dras av från denna (eng: offsets). Huruvida detta sker regleras dock i avtal mellan LP och GP (typiskt sett i ett så kallat limited partnership agreement).

#### 5.2.1.3 Bästa praxis och storheter på kostnader för fondinvesteringar

##### Bästa praxis

ILPA statuerar tydligt att bästa praxis avseende rapportering av avgifter och kostnader från GPs till LPs innebär en tydlig redovisning av upplupna och betalda förvaltningsavgifter, kostnader, och eventuella avdrag (eng: offsets) som genomförts gentemot i) förvaltningsavgiften och/eller ii) kassaflöden hänförliga avyttringar/utdelningar, i samband med utbetalning av kapital till LPs. ILPAs riktlinjer avser tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity). Faktum är dock att efterlevnad av ILPAs riktlinjer är frivillig. Transparensen avseende kostnader, avgifter och vinstdelning över tid kan därför variera där en fullständig bild ibland först kan uppnås i samband med en avslutad fondlivscykel. Då kassaflöden från avyttringar kan variera kraftigt mellan år, är det därför inte okomplicerat att översätta dessa avgifter, kostnader och vinstdelning till en genomsnittlig årlig avgift att jämföras med dess noterade/publika alternativ.

##### Tidigare studiers kvantifiering av kostnader och ersättningar för onoterade aktier

Med detta i åtanke finns dock studier genomförda som estimerat avgifternas storlek. CEM benchmarking, citerad i McKinsey (2017), estimerar kostnader och ersättningar för fondinvesteringar i onoterade aktier till 5,7%<sup>34</sup> årligen i relation till substansvärdet (eng: NAV) eller 3,8% årligen i relation till den avgiftsbas som avgifterna beräknats på (se avsnitt 5.2.1.2.1 för vidare beskrivning). Liknande nivå bekräftas av ett stiliserat exempel i tabell 2.5 i Døskeland & Strömberg (2018), om än hänförligt ett exempel för en fond (i stället för en portfölj av fonder) i detta fall. Genomförs investeringar via samarbetspartners tillkommer ytterligare avgifter utöver dessa nivåer. Viktigt att poängtera är dock att dessa nivåer varierar som en följd av den övergripande avkastningen.

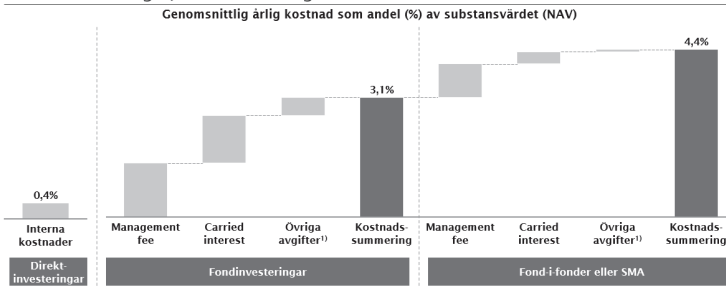
##### CEM Benchmarking (2022)

En senare genomlysning av genomförd av samma firma, CEM benchmarking (2022), visar på en mediankostnad om 3,1% för fondinvesteringar i relation till substansvärde (eng: NAV) för en bred jämförelsegrupp av globala LPs fondinvesteringar. Motsvarande siffra för fond-i-fonder är 4,4%. Dessa siffror illustreras i Figur 13 där även kostnader för en intern investeringsorganisation som investerar direkt i underliggande onoterade aktier tagits med som referens. I Figuren illustreras även de komponenter som kostnaderna består av för att ge läsaren en förståelse för strukturen (med ibland två lager av avgifter). Den relativa storleken mellan dessa (ej kvantifierade) komponenter kan variera kraftigt som en följd av faktorer såsom: såsom tidsperiod, urval av fonder, investeringssegment

<sup>34</sup> Avser förvaltningsavgifter, vinstdelning och övriga avgifter för investeringar i onoterade aktier (eng: private equity) utan samarbetspartner (SMA eller fond-i-fond)

(buyout/growth/venture) samt den övergripande så kallade mognadsgraden<sup>35</sup> för den portfölj av fonder som investerats i. För en fond som inte genererar kassaflöden utöver det av LP inbetalade kapitalet och minsta avkastningskravet (som beskrivits ovan) skulle detta alltså innebära att komponenten prestationsbaserad ersättning (eng: carried interest) skulle utgå. På grund av detta bör det därför konstateras att dessa absoluta nivåer bör tolkas med viss försiktighet. Strukturen, och de ungefärliga storhetsnivåerna för avgiftsnivåerna, bedöms dock som representativa för investeringar i tillgångsklassen. Noterbart är även att komponenten prestationsbaserad ersättning (eng: carried interest), allt annat lika, naturligt blir större när den totala avkastningen blir större varför den totala procentsatsen inte bör ses som ett utvärderingsmått för kostnadseffektivitet.

**Kostnader för investeringar i private equity:  
Direktinvesteringar, fondinvesteringar och fond-i-fonder**



Källa: CEM Benchmarking (2022)  
 Not: Avser en portfölj av investeringar över en 10-årsperiod. Kostnad per komponent ej specificerad.  
 Antal observationer: direktinvesteringar 22st, fondinvesteringar 161st, fond-i-fonder 109st  
 1) Omfattar bland annat kostnader som GPs debiterar portföljbolagen. Omfattar ej transaktionskostnader

Figur 13: Kostnadsjämförelse mellan direktinvesteringar, fondinvesteringar och fond-i-fonder

Det följer inte minst av att den prestationsbaserade ersättningen är baserad på absolut avkastning och därmed alltså inte indexerad till något publikt benchmark eller är justerat för risk, exempelvis som en funktion av graden av belåning. Vidare bör det även poängteras att Figur 13 är baserad på ett genomsnitt av fonder vilket för ett givet år generellt innebär att förvaltningsavgift (eng: management fee) och övriga avgifter främst härstammar från de yngre fondgenerationerna (eng: vintages) medan den prestationsbaserade ersättningen (eng: carried interest) främst avser de äldre fondgenerationerna. Då förvaltningsavgifter i de flesta fall medger återbetalning innebär detta att relationen på storleken mellan förvaltningsavgifter och prestationsbaserade avgifter varierar som en följd av portföljens mognadsgrad och innehåll.

Ovan beskrivna avgiftsnivåer är baserade på ett brett urval av fonder varav enbart ett fåtal av dessa bedöms vara jämbördiga institutioner (eng: peers) med liknande mandat som AP-fonderna. Argumenterbart finns det anledning att tro att, AP-fonder och andra liknande institutioner som representerar ett renodlat så kallat institutionellt kapital, kan uppnå lägre avgiftsnivåer än vad som ovan beskrivits vilket delvis styrks i de fundspecifika avsnitten (se avsnitt 6) samt i CEM Benchmarking (2022). Dock är urvalet av jämförelsegrupp litet i termer av antalet observationer<sup>36</sup>, varför dessa inte lyfts fram i denna kontext som ämnar belysa de övergripande avgiftsnivåerna för tillgångsklassen i sin helhet. Kvarstår är dock faktumet att investeringar i onoterade aktier (eng: private equity) via fondstrukturer kan anses som relativt dyrt i relation till andra tillgångsklasser. Dock bör avgifterna alltid

<sup>35</sup> Sammansättningen mellan fonder som är i investeringsfas kontra återbetalningsfas med referens till Figur 24

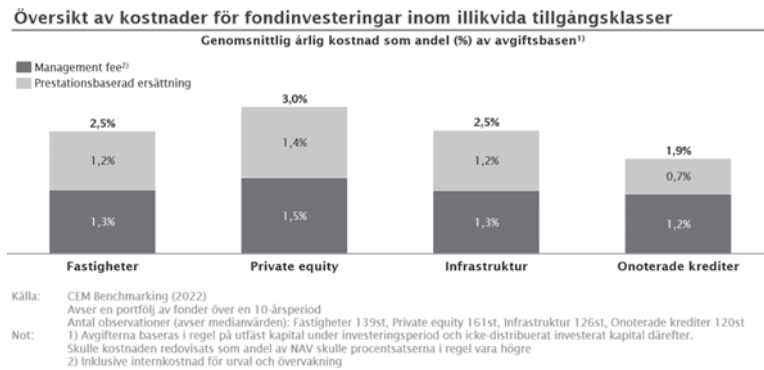
<sup>36</sup> Avgiftsnivåer för en representativ jämförelsegrupp varierar även mellan olika CEM studier



ställas i relation till den förväntade avkastningen efter kostnader. Sammanfattningsvis, med bakgrund av tidigare studier och ovan avsnitt, bedöms därför kostnaderna och ersättningarna hänförliga fondinvesteringar i onoterade aktier uppgå till mellan 3-6% av substansvärdet (eng: NAV) per år.

Relativa avgiftsnivåer mellan de illikvida tillgångsklasserna (för fondstrukturer)

Figur 14 kompletterar Figur 13 med avseende på de relativa avgifts- och ersättningsnivåerna mellan olika typer av illikvida tillgångsklasser samt med en ungefärlig kvantifierad uppdelning mellan förvaltningsavgift och prestationsbaserad ersättning vilket kan variera kraftigt som beskrivits ovan. Även i denna figur bör de absoluta nivåerna tolkas med försiktighet där dessa nivåer avser genomsnittliga uppskattningar baserat på en bred jämförelsegrupp. Figuren fyller dock sitt syfte med att illustrera att de relativa avgiftsnivåerna för fondstrukturer inom andra illikvida tillgångsklasser, generellt sett är lägre jämfört med fondstrukturer för onoterade aktier. Det bör noteras att siffrorna är ställda i relation till avgiftsbasen vilket inte nödvändigtvis är densamma som substansvärdet (eng: NAV)



Figur 14: Kostnader för fondinvesteringar inom illikvida tillgångsklasser

### 5.2.2 Redovisning och extern rapportering av kostnader för illikvida tillgångar

- Kostnader förekommer i olika lager som i AP-fondernas årsredovisningar antingen är:
  - Synliga: Primärt kostnader för AP-fondernas interna organisation
  - Delvis synliga: Förvaltningsavgifter för fond eller fond-i-fond innehav
  - Ej synliga: Förvaltningsavgifter hänförliga direktägda innehav, förvaltningsavgifter för underliggande fondförvaltare (som fond-i-fonder/SMA investerar i)
- Omfattningen av prestationsbaserad ersättning (eng: carried interest), som är strukturerad som en vinstdelning, redovisas inte i AP-fondernas årsredovisningar, vilket skiljer sig från prestationsbaserad ersättning till förvaltare av fonder som investerar i likvida tillgångar.
- Sjätte AP-fondens redovisning av fondförvaltningsavgifter skiljer sig jämfört med de andra AP-fonderna där fondförvaltningsavgiften periodiseras och rapporteras i relation till det totala fondkapitalet (NAV + kvarvarande utfästelser).

Figur 15 visar på tre olika tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar som ämnar ge en bred representativ bild av de olika kostnadslagren som är förknippade med respektive tillvägagångssätt, samt en kategorisering av hur och om kostnaderna/ersättningarna redovisas i AP-fondernas årsredovisning. Med hänseende till att skapa sig en förståelse kring den "verkliga kostnadsbilden" för

respektive tillvägagångssätt är det värt att poängtera att kostnader och ersättningar förekommer i olika lager och att synen på vad som utgör ett externt förvaltningsmandat kontra ett bolagsinnehav föranleder hur ”djupt” kostnadsbilden kan och bör analyseras. Fyra poängar bör lyftas fram med bakgrund av Figur 15:

- i) Kostnadernas karaktär och innehåll är i all väsentlighet en funktion av till vilken grad förvaltningen outsourcas.
- ii) Direktägda innehav: Kostnader hänförliga förvaltningen och administrationen av de direktägda onoterade fastighetsbolagens fastighetsbestånd är en kostnad som bärs av underliggande fastighetsbolag och tas inte upp i AP-fondernas årsredovisning.
- iii) Fondstrukturer: För de AP-fonder som investerar i eller har investerat direkt i fondstrukturer redovisas storleken på förvaltningsavgifterna i en not i årsredovisningen och tas upp som en del av tillgångens anskaffningsvärde (se nedan avsnitt för vidare redogörelse).
- iv) SMA och fond-i-fonder: För de AP-fonder som investerar i SMA-strukturer eller har investerat i fond-i-fonder redovisas i regel storleken på förvaltningsavgifterna hänförligt till SMA respektive fond-i-fond och inte de underliggande fonderna/GPs.<sup>37</sup>

#### Typiska kostnader och ersättningar hänförliga olika kostnadslager

Direktägda innehav	Fondstrukturer	Fond-i-fond & SMA-strukturer
<b>Intern organisation</b> Kostnader hänförliga ex: - Styrelsearbete - Valberedning - Löpande uppföljning	<b>Intern organisation</b> Kostnader hänförliga ex: - Val av förvaltare för ny- eller återinvestering - Due diligence & löpande uppföljning - Portföljsammansättning	<b>Intern organisation</b> Kostnader hänförliga ex: - Val av fond-i-fond-förvaltare
<b>Förvaltning i underliggande bolag</b> Kostnader och ersättning hänförlig ex: - Fastighetsadministration - Utveckling och förvaltning	<b>Extern förvaltare (GP)</b> Kostnader och ersättning hänförlig ex: - Förvaltningsavgift - Vinstdelning (eng: carried interest)	<b>Fond-i-fond &amp; SMA förvaltare</b> Kostnader och ersättning hänförlig ex: - Förvaltningsavgift - Vinstdelning (eng: carried interest, redovisas ej explicit) = Övan avgifter hänförliga
<b>Exempel</b> nkshem Vasakronan	<b>Exempel</b> KKR IEQT INVEST AP SPILLO	<b>Exempel</b> London Lane HARBOURVEST
<b>Underliggande bestånd</b>	<b>Underliggande bolag</b>	<b>Underliggande bolag</b>
Kostnader/ersättning <b>synlig</b> i AP-fondernas redovisning	Kostnader/ersättning <b>delvis synlig</b> i AP-fondernas redovisning	Kostnader/ersättning <b>ej synlig</b> i AP-fondernas redovisning

Figur 15: Översikt av olika kostnadslager

#### 5.2.2.1 Redovisning av kostnader hänförliga fondstrukturer

Figur 16 visar på en schematisk översikt av vilka förvaltningsavgifter och prestationsbaserade ersättningar, hänförliga förvaltningsmandat avseende fondstrukturer, som belastar respektive resultaträkningspost i AP-fondernas årsredovisningar. Externa förvaltningsavgifter till fonder som investerar i noterade tillgångar redovisas som en negativ intäkt under raden 'Provisionskostnader' medan motsvarande förvaltningsavgift (eng: management fee) för onoterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och därmed belastar realiserat nettoresultat för onoterade tillgångar. Storleken på denna avgift kan variera kraftigt mellan åren, för Första-Fjärde AP-fonderna, då

<sup>37</sup> Undantag kan förekomma beroende på exakt struktur

ett nettobelopp redovisas som är en summa av utbetalad och återbetalad förvaltningsavgift för respektive år.

Återbetalad förvaltningsavgift uppstår som en följd av den avtalade strukturen i samband med investeringar i fondsstrukturer där GP betalar tillbaka alla avgifter till LP (inklusive management fee) innan prestationsbaserad ersättning erhålls. Detta innebär att storleken på detta nettobelopp mellan åren kan variera kraftigt som en funktion av distributioner från GP, och därmed avvika från den för året representativa förvaltningsavgiften. I en not till årsredovisningen för Första-Fjärde AP-fonderna redovisas visserligen både det belopp som betalats ut under året samt det belopp som betalats in (vilket tillsammans utgör nettot) men det utbetalade beloppet ställs inte i relation till det externt förvaltade onoterade fondkapitalet (NAV + kvarvarande utfästelser). Här skiljer sig Sjätte AP-fonden som periodiserar förvaltningskostnader till det året de är hänförliga, samt redovisar det bruttobelopp/utbetalning som betalats ut med avsikten att redovisa den för året representativa avgiften. Första - Fjärde AP-fonderna<sup>38</sup> använder sig alltså i stället av en kassaflödesbaserad metod med avsaknad av jämförelse i relation till kapitalet utbetalningen avser. Sjunde AP-fonden redovisar inte explicit de absoluta kostnaderna eller utbetalningar hänförligt förvaltningsavgifter för onoterade tillgångar. Dock redovisas en sammanställning av nyckeltal där en årlig avgift i procent av fondförmögenheten för AP7 Aktiefond innehåller kostnader hänförliga alternativa investeringar. I dessa kostnader ingår förvaltningsavgifter till samarbetspartners (SMA-aktörer) men inte förvaltningsavgifter till de underliggande fonderna (som SMA-aktörerna investerar i).

#### Redovisning av avgifter och ersättningar, Första-Fjärde AP-fonderna

		Belastar nettoresultat och redovisas i not	Provisionskostnader	Belastar nettoresultat
Management-avgift	Noterade innehav		3.	
	Onoterade innehav	1.		
Prestationsbaserad ersättning	Noterade innehav	2.		
	Onoterade innehav			4.

Fiktiv resultaträkning	
<b>Rörelsens intäkter</b>	
Räntenetto	
Nettoresultat, noterade innehav	2.
Nettoresultat, onoterade innehav	1.
Provisionskostnader	3.
<b>Not 4 – Nettoresultat onoterade aktier</b>	
Under året har totalt 140 mkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar, varav 133 mkr medger återbetalning. Under året har även 33 mkr återbetalats och det orealiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har därmed netto påverkats negativt med 107 mkr	

**Externa förvaltararvoden för onoterade tillgångar redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastar därmed orealiserat nettoresultat. Storleken på prestationsbaserad ersättning för onoterade tillgångar (eng: carried interest) redovisas ej**

Källa: Första-Fjärde AP-fonden

Figur 16: Redovisning av avgifter och ersättningar

<sup>38</sup> För Första AP-fonden som investerar i onoterade aktier via samarbetspartners (SMA) är det belopp som redovisas i not 4 i årsredovisningen hänförligt avgifterna som dess samarbetspartners tar ut (i tillägg till investeringar i fondstrukturer inom exempelvis fastigheter och infrastruktur). För de underliggande fonderna (som samarbetspartnerna investerar i) redovisas ej den avgift de tar ut då detta bedöms som praktiskt ogenomförbart enligt AP-fondernas gemensamma värderings- och redovisningsprinciper. Jämförbarheten mellan Första AP-fondens i not redovisade förvaltningskostnader för onoterade tillgångar är därmed ej direkt jämförbar med exempelvis Andra-, Tredje- och Fjärde AP-fondernas redovisade belopp då dessa investerar i de underliggande fonderna utan någon mellanhand (samarbetspartner).

Prestationsbaserad ersättning hänförligt fonder som investerar i noterade tillgångar belastar nettoresultatet för noterade tillgångar. Prestationsbaserad ersättning avseende onoterade tillgångar är inte knutet till en årlig prestationen, vilket i regel är fallet för fonder som investerar i noterade tillgångar. I stället tillfaller denna ersättning förvaltaren/GPn när allt kapital inklusive avgifter har åter distribuerats till LP och redovisas därmed inte heller som en kostnad utan kan i stället betraktas som en reducering av det totala värdet på investeringen som ett resultat av en vinstdelning mellan LP och GP. Detta innebär visserligen att förändringar i nettoresultatet är redovisade efter att denna vinstdelning dragits av på värdet på den underliggande tillgången men samtidigt att någon explicit redogörelse för den absoluta storleken på vinstdelningen saknas.

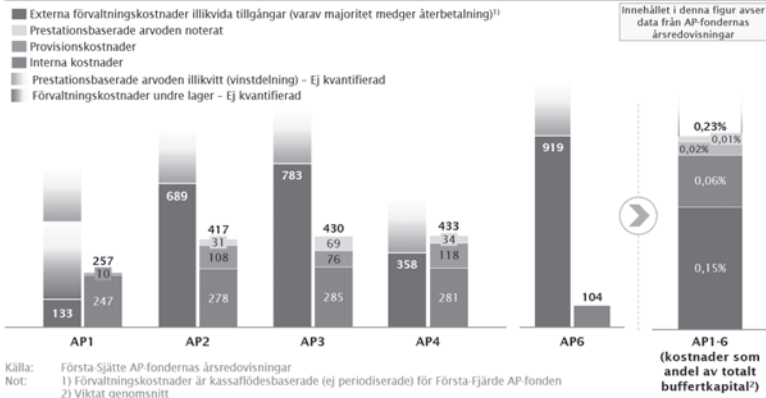
Avseende transparensen på vinstdelningen mellan LP och GP är bästa praxis enligt riktlinjer framtagna av ILPA att utbetalad och upplupen prestationsbaserad ersättning (eng: carried interest) på kvartalsbasis skall rapporteras löpande från GP till LP. Dock är detta alltså inte något som respektive AP-fond redovisar som en kostnad eller ersättning som en del av dess externa rapportering (årsredovisning) då vinstdelningen sker först efter att alla avgifter och kostnader har återförts till LP. Som tidigare nämnts förutsätter denna vinstdelning att individerna bakom respektive GP investerar delar av sin egen förmögenhet där andelen, strukturen och storleken på detta belopp i regel är föremål för den genomlysning (eng: due diligence) som LPs genomför i samband med en initial utfästelse till fonden.

### 5.2.3 Översikt och kvantifiering av den verkliga kostnadsbilden

Figur 17 ämnar kvantifiera och illustrera den verkliga kostnadsbilden för buffertfonderna med utgångspunkt i de siffror som rapporteras i fondernas årsredovisning. Figuren syftar till att:

1. Illustrera de relativa storheterna mellan:
  - a. Kostnader för den interna organisationen, externa förvaltningsavgifter och prestationsbaserade ersättningar hänförliga noterade tillgångar  
...jämfört med...
  - b. Externa förvaltararvoden för onoterade tillgångar (eng: management fee)
2. Ge en överblick av vilka komponenter som ingår i den verkliga kostnadsbilden med förbehållat att alla komponenter i illustrationen i dess strikta mening inte är kostnader utan kan vara annan typ av ersättning såsom vinstdelning

**Översikt av den verkliga kostnadsbilden, 2023, buffertfonderna, mSEK**



Figur 17: Kostnadsöversikt 2023, buffertfonderna

Ett antal poängar och förtydliganden bör lyftas fram:

1. Externa förvaltararvoden för illikvida (onoterade) tillgångar:
  - a. utgör en betydande del av den totala verkliga kostnadsbilden för buffertfonderna. Majoriteten av dessa medger dock återbetalning innan de externa förvaltarna får ta del av någon prestationsbaserad ersättning
  - b. bör alltid utvärderas i ljuset av förväntad avkastning efter kostnader
  - c. utgörs, för Första-Fjärde AP-fonderna, av utbetalade kassaflöden och är därmed ej periodiserade kostnader
  - d. utgörs, för Sjätte AP-fonden, av periodiserade bruttokostnader
  - e. redovisas, för investeringar i onoterade aktier för Första AP-fonden, enbart för det så kallade topplagret – det vill säga inte förvaltararvoden för det underliggande lagret av fonder som en följd av Första AP-fondens val av tillvägagångssätt för att investera i onoterade aktier (eng: privat equity)
2. I tillägg till de i Figur 17 kvantifierade kostnaderna/arvodena tillkommer primärt vinstdelning (eng: carried interest) och kostnader/arvoden hänförliga underliggande fonder för investeringar i onoterade aktier för Första AP-fonden (se avsnitt 6.3.5 för vidare kvantifiering)
3. Den absoluta storleken på de externa förvaltararvodena följer i huvudsak av:
  - a. det totalt förvaltade illikvida (onoterade) kapitalet som respektive AP-fond förvaltar
  - b. andelen kapital allokerat till tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity) vilket är den tillgångsklass som har högst relativa avgiftssatser

Som exempel i sammanhanget kan nämnas att Tredje AP-fonden vid utgången av 2023 förvaltade störst absolut summa illikvitt kapital och att Andra AP-fonden i absoluta termer (exklusive Sjätte AP-fonden) hade störst andel och absolut kapital allokerat till onoterade aktier. Detta driver den absoluta kostnadsbilden. Fjärde AP-fonden hade i sin tur en låg absolut och relativ andel av illikvida tillgångar allokerat till onoterade aktier, vilket å ena sidan innebär

lägre absoluta externa förvaltararvoden men å andra sidan innebär ett mindre absolut avkastningsbidrag från tillgångsklassen som gått starkt under den senaste femårsperioden

4. Av det totala buffertkapitalet utgjorde de, i årsredovisningarna kvantifierade kostnaderna och arvodena, 0,23% av det totala buffertkapitalet

### 5.3 Marknadsvärdering och rapportering

- Buffertfondernas process för värdering av illikvida tillgångar sker på ett liknande sätt. Första-Fjärde AP-fonderna har utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper
- Värderingsmetod och frekvens skiljer sig per i) tillgångsklass och ii) ägandeform med extern reviderad värdering som sker åtminstone årligen
- Eftersläpande värderingar gäller primärt för investeringar i fondstrukturer där rapportering till AP-fonderna i regel sker cirka 45 dagar efter utgången av respektive kvartal
  - För en bedömning av implikationer av eftersläpande värderingar se avsnitt 7.2
- Antaganden rörande faktorer som påverkar marknadsvärderingen för illikvida tillgångar är alltid föremål för en viss grad av subjektivitet, även om det finns etablerade värderingsstandarder att förlita sig på
  - De viktigaste faktorerna med stor påverkan för värderingen är på en övergripande nivå: i) direktavkastningskravet för onoterade fastigheter, ii) vinsttillväxt och vinst- och omsättningsmultiplar för onoterade aktier, iii) diskonteringsränta och tidshorisont för infrastruktur och andra reala tillgångar

Till skillnad från likvida tillgångsklasser som tillhandahåller daglig (eller ännu mera frekvent) likviditet till värderingar som är ögonblickliga, värderas illikvida tillgångar, som namnet implicerar, mer sällan. Beroende på struktur kan även rapporteringen av illikvida tillgångar ske med fördröjning. Detta kan få effekter i en portfölj som består både av likvida och illikvida tillgångsslag där andelen illikvida tillgångar under en period av kraftiga fall på de publika marknaderna snabbt blir en större andel av de totala fondmedlen i vad som ibland kallas "nämnareeffekten" (eng: denominator effect<sup>39</sup>), varpå limiter kan överskridas och teoretiskt kan medföra en påtvingad inbromsning av investeringstakt i illikvida tillgångar – i värsta fall vid tillfällen då det finns möjlighet att opportunistiskt vara en mer aggressiv köpare av illikvida tillgångar till en god prisbild. Utöver detta innebär avsaknaden av en löpande marknadsprissättning för illikvida innehav att värderingen av specifika tillgångar, såsom underliggande bolag och/eller fastigheter, är föremål för en argumenterbart högre grad av subjektivitet och variation jämfört med noterade tillgångar. Det innebär bland annat att risken för att enstaka "dåliga äpplen", som från tid till annan förtjänar en annorlunda värdering, kan anses öka. I bakvattnet av en globalt ökad andel kapital allokaterat till illikvida tillgångar, stundande re-finansieringar till högre räntenivåer, ökat behov av likviditet kopplat till förmånsbestämda pensionsplaner har bland annat den brittiska motsvarigheten till svenska finansinspektionen (Financial Conduct Authority – FCA) annonserat att en genomlysning<sup>40</sup> på temat marknadsvärdering kommer att genomföras i närtid. Vidare diskuterar Brown et al. (2019) förekomsten av fondförvaltare/GPs som strukturellt konservativt värderar sina tillgångar till dess att en avyttring närmar sig, vilket kan vara motiverat av flera olika anledningar. Detta exemplifierades under 2021, vilket var ett rekord-år i termer av genomförda transaktioner, bland annat mot bakgrund av uppskjutna transaktioner från pandemiåret 2020 inom onoterade aktier (eng: private equity), då många fondförvaltare tog fördel av ett gynnsamt marknadsklimat för att sälja underliggande innehav. Detta återspeglades även i AP-fondernas redovisning där exempelvis Sjätte AP-fonden uppvisade en nettoavkastning om drygt 49% år 2021 vilket står för en betydande del av avkastningen för den senaste fem-årsperioden. Sammantaget föranleder ovan bakgrund fokuset för detta avsnitt som avser en redogörelse av gängse principer för redovisning och externrapportering, samt process och faktorer som påverkar de underliggande marknadsvärdena av AP-fondernas illikvida

<sup>39</sup> Rod (2022)

<sup>40</sup> Sutton et al. (2023)

innehav. En bedömning av implikationer av de eftersläpande värderingarna och rapporteringen från externa parter återfinns under avsnitt 7.2.

### 5.3.1 Redovisning och extern rapportering av marknadsvärderingar

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-Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper. Även i Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden står uttryckligen att placeringstillgångarna skall marknadsvärderas. Fondernas samtliga placeringar skall därmed värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. Verkligt värde definieras i regel som det pris en säljare skulle få om man sålde tillgången under ordnade former mellan köpare och säljare vid en specifik tidpunkt.

I de av Första-Fjärde AP-fonderna gemensamt utarbetade redovisnings- och värderingsprinciper gäller för:

- i) Onoterade aktier att det finns ett flertal värderingsmetoder som är tillämpliga och kan användas i kombination vid rapportering. I det fall att värderingar av underliggande onoterade aktier grundats på en värdering som en onoterad fond gjort skall AP-fonderna säkerställa att den värderingen följer gällande principer.
- ii) Onoterade fonder att värdering av andelar i dessa fonder (samt för co-investeringar i fondstruktur) baseras på den värdering som fondadministratören eller annan extern part gör och att värdering uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall AP-fonden på goda grunder bedömer att fondadministratörens värdering är felaktig skall en justering av erhållen värdering genomföras.
- iii) Onoterade fastighetsaktier att det för värderingen av dessa i första hand skall användas transaktioner som genomförts i närtid i bolagets aktie på andrahandsmarknaden som värderingsgrund. Om inga transaktioner finns att tillgå utgår värderingen från bolagens balansräkning och justeras därefter för en marknadsvärderad uppskjuten skatt, och eventuell ytterligare information vid behov.

I de fall man på goda grunder bedömer att en värdering är felaktig skall en justering ske av erhållen värdering. En sådan justering förutsätter dock mycket god insyn vilken uppnås via representation i investeringskommitté, revisionskommitté, styrelsrepresentation eller motsvarande. Vad beträffar eventuella felaktiga värderingar av innehav i underliggande fonder finns därmed en begränsning med avseende på förutsättningen på mycket god insyn där AP-fonderna i all väsentlighet förlitar sig på GPs processer för värdering av de underliggande innehaven, samt tredje parts (exempelvis revisor) granskande av dessa processer. Att utmana eller ifrågasätta de specifika underliggande värderingarna för enskilda portföljbolag hör alltså till ovanligheterna och sker i praktiken enbart om AP-fonderna på goda grunder bedömer att värderingarna är felaktiga.

#### 5.3.1.1 Extern rapportering av onoterade aktier och andelar<sup>41</sup>

För onoterade aktier och andelar redovisas verkligt värde för dotter- och intressebolag i Första-Fjärde AP-fondernas årsredovisning. För övriga onoterade aktier och andelar (där fondinnehaven i regel ingår) redovisas ett aggregat verkligt värde medan anskaffningsvärdet för respektive innehav redovisas som

<sup>41</sup> I detta avsnitt avser onoterade aktier och andelar inte enbart *private equity* utan utgår ifrån aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform vilket kan omfatta flera av de illikvida tillgångsklasserna.



en del av de innehavslistor som publiceras i samband med bokslut. Detta gäller för Första-Fjärde AP-fonderna med undantag för Tredje AP-fonden vilka i stället för anskaffningsvärde per respektive innehav redovisar utfäst kapital. För övriga noterade aktier och andelar redovisas även de fem största utländska respektive svenska innehaven i årsredovisningen men inte det verkliga värdet av dessa (för Första-Fjärde AP-fonderna).

Sjätte AP-fonden redovisar i dess årsredovisning de tio största innehaven i noterade aktier och andelar inom de två kategorierna: i) Fonder och ii) Co-investeringar samt hur stor del av marknadsvärdet som de tio största innehaven utgör inom respektive kategori. Sjätte AP-fonden publicerar även innehavslistor med kapitalandel i investeringsenheten samt ett aggregerat anskaffningsvärde och marknadsvärde (verkligt värde).

Sjunde AP-fonden redovisar i sin tur både anskaffningsvärde och marknadsvärde som en del av de innehavslistor som publiceras i samband med bokslut. Detta gäller för samtliga noterade aktier och andelar samt dess andel av den totala portföljen.

Sammanfattningsvis finns ett fåtal skillnader i hur AP-fonderna externt rapporterar noterade aktier och andelar. Dessa skillnader bedöms dock vara av mindre väsentlig eller betydande karaktär även om det är anmärkningsvärt att Sjunde AP-fonden redovisar marknadsvärden för respektive underliggande innehav och övriga AP-fonder inte gör det.

### 5.3.2 Processen för marknadsvärdering av AP-fondernas illikvida tillgångar

Figur 18 visar på den övergripande generiska processen för värdering av illikvida tillgångar. Inför ett nyinvesteringsbeslut granskas och säkerhetsställs förvaltarnas process (inkluderande exempelvis ansvarsfördelning och organisationsstruktur), värderingsprinciper och tillämpning av etablerad praxis. Hur värderingarna skall genomföras preciseras i de investeringsavtal som skrivs.

#### Övergripande process för värdering av illikvida tillgångar



Källa: Exempel från Fjärde AP-fonden





Figur 18: Övergripande process för värdering av illikvida tillgångar

Under ägandeperioden rapporterar sedan förvaltaren de underliggande värderingarna till AP-fonderna. Dessa värderingar är, som en del av förvaltarens process, i huvudsak granskade av extern revisor på uppdrag av förvaltaren/GPn, även om AP-fondernas revisorer också övergripande kan

granska dessa processer. Granskningar sker åtminstone med årlig frekvens. De löpande värderingarna förs sedan, av back-office, in i de interna systemen på respektive AP-fond, och stäms även i vissa fall av med front-office personal. Värderingarna justeras sedan med eventuella flöden (investeringar och distributioner) som skett mellan senaste rapporteringsdatum och värderingsdatum. Till sist provas värderingarna internt, i regel halvårsvis inför bokslut och extern rapportering.

De olika värderingsmetoderna som finns är i regel inte AP-fondspecifika utan snarare specifika för de olika tillgångsklasserna. Figur 19 visar på de generella värderingsmetoder och branschstandarder som gäller för respektive tillgångsklass.

### Värderingsmetoder per illikvid tillgångsklass

Tillgångsklass	Branschstandard	Generell värderingsmetod
Onoterade fastigheter 	Samhällsbyggarna, RICS Valuation	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verkligt värde baserat på det mest sannolika priset vid en normal försäljning på den öppna marknaden</li> <li>Baseras huvudsakligen på en avkastningsbaserad värderingsmetod och bedömning av marknadens förrätningskrav</li> <li>Värdering utförs av externa auktoriserade värderare åtminstone årligen</li> </ul>
Infrastruktur & Skog/Jordbruk 	IPEV <sup>1)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verkligt värde är det pris som en tillgång skulle ha vid en normal transaktion mellan två marknadsaktörer vid värderingstillfället</li> <li>Vanligen långsiktiga DCF-modeller för att värdera tillgångarna kompletterat med jämförbara priser i marknaden</li> </ul>
Onoterade aktier (Private equity) 	IPEV <sup>1)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verkligt värde är det pris som en tillgång skulle ha vid en normal transaktion mellan två marknadsaktörer vid värderingstillfället</li> <li>Värdering baseras på allokering av Enterprise Value (EV) <ul style="list-style-type: none"> <li>Baserat på nyligen genomförd transaktion i investeringen</li> <li>Multiplvärdering baserat på jämförbara noterade bolag</li> </ul> </li> </ul>
Onoterade krediter (Private credit) 	IFRS/GAAP för relevant jurisdiktion	<ul style="list-style-type: none"> <li>Krediter värderas till nominellt belopp plus upplupen ränta så länge de är problemfria</li> <li>Krediter som handlas i andrahandsmarknaden kan värderas baserat på observerade priser eller till anskaffningsvärde eller baserat på kreditmodell om inga observerbara priser finns</li> <li>Krediter med någon form av problem värderas baserat på EV-modell</li> </ul>

Källa: Exempel från Fjärde AP-fonden  
Not: 1) International Private Equity and Venture Capital Valuation. Gäller främst fondinvesteringar inom noterade aktier (eng: private equity)

Figur 19: Värderingsmetoder per illikvid tillgångsklass

Respektive tillgångsklass kan, med avseende på värderingsprinciper, sedan delas in i innehav hänförliga bolagsstrukturer respektive fondstrukturer. I den senare kategorin ingår både investeringar i SMA-strukturer och co-investeringar samt andra liknande strukturer såsom klubbar/partnerskap (se avsnitt 6.6.3) med helt eller delvis diskretionära förvaltningsmandat utlagda till en extern förvaltare.

För de direktägda *onoterade fastighetsinnehaven* såsom exempelvis, Vasakronan, Willhem, Rikshem med flera är värderingsmetoden utifrån den balansräkning som erhålles på kvartalsbasis, där en underliggande värdering av fastighetsbestånden genomförts per den sista dagen i respektive kvartal. Cirka 10 dagar efter utgången av varje kvartal tar AP-fonderna del av balans- och resultaträkningar. Värdering med externt oberoende värderingsinstitut sker åtminstone årligen, för vissa bolag oftare, samt vid tillfällen när marknadsrörelser föranleder en omvärdering. AP-fonderna granskar även värderingen utifrån generell marknadsutveckling och utveckling inom relevant segment och säkrar att det inte finns större avvikelser eller omotiverade förändringar. Då fastighetsbolagen har extern lånefinansiering (obligationer och/eller banklån) där bankerna kräver årlig värdering av fastigheterna av oberoende värderingsinstitut utgör även detta en ytterligare kontrollfunktion. Då AP-fonderna, via styrelsrepresentation, har en betydande insyn i dessa bolag hålls även en löpande dialog med värderare och revisorer. Avseende fastighetsbestånden som utgör underliggande tillgångar i en fastighetsfond är värderingsmetod, förekomsten av extern revision samt värderingsfrekvens i huvudsak i linje med de direkta onoterade fastighetsinnehaven men med skillnaden att forumet för diskussion av tillämpliga värderingsprocesser typiskt sker genom deltagande och representation i

investeringskommittéer och/eller via informell dialog med förvaltaren. Figur 20 ger en översikt av värderingsmetoderna för onoterade fastigheter.

**Översikt: värdering av onoterade fastigheter**

Ägandeform	Exempel på innehav	Värderingsmetod	Externt reviderad	Värderingsfrekvens	Bedömning av värdering
Bolagsstruktur	Vasakronan Willhem rikshem Trophil	<ul style="list-style-type: none"> <li>Balansräkning utifrån extern värdering av oberoende värderingsinstitut av fastigheterna, justerad för marknadsvärderad uppskjuten skatt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ja</li> <li>Fastighetsvärderingen insår i den externa revisionen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kvartalsvis</li> <li>Med extern värderare åtminstone årligen (tätare om större marknadshändelser föranleder omvärdering)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Representation i styrelsen</li> <li>Genomgång av värdering med värderare och revisor</li> <li>Lyssnar på värderares och revisors motivering samt ställer kontrollfrågor</li> </ul>
Fondstruktur	areim Aros Bostad	<ul style="list-style-type: none"> <li>Enligt ovan (som huvudregel)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Enligt ovan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Enligt ovan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vid behov diskussion och dialog med förvaltaren separat</li> <li>Representation i investeringskommitté eller LPAC beroende på ägandestruktur</li> </ul>

Källa: Exempel från Fjärde AP-fonden

Figur 20: Värdering av onoterade fastigheter

För värdering av innehav i bolagsstrukturer i *infrastruktur*, såsom exempelvis i Polhem Infra, är den övergripande värderingsmetoden i linje med de direkta onoterade fastighetsinnehaven med skillnaden att innehaven värderas mindre frekvent som en följd av den underliggande tillgångens karaktäristika där värderingsantaganden i regel inte fluktuerar till samma grad som för andra tillgångsklasser. För innehav i infrastrukturfonder förs dialog och bedömningar i liknande forum (investeringskommitté och LPAC) som för fastighetsfonder där värderingsmetoden är baserad på de riktlinjer som IPEV<sup>42</sup> fastslagit. Rapportering av innehaven i fondstrukturerna sker som huvudregel cirka 45 dagar efter utgången av kvartalet där värderingen i regel avser den sista dagen i föregående kvartal. Som ett exempel innebär alltså detta att värderingen per den 30 september rapporteras till AP-fonderna i mitten av november.

Värdering av *onoterade aktier* via fonder värderas i linje med IPEV:s riktlinjer, med årlig extern revision. Rapportering och värdering sker kvartalsvis men till skillnad från de direkta fastighetsinnehaven är rapporteringen fördröjd med cirka 45 dagar i likhet med andra fonddinnehav. Beroende på val av tillvägagångssätt för att investera i onoterade aktier kan värderingen avse även det tidigare kvartalet, det vill säga rapportering i mitten av november kan avse värderingar per utgången av det andra kvartalet (30 juni). Detta kan förekomma i SMA-strukturer där två "lager" av rapportering behöver sammanställas innan den når AP-fonderna.

AP-fonderna har sedan den 1 maj 2020 möjlighet att investera i *onoterade krediter* genom fonddinnehav. Värderingsmetoden för dessa baseras på IFRS eller GAAP beroende på jurisdiktion där antingen upplupet anskaffningsvärde eller verkligt värde redovisas. I de fall där upplupet anskaffningsvärde används som värderingsmetod och lånen är problemfria, bedömer förvaltarna att denna metod speglar krediternas verkliga värde. Revisorerna granskar och bekräftar också att det bokförda värdet i all väsentlighet överensstämmer med det verkliga värdet. Värderingsfrekvensen sker i regel årligen för dessa innehav.

<sup>42</sup> International Private Equity and Venture Capital Valuation. IPEVs riktlinjer omfattar primärt värdering av onoterade aktier (eng: private equity) men har anpassats och utvidgats för att även täcka värderingar av infrastrukturstillgångar i fondstrukturer

En sammanfattning av värderingsmetoder för infrastruktur, onoterade aktier och onoterade krediter illustreras i Figur 21.

**Översikt: värdering av infrastruktur, private equity och onoterade krediter**

	Agandeform	Exempel på innehav	Värderingsmetod	Externt reviderad	Värderingsfrekvens	Bedömning av värdering
Infrastruktur <sup>1)</sup>	Bolagsstruktur	 POLHEM	<ul style="list-style-type: none"> <li>Balansräkning stiftad från extern värdering av oberoende värderingsinstitut</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Årligen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Representation i styrelsen</li> <li>Genomgång av värdering med värderare och revisor</li> <li>Lysnar på värderares och revisors motivering samt ställer kontrollfrågor</li> </ul>
	Fondstruktur	 CIP Copenhagen Infra Structure Partners	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fair value baserat på IPEV</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>Representation i LPAC eller investeringskommitté beroende på exakt ägandestruktur</li> <li>Vid behov diskussion och dialog med förvaltaren separat</li> <li>Särskilt investerarforum vid co-investeringar</li> </ul>
Private equity	Fondstruktur	 KKR IEGT generation	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fair value baserat på IPEV</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ja, årligen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kvartalsvis</li> </ul>	
Onoterade krediter	Fondstruktur	 Adams Street Bridgepoint	<ul style="list-style-type: none"> <li>IFRS eller GAAP för relevant jurisdiktion</li> <li>Upplupet anskaffningsvärde eller verkligt värde</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Årligen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>I de fall där upplupet anskaffningsvärde används som värderingsmetod och lånen är problemfria bedömer förvaltarna att denna metod speglar krediternas verkliga värde</li> </ul>

Källa: Exempel från Fjärde AP-fonden  
Not: 1) Inklusive andra reala tillgångar

Figur 21: Värdering av infrastruktur samt onoterade aktier och krediter

**5.3.3 Faktorer som påverkar marknadsvärderingen av illikvida tillgångar**

Vid värdering av illikvida tillgångar, med ett ofta inte oväsentligt inslag av ej observerbara data, beror en stor del av utfallet på de antaganden som görs. Relativt små förändringar i antaganden kan leda till stora förändringar i värdet på de underliggande tillgångarna. Detta exemplifieras inte minst av den känslighetsanalys som redovisas i en del AP-fonders årsredovisningar. Under 2023 togs exempelvis en analys fram av Vasakronan (AP-fondernas största fastighetsinnehav) som visade på att en förändring av direktavkastningskravet om +/- 0,25 procentenheter skulle förändra värdet på innehavet med cirka -2.3/+2,5 mdrSEK motsvarande cirka 10% av värdet av respektive AP-fonds (Första – Fjärde AP-fonderna) innehav. Förståelse för gängse principer och faktorer som påverkar marknadsvärderingarna är därför av vikt.

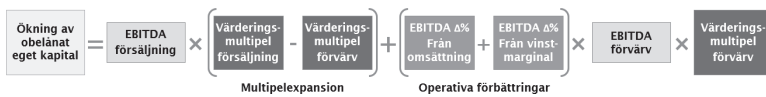
I korta ordalag är de generellt sett mest centrala faktorerna som påverkar marknadsvärderingen för onoterade fastigheter: i) direktavkastningskravet, ii) driftnettot, iii) vakansgraden samt iv) marknads- och vinsttillväxten. För innehav i onoterade aktier är vinsttillväxt och börsens multipelvärdering av stor betydelse där små förändringar i antaganden om EV/EBITDA multipeln, likt direktavkastningskravet för fastigheter, kan få en stor påverkan på värdet. För investeringar i infrastruktur och andra reala tillgångar är antagande om diskonteringsräntan av central vikt. Detta beror på att värderingsmetoderna för dessa tillgångar, i enlighet med IPEVs riktlinjer, utgår från en kassaflödesbaserad värdering. Denna metod är passande eftersom dessa tillgångar ofta ger reglerade och stabila kassaflöden som ibland även är kopplade till inflationen. I följande avsnitt presenteras en detaljerad redogörelse för de mest centrala faktorer som tidigare nämnts.

**Onoterade aktier**

För onoterade aktier så är faktorer som påverkar marknadsvärderingen nära förknippat med de två sätt som en aktiv investerare i onoterade aktier kan skapa värde genom: i) Genom att välja företag som, allt annat lika, blir mer värda under dess ägandeperiod (multipel expansion), ii) Genom att utöva

ett aktivt ägande och påverka hur företaget sköts (operationell förbättring) vilket kan omfatta förändringar gällande exempelvis: styrningen, belåningen och effektiviteten i det underliggande bolaget. Figur 22 visar på den värdeskapande brygga som resulterar i ett högre aktieägarvärde.

### Brygga för värdeskapande inom private equity



Källa: Norges Bank

Figur 22: Brygga för värdeskapande inom onoterade aktier

Beroende på mognadsgraden av den underliggande investeringen är en värdering baserad på vinst- eller omsättningsmultiplar en möjlig teknik för att värdera de bolag förvärtaren/GP:n har investerat i där IPEVs riktlinjer är styrande för vilka överväganden och justeringar som bör tas hänsyn till när en sådan multipel skall appliceras. Som exempel bör avvägningar göras med avseende på vilken typ (vinst eller omsättning) och kategori (förvärvsmultipel eller publikt handlade bolag) av multipel som skall appliceras.

I de fall att tillgängliga och relevanta multiplar inte finns att tillgå, exempelvis med avseende på bolag i tidig fas (venture) kan andra värderingsmetoder vara att föredra som baseras på kassaflödesberäkningar och/eller senast tillgängliga värdering för vilket bolaget tog in pengar på. Ofta sker en kombination av olika typer av värderingsmetoder för att komma fram till det verkliga värdet. Faktorer som styr den övergripande nivån på multiplar och diskonteringsräntor är i stort en funktion av marknadens förväntningar kring framtida utsikter vad gäller framtida marknads- och vinststillväxt vilket påverkas av övergripande ekonomisk utveckling, ränteläge samt finans- och penningmarknadspolitik.

#### Onoterade fastigheter

De faktorer som driver de underliggande värderingsmetoderna och som är av central vikt vid värdering av onoterade fastigheter är:

- i) **Direktavkastningskrav** (eng: yield) speglar en investerares förväntade avkastning och påverkas således värdet på fastigheter. Nyckeltalet definieras som driftnetto dividerat med marknadsvärdet - funktionen kan således inverteras och användas för att beräkna marknadsvärdet. Direktavkastningskravet är nära knutet till den finansiella risken som är associerad med en fastighet. Bostadslägenheter har typiskt sett lägre risk för vakanser än vad kommersiella lokaler har och detsamma gäller centrala lägen jämfört med mer avlägsna områden. Därför är ofta avkastningskravet för centralt belägna fastigheter lägre.
- ii) **Driftnetto** är ett vanligen använt lönsamhetsmått som speglar det ekonomiska överskottet för en fastighet. Måttet definieras som hyresintäkter minus drift- och underhållskostnader samt fastighetsskatt. Ett högre driftnetto indikerar en mer lönsam fastighet vilket allt annat lika innebär högre värdering. Driftnettot påverkas av flera faktorer som vakansgrad, hyresnivå och kostnadskomponenter.
- iii) **Vakansgraden**, som beskriver andelen oanvänd fastighetsyta, påverkar fastighetsvärdet genom hyresintäkterna. Högre vakansgrad innebär generellt sett lägre hyresintäkter vilket påverkar driftnettot negativt och kan därmed minska fastighetsvärdet.

- iv) **Marknads- och förväntad vinsttillväxten** kan också påverka fastighetsvärderingar. Högre förväntningar om framtida tillväxt kan leda till högre framtida hyresintäkter och därmed högre driftnetto, vilket påverkar värderingarna positivt.

I tillägg till ovan faktorer finns även en rad tillgångsspecifika risker och faktorer som påverkar värderingen av de specifika fastigheterna såsom: Mikroläge, Hyresgäster, Teknisk utveckling, regionalpolitiska- och miljömässiga faktorer. Dessa, i kombination med ovan, faktorer kommer alltid ge utrymme för en viss grad av subjektivitet. I bakvattnet av Covid-19 har även en högre andel personer börjat arbeta hemifrån i takt med att återgången till kontoret i vissa delar av världen varit långsammare än andra. Allt annat lika innebär detta högre vakansgrader och därmed fallande värderingar för kontorsfastigheter.

Den i särklass viktigaste faktorn för värdering av underliggande fastigheter är avkastningskravet då små förändringar i detta värde får stor påverkan på de underliggande fastighetsvärdena vilket inte minst påvisas av tidigare nämnda känslighetsanalys. Avkastningskravet påverkas i sin tur av det övergripande ränteläget vilket innebär att fastighetsvärderingar är speciellt känsliga för förändringar i styrräntan då detta utgör en stor del av avkastningskravets uppbyggnad. Fastighetsvärdena kan i sin tur påverka finansieringsförutsättningarna och kreditbetyget på utestående obligationer som utgör en del av många fastighetsbolags finansiering. Under det fjärde kvartalet 2023 annonserades det exempelvis att Första AP-fonden gör ett ovillkorat aktieägartillskott till Willhem om 1 mdrSEK som ett led i att behålla kreditbetyget, vilket som en följd av nedskrivningar i fastighetsvärdet och en ökad belåningsgrad annars skulle riskeras att sänkas. I tillägg kan även kostnader för extern förvaltning av fastigheter vara kopplat till fastighetsvärden i den bemärkelse att en avgift tas ut som en procentsats av substansvärdet (eng: NAV), vilket därmed ibland kan vara mer en funktion av förändringar i det övergripande ränteläget snarare än en förvaltares förmåga att förädla fastigheten genom exempelvis kvalitetsförbättringar och hyreshöjningar.

Infrastruktur och andra reala tillgångar

Vid beräkning av verkligt värde för investeringar inom infrastruktur och andra reala tillgångar används vanligen en värderingsmodell som diskonterar långsiktiga framtida kassaflöden. Metoden bygger på en rad antaganden och uppskattningar som påverkar storleken och tidpunkten för förväntade kassaflöden samt ett slutvärde (eng: terminal value). Dessa uppskattningar bygger vanligen på antaganden om intäkter, kostnader och andra riskfaktorer. Till följd av den långsiktiga karaktären i infrastruktur och andra reala tillgångar finns ett brett spektrum av risker att beakta, ofta relaterade till ESG (miljö, socialt ansvar, styrning). En riskfaktor som är av särskild betydelse för infrastruktur är de risker som är kopplade till reglering och lagstiftning. Infrastruktur är ofta föremål för omfattande reglering och det politiska landskapet kan därför ha stor inverkan på lönsamheten.

Diskonteringsräntan som speglar risknivån och används för att beräkna nuvärdet av framtida kassaflöden är därmed central för marknadsvärderingen. Räntesatsen beräknas genom att sammanväga investeringens kostnad för eget kapital och kostnad för skulder och kan även spegla graden av säkerhet som kassaflödena bedöms ha. I enlighet med IPEVs riktlinjer kompletteras den diskonterade kassaflödesmodellen med jämförbara priser på marknaden om sådana finns att tillgå.

## 5.4 Risker och riskhantering

- Risker för investering i illikvida tillgångar kan övergripande delas in i finansiella och icke-finansiella risker, där finansiella risker bland annat omfattar den så kallade illikviditetsrisken och marknadsrisken (fluktuationer i marknadsvärde). En investerare kan förvänta sig att bli kompenserad för dessa finansiella risker.
- Marknadsrisken för investeringar i illikvida tillgångar kan anses vara mindre betydelsefull för illikvida investeringar så länge fluktuationerna inte påverkar allokeringens gränser och påtvingade köp eller försäljningar vid ett icke-gynnsamt tillfälle (se avsnitt 7.2 för vidare resonemang).
- Den överordnade verkliga risken med att investera i illikvida tillgångar är i sin natur långsiktig och avser risken att permanent förlora kapital (Kapitalrisk).
- Utöver dessa risker tillkommer flertalet tillgångsspecifika risker som följer av respektive tillgångsklass karaktäristiska.
- Det finns inget universellt och ensidigt riskmått för utvärdering av illikvida tillgångar vilket delvis följer av dess kassaflödesbaserade natur och behov av långsiktig investeringshorisont. Däremot finns en rad utvärderingsmått som kan anses vara mer eller mindre lämpliga beroende på i vilken kontext de används.
- Sjätte AP-fonden rapporterar (givet dess mandat) i dess årsredovisning en mer holistisk översikt av de primära riskerna förknippade med investeringar i onoterade aktier. Första-fjärde AP-fondernas rapportering av riskmått sker primärt utifrån ett totalt portföljperspektiv även om investeringar i illikvida tillgångar implicit omfattas av riskmått såsom VaR, sharpekvoter och volatilitet. Dessa riskmått saknar dock delvis relevans för investeringar i illikvida tillgångar givet fondernas lagstadgade uppdrag.
- AP-fondernas riskhantering behandlas i avsnitt 6. På en övergripande nivå följer den huvudsakliga riskhanteringen för investeringar i illikvida tillgångar en väletablerad process för styrning. I denna process bedöms det centralt att ha en tillräckligt stor och kompetent intern organisation samt verktyg att tillgå såsom avtal, forum för beslutsfattande och informella dialoger.

### 5.4.1 Analys av primära risker med att investera i illikvida tillgångar

För samtliga AP-fonder finns ett riskkaptitramverk som övergripande definierar vilka risker som finns samt vilken aptit för dessa risker som respektive fond har. I fondernas natur ligger att en relativt hög finansiell risk skall tas för att uppnå en förväntad avkastning vilket kan sägas är respektive fonds kärnverksamhet. Definitionen av vad finansiell risk omfattar kan debatteras men för illikvida tillgångar är likviditetsrisk en typ av finansiell risk som investerare argumenterbart förväntar sig bli kompenserade för. Trots att respektive AP-fond är mer eller mindre explicita kring rationalen av att allokera till de olika illikvida tillgångsklasserna är illikviditetspremie – definierad som den ytterligare avkastningen en investerare förväntar sig för att låsa upp kapital över en längre period – en central anledning till att många institutionella investerare väljer att allokera kapital till illikvida investeringar till att börja med.

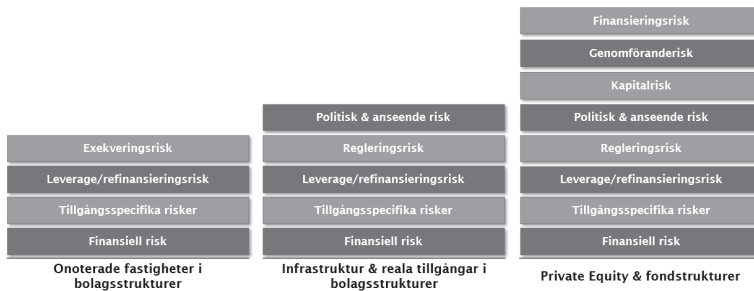
För Första-Fjärde AP-fonderna kan och bör likviditetsrisk tas för att bidra till fondernas måluppfyllelse, genom att illikviditetspremier erhålles. Visserligen behöver AP-fonderna ha en betalningsberedskap utifrån Pensionsmyndighetens prognoser om utflöden till pensionssystemet, men rådande placeringsregler ger utrymme för både en god betalningsberedskap och möjligheten att ta på sig likviditetsrisk som man kan förvänta sig bli kompenserad för (illikviditetspremie). För Sjätte AP-fonden spelar likviditetsrisken olika roller då fonden är en stängd fond. Likviditetsrisken samspelar i deras fall

med risken att inte kunna honorera sina åtaganden vilket kan få konsekvenser och leda till kapitalrisk (se avsnitt 6.2.4 för mer detaljerad redogörelse). För Sjunde AP-fonden kan och bör likviditetsrisk tas med liknande argument som för Första-Fjärde AP-fonderna med tillägget att det sker med beaktande av fondens dagliga prissättning av flöden/handel.

En annan finansiell risk hänförlig både likvida och illikvida marknader är marknadsrisken – definierad som fluktuationer i marknadsvärde (eng: NAV) för tillgångarna. Även om denna risk ofta är den mest centrala för likvida marknader är den generellt sett mindre betydelsefull för illikvida investeringar så länge fluktuationerna inte påverkar allokeringenslimiter och påtvingade köp eller försäljningar vid ett icke-gynnsamt tillfälle. Med andra ord, så länge marknadsrisken inte ger upphov till en likviditetsrisk där exempelvis tillgångar behöver säljas i andrahandsmarknaden (till en rabatt) så är den av mindre vikt.

Utöver dessa finansiella risker finns ett antal specifika riskattribut som i olika grad kan hänföras respektive illikvid tillgångsklass och/eller ägandeform – dessa sammanfattas i Figur 23.

**Huvudsakliga risker förknippade med illikvida investeringar**



Källa: Arkwright analys

Figur 23: Huvudsakliga risker med illikvida investeringar

**Onoterade fastigheter**

Onoterade fastigheter är en heterogen tillgångsklass där investeringarna ofta är stora och illikvida. Detta föranleder exekveringsrisker där transaktioner kan ta lång tid att genomföra och innehåller ett element av osäkerhet hurvida transaktionerna kommer att kunna stängas. Då onoterade fastigheter ofta är belånade finns en refinansieringsrisk och användandet av hävstång kan göra tillgångsklassen mer riskfylld än vad som varit fallet i ett obelånat fastighetsinnehav. Exekveringsrisk och refinansieringsrisk förekommer visserligen även för infrastruktur och andra reala tillgångar samt onoterade aktier, men kan anses betydande för onoterade fastigheter.

Tillgångsspecifika risker är speciellt av vikt givet den typiska storleken på transaktionerna och kan vara risker hänförliga exempelvis: hyresgäster, mikroläge, teknisk utveckling, politiska och skattemässiga förändringar samt andra yttre fysiska faktorer inklusive miljö- och naturkatastrofer.

**Infrastruktur och andra reala tillgångar**

För infrastruktur och andra reala tillgångar gäller delvis liknande risker som nämnts ovan men i tillägg bör regulatorisk risk lyftas fram där reglerade tillgångar ofta är föremål för regeringsbeslut och kan

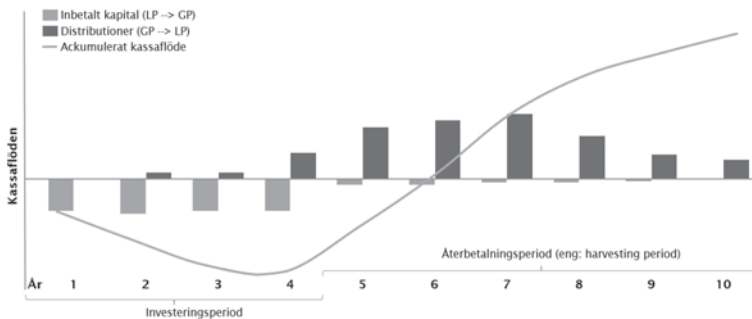


påverkas av tillstånd och godkännanden, tullar och handelspolitik, pris- och intäktsregleringar samt en skiftande samhällsopinion kring specifika infrastrukturprojekt. Infrastrukturinvesteringar kan i linje med detta vara förknippade med politisk risk och anseenderisk kopplat till exempelvis hållbarhetsfrågeställningar, inte minst för en AP-fond.

Onoterade aktier och fondstrukturens specifika risker

Huvudsakliga risker i onoterade aktier (eng: private equity) är delvis överlappande med både onoterade fastigheter och infrastruktur. För onoterade aktier gäller dock att AP-fonderna uteslutande investerar via fondstrukturer. Fondstrukturen ger upphov till ett antal särdrag som beskrivs i detta avsnitt och som ofta förknippas med tillgångsklassen onoterade aktier men som även gäller investeringar i en fondstruktur för infrastruktur och onoterade fastigheter. Investeringar i fondstrukturer är i regel strukturerade som ett partnerskap (eng: limited partnerships) som förvaltas av en så kallad general partner (GP) där så kallade limited partners (LPs, investerare) utfäster ett belopp som GP över tid investerar i underliggande bolag. Det innebär att inte allt kapital investeras dag ett utan kallas på löpande under investeringsperioden av GP. Fondernas löptid är relativt lång (10–12 år) där investeringsperioden typiskt sträcker sig mellan 3–6 år. Upplägget ger upphov till en så kallad J-kurva av ackumulerade nettoflöden av inbetalt kapital (från LP till GP) och distribuerat kapital (från GP till LP) vilket innebär att fonden/GP naturligt drar ner mer kapital än vad den åter distribuerar under de första åren (investeringsperioden) vilket senare leder till en omvänd relation under återbetalningsperioden - se Figur 24 för illustration.

#### Illustration av kassaflöden över en fondlivscykel ("J-kurva")



Figur 24: Illustration av kassaflöden över en fondlivscykel

Upplägget, som noggrant regleras via avtalet mellan LP och GP, ger upphov till en finansieringsrisk i den bemärkelse att LP behöver ha likviditet tillgänglig för att kunna honorera den initiala utfästelsen. I det fall att ett åtagande, i form av en utfästelse, inte honoreras kan det ha allvarliga konsekvenser där LP kan riskera att förlora hela eller delar av sitt investerade kapital, beroende på vad som avtalats. För investerare som har likviditet tillgänglig i andra delar av sin portfölj är denna risk mindre påtaglig men en effektiv kapitalförvaltning förutsätter en god kontroll av både förväntade utflöden och pålitliga prognoser om återbetalningar, vilket i regel är ett modelleringsarbete av kassaflöden som genomförs av alla seriösa investerare i tillgångsklassen. Utöver finansieringsrisken är den nämnda likviditetsrisken – risken att sälja tillgångar i andrahandsmarknaden (eng: secondaries) till rabatt mot rapporterat marknadsvärde även högst relevant. Utöver dessa risker bör även genomföranderisken med att starta

upp ett så kallat "private equity-program"<sup>43</sup> för investeringar i noterade aktier via fonder lyftas fram då dessa är betydande i det hänseende att hela sekvensen från investeringsplanering, urval (eng: screening), due diligence, juridik, förhandlingar, likviditetshantering, monitorering och uppföljning måste utföras med största noggrannhet av mycket erfaren personal. Detta gäller visserligen för samtliga illikvida tillgångsklasser i en fondstruktur men misstag i genomförande kan vara speciellt kostsamma för noterade aktier, med tanke på det breda utfallsspann som illustrerats i Figur 9. Om misslyckanden inträffar kan det ha ödesdigra konsekvenser för den totala avkastningen.

Uppbyggnaden av en intern organisation som investerar i fondstrukturer kan innebära utmaningar när det gäller utvärdering och mätbarhet av framgång. Utvärdering av ett private equity-program är mest tillförlitlig när det når mognad och består av en väldiversifierad portfölj. Utmaningar kan uppstå kring långsiktighet, övergivande av program vid fel tillfälle samt svårigheter med ansvarighet vid osäkerhet om resultatens kvalitet. Mogna private equity-program kan minska dessa risker. Andra- och Tredje AP-fonden har mogna private equity-program, medan Första och Sjunde AP-fonden är exponerade mot dessa genom partners. Fjärde AP-fonden har en mindre allokering till noterade aktier. Slutligen kan investeringar i noterade aktier och fondstrukturer medföra anseenderisker, särskilt med medial uppmärksamhet kring fondernas underliggande bolag eller asymmetriska kompensationsstrukturer hänförligt individer som förvaltar av LP anförtrodda medel (GPs)

#### Koncentrationsrisker

Förutom ovan nämnda risker bör även koncentrationsrisker lyftas upp. Visserligen är en koncentrationsrisk inte specifikt hänförlig illikvida tillgångar per se men med bakgrund av de större noterade fastighetsinnehaven som buffertfonderna (exkl. Sjätte AP-fonden) är investerade i, är den högst relevant. I sammanhanget bör dock nämnas att synen på koncentration kan ses i ljuset av olika infallsvinklar där koncentration kan vara hänförlig: i) emittent/motpart, ii) medinvesterare, iii) kontorsfastigheter (sektor), iv) geografi. Emittentspecifika risker avser då exempelvis specifika risker för idiosynkratiska händelser rörande något av de större fastighetsbolagen. Medinvesterarrisk kan exempelvis relatera till att eventuella olikheter och agendor i ägarbasen riskerar att föranleda en mindre effektiv och värdeskapande förvaltning. Det kan också avse risken att andra medinvesterare kan missköta sig vilket i sin tur kan leda till andra risker. Koncentration mot kontorsfastigheter i Sverige är en annan infallsvinkel som dock bör ställas i relation till investeringsfilosofi och diversifiering i övriga delar av portföljen.

#### Hållbarhetsrisker

Utöver de risker som illustreras i Figur 23 tillkommer hållbarhetsrelaterade risker, vilka kan finnas i alla tillgångsklasser och verksamheter och påverka såväl marknadsrisker som kommersiella risker. Dessa risker är centrala att identifiera och arbeta med, då den inneboende långsiktigheten för illikvida tillgångar minskar möjligheten att snabbt avyttra innehav. Därtill är ägandet av illikvida tillgångar ofta mer koncentrerat jämfört med likvida tillgångar, vilket gör att ägarkollektivet riskerar att få större fokus vid eventuella negativa hållbarhetsrelaterade händelser. Ryktes/anseenderisk kan därmed anses vara en av de viktigaste riskerna associerade med hållbarhetsrisker.

#### Kapitalrisk

Den överordnade verkliga risken med att investera i illikvida tillgångar är i sin natur långsiktig och avser risken att permanent förlora kapital – den så kallade kapitalrisken, och som en följd av detta, att inte kunna uppnå det långsiktiga avkastningsmålet som respektive fond satt. Kapitalrisken kan följa av

<sup>43</sup> Private equity program = investeringar i fonder utan användning av samarbetspartners (SMA). Organisationen byggs upp internt och hanterar ovan nämnda aktiviteter

realiserandet av ett flertal av ovan nämnda risker såsom exempelvis genomföranderisk och politisk risk.

#### 5.4.2 Applicerbara risk- och avkastningsmått för illikvida tillgångar

Kvantitativa och frekventa utvärderingsmått för investeringar i illikvida tillgångar är svåra att tillgå. Detta följer delvis av den långsiktighet som krävs för att på ett framgångsrikt sätt investera i illikvida tillgångar. Eftersom illikvida tillgångar inte heller prissätts på dagsbasis, utan i stället förlitar sig på kvartalsvisa värderingar av substansvärdet (eng: NAV) av underliggande innehav, försvårar detta jämförelsebarheten med likvida investeringar. Med bakgrund av denna problematik är utvärderingsmått för illikvida investeringar primärt baserade på kassaflöden. På en övergripande nivå finns tre typer av utvärderingsmått som alla har sina för och nackdelar:

- **Internavkastningsmått** som motsvarar den diskonteringsränta som gör att nuvärdet av investeringarnas framtida värde sätts till noll – exempel inkluderar IRR<sup>44</sup> och MIRR.
- **Multiplar på investerat kapital** som ställer åter distribuerat kapital (GP→LP) i relation till investerat kapital (LP→GP) för att svara på frågan hur mycket en investering i underliggande bolag, eller en fond i sin helhet, gett i relation till det kapital som initialt investerats. Utvärderingsmått inkluderar MOIC som är en så kallad bruttomultipl (innan avgifter och prestationsbaserad ersättning) och TVPI (DPI + RVPI) som är så kallade nettomultiplar (efter avgifter och prestationsbaserad ersättning).
- **Jämförande mått (med den likvida/publika marknaden)** som ämnar svara på frågan om investeringen i den illikvida tillgången har överavkastat jämfört med om en motsvarande investering (i termer av storlek och timing) genomförts i den publika marknaden. Exempel inkluderar utvärderingsmått såsom Public Market Equivalent (PME) och Direct Alpha.

Gemensamt för ovan utvärderingsmått är dock avsaknaden av ett mått som utvärderar risk-justerad avkastning. Inte ens i litteraturen finns en tydlig konsensus för ett sådant mått vilket är en av anledningarna till att det pragmatiska förhållningssättet inom industrin blir att använda sig av en kombination av ovan mått för att utvärdera framgången av en investering i illikvida tillgångar. I kontexten bör nämnas att ovan utvärderingsmått har sina för- respektive nackdelar.

Internavkastningsmått är känsliga för när kassaflöden distribueras till investeraren och i dess enklaste form bygger på antagandet om att distribuerat kapital kan återinvesteras till samma internavkastning över den specifika perioden, vilket ofta inte är fallet. Då GPs även kan ta upp tillfälliga krediter för att styra valet av tidpunkt för när kapital från LP dras ned, kan en sådan dynamik leda till förvrängd/överdriven internavkastning.

Multiplar på investerat kapital tar i sin tur inte hänsyn till över vilken tidsperiod värdet skapats. Inget av måtten tar hänsyn till vad den publika marknaden avkastat under perioden eller justerar på något sätt för risk. PME och Direct alpha adresserar delvis dessa tillkortakommanden men bör däremot alltså inte ses som risk-justerade avkastningsmått. För förändringar i orealiserade investeringar förlitar sig även ovan mått fortsatt på de i regel kvartalsvisa substansvärdesvärderingarna som genomförs av underliggande innehav och rapporteras med en fördröjning.

---

<sup>44</sup> IRR = Internal rate of return, MIRR = Modified Internal rate of return, MOIC = Multiple on invested capital, TVPI = Total value to paid in capital, DPI = Distributed to paid in capital, RVPI = Residual value to paid in capital, PME = Public market equivalent

#### Utvärdering av avkastning

För utvärdering av AP-fondernas förvaltning av illikvida tillgångar använder sig AP-fonderna i större eller mindre utsträckning av ovan nämnda utvärderingsmått. Nämnvärt är dock att samtliga fonder för investeringar i onoterade aktier (eng: private equity), med undantag för Sjätte- och Fjärde AP-fonden<sup>45</sup>, i huvudsak utvärderar avkastningen gentemot ett publikt brett index<sup>46</sup> + 200 till 500 baspunkter. Det publika breda indexet är då i regel inte justerat för komposition av systematiska riskfaktorer<sup>47</sup> vilket potentiellt skulle kunna resultera i ett annat svar på frågan om huruvida investeringar i tillgångsklassen skapat överavkastning.

#### 5.4.3 Extern rapportering av risker och riskmått för illikvida tillgångar

I AP-fondernas årsredovisningar redogörs för vilka övergripande typer av risker som verksamheten står inför. Riskerna delas ofta upp i finansiell kontra icke-finansiell risk. I kontexten av illikvida tillgångar läggs generellt betoning på marknadsrisken och likviditetsrisken i årsredovisningen.

Marknadsrisken utgör en av flera finansiella risker. Med marknadsrisk avses risken att ett verkligt värde eller framtida kassaflöden från ett finansiellt instrument kommer att variera på grund av förändringar i marknadspriserna. För rapportering av marknadsrisk bryter Första-Fjärde AP-fonderna ut utvalda riskmått för respektive tillgångsklass. För Första-Tredje AP-fonderna rapporteras riskmåten för alternativa investeringar (vilka i huvudsak utgörs av illikvida investeringar) som ett separat tillgångsslag, medan Fjärde AP-fonden bryter ut reala tillgångar (vilket inte inkluderar onoterade aktier). Ett mellan AP-fonderna återkommande riskmått för marknadsrisk är Value-at-risk (VaR) vilket visar på det resultat som respektive fond, under en given tidsperiod, förväntas överträffa med en viss sannolikhet (ofta 95% sannolikhet). Beräkningarna tar sin utgångspunkt genom att simulera avkastningsutfall baserade på fondernas portföljsammansättning per den sista dagen på året. För alternativa och reala tillgångar är beräkningarna gjorda med bakgrund av underliggande riskmodeller som bygger på historiska avkastningsdata och volatilitet för respektive tillgångsslag. Andra AP-fonden rapporterar, till skillnad från övriga AP-fonder, även en nedbrytning av förväntad (ex ante) volatilitet per tillgångsklass (där illikvida tillgångsklasser även ingår). För rapportering av realiserad risk (ex post) följer beräkningen en gemensam standard som Första-Fjärde AP-fonderna enats om. Totalportföljens realiserade volatilitet uttryckt i årstakt beräknas utifrån kvartalsvisa värderingar under den senaste 10-årsperioden för att komma runt problematiken med daglig så kallad stel prissättning för de illikvida tillgångarna mellan kvartalen. Det prestationsbaserade utvärderingsmättet sharpekvot rapporteras även för respektive år för respektive AP-fonds (Första-Fjärde) totala portfölj.

Som risk- och utvärderingsmått saknar dock dessa mått relevans, speciellt i kontexten av illikvida tillgångar som inte är föremål för dagliga prisfluktuationer. I tillägg är den risk som AP-fonderna skall förhålla sig till, inte primärt risken för marknadsfluktuationer, utan risken för negativ påverkan på utgående pensioner vilket dessa mått inte adresserar. Med det sagt finns det andra möjligheter att rapportera realiserad risk på totalportföljen baserad på dagliga observationer även för onoterade tillgångar. Detta kan åstadkommas genom att så kallade proxys för onoterade tillgångsklasser får utgöra de dagliga observationspunkterna. Dessa proxys kan exempelvis, som i Sjunde AP-fondens fall, vara

<sup>45</sup> Utvärdering sker primärt i relation till data baserad på avkastning inrapporterad från LPs, världen över, till organisationen Burgiss som tillhandahåller skräddarsydda benchmark. Fjärde AP-fonden använder utöver denna data även breda marknadsindex plus en premie som söker återspegla annan systematisk faktorexponering såsom exempelvis högre belåning/skuldssättning

<sup>46</sup> Exempelvis MSCI world eller MSCI ACWI

<sup>47</sup> Val av benchmark vid uträkning av Public Market equivalent (PME) är av stor vikt för huruvida  $PME > 1$ , det vill säga huruvida överkastning uppnåtts. Med referens till avsnitt 4.4.3 bör benchmarket argumenterbart justeras till att i större utsträckning reflektera högre belånade småbolag vilket är mer representativt för onoterade aktier (eng: private equity) än ett brett publikt index

baserad på index av publika riskkapitalföretag eller som ett alternativ utgöras av uppbyggda index med liknande karaktäristika som de illikvida tillgångsklasserna (exempelvis i onoterade aktiers fall småbolagsindex med en övervikt mot värde och högre belånade bolag som beskrivits i 4.4.3.1). Viktigt att i sammanhanget komma ihåg är dock att Sjunde AP-fonden använder sig av denna teknik primärt som en följd av behov av daglig prissättning vilket inte följer för de andra AP-fonderna. Även om de andra AP-fonderna, med ändamålet att rapportera en representativ realiserad risk baserad på dagliga observationer, skulle kunna tillämpa nämnd metodik bör ansträngningen ställas i relation till huruvida ändamålet tillför ett mervärde givet att utvärderingshorisonten för illikvida tillgångar bör ses över en längre period.

Vad gäller Sjätte AP-fonden rapporterar de en mer holistisk översikt av de primära riskerna kopplat till tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity) där marknadsrisken bedöms som sekundär (se avsnitt 6.2.4 för en mer detaljerad redogörelse). Det tåls att upprepas att en av de mest centrala riskerna vid investeringar illikvida tillgångar är att bli tvingad att sälja eller köpa en tillgång vid fel tillfälle, exempelvis som en följd av likviditetsbehov eller på grund av att tvingande limiter behöver uppfyllas.

I Sjunde AP-fondens årsredovisning finns begränsat med specifik information relaterat till risker och riskmått för illikvida tillgångar, delvis som en funktion av den förhållandevis låga procentuella andelen som illikvida tillgångar utgör.

#### 5.4.4 Riskhantering

För en mer detaljerad beskrivning av riskhanteringen för respektive AP-fond, se avsnitt 60 om AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar. På en övergripande nivå bör dock vikten av en robust investeringsprocess betonas, speciellt med avseende på de investeringar som sker i fonder där möjligheten att påverka är begränsad under fondlivscykeln där initiala avtal och sidobrev är av central vikt. Ett väl fungerande, kompetent och tillräckligt stort team är därför en förutsättning för att kunna exekvera på investeringsprocessen och mitigera ovan nämnda risker. Utöver detta är diversifiering över sektorer, geografi, tid (eng: vintage) ett verktyg för riskhantering även om graden av diversifiering beror på den övergripande investeringsfilosofin hos respektive fond och bör ställas i relation till hur den övriga portföljen (inklusive likvida tillgångar) ser ut. I detta avseende är diversifiering inom de illikvida tillgångsklasserna inte alltid ett självändamål utan bör ställas i relation till existerande investeringsmöjligheter och den förväntade avkastningen.

För de direktägda fastighetsbolagen, samt för de saminvesteringar som tillsammans faller in under samlingsbegreppet bolagsstrukturer, finns i regel större möjligheter att påverka investeringarna efter investeringstillfället. Aktivt styrelsearbete, deltagande i investeringskommittéer samt optimering av kapitalstruktur (och därmed en påverkan och högre grad av kontroll av den finansiella risken) är några av de verktyg som kan användas för övergripande riskhantering.

Som del av mitigerande arbete gällande hållbarhetsrelaterade risker följer även Första-Fjärde AP-fonderna rekommendationer som framarbetats i AP-fondernas etikråd. Etikrådet fungerar som ett ramverk för föredömlig förvaltning och föredömligt ägande. Rådet är centralt för AP-fondernas samarbete och koordination gällande hållbarhet och tar bland annat fram rådgivande ställningstaganden om investeringsexkluderingar och förändringsarbete.

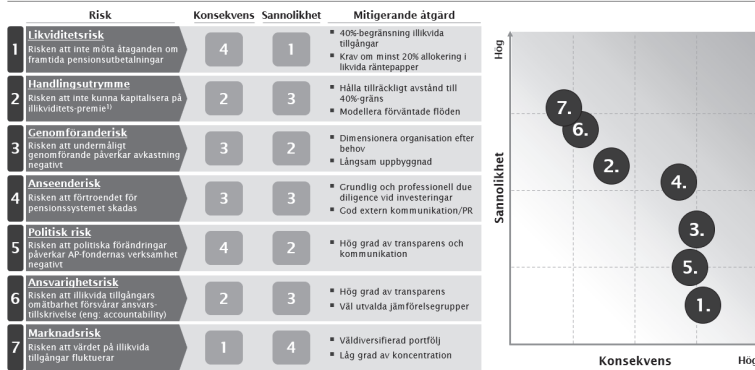
Från ett totalt portföljperspektiv gäller fondernas övergripande riskhanteringsramverk som följer av riskkapitlen där riskhanteringsplanen, för respektive fond, statuerar limiter per tillgångsslag. I sammanhanget bör dock nämnas att även om ett antal hårda limiter följer av APL och internt uppsatta mål så utgör allokeringsnivån för respektive illikvid tillgångsklass i regel ett intervall vilket lämnar

utrymme för flexibilitet och en mer effektiv förvaltning. Alternativet vore en mer strikt rebalansering till utsatta målvikter vilket skulle riskera att tillgångar behöver förväras eller avyttras på ett mer mekaniskt sätt utan hänsyn tagen till marknadsklimat och tillgångarnas illikvida karaktär – vilket överlag skulle leda till en mer ineffektiv förvaltning.

#### 5.4.5 Analys av konsekvenser och risker med illikvida innehav för pensionssystemet

I avsnitt 5.4.1 redogörs för de primära riskerna med att investera i illikvida tillgångar (se Figur 23). En del av dessa kan anses vara mer tillgångsspecifika snarare än att utgöra risker för det svenska pensionssystemet i stort. Nedan avsnitt ämnar analysera de främsta riskerna för pensionssystemet med avseende på konsekvensen och sannolikheten att de inträffar, samt vilka mitigerande verktyg/åtgärder som motverkar dessa risker.

#### Konsekvenser och risker med illikvida tillgångar för pensionssystemet



Figur 25: Konsekvenser och risker med illikvida tillgångar för pensionssystemet

**Likviditetsrisk**, definierad som risken att inte kunna möta åtaganden om framtida pensionsutbetalningar, bedöms som osannolikt med bakgrund av nuvarande lagar med begränsningar om andelen illikvida tillgångar och krav på att minst 20% av fondkapitalet skall vara placerat i räntebärande värdepapper med låg kredit och likviditetsrisk. Skulle denna risk realiseras skulle det dock få en allvarlig konsekvens för pensionssystemet.

**Begränsat handlingsutrymme** där någon eller några av Första-Fjärde AP-fonderna inte har möjlighet att kunna genomföra investeringar i illikvida tillgångar, som en följd av ett limitöverträdnade av 40% gränsen, i en annars fördelaktig marknad är en risk som sannolikt kan inträffa. Som exempel kan en sådan situation uppstå i samband med ett skarpt prisras i de publika marknaderna där eventuella värdejusteringar av illikvida tillgångar inte hunnit slå igenom som en följd av släpande kvartalsvisa värderingar. I ett sådant scenario skulle illikvida tillgångar kunna reas ut till låga värderingar där en aktör med långsiktig horisont genom tillhandahållandet av likviditet kan skapa överavkastning. Detta scenario bedöms som relativt sannolikt även om AP-fondernas avstånd till 40% gränsen är relativt stort vid utgången av 2023. Konsekvensen av att detta inträffar, givet hur APL utformats, är relativt lindrig då begränsningen just avser nyinvesteringar och inte ställer några krav på ett forcerat säljande vilket skulle innebära en större konsekvens. För Sjätte AP-fonden gäller en liknande dynamik, men med några

väsentliga skillnader som följer av fondens struktur och regelverk vilket beskrivits i avsnitt 6.2.4. Huvudsakliga verktyg för att mitigera denna risk inkluderar ett tillräckligt stort avstånd till 40%-gränsen samt modellering av framtida kassaflöden från de fonder som investerats i.

*Genomföranderisk* avser risken att avkastningen blir lidande på grund av misstag i utförandet som är svåra att i efterhand reversera. Denna risk är påtaglig speciellt i övergången mellan tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar – exempelvis när man går från att investerat tillsammans med samarbetspartners (referens Första- och Sjunde AP-fonderna) till att investera i fonder vilket kräver en väsentligt annorlunda intern organisation där investeringsplanering, urval, due diligence, juridik, förhandlingar, likviditetshantering, monitorering och uppföljning måste utföras med största noggrannhet av kompetent personal med erfarenhet inom området. Sjunde AP-fonden står just nu inför denna risk i och med rådande lagförändring och ökade möjligheter att investera i illikvida tillgångar vilket föranlett nya diskussioner och påkallat behovet av en ny utarbetad strategi. En väldimensionerad organisation med säkerhetsställande av god kompetens, samt en långsam uppbyggnad är riskmitigerande åtgärder. Misstag i genomförandet kan även leda till nedan anseenderisker.

*Anseenderisker* definieras som risken att huvudmannens eller allmänhetens förtroende för pensionssystemet tar skada. Sannolikheten för detta bedöms som relativt hög men skiljer sig dock som en funktion av valt tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar. Exempelvis finns kritik mot så kallade asymmetriska ersättningsmodeller, som primärt avser fondinvesteringar, som har möjlighet att göra ett fåtal individer mycket rika med hjälp av AP-fonderna förvaltat kapital vilket moraliskt kan ifrågasättas. Ett fullt ut diskretionärt mandat där externa fondförvaltare tillåts investera i underliggande bolag riskerar även att begränsa kontrollen över underliggande innehav (vilket i och för sig gäller både onoterade och onoterade marknader). Enstaka bolag eller aktiviteter kan därmed lyftas upp i media och andra kanaler vilket kan påverka allmänhetens förtroende för systemet. Vår bedömning är att detta är en högst reell risk som bör beaktas men en risk väl värd för pensionssystemet att ha en viss aptit för. God extern kommunikation och dialog med allmänheten i kombination med grundlig due diligence och utarbetade processer för uppföljning minskar denna risk.

*Politisk risk* definierat som risken att politiska förändringar på ett negativt sätt påverkar investeringsbeslut och/eller utarbetade strukturer och relationer hänförliga investeringar i illikvida tillgångar. Exempel kan inkludera ej genomtänkta strukturella förändringar av AP-fondssystemet.<sup>48</sup>

*Ansvarighetsrisk* definierad som avsaknaden av ansvarighet (eng: accountability) som ett resultat av svårutvärderade resultat ökar generellt desto större andel illikvida tillgångar utgör av pensionssystemet. Detta följer av svårigheterna kring mätbarhet och att med hög frekvens kunna tillskriva framgång eller misslyckande, vilket är en funktion av karaktären som medföljer investeringar i illikvida tillgångar. Denna ansvarighetsrisk kan även leda till en ökad politisk risk där perioder av undermåliga resultat kan leda till politiska förändringar i värsta fall i det skede då förändringen är som sämst lämpad. En högre ansvarighetsrisk kan delvis mitigeras av en detaljerad transparens och noga utvalda jämförelsegrupper, samt av en övergripande god förståelse för den inneboende långsiktigheten som investeringar i illikvida tillgångar innebär.

*Marknadsrisk* är definierat som fluktuationer i underliggande värden av den illikvida portföljen för respektive AP-fond. Sannolikheten för fluktuationer i marknadsvärdet för illikvida tillgångar är hög men konsekvensen av detta är begränsad för pensionssystemet. En ökad andel illikvida tillgångar med släpande värderingar och rapportering torde även leda till en lägre sannolikhet att den så kallade

---

<sup>48</sup> Døskeland & Strömberg (2018)

bromsen slår in i och med att skarpa vändningar i den noterade portföljen (vid marknader i stress) får en mindre påverkan på det totala fondkapitalet, och därmed sannolikheten att skulderna överstiger tillgångarna vid utvärderingstillfället<sup>49</sup>.

Sammanfattningsvis bedöms det svenska pensionssystemet vara väl lämpat för investeringar i illikvida tillgångar med avseende på fondernas långsiktiga placeringshorisont och avsaknad av en tydlig skuldsida med i förtid bestämda betydande åtaganden. En av de främsta riskerna för pensionssystemet är de anseenderisker som kan uppstå i samband med investeringar i illikvida tillgångar samt den genomföranderisk som kan uppstå om inte tillräckligt med resurser tilldelas - antingen som en följd av i) ett för ensidigt kostnadsfokus, ii) utmaningar med att behålla och nyrekrytera kompetens eller en kombination av de två.

---

<sup>49</sup> När det avgörs om pensionssystemets skulder överstiger eller understiger tillgångarna – det vill säga utvärderingstillfället för när man avgör om bromsen skall aktiveras



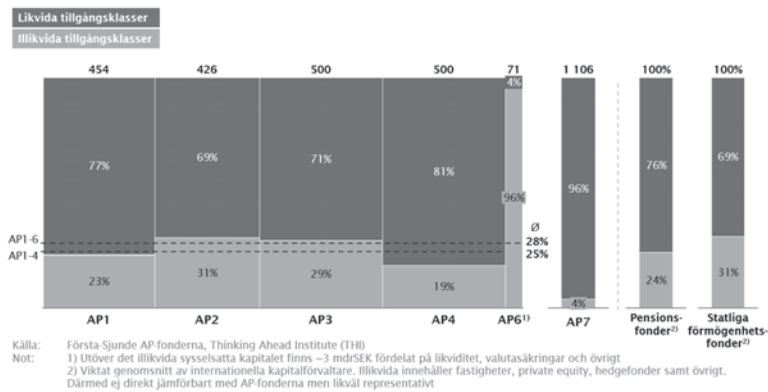
## 6 Analys av AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar

- Vid utgången av 2023 motsvarade illikvida tillgångar 28% av det totala buffertfondkapitalet.
- En hög andel av det illikvida buffertkapitalet är hänförligt tillgångar i bolagsstrukturer med hög geografisk exponering mot Sverige, delvis som följd av stora inhemska onoterade fastighetsinnehav.
  - De två största fastighetsinnehaven stod vid utgången av 2023 för mellan 7,7% och 11,3% av respektive AP-fonds totala fondkapital. Dessa fastighetsinnehav utgjorde relativt koncentrerade positioner med avseende på i) motpart och ii) medinvesterare.
- 78% av buffertkapitalets illikvida innehav utgjordes av investeringar i onoterade fastighetsbolag samt onoterade aktier via fondstrukturer (eng: private equity).
- Första-Fjärde AP-fonderna har ett relativt lågt antal anställda som arbetar med illikvida investeringar i relation till övrig intern investeringsorganisation för respektive AP-fond. Andra och Tredje AP-fonden bedöms ha en förhållandevis liten organisation för investeringar i onoterade aktier jämfört med Sjätte AP-fonden. Även om detta delvis kan förklaras av skillnader i strategi är de förhållandevis små organisationerna anmärkningsvärda.
- För Första-Fjärde AP-fonderna, som omfattas av den lagstadgade begränsningen om max 40% illikvida tillgångar, var 25% av det totala fondkapital placerat i illikvida tillgångar vid utgången av 2023. Dessa nivåer ligger i linje med andra internationella pensionsfonder.
- Förändringar i APL under 2019 respektive 2020 gav Första-Fjärde AP-fonderna ökat mandat och handlingsutrymme att investera i illikvida tillgångar. Från utgången av 2018 till utgången av 2023 har andelen illikvida tillgångar ökat från 19% till 25%, motsvarande en absolut ökning om 215 mdrSEK.
  - Värdestegringar hänförligt i) onoterade fastighetsinnehav och ii) onoterade aktier (eng: private equity) har drivit denna ökning. Onoterade aktier har haft den högsta relativa värdestegringen under perioden, primärt drivet av 2021 års värdestegringar.
  - Nettoinvesteringar har under perioden varit begränsade med undantag för Fjärde AP-fonden som nettoinvesterat 18 mdrSEK i infrastruktur och Andra AP-fonden som investerat cirka 16 mdrSEK i hållbar infrastruktur, onoterade- aktier och krediter.

### 6.1 Inledande observationer och jämförelser mellan AP-fonderna

Figur 26 visar en överblick av illikvida tillgångar som en del av det totala förvaltade kapitalet för buffertfonderna samt för Sjunde AP-fonden.

**Kapitalallokering likvida och illikvida tillgångar, 2023, Första-Sjunde AP-fonderna, mdrSEK**



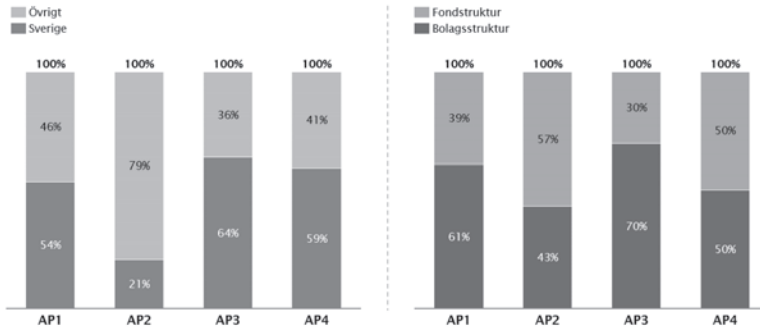
Figur 26: AP-fondernas kapitalallokering till likvida och illikvida tillgångar

I slutet av 2023 utgjorde illikvida tillgångar cirka 28%, motsvarande 542 mdrSEK, av det totala buffertkapitalet (1 950 mdrSEK) som är en del av inkomstpensionssystemet. Detta genomsnitt ligger i linje med ett brett urval av internationella pensionsfonder och statliga förmögenhetsfonder (eng: sovereign wealth funds). För Sjunde AP-fonden, som är det statliga alternativet i premiepensionssystemet och därmed skiljer sig från övriga AP-fonder, utgjorde illikvida tillgångar vid slutet av 2023 knappt 4% av det sammanlagda förvaltade kapitalet i AP7 aktiefond och AP7 räntefond. Motsvarande siffra för Första-Fjärde AP-fonderna, som omfattas av laglimiten om maximalt 40% illikvida tillgångar, uppgick i slutet av 2023 till drygt 25%.

Figur 28 visar en vidare nedbrytning av de illikvida tillgångarna om 542 mdrSEK per illikvid tillgångsklass. För det samlade illikvida buffertkapitalet utgjorde onoterade fastigheter 42%, onoterade aktier (eng: private equity) 36%, infrastruktur 12%, skog & jordbruk 7% och onoterade krediter 3%. Av de illikvida tillgångarna utgjorde 44% tillgångar i Sverige. Som illustreras i figuren finns betydande skillnader avseende den procentuella allokeringen mellan fonderna. Skillnader finns även med avseende på graden av så kallad *home bias*<sup>50</sup> samt den föredragna ägandeformen som respektive AP-fond investerar genom. Detta illustreras i Figur 27. Det finns flera anledningar till dessa skillnader men på en övergripande nivå bedöms de mest centrala förklaringsfaktorerna till detta vara respektive AP-fonds historia, marknadsutveckling, åtkomst till talang, kultur/ledarskap och till betydande del den investeringsfilosofi som respektive AP-fond har.

<sup>50</sup> I denna kontext definierat som andelen investeringar inom i huvudsak svenska tillgångar

**Illikvida tillgångar per geografi och ägandeform, 2023, Första-Fjärde AP-fonderna**



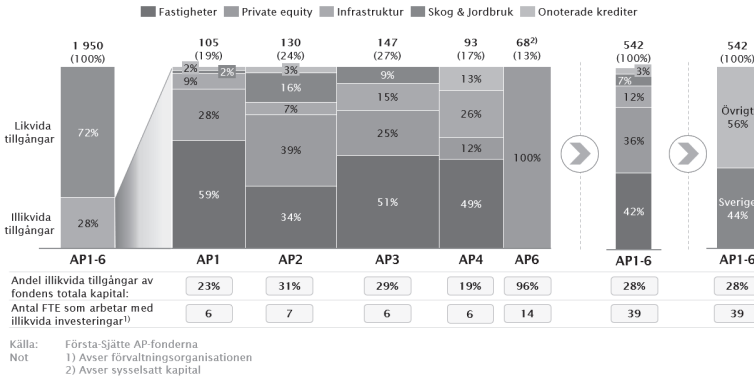
Källa: Första-Fjärde AP-fonderna

Figur 27: Illikvida tillgångar per geografi och ägandeform

Storleken i termer av antalet personer som arbetar med illikvida tillgångar är relativt lika varandra för Första-Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden har en större investeringsorganisation som delvis följer av dess separata mandat med ett renodlat fokus på onoterade investeringar som skiljer sig från de övriga AP-fonderna. Med avseende på investeringar i onoterade aktier är Andra och Tredje AP-fonderna de som är mest lika Sjätte AP-fonden då de båda investerar relativt stor andel av kapitalet i fondutfästelser utan att använda någon samarbetspartner (vilket Första och Sjunde AP-fonderna gör). Skillnaden utgörs primärt av Sjätte AP-fondens delfokus på co-investeringar vilket varken Andra<sup>51</sup> eller Tredje AP-fonderna har, och sannolikt skulle påkalla behovet av en större/förändrad organisation. Andra noterbara skillnader mellan fonderna är att Tredje AP-fonden har ett relativt stort antal onoterade fastighetsinnehav av betydande storlek i relation till de andra AP-fonderna.

<sup>51</sup> Andra AP-fonden har historiskt gjort enstaka investeringar inom onoterade aktier i så kallade co-investeringsfonder (fonder som investerar i underliggande co-investeringsmöjligheter). Dessa kan dock karaktäriseras vara av mer opportunistisk karaktär och ingår inte i en utarbetad strategi, med tillämplig organisation och styrning, för co-investeringar.

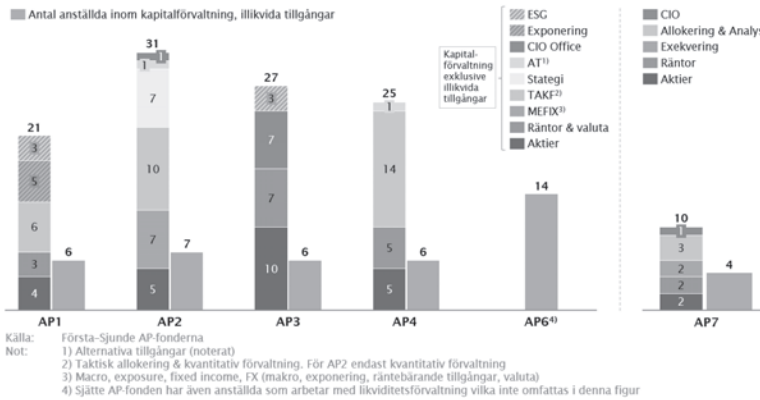
Översikt av illikvida tillgängsklasser, 2023, Första-Sjätte AP-fonderna, MdrSEK



Figur 28: Översikt av buffertfondernas illikvida tillgängsklasser

De 6–7 personer som arbetar med illikvida investeringar inom respektive fond (Första-Fjärde AP-fonderna) utgör cirka 10% av det totala antalet anställda för respektive fond eller cirka 20% av de totalt antal anställda inom kapitalförvaltningen vilket illustreras i Figur 29. Detta är noterbart då de illikvida tillgångarna står för 25% av kapitalet och hantering av illikvida tillgångar i regel är mer komplex, mindre skalbart och mer resurskrävande jämfört med investeringar i likvida marknader.

Antal anställda inom kapitalförvaltning 2023, Första-Sjunde AP-fonderna



Figur 29: Antal anställda inom kapitalförvaltningen 2023, Första-Sjunde AP-fonderna

Gemensamt för Första-Fjärde AP-fonderna är den betydande andelen *onoterade fastigheter* där allokeringen varierar mellan 34% i Andra AP-fonden till 59% i Första AP-fonden, som en andel av förvaldade illikvida tillgångar. Detta framgår även i nedan Figur 30 som visar på portföljkoncentrationen av de två största direktägda fastighetsbolagen för respektive AP-fond (med undantag för Sjätte-AP-

fonden) där dessa står för en betydande andel av det totalt förvaltade kapitalet. Med undantag för Andra AP-fonden som har en betydande onoterad fastighetsexponering utanför Norden återfinns merparten av fastighetsexponeringen inom Norden med den absoluta majoriteten i Sverige. Diversifiering över typer av fastighetssegment (kontor, samhällsfastigheter, logistik, handel, bostäder med flera) är dock relativt god även om kontorsfastigheter, inte minst via Vasakronan, utgör en förhållandevis stor del. I sammanhanget bör även nämnas att de AP-fonder som har en relativt koncentrerad geografisk exponering framhåller argumentet att en geografiskt diversifierad fastighetsportfölj inte nödvändigtvis behöver vara ett självändamål då den geografiska diversifieringen av den övergripande portföljen kan uppnås genom aktiva val i andra delar av portföljen.

**De två största fastighetsinnehaven per AP-fond, 2023, Första-Fjärde AP-fonderna**



Källa: Första-Fjärde AP-fonderna

Figur 30: De två största fastighetsinnehaven per AP-fond

AP-fondernas val av fastighetsinvesteringar via den direkta ägarformen motiveras primärt genom möjligheten till större inflytande, val av medinvesterare som delar liknande värden och investeringsfilosofi samt kostnadseffektiviteten med färre lager av avgifter till externa parter. Vid val av förvaltare och medinvesterare, samt utformning av styrelse, är den operationella erfarenheten och expertisen även av stor vikt. Även om möjligheten att justera upp och ned exponeringen mot onoterade fastigheter som tillgängsklass kan tänkas utmanande och leda till intressekonflikter gällande de delägda större innehaven (såsom Vasakronan) så finns möjligheter att som aktiv ägare exempelvis driva försäljningen av underliggande bestånd för att frigöra kassaflöde. Ett annat alternativ är att justera den totala fastighetsexponeringen genom förvärv eller försäljning av likvida fastighetsinnehav. Exempelvis har både Tredje- och Fjärde AP-fonderna betydande positioner i det noterade fastighetsbolaget Sagax. Oavsett möjligheterna till att justera den relativa exponeringen av de direktägda onoterade fastighetsinnehaven bedöms koncentrationen med avseende på motpart och medinvesterare vara relativt stor. Visserligen kan de större fastighetsinnehaven för respektive AP-fond (Första-Fjärde) ses som en diversifierad portfölj av underliggande fastigheter där en parallell kan göras med fondernas onoterade aktieportfölj där fondförvaltare blir motpart och i sin tur investerar i underliggande bolag och därmed uppnår en god riskspridning. Dock skiljer sig investeringarna i fastighetsbolagen med avseende på att antalet förvaltare och medinvesterare är koncentrerat till ett fåtal aktörer, vilket inte är fallet med investeringar i en onoterad aktieportfölj där denna risk i stort diversifierats bort över ett större antal förvaltare och fonder.

Även andel kapital allokerat till *onoterade aktier* (eng: private equity) varierar mellan AP-fonderna. Tillvägagångssätten att investera i tillgängsklassen skiljer sig även. Första AP-fonden har historiskt investerat via fond-i-fonder med en liten intern organisation som arbetar med tillgängsklassen. Andra AP-fonden har i sin tur över tid byggt upp en större portfölj genom investeringar i riskkapitalfonder utan användande av samarbetspartner eller fond-i-fond. Så är även fallet med Tredje AP-fonden. Fjärde

AP-fonden har en mindre andel allokerat till onoterade aktier dels via investeringar i fonder, dels via så kallade klubbar/partnerskap (se vidare avsnitt 6.6 om Fjärde AP-fonden). Sjätte AP-fonden investerar uteslutande i onoterade aktier genom fondutfästelser och co-investeringar. Sjätte AP-fonden är den enda av buffertfonderna som historiskt varit aktiv inom co-investeringar för onoterade aktier. I sammanhanget bör även noteras att valet av tillvägagångssätt för att investera i onoterade aktier för respektive fond är en funktion av historien för respektive AP-fond där tillgångsklassens egenskaper (enligt ovan), med långa investeringscykler och realisationsperioder, är en del av förklaringen till respektive fonds nuvarande allokeringsmix och tillvägagångssätt.

Figur 31 visar en översikt av vilken påverkan förändringar i de lagstadgade kraven som trädde i kraft under 2019 respektive 2020<sup>52</sup> hade på respektive buffertfond (exkl. Sjätte AP-fonden).

**Påverkan av förändringar i de lagstadgade kraven under 2019 respektive 2020**

I vilken utsträckning har förändringar i de lagstadgade kraven under perioden 2019 respektive 2020 påverkat målintervall för kapitalallokering och/eller process för respektive illikvida tillgångsklass?				
AP-fond Tillgångsklass	AP1	AP2	AP3	AP4
Onoterade fastigheter				
Onoterade aktier ("Private equity")				
Onoterade krediter ("Private credit")				
Infrastruktur				
Skog och/eller jordbruk				

Liten/ingen påverkan    
  Delvis påverkan    
  Påverkan    
  Ej i portfölj<sup>1)</sup>

Källa: Första-Fjärde AP-fonderna  
Not: 1) Mindre innehav exempelvis som en följd av gamla strategier ges även denna klassificering

Figur 31: Påföljder av lagförändringarna genomförda under 2019 respektive 2020

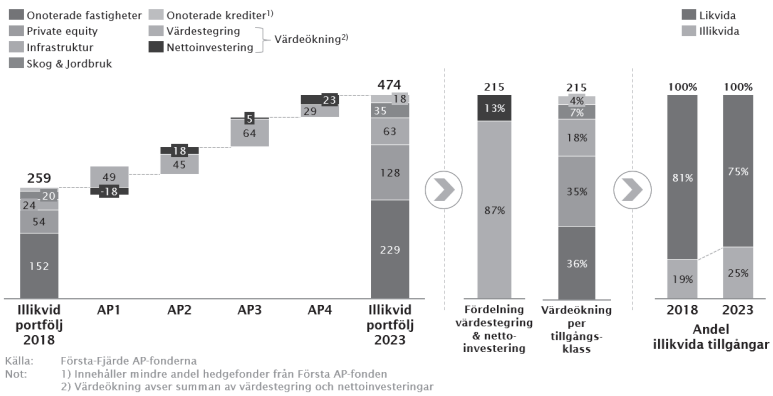
Gemensamt för de fyra AP-fonderna är att lagförändringarna för *onoterade fastigheter* inte haft någon direkt påverkande effekt på målintervall eller process för kapitalallokeringen mer än att den nya begränsningen om max 40% gett ett generellt flexiblere manövreringsutrymme. För *onoterade aktier* har dock lagen fått en *direkt påverkan* på samtliga av de fyra AP-fonderna förutom för Fjärde AP-fonden som både historiskt och idag har en allokering till tillgångsklassen som understiger den tidigare gränsen om 5%. För infrastruktur följer av lagändringen att Andra AP-fonden påbörjade investeringar i hållbar infrastruktur medan Fjärde AP-fonden höjde sin målallokering till tillgångsklassen. För Första och Tredje AP-fonderna har lagändringen haft en *delvis påverkan* avseende infrastruktur bland annat med bakgrunden av att Tredje AP-fonden redan innan lagförändringen bedömt en del infrastruktur tillgångar som fastigheter i linje med definition i jordabalken. För *onoterade krediter* föranledde lagändringen ett nytt investeringsområde för Andra AP-fonden medan Fjärde AP-fonden redan innan tolkat lagen som att investeringar i onoterade krediter kunnat genomföras och därmed nyttjade möjligheten att genomföra ett antal investeringar i kölvattnet av finanskrisen 2008. Första och Tredje AP-fonderna har hittills valt att inte upprätta någon enhet eller att bygga intern kompetens inom området. Utöver detta har förtydligandet i lagen avseende möjligheten att genomföra så kallade co-investeringar tillsammans

<sup>52</sup> Avseende möjligheten att investera i illikvida krediter, höjd rösträttsandel, co-investeringsmöjligheter samt ökade möjligheter avseende total allokering till illikvida tillgångar

med GPs delvis lett till nya co-investeringar inom infrastruktur. Ingen av de fyra fonderna har hittills valt att tillsammans med fondförvaltare inom onoterade aktier (eng: private equity) göra co-investeringar i linje med den strategi som Sjätte AP-fonden utövar<sup>53</sup>.

Andelen illikvida tillgångar har, sedan förändringarna i lagen avseende 40% gränsen började gälla, gått från att utgöra 19% vid utgången av 2018 till att utgöra 25% vid utgången av 2023 med avseende på Första-Fjärde AP-fonderna. Den ökade andelen illikvida tillgångar är dock inte primärt driven av kraftiga nyinvesteringar i någon specifik tillgångsklass utan är ett resultat av de under perioden stigande värderingarna hänförligt onoterade fastigheter och onoterade aktier. I termer av bidrag till den totala värdeökningen per tillgångsklass utgör dessa två tillgångsklasser 36% respektive 35% av den absoluta värdeökningen (summan av värdestegringar och nettoinvesteringar) under perioden. Detta illustreras i Figur 32.

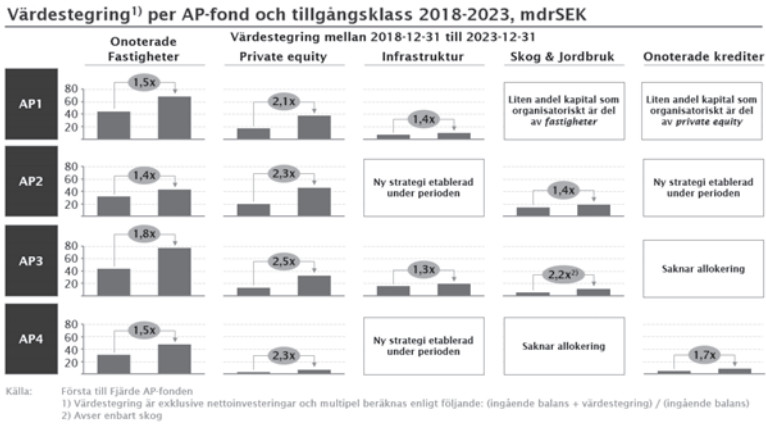
**Värdeökning av illikvida tillgångsklasser, 2018-2023, Första-Fjärde AP-fonderna, mdrSEK**



Figur 32: Buffertfondernas totala värdeökning av illikvida tillgångsklasser 2018-2023

Vidare illustrerar Figur 33 den absoluta värdestegringen över den senaste 5-årsperioden per buffertfond (Första-Fjärde) och tillgångsklass. Som framgår av figuren har tillgångsklassen *onoterade aktier* haft den största relativa värdestegringen och varit mellan 2.1x – 2.5x det initiala kapitalet i slutet av 2018. För onoterade fastigheter har värdestegringen varit i intervallet 1.4x – 1.8x.

<sup>53</sup> Första AP-fonden har exponering mot co-investeringar men detta sker med hjälp av samarbetspartners och är inte jämförbart med den modell som Sjätte AP-fonden har. Andra AP-fonderna har historiskt gjort enstaka investeringar inom onoterade aktier i så kallade co-investeringsfonder (fonder som investerar i underliggande co-investeringsmöjligheter). Dessa kan dock karaktäriseras vara av mer opportunistisk karaktär och ingår inte i en utarbetad strategi, med tillämplig organisation och styrning, för co-investeringar



Figur 33: Värdestegring per AP-fond och tillgångsklass



## 6.2 Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden skiljer sig från övriga buffertfonder då dess övergripande placeringsregler enligt lag<sup>54</sup> stadgar att Sjätte AP-fonden ska, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, förvalta anförtrodda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Då investeringar i publika aktier och andra tillgångar därmed inte är ett alternativ<sup>55</sup> innebär detta bland annat att en övergripande allokeringsprocess till riskkapital kontra andra tillgångsklasser blir en icke-fråga. I stället sker allokering av kapital primärt baserat på mognadsgrad (mogna/tillväxt/tidig fas) (eng: buyout/growth/venture). Sjätte AP-fonden är också en stängd fond vilket, till skillnad från andra buffertfonder, innebär att det inte sker några in- och utflöden till pensionssystemet. Detta medför höga krav på att balansera framtida åtaganden i form av fondutfästelser samt löpande in- och utflöden i investeringsverksamheten genom att hålla en likviditetsreserv. Omfattningen av nödvändig likviditet för att kunna bedriva verksamheten bedöms uppgå till cirka 10% av fondkapitalet. I tillägg till detta får högst 10% av det totalt förvaltade kapitalet vara utsatt för valutakursrisk (att jämföra med 40% för Första-Fjärde AP-fonderna). Kombinationen av att vara en stängd fond och valutakursriskbegränsningen ställer höga krav på fondens likviditetsplanering för att kunna hantera kassaflödesrisker (se avsnitt 6.2.4).

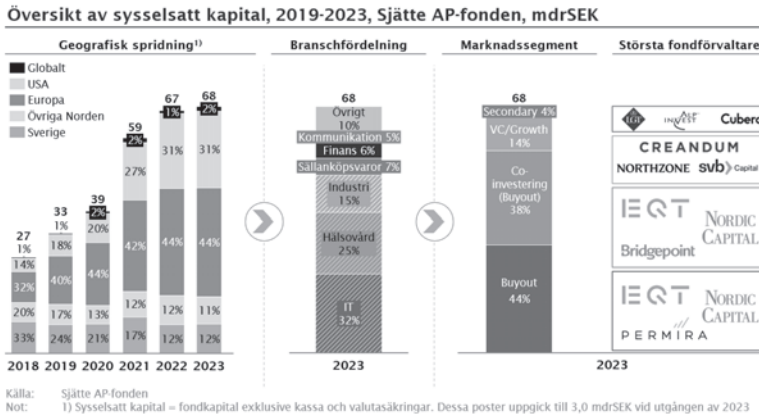
### 6.2.1 Översikt av portföljen

- Sjätte AP-fondens strategi lägger tonvikt vid utvärdering av förvaltare som både kan tillhandahålla bra fonder och ett flöde av co-investeringsmöjligheter.
- Portföljen har över tid genomgått en internationalisering. Vid utgången av 2023 kvarstår övervikt i Europa jämfört med marknaden som helhet.
- Avkastningen under den senaste femårsperioden har primärt varit driven av värdeökningen under 2021.

Figur 34 visar en översikt av Sjätte AP-fondens tillväxt under de senaste fem åren samt hur den totala portföljen ser ut vid utgången av 2023 med avseende på geografi, branschfördelning, investeringskategori samt de primära fondförvaltarna. Sjätte AP-fonden är investerade i inom respektive segment.

<sup>54</sup> Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden

<sup>55</sup> Sjätte AP-fonden får handla med optioner och terminer eller andra likartade finansiella instrument för att effektivisera förvaltningen av AP6:s tillgångar eller för att skydda AP6:s tillgångar mot påverkan av valutakursförändringar eller andra risker



Figur 34: Översikt av Sjätte AP-fondens sysselsatta kapital

2011 beslutade Sjätte AP-fondens styrelse om en ny strategi. Beslutet innebar en omfattande strategiomläggning med tydligt fokus på en kombination av fondutfästelser och co-investeringar. Inom kategorin buyout genomförs både co-investeringar och fondutfästelser medan enbart fondutfästelser genomförs för kategorierna growth och venture. Strategiförändringen påbörjades 2012 och var slutförd 2019, vilket visar den betydande tidsperiod som kan krävas för att omstrukturera en portfölj inom tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity). År 2020 skedde en vidareutveckling av strategin där en mer övergripande portföljstrategi sattes med hänsyn tagen till hur de två områdena (fondutfästelser och co-investeringar) kompletterar och samvarierar med varandra. Som en del av detta behandlades hur allokeringen mellan olika segment bör se ut för att på bästa sätt nå målet för placeringsverksamheten om hög avkastning och tillfredsställande riskspridning. Sedan 2015 har även en successiv internationalisering av portföljen skett där exponeringen mot Norden minskat till förmån för framför allt övriga Europa men även USA.

Som en följd av vidareutvecklingen av strategin har även portföljen koncentrerats då vikt lagts vid att bygga nära relationer med ett mindre antal fondförvaltare vilket ofta möjliggör ett löpande flöde av co-investeringsmöjligheter. Detta exemplifieras inte minst av att de största fondförvaltarna inom både fondutfästelser och co-investeringar i stort är desamma.

Med avseende på urval av fonder är Sjätte AP-fondens långsiktiga målsättning att uppnå avkastning inom buyout över medianavkastningen. Den relativa målsättningen är högre inom venture där graden av persistency<sup>56</sup> och avkastningspridning är högre, vilket betonar vikten av att investera med de allra bästa fonderna (se inledande 4.4 om målsättning med att investera i illikvida tillgångar).

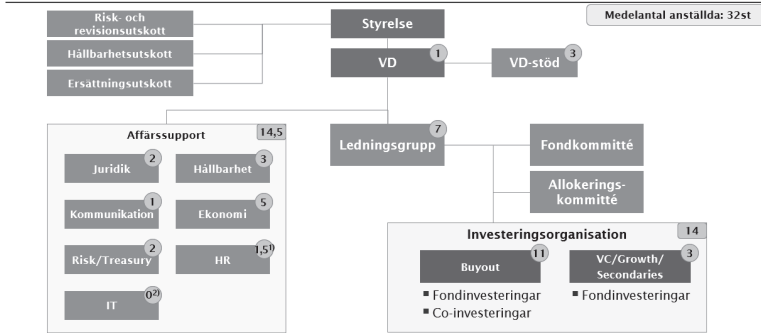
### 6.2.2 Organisation

Medelantalet anställda hos Sjätte AP-fonden uppgick till 32 personer för 2023. Av dessa utgjorde 14 personer investeringsorganisationen varav elva personer arbetar med segmentet buyout (en portföljansvarig, sju investment directors och tre analytiker) och tre personer med venture, growth, secondaries (en portföljansvarig, en investment director och en analytiker). Utöver

<sup>56</sup> Definierat som fenomenet att tidigare högavkastande fondförvaltare fortsätter att vara högavkastande framgent

investeringsorganisationen jobbar 14–15 personer inom affärssupport samt tre personer med VD-stöd involverande portföljstrategi, processtyrning och en VD-assistent. Samtliga funktioner i organisationsdiagrammet nedan är representerade i ledningsgruppen som består av 7 personer.

### Översikt organisation, 2023, Sjötte AP-fonden



Källa: Sjötte AP-fonden  
Not: 1) Varav 0,5 FTE konsult  
2) IT köps in av tredje part

Figur 35: Organisationsschema Sjötte AP-fonden

Organisationsstrukturen är uppbyggd för att möjliggöra diskussion och hantering av risker i flera led. Utöver investeringsorganisationen finns också två interna kommittéer upprättade där frågor som berör investeringsportföljen diskuteras löpande:

- Allokeringskommittén, som är ett beredande och i vissa fall beslutande organ inom Fonden. Allokeringskommittén utgör även nominerings- och ersättningskommitté för enstaka portföljbolag.
- Fondkommittén, som är ett beslutsorgan inom Fonden och beredningsorgan inför beslutsfattande i styrelsen. Fondkommittén utgör även Etikkomitté.

För beredning av vissa ärenden som berör risk (vilka beslutas i styrelsen), har styrelsen inrättat ett Risk- och revisionsutskott ("RU"). Förändring av risklimiter bereds av RU varefter styrelsen fattar beslut. Uppdraget är också att övervaka och tillse att det finns en professionell process för att identifiera och hantera finansiella, operativa och strategiska risker.




### 6.2.3 Styrning

- Sjätte AP-fondens nuvarande övergripande styrning är en följd av den strategiomläggning som skedde 2011 och som har vidareutvecklats under 2020.
- Den strategiska inriktningen och styrning av kapitalallokeringen baseras främst på segment (buyout, venture/growth, secondary). God portföljdiversifiering eftersträvas även för andra dimensioner såsom förvaltare, tid (eng: vintage) och geografi.
- Sjätte AP-fonden styrs utifrån tre centrala processer: i) investeringsprocessen, ii) förvaltningsprocessen/ägandefasen, iii) avyttringsprocessen.
- Sjätte AP-fondens beslutsstruktur följer av att investeringsorganisationen tar fram förslag på co- eller fondinvesteringar som lämnas över till allokeringkommittén som utvärderar investeringen utifrån ett portföljperspektiv. En av allokeringkommittén tillstyrkt investering går vidare till fondkommittén som granskar investeringen ur ett vidare perspektiv. Ett beslut om tillstyrande från fondkommittén är nödvändigt för att investeringen skall genomföras.

#### 6.2.3.1 Övergripande kapitalallokering och mål

Sjätte AP-fondens (Fonden) styrelses tolkning av det lagstadgade uppdraget vilket genomsyrar den övergripande investeringsstrategin sammanfattas i Figur 36.

#### Viktiga komponenter i investeringsstrategin, Sjätte AP-fonden

Långsiktighet 	▪ Långsiktig investering i onoterade företag (private equity)
Tillgängslag 	▪ Sjätte AP-fonden investerar i private equity, både via fondinvesteringar och co-investeringar * Co-investeringar skapar möjlighet till högre totalavkastning, lägre genomsnittlig förvaltningskostnad samt möjlighet att löpande utveckla portföljens risk- och likviditetsprofil
Kravställande 	▪ Sjätte AP-fonden är en engagerad och kravställande investerare med en aktiv ansats avseende frågor som kan skydda och skapa värde i investeringarna, samt kan bidra till hållbar utveckling * Externa fondförvaltare har ansvaret för investeringarna, inklusive investerings- och försäljningsbeslut, samt utövandet av ägarstyrning och värdeskapande i portföljbolagen * I undantagsfall kan Sjätte AP-fonden genom avtal eller styrelseplats ha en direkt möjlighet att påverka ett bolag i investeringsportföljen. I sådana fall har Sjätte AP-fonden en mer aktiv ägarroll
Hållbarhet 	▪ Ansvarsfulla investeringar och hållbarhet är förutsättningar för att nå målet om långsiktig hög avkastning ▪ Hållbarhet skall vara en integrerad del i hela investeringsverksamheten och skall inkludera bedömningen av riskerna för avvikelser mot fastställda exkluderingskriterier
Investeringsfokus 	▪ Fokus på att genom private equity investera i företag i mogna företag (buyout), i tillväxtfas (growth) och i tidig fas (venture capital). Co-investeringar och minoritetsinvesteringar sker inte inom venture capital ▪ God riskspridning vad gäller geografi, sektor, mognadsgrad (buyout/growth/venture), årgång och kassaflöde ▪ Möjlighet att sälja befintliga fondandelar, så kallade secondary-affärer vilket kan ske genom samarbeten med externa aktörer som är specialiserade på området, eller genom egna transaktioner

Källa: Sjätte AP-fonden

Figur 36: Sjätte AP-fondens övergripande investeringsstrategi

Startpunkten är att fonden är en långsiktig investerare i onoterade företag där ansvarsfulla investeringar och hållbarhet är en integrerad del av verksamheten och bedöms som en förutsättning för att nå det övergripande målet om långsiktig hög avkastning med tillfredsställande riskspridning. Som beskrivits ovan gör fonden primärt två typer av investeringar: fondinvesteringar och co-investeringar. Då co-investeringar följer samma ägarstyrningsmodell som vid fondutkastelser sker uppföljning och kravställande indirekt via fondförvaltaren även om själva co-investeringen har möjlighet att struktureras genom ett direkt ägande. Sjätte AP-fonden har enligt lag även möjlighet att genomföra direkta minoritetsinvesteringar i enskilda bolag. Vid direkta minoritetsinvesteringar erhålls i vissa fall en styrelseplats där det då ingår i ägaransvaret och styrelsens uppgift att tillse att bolaget

har effektiva styr- och kontrollsystem för att hantera sina risker. Denna typ av investeringar är dock inte i fokus för den strategi som Sjätte AP-fonden satt ut under år 2020.

Sjätte AP-fondens allokeringsstrategi är att investera fondkapitalet så att tillfredsställande riskspridning uppnås vad gäller geografi, sektor, mognadsgrad (buyout/growth/venture), årgång och kassaflöde. Detta innebär att fond- respektive co-investeringar skall eftersträva en jämn investerings- och utfästelsegrad i syfte att säkerställa en långsiktigt balanserad portfölj av innehav. Portföljen med investeringar skall vara väldiversifierad vad gäller exponering mot enskilda förvaltare. Därutöver skall exponering mot en enskild fond respektive co-investering vara rimlig i storlek i förhållande till den totala portföljen. Trots att en god riskspridning eftersträvas styrs investeringsportföljen primärt på mognadsgrad där det långsiktiga allokeringsmålet för 2030 följer enligt fördelning: buyout (fond) = 40%, buyout (co-investeringar) = 40%, venture & growth = 12%, secondaries = 8%. Monitorering av portföljens komposition sker i samband med tertial- och årsbokslut. Parametrar som följs upp är portföljens allokering och utfästelseplaner i förhållande till den strategiska inriktningen samt portföljens fördelning avseende sektorer och geografi. Fondförvaltarens ESG-relaterade processer samt ESG-risker i portföljen följs också upp.

För utvärdering av Sjätte AP-fondens avkastning används ett viktat jämförelseindex baserat på i) 90% Burgiss All (motsvarande avkastningen för en medianfond inom onoterade aktie) och ii) 10% OMRX T-bill. Detta återspeglar att Sjätte AP-fonden är en stängd fond med behov och mål av en likviditetsbuffert om 10% av fondkapitalet.

### *6.2.3.2 Investeringsprocess och löpande förvaltning*

Sjätte AP-fonden styrs utifrån tre centrala processer: i) investeringsprocessen, ii) förvaltningsprocessen/ägandefasen, iii) avyttringsprocessen. De två förstnämnda är de processer som fonden har en hög grad av kontroll över medan avyttringsprocessen primärt styrs av de fonder/GPs som Sjätte AP-fonden investerar i.

Sjätte AP-fondens investeringar sker med startpunkt i den interna investeringsorganisation som är ansvariga för att både underhålla och skapa nya relationer med befintliga eller nya fonder/GPs. Detta innefattar både att hitta (eng: sourcing) och välja ut (eng: screening) relevanta fonder/GPs för potentiella investeringar. I tillägg till Sjätte AP-fondens ledningsgrupp finns, för beslutsfattande och uppföljning av investeringsverksamheten, de två tidigare nämnda interna kommittéerna: allokeringskommittén och fondkommittén.

En fond eller en co-investering som efter genomförd utvärdering uppfyller Sjätte AP-fondens kravprofil för ett långsiktigt och hållbart värdeskapande lämnas vidare till allokeringskommittén. Denna har som ansvar att utifrån ett portföljperspektiv prioritera vilka investeringar och avyttringar som föreslås genomföras. Allokeringskommittén arbetar även med att löpande utvärdera befintlig portfölj i relation till den långsiktiga strategin. Allokeringskommittén leds av VD och består av representanter för investeringsorganisationen samt CFO.

Efter att allokeringskommittén har tagit beslut om att tillstyrka en investering, går ärendet vidare till fondkommittén som har till uppgift att granska föreslagen investering ur ett bredare perspektiv. Vidare har fondkommittén i uppdrag att utvärdera om det finns anledning att inte tillstyrka en investering genom att beakta de gränsdragningar som uppstått under investeringsanalysen. Det kan röra olika hållbarhetsperspektiv, ryktesrisk, legala aspekter eller operationella risker. Fondkommittén leds av VD och består av hållbarhetschef, chefsjurist, kommunikationschef, portföljstrateg och chefer från investeringsorganisationen. Ett beslut om tillstyrkande från Fondkommittén är nödvändigt för att investeringen ska genomföras

Vid nyinvestering genom fondutfästelse sker en utvärdering av enskild fond genom en mängd olika bedömningar vilket sammanfattas relativt väl i Sjätte AP-fondens årsredovisning. Vid en fondinvestering genomförs framför allt denna bedömning genom ett framarbetat "scorecard". Syftet med detta är att reducera subjektiviteten i processen och möjliggöra en objektiv jämförelse mellan olika GPs och fonder. Beslutsunderlagen bygger på sex kategorier som ger en heltäckande bild av de element som inkluderar risker på olika nivåer och som utgör en del av bedömningen av möjligheten till en god långsiktig avkastning. Kategorierna anges nedan i Figur 37.

#### Investeringsprocessens kategorier för utvärdering, Sjätte AP-fonden



Källa: Sjätte AP-fonden

Figur 37: Utvärderingskategorier vid investering, Sjätte AP-fonden

För att säkerställa ett bra flöde av co-investeringsmöjligheter är det viktigt för Sjätte AP-fonden att nya fonder/GPs erbjuder eller har potential att erbjuda dessa möjligheter. Därför sker i tillägg till ovan områden även en utvärdering av respektive fond/GPs co-investeringspotential. När en co-investering sker genomförs även alltid en strukturerad och detaljerad utvärdering av den specifika möjligheten där det är av speciell vikt att den fond, som tillhandahåller co-investeringsmöjligheten, har relevant kompetens och erfarenhet inom det område/bransch som investeringen ärsyftar. Detta omfattar då en analys av fondens/GPs: strategi, resurser (kapital, organisation med mera), erfarenhet, ESG, expertis & erfarenhet, samt lämplighet till Sjätte AP-fonden och syn på framtida samarbete. I tillägg till utvärdering av fonden/GP som kommer driva den värdeskapande planen utvärderas även de transaktionsspecifika riskerna såsom marknad, bolag, governance, affärsplan, ESG, exitalternativ, värdering, finansiering, samt transaktions- och avtalsstruktur. Viktigt att poängtera är att utvärderingen av en co-investeringsmöjlighet ibland sker under relativt korta och intensiva perioder där startpunkten är att Sjätte AP-fonden får tillgång till ett analysmaterial (exempelvis kommersiell due diligence material) som fonden/GP ofta tagit fram tillsammans med rådgivare. Slutligen upprättas en avkastningsanalys som bland annat beaktar risker från både extern och Sjätte AP-fondens interna due diligence. Analysen mynnar ut i ett ställningstagande till investeringspartners/GPs värdeskapandeplan, bolagsvärdering och investeringscase. I de fall där Sjätte AP-fonden inte fullt ut delar investeringspartners/GPs syn på risk och potential, eller då Sjätte AP-fonden behöver skapa en oberoende syn på värdering och avkastning, modelleras ett eget case.

För den löpande förvaltningsfasen av en enskild fond, involverande en aktiv styrning och kontroll, har Sjätte AP-fonden en kontinuerlig dialog med förvaltarteam i kombination med rapportering och rutiner för löpande uppföljning och utvärdering där hållbarhet är integrerat. Sjätte AP-fonden arbetar för att ha en plats i fondernas så kallade LPACs<sup>57</sup>, som vanligen består av representanter för de större investerarna, vars roll regleras i fondavtalet. Genom LPACs ges en större insyn i förvaltarens arbete och därmed möjlighet för investerarna att driva väsentliga frågor och ställa krav på förvaltaren, till exempel avseende riskhantering. Sjätte AP-fonden är representerad i cirka 70 LPACs världen över. I tillägg till deltagande i LPACs söker Sjätte AP-fonden en löpande dialog med förvaltarteam i syfte att följa upp

<sup>57</sup> Limited Partner Advisory Committee (LPAC) är ett forum/kommitté som representerar LP-kollektivet sin består av ett antal investerare i en riskkapitalfond, typiskt sett de största och viktigaste. I LPAC lyfts exempelvis frågor rörande intressekonflikter och andra viktiga frågeställningar upp avseende relationen mellan LP och GP

och påverka fondens utveckling. Vissa typer av utvärderingar (exempelvis kring arbetet med hållbarhetsfrågor) genomförs på årsbasis utifrån egenutvecklade mallar och format.

Sjätte AP-fondens ägarstyrningsmodell vid co-investeringar följer normalt den modell som tillämpas i förhållande till fondinvesteringar då investeringen oftast struktureras på motsvarande sätt. Under ägarfasen har Sjätte AP-fonden då främst en löpande dialog med den fond som leder investeringen i bolaget. Uppföljning och kravställande i förhållande till själva co-investeringen sker således indirekt, via modellen för aktiv ägarstyrning av fonden.

#### 6.2.4 Risker och riskhantering

- De mest signifikanta riskerna för Sjätte AP-fonden är:
  - Kapitalrisk: Att förlora kapital på portföljen som helhet
  - Finansieringsrisk: Att inte kunna finansiera framtida åtaganden i form av fondutfästelser
  - Likviditetsrisk: Att tvingas sälja befintliga fondutfästelse i andrahandsmarknaden till rabatt
- Det lagstadgade valutasäkringskravet om 10% minskar marknadsrisken men förflyttar risken till ovan kassaflödesrelaterade risker vilket ger en oönskad effekt och leder till en mer ineffektiv kapitalförvaltning.
- Justering av co-investeringsstakten samt försäljning av innehav i andrahandsmarknaden mitigerar finansieringsrisken. Likviditets- och kassaflödesmodellering samt en väldiversifierad portfölj är andra centrala verktyg för riskmittering.

Övergripande riskhanteringsprocess

På en övergripande nivå finns en riskhanteringsprocess där Sjätte AP-fondens totala risk analyseras. Detta görs genom att den delas in i två huvudkategorier: i) *operativ risk*, vilket omfattar riskområden såsom exempelvis personalrisk samt verksamhets- och processrisk, och ii) *strategisk risk*, vilket omfattar riskområden såsom marknadsrisk, finansieringsrisk, varumärkesrisk och politisk risk. Årsvis genomförs en riskanalys för verksamheten av ledningsgruppen. Riskerna värderas och åtgärder diskuteras vilket skapar en medveten riskprofil för verksamheten. Arbetet avrapporteras till Risk- och revisionsutskott ("RU") samt utgör underlag för styrelsens årliga diskussion och bedömning av riskanalysen.

Centrala strategiska risker

Figur 38 sammanfattar några av de för förvaltningen centrala strategiska risker som Sjätte AP-fonden står inför. Medan kapitalrisk, finansieringsrisk (eng: funding risk) och likviditetsrisk (eng: liquidity risk) samspelar med varandra, som en följd av Sjätte AP-fondens konstruktion, så är marknadsrisken (eng: Interim NAV-risk) en mindre betydande risk. Detta eftersom fluktuationer i marknadsvärdet inte påverkar en över- eller underallokering till tillgångsklassen, vilket kan vara fallet i en fond som har flera tillgångsklasser och limiter att förhålla sig till.

**Centrala strategiska risker, Sjätte AP-fonden**

Risk	Mitigering	Betydelse för Sjätte AP-fonden
<b>Capital risk</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Risken att förlora kapital på portföljen som helhet</li> <li>Påverkas av interna och externa faktorer såsom förmåga att skapa värde, räntor och lånamarknaden, valutaväxlingar, exitfönster med flera</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Portföljuppbyggnad och diversifiering</li> <li>Valutahedgar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Viktig risk för AP6</li> <li>Påverkar avkastning samt kassaflödena och vår förmåga att finansiera åtagandena</li> </ul>
<b>Funding risk (Default risk)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Risken att en investera inte kan finansiera framtida åtaganden</li> <li>Relaterad till svårigheten att förutspå framtida kassaflöden (huvudsakligen distributioner)</li> <li>Vid default riskerar en investera att bli av med sitt innehav</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Portföljuppbyggnad och diversifiering</li> <li>Kassaflödesmodellering</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Viktig risk för AP6 på grund av fokus på private equity</li> <li>AP6 kan tillskans sig likviditet men det kostar</li> </ul>
<b>Liquidity risk</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Risken att sälja tillgångar på secondary-marknaden till rabatt mot rapporterat marknadsvärde</li> <li>Onoterade aktier är en illikvid marknad då det saknas en effektiv marknad för secondaries</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risken är svår att mäta</li> <li>Buffertkapital och "co-investeringsbroms" mitigerar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risken aktualiseras vid hög funding risk</li> <li>AP6 har begränsade likvida tillgångar vilket ökar risken</li> </ul>
<b>Interim NAV risk (Marknadsrisk)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Risken att portföljens orealiserade marknadsvärde svänger</li> <li>Risken är kortsiktig och påverkas av den noterade marknaden och valutamarknaden</li> <li>Detta är den viktigaste risken för public equity, men svår att uppskatta för private equity</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risken är svår att mäta men kan mitigeras genom diversifiering</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mindre betydelse för AP6 som inte har en traditionell portfölj</li> <li>NAV-fluktuationer påverkar inga allokeringsslinter</li> </ul>
<b>Kapital-, finansierings- och likviditetsrisk är de viktigaste riskerna för Sjätte AP-fonden</b> <b>Diversifiering och kassaflödesmodulering är de huvudsakliga verktygen för att mitigera risk</b>		

Källa: Sjätte AP-fonden, Arkwright analys

Figur 38: Centrala risker kopplade till investeringar i onoterade aktier

Finansieringsrisken, definierad som risken att inte kunna finansiera sina framtida åtaganden, har en speciellt stor innebörd för Sjätte AP-fonden. Detta följer eftersom, till skillnad från de andra AP-fonderna, Sjätte AP-fonden inte har andra likvida tillgångsslag såsom aktier och räntor som kan finansiera framtida åtaganden/utfästelser utan primärt behöver förlita sig på de löpande kassaflöden som erhålles från fonderna som de investerat i, i kombination med den likviditetsbuffert som upprättats som en följd av att fonden är stängd. Konsekvensen av att inte kunna finansiera sina åtaganden kan i värsta fall leda till kapitalförstöring (referens: kapitalrisk) då ett misslyckande att finansiera sina utfästelser enligt avtal i regel innebär att det investerade kapitalet går helt förlorat. I tillägg till förlorat kapital medföljer en stor varumärkesrisk i det fall en LP inte honorerar sina utfästelser vilket kan ha följdeffekter inte minst för möjligheten att få investera i påföljande fonder. Möjligheten att få investera i påföljande fonder kan även påverkas av huruvida en LP (exempelvis på grund av brist på likviditet) valt att stå över en viss fondcykel då detta, allt annat lika, försämrar relationen och GPs villighet att låta LP investera i framtida fonder. Denna dynamik gäller speciellt för eftertraktade fonder som ofta reser pengar snabbt utan större svårigheter och därmed har större möjligheter att ställa större krav på LP-kollektivet.

Utöver ovan nämnda strategiska risker tillkommer även hållbarhetsrelaterade risker som Sjätte AP-fonden är exponerad mot genom dess investeringar i fonder och underliggande bolag. Dessa kan exempelvis innebära kränkning av mänskliga rättigheter eller arbetssätt, korruptionsrisker, miljörisker och/eller klimatrisker.

Implikationer av det lagstadgade valutasekringskravet om 10%

En annan viktig dynamik, som är en direkt följd av det lagstadgade kravet att högst 10% av fondkapitalet (baserat på substansvärdet/NAV) får vara utsatt för valutarisk, är att valutasekringar minskar marknadsrisken (eng: interim NAV-risk) men förflyttar denna risk till kassaflödesrisker och därmed potentiellt ökar framför allt finansierings- och likviditetsrisken som beskrivits ovan. I skrivande stund är detta högst aktuellt då likviditeten under 2023 försämrats, och finansieringsrisken därmed ökat, som en följd av de likviditetskonsumerande valutasekringarna samt av de övergripande marknadsförhållandena där distributioner från GPs avstannat.



#### Riskmitigerande åtgärder

Innan det gått så långt att finansieringsrisken realiserar (vilket historiskt aldrig inträffat för Sjätte AP-fonden) finns dock en rad åtgärder som Sjätte AP-fonden kan agera på för att säkerställa likviditet. Dels håller Sjätte AP-fonden en likviditetsbuffert, dels finns möjligheter att minska investeringstakten i andra delar av portföljen som inte är föremål för existerande åtaganden/utfästelser – närmare bestämt co-investeringstakten. Skulle dessa åtgärder inte vara tillräckliga finns möjligheten att sälja existerande fondandelar/tillgångar i andrahandsmarknaden (eng: secondary market) för att frigöra likviditet. Detta kan dock innebära att ovan nämnda likviditetsrisk behöver realiserar, det vill säga att tillgångar säljs till rabatt mot rapporterat marknadsvärde. I sammanhanget bör nämnas att det är just denna likviditetsrisk som en långsiktig investerare med god likviditet har möjlighet att kapitalisera på (genom att köpa tillgångar till rabatterat pris), vilket argumenterbart är en av de huvudsakliga anledningarna att allokera kapital till onoterade aktier (eng: private equity) till att börja med.

För att mitigera finansieringsrisken är portföljupbyggnad och diversifiering över både segment (buyout/growth/venture), geografi och tid (eng: vintage) ett effektivt verktyg. Ett annat viktigt verktyg är kassaflödesmodellering vilket prognostiserar de framtida kassaflödena från fondförvaltarna/GPs. Sjätte AP-fonden har utvecklat ett eget verktyg för modellering av framtida kassaflöden vilket skiljer sig från en del andra AP-fonder som ibland valt att outsourca denna typ av tjänst. En sista typ av verktyg för riskmitigering med avseende på finansierings- och likviditetsrisk är upptagandet av checkräkningskrediter – även detta är dock förknippat med en kostnad vilket hämmar den övergripande avkastningen.

Vidare är den övergripande styrningen med en robust och omfattande investeringsprocess (enligt ovan), avtalsskrivande samt formell (exempelvis genom representation i LPACs) och informell (dialog och avstämningar) uppföljning med fonderna andra viktiga verktyg som mitigerar sannolikheten för att förlora kapital på portföljen som helhet. Vikten av en tillräckligt stor och kompetent organisation bör betonas eftersom spridningen i möjliga utfall och genomföranderisken kan anses vara större jämfört med andra tillgångsklasser.

För hållbarhetsrelaterade risker hanterar Sjätte AP-fonden dessa genom att systematiskt granska och bedöma dessa både inför en investering samt genom löpande arbete under ägandefasen. Riskerna hanteras också genom att styrelsen årligen fastställer och följer upp mål för Sjätte AP-fondens systematiska hållbarhetsarbete. För en mer detaljerad redogörelse av Sjätte AP-fondens hantering av hållbarhetsrisker refereras det till sid. 74 i årsredovisningen för 2023.

Sammanfattningsvis så är finansieringsrisken, kapitalrisken och likviditetsrisken de viktigaste riskerna som Sjätte AP-fonden har att förhålla sig till. De kortsiktiga verktygen för att hantera likviditeten, och därmed minska finansieringsrisken, är co-investeringstakten och möjligheten att sälja fondutfästelser i andrahandsmarknaden, samt nyttjande av checkräkningskredit. För att på lång sikt ha möjlighet att konstruera en väl diversifierad portfölj är utfästelsetakten och samspelande kassaflödesmodellering av stor vikt.

#### Riskfunktionen

Styrelsen har inrättat en särskild riskfunktion som med ett systemstöd/mjukvara som genomför riskmätning och kontroll av verksamhetens fastställda placeringsregler. Funktionen är oberoende i förhållande till investeringsorganisationen då den utgör en del av ekonomiafdelningen och rapporterar till CFO. I uppdraget med oberoende uppföljning av styrelsens fastställda limiter framställer funktionen självständigt ett underlag som tertiälvvis avrapporteras av CFO till styrelsen efter beredning i RU.

Likviditetsbehovet för investeringsverksamheten följs upp av riskfunktionen genom olika simuleringar i framtagna prognosmodeller. Kontroll över likviditetsbehovet vad gäller den kortsiktiga betalningsberedskapen hanteras genom att löpande övervaka de notor som inkommer. En beredskapsplan finns upprättad i det fall en kraftig avvikelse uppstår mellan förväntade kassaflöden i likviditetsprognos och investeringsverksamheten. I beredskapsplanen finns angivet vilka likviditetsskapande åtgärder som finns att tillgå, vilka limiter som är fastställda samt vem som agerar och fattar beslut om dess aktivering. Veckovis följer funktionen upp utfallet mot gällande prognos och rapport skickas till Allokeringsskommittén i syfte att informera om utvecklingen.

Riskfunktionen följer valutaexponeringen såsom den definieras, där högst 10 % får vara utsatt för valutakursrisk, och gör de valutasäkringar som krävs givet aktuella limiter.

### 6.2.5 Rapportering och processen för marknadsvärdering

Sjätte AP-fonden ska, i likhet med de andra AP-fonderna, enligt lag marknadsvärdera sina innehav. Investeringar i onoterade värdepapper i både fonder och företag ska marknadsvärderas enligt IPEV:s principer. Sjätte AP-fonden ska därmed använda de metoder och principer som anses vara god sed på marknaden. För ett fåtal bolag i portföljen finns ingen extern rapporteringsprocess implementerad avseende marknadsvärdet. I dessa fall genomförs värderingen av den egna organisationen och skall därmed kontrolleras och ges särskild uppmärksamhet i samband med årsbokslut. Vid varje tertialbokslut skall värderingarna godkännas av Sjätte AP-fondens administrativa styrgrupp och vid årsbokslutet bereds de av RU och beslutas av styrelsen. I samband med bokslut marknadsvärderas fondinnehaven i enlighet med fondernas rapporterade värden såtillvida inga extraordinära omständigheter föreligger som kräver justering. Vid årsbokslut skall analys göras av fondernas värderingsmetoder och dessa skall inkluderas i diskussionen med revisionsutskottet. Vid egna värderingar försöker Sjätte AP-fonden avgöra vilken kombination av värderingsmetoder som är bäst lämpad i syfte att visa investeringens verkliga värde och därmed ett rättvisande resultat. Sett ur ett tidsperspektiv baseras årsredovisningen på senast tillgänglig information. För de bolag som Sjätte AP-fonden fastställer värdering på används någon av följande värderingsmetoder:

- **Pris enligt senaste investeringsrundan** (mer vanligt förekommande för bolag i tidig fas)
- **Diskonterat kassaflöde**
- **Substansvärdesmetod** (lämpas sig bäst för fastighets och finansbolag)
- **Multipelvärdning** ofta baserat antingen på lönsamhetsmultiplar (ex: EV/EBITDA) eller omsättningsmultiplar (ex: EV/sales) vilket generellt sett är enklare att använda för mogna bolag (buyout) då fler noterade referensobjekt finns tillgängliga

### 6.2.6 Kostnader för illikvida tillgångar

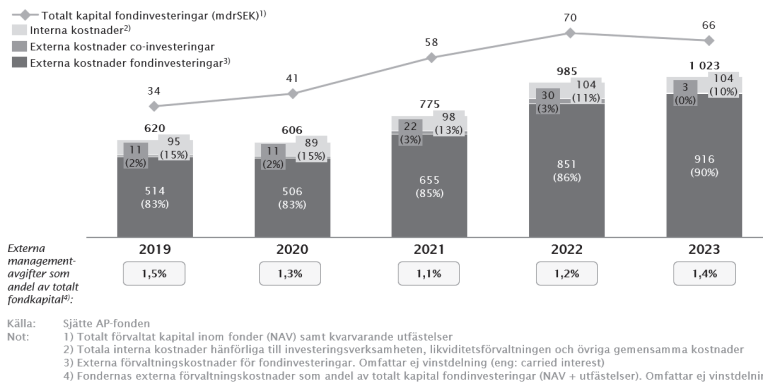
- Sjätte AP-fonden redovisar storleken på de externa förvaltningsavgifterna (eng: management fee) i relation till det totalt förvaltade kapitalet vilket anses som ändamålsenligt.
- Fondens interna kostnader utgör cirka 10–15% av de totala kostnaderna (exkl. vinstdelning).
- Co-investeringar, som i huvudsak sker helt utan externa förvaltningsavgifter, utgör det främsta verktyget för Sjätte AP-fonden att reducera förvaltningsavgifterna.
- Sjätte AP-fonden saknar en heltäckande uppföljning av vinstdelning (eng: carried interest).

Då Sjätte AP-fonden löpande kostnadsför externa förvaltningskostnader som är hänförliga investeringsverksamheten inom det realiserade resultatet ger detta en representativ bild för hur stora de externa fondernas förvaltningskostnader är i relation till det totalt förvaldade fondkapitalet (NAV + kvarvarande utfästelser). I sammanhanget bör det poängteras att både förvaltningsavgift och

prestationsbaserad ersättning alltid bör ställas i relation till den avkastning som genereras, varför ett uteslutande fokus på kostnadsbilden riskerar att bli ensidigt. Med reservation för detta är det dock av vikt att storhet och transparens kring kostnadsbilden framhålls vilket nedan avsnitt ämnar uppfylla.

Under 2023 utgjorde fondförvaltningskostnaderna (eng: management fee) 1,4% av det totalt förvaltade fondkapitalet. Då de externa kostnaderna redovisas som en del av nettoresultatet för onoterade aktier sammanförs de ihop med den övergripande realiserade och orealiserade värdeförändringen. Bruttovärden redovisas dock i den löpande texten i årsredovisningen. Av Figur 39 framgår storheterna av kostnaderna avseende den interna organisationen i relation till externa förvaltningsavgifter (eng: management fees). Dessa kostnader exkluderar prestationsbaserad ersättning till externa förvaltare (eng: carried interest) som inte är en kostnad utan en vinstdelning.

### Interna och externa förvaltningskostnader, 2019-2023, Sjätte AP-fonden, mSEK



Figur 39: Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader

Som illustreras i Figur 39 är externa förvaltningskostnader hänförligt co-investeringar relativt små i sammanhanget vilket är en funktion av att Sjätte AP-fonden i regel gör co-investeringar genom befintliga fondrelationer (GPs) där förmånliga villkor ofta erhålles. Som jämförande exempel kan nämnas att branschens normala förvaltningsavgift som andel av utfäst kapital är mellan 1,5–2,0% för fondinvesteringar medan vinstdelningen till förmån för GP är 20% (se avsnitt 5.2.1.2 om kostnader för vidare diskussion). Motsvarande siffror för co-investeringar är nära 0% vilket innebär att andelen co-investeringar av den totala portföljen är en viktig negativ kostnadsdrivare – det vill säga ju högre andel co-investeringar desto lägre viktad förvaltningsavgift. Detta illustreras i Figur 40 där Sjätte AP-fonden gjort en skattning av den totala kostnadsbilden för ett representativt år med hänsynstagande till i) andelen kapital allokerat till respektive investeringsstruktur<sup>58</sup> samt ii) nivån på förvaltningsavgiften över tid. Värt att notera att denna bild kan jämföras med Figur 13 i avsnitt 5.2.

Sjätte AP-fondens primära verktyg för att reducerar sina externa förvaltningskostnader är därmed andelen co-investeringar (som görs till låg avgift) i kombination med en hög grad av egna fond-utfästelser (i kontrast till att investera via SMA eller fond-i-fonder). Utan fondinvesteringar ges dock inga möjligheter till co-investeringar, varför en balans mellan de två krävs. Anledningen till att Sjätte

<sup>58</sup> Co-investeringar, fondinvesteringar och fond-i-fonder

AP-fonden överhuvudtaget investerar i fond-i-fonder skiljer sig från andra utvalda AP-fonder (exempelvis Första AP-fonden) då syftet med fond-i-fonder är att få smidig tillgång till exponering mot andrahandsmarknaden (eng: secondary markets) i riskspridande och kassaflödesoptimerande syfte. Som tidigare beskrivits förekommer också avgiftsrabatter, primärt hänförligt förvaltningsavgifter, som en funktion av i) hur tidigt en LP utfäst kapital till en fond och ii) hur mycket kapital som tillsatts, varför nivån på förvaltningsavgiften i relation till substansvärdet (eng: NAV) kan skilja sig från branschgenomsnittet. Det är viktigt att i sammanhanget komma ihåg att ett ensidigt urval av fonder baserat på lägst avgift kan vara en ogynnsam strategi där en holistisk utvärdering är av stor vikt och, om något, dyrare fonder ibland också tenderar att vara de bäst avkastande.

**Kostnadsjämförelse mellan direktinvesteringar, fondinvesteringar och fond-i-fonder, 2019-2023, Sjätte AP-fonden**

	Kostnad	Andel av marknadsvärde	Andel NAV	Beskrivning
<b>Co-investeringar</b>	"Management fee" Partnerskap & andra kostnader Kostnadssummering	0,0% 0,1% 0,1%	40%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Co-investeringar görs i regel utan management fee och utan vinstdelning</li> <li>Transaktions- och monitoreringskostnader kan tillkomma</li> </ul>
<b>Fondinvesteringar (Buyout &amp; Venture/Growth)</b>	"Management fee" Partnerskap & andra kostnader Kostnadssummering	1,4% 0,6% 2,0%	52% (40% Buyout, 12% Venture/Growth)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Buyout: management fee typiskt sett mellan 1,3-2,0% av utfäst kapital under investeringsperioden (enligt avtal)</li> <li>Venture/Growth: management fee typiskt sett mellan 1,8-2,5% av utfäst kapital</li> </ul>
<b>Fond-i-fond investeringar (Secondaries)</b>	"Management fee" Partnerskap & andra kostnader Kostnadssummering	1,2% 0,5% 3,7%	8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fond-i-fond: management fee typiskt sett kring 1% inledningsvis</li> <li>Dessa utgifter ligger på toppen av avgifterna i underliggande fondinvesteringar                             <ul style="list-style-type: none"> <li>De underliggande avgifterna betalas inte direkt av AP6</li> </ul> </li> <li>AP6 nyttjar fond-i-fonder för exponering mot secondaries</li> </ul>
<b>Totala direkta och indirekta avgifter för ett representativt år kan antas vara ~1,4% av sysselsatt kapital</b>				

Källa: Sjätte AP-fonden

Not: Beräkningarna är framtagna till Arkwright i syfte att illustrera hur kostnaderna kan fördela sig mellan olika investeringsstrukturer i AP6:s portfölj. Vanligtvis varken följer eller redovisar AP6 kostnader på det här viset, men det ger en indikation på hur kostsamma olika lösningar kan vara för att investera inom Private Equity.

Figur 40: Kostnadsjämförelse av direktinvesteringar, fondinvesteringar och fond-i-fonder, Sjätte AP-fonden

Avseende vinstdelning (eng: carried interest) är detta inte en kostnad enligt gällande redovisningsseder vilket tidigare beskrivits. Även om transparensen och rapportering av vinstdelning från GPs till LPs har förbättrats över tid saknar Sjätte AP-fonden en heltäckande rapportering av realiserad vinstdelning vilket gör att de inte följer denna i deras redovisningssystem. Att rätt belopp har tagits ut säkerhetsställs dock genom granskning av GPs rutiner med avseende på framräkning av vinstdelning, inte minst som del av den initiala genomlysningen av fonden. Vill man trots denna dynamik få en bild av hur stor del av den totala ersättningen och kostnadsmassan som typiskt utgörs av vinstdelning är det viktigt att komma ihåg att dess relativa andel avgörs av hur framgångsrik en transaktion eller fond varit. Med andra ord ökar naturligt vinstdelningens andel av den totala kostnaden/ersättningen desto högre avkastning fonden erhållit. Med hänsyn tagen till Sjätte AP-fondens investeringsstrukturmix, enligt tidigare resonemang, samt med antaganden om avkastningsnivåer som kan tänkas representera industrin i sin helhet, ges en teoretisk uppskattning av vinstdelningens omfattning mellan de olika investeringsstrukturerna för en mogen portfölj i Figur 41. Det bör noteras att de så kallade "no-fee-no-carry"-villkoren för co-investeringar som Sjätte AP-fonden åtnjuter inte nödvändigtvis är representativa för industrin i sin helhet.

Vinstdelning i direktinvesteringar, fond- och fond-i-fond investeringar, Sjätte AP-fonden

	Kostnad	Andel av marknadsvärde	Andel NAV	Förväntad nettoavkastning <sup>1)</sup>	Beskrivning
<b>Co-investeringar</b>	Carried interest	0,0%	40%	2,0x	<ul style="list-style-type: none"> <li>Co-investeringar görs i regel utan management fee och utan vinstdelning (eng: carried interest)</li> </ul>
<b>Fondinvesteringar (Buyout &amp; Venture/Growth)</b>	Carried interest	1,7%	52% (40% Buyout, 12% Venture/ growth)	1,75x (Buyout) 2,25-2,50x (Venture/growth)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Carried interest är typiskt 20% för buyout och 20-30% för Venture/Growth</li> </ul>
<b>Fond-i-fond investeringar (Secondaries)</b>	Carried interest	0,8% 2,5%	8%	1,50x (Secondaries)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Carried interest för fond-i-fond är typiskt lägre kring 12,5%</li> <li>Endast vinstdelningen till fond-i-fond betalas direkt av APG</li> </ul>
<b>Total carried interest kan vara ~1,0%<sup>2)</sup> av marknadsvärdet per år för en mogen portfölj</b>					

Källa: Sjätte AP-fonden

Not: 1) Förväntad avkastning efter vinstdelning (teoretiskt men representativt exempel)

2) Vinstdelningen är beroende på avkastningen i underliggande fonder och kan variera kraftigt

Figur 41: Sjätte AP-fondens uppskattning om storlek på vinstdelning för olika investeringsstrukturer

Sammanfattningsvis bedöms ovan exempel som högst relevanta med avseende på förståelse för den verkliga kostnadsbilden, inte bara hänförligt Sjätte AP-fonden utan även övriga AP-fonder. Val av tillvägagångssätt för att få exponering mot onoterade aktier, framgången i de underliggande investeringarna, samt de specifika villkor som förhandlats med respektive GP är de huvudsakliga faktorerna som påverkar den totala kostnadsbilden. Det tåls dock att upprepa att kostnadsbilden alltid bör ställas i relation till den förväntade avkastningen där de typiskt sett mest eftertraktade fonderna inte alltid är de nödvändigtvis mest kostnadseffektiva.

### 6.2.7 Bedömningar och observationer

- Sjätte AP-fondens omfattande strategiomläggning under 2011, och dess vidareutveckling under 2020, har legat till grund för vad som idag bedöms vara en professionell organisation med genomarbetade processer, kompetent personal och som ett resultat av detta en tydlig och genomarbetad strategi.
- Som en följd av att Sjätte AP-fonden är en stängd fond samt med bakgrund av begränsningen att högst 10% av Sjätte AP-fondens förvaldade kapital får vara utsatt för valutakursrisk så medföljer finansieringsrisker (eng: funding risk) definierat som risken att Sjätte AP-fonden inte kan finansiera framtida åtaganden/fondutfästelser. Detta kan leda till att likviditetsrisker, definierat som risken att sälja tillgångar till rabatt mot rapporterat marknadsvärde, behöver realiseras för att undvika att finansierings- och kapitalrisken realiseras. Då ett av huvudsyftena med att investera i onoterade aktier (eng: private equity) är att tillhandahålla likviditet (och bli kompenserad för detta) är vår bedömning att Sjätte AP-fonden hade gynnats av en mer flexibel lagstiftning och struktur där förutsättningarna för att tillhandahålla likviditet genom fondutfästelser, co-investeringar och/eller köp (i kontrast till försäljning) av andrahandsfundsandelar (eng: secondaries) optimeras. Detta innebär bland annat att valutaris kravet om 10% är olämpligt och bör tas bort. Det skulle även kunna innebära att se över möjligheten att öppna upp fonden för inbetalningar, inte minst under perioder då illikviditetspremierna bedöms som hög – det vill säga under perioder då en investerare bedöms bli kompenserad för att tillhandahålla likviditet.

- Sjätte AP-fonden har en övervikt i Europa och Norden jämfört med sitt benchmark. Vi observerar att Sjätte AP-fonden primärt styr sin allokering baserat på segment (buyout/growth/venture). Under enstaka utvärderingsperioder kan detta teoretiskt innebära att strukturella skillnader mellan Europa och USA är den primära förklaringsfaktorn varför Sjätte AP-fonden överpresterar eller underpresterar jämfört med sitt jämförelseindex. Vår bedömning är dock att Sjätte AP-fondens prioritet av att söka de bästa fondförvaltarna inom respektive segment, snarare än att i första hand eftersträva en geografisk portfölj i linje med sitt jämförelseindex, är att föredra även framgent - med bakgrund av att målsättningen att välja de i genomsnitt bättre förvaltarna bör få företräde.
- Sjätte AP-fonden redovisar omfattningen av externa förvaltningsavgifter i sin årsredovisning. Vår bedömning är att redovisningen i transparens hänseende är föredömlig. Med avseende på vinstdelning, så kallad carried interest, så saknar Sjätte AP-fonden en heltäckande rapportering av detta från underliggande fondförvaltare. Dock säkerställs av Sjätte AP-fonden, genom avtal och due diligence, att de underliggande förvaltarnas metod är korrekt. Vår bedömning är att Sjätte AP-fonden bör fortsätta verka för att driva transparens i denna fråga och att eftersträva en heltäckande rapportering av vinstdelning. Detta bör dock inte ske på avkall av inträde (eller genom avyttring) i de underliggande fonder som inte rapporterar enligt önskat format.
- Sjätte AP-fonden följer gängse principer för marknadsvärdering av underliggande innehav (portföljbolag) primärt genom due diligence och att i den löpande förvaltning ställa krav på värderingsprinciper och processer godkända av en oberoende tredje part. Vår bedömning är att det inte finns behov av att ställa ytterligare krav på Sjätte AP-fonden i detta hänseende då det sannolikt skulle kräva betydande interna resurser med osäkert utfall avseende på huruvida en mer exakt/träffsäker värdering skulle kunna erhållas. Då Sjätte AP-fonden i huvudsak enbart förvaltar tillgångsklassen onoterade aktier saknas även relevans av både i) en mer exakt/träffsäker värdering samt ii) den eftersläpning som värderingen rapporteras med. Detta följer av att Sjätte AP-fonden inte har limiter för andra tillgångsslag att förhålla sig till samt att inga flöden går in eller ut ur fonden och behovet av prissättning av sådana därmed ej föreligger.

### 6.3 Första AP-fonden

Första AP-fonden har tre uttalande mål med illikvida investeringar:

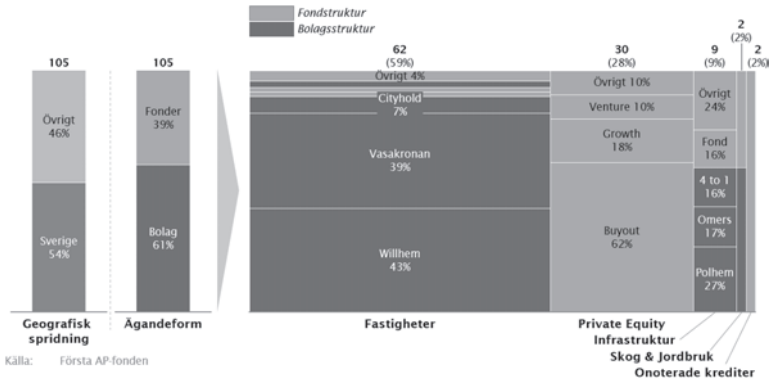
- i) Hög riskjusterad avkastning
- ii) Partiellt inflationsskydd (fastigheter och infrastruktur)
- iii) Diversifierande effekt till den totala fondportföljen

Det partiella inflationsskyddet anses ändamålsenligt eftersom buffertfonderna har ett reallt åtagande mot pensionssystemet.

#### 6.3.1 Översikt av illikvida innehav

- Vid utgången av 2023 var 23,0% (motsvarande 105 mdrSEK) av Första AP-fondens kapital investerat i illikvida tillgångar. Av de illikvida tillgångarna var:
  - 54% hänförligt tillgångar i Sverige
  - 61% hänförligt bolagsstrukturer
  - Fastigheter och onoterade aktier (eng: private equity) de två största tillgångsklasserna motsvarande 59% respektive 28%
- År 2021 genomfördes en större förändring gällande investeringar i onoterade aktier, då ett krav om tydlig hållbarhetsprofil adderades till investeringskriterierna.
- Första AP-fonden hade vid utgången av 2023 samma andel illikvida tillgångar (23%) som vid utgången av 2018. Fonden har under perioden varit nettosäljare i samtliga illikvida tillgångsklasser, i vad de bedömt som en övervärderad marknad.

#### Översikt av illikvida tillgångar, 2023, Första AP-fonden, mdrSEK



Figur 42: Översikt av Första AP-fondens illikvida tillgångar

Vid utgången av 2023 var 23,0% motsvarande 105 mdrSEK av det totalt förvaldade kapitalet (454 mdrSEK) hänförligt investeringar i illikvida tillgångar. Av de illikvida tillgångarna var 54% hänförliga investeringar inom Sverige och 46% i övriga världen. Ägandeformen var till största del ägande via bolagsstrukturer (61%) representerat av de större fastighetsinnehaven och infrastrukturplattformarna. I ovan bild (Figur 42) är Första AP-fondens innehav i Northvolt (via '4 to 1') tilldelat

infrastrukturinvesteringar på grund av jämförelseskäl. Första AP-fonden ser dock internt investeringen och plattformen '4 to 1' som exponering mot onoterade aktier snarare än en infrastrukturplattform, vilket Polhem Infra bedöms vara.<sup>59</sup>

#### Onoterade fastigheter

De onoterade fastighetsinnehaven utgjorde 59% av de illikvida tillgångarna eller 14% av det totala fondkapitalet, vilket är något högre än de andra buffertfonderna (exklusive Sjätte AP-fonden). De direktägda fastighetsbolagen utgör den absoluta majoriteten av fastighetsinnehaven. I fallande storleksordning följer exponering mot de två svenska fastighetsbolagen Willhem (bostäder) och Vasakronan (kommersiella fastigheter) samt det europeiska fastighetsbolaget Cityhold (kommersiella fastigheter). Cityhold är ett joint-venture med bland annat Andra AP-fonden som fokuserar på kontorsfastigheter i europeiska storstäder. Fastighetsportföljen växte genom betydande nyinvesteringar genomförda efter finanskrisen 2008 och har primärt växt via värdestegring sedan dess. Under perioden 2018–2023 har Första AP-fonden varit nettosäljare i en, vad de bedömer varit, en övervärderad marknad. Koncentrationen av de två största fastighetsinnehaven Willhem och Vasakronan, utgör 49% av de illikvida tillgångarna eller 11% av det totala fondkapitalet. Trots hög geografisk koncentration bedöms fastighetsexponeringen som mer diversifierad med avseende på affärssegment (bostäder respektive kontor). Första AP-fondens komparativa fördelar med god kunskap om den lokala fastighetsmarknaden samt god möjlighet till ägarstyrning lyfts fram som viktiga anledningar till innehavens storlek. Utöver de större direktägda bolagen finns även fastighetsfondinnehav med internationellt och svenskt fokus samt mindre direktägda svenska fastighetsbolag.

#### Onoterade aktier

Onoterade aktier utgjorde 28% av de illikvida tillgångarna eller 6,5% av det totalt förvaldade kapitalet vid utgången av 2023. Första AP-fonden investerar i onoterade aktier (eng: private equity) genom mandat som utfärdas till samarbetspartners omkring vart tredje år. Dessa samarbetspartners är välkända större aktörer såsom exempelvis Hamilton Lane som erbjuder skräddarsydda investeringsupplägg, såsom individuellt anpassade separata konton. Under en inledande period etablerades diskretionära mandat med samarbetspartners, en samarbetsform som övergavs för drygt tio år sedan. Samarbetsformen ersattes av en outsourcing-modell där vissa arbetsmoment i investeringsprocessen outsourcingas. Den nya investeringsmodellen är betingad med lägre kostnader än föregående modell. Till skillnad från tidigare är de delmoment som idag läggs ut på samarbetspartners förknippade med en fast avgift i stället för en procentsats på förvaltad kapital och/eller vinstdelning. Modellen är dock förknippad med två lager av avgifter – avgifter till samarbetspartners samt till underliggande fonder/GPs som kapitalet investeras i. Investeringar i tillgångsklassen motiveras genom en högre avkastning, diversifieringseffekter samt genom möjligheten att få tillgång till investeringar som inte är tillgängliga i den noterade marknaden. Utöver detta lyfts även möjligheten att realisera fondens övergripande hållbarhetsstrategi som ytterligare en anledning. En större inriktningsförändring genomfördes år 2021 för investeringar i onoterade aktier, då ett krav om tydlig hållbarhetsprofil adderades till investeringskriterierna för investeringar i onoterade aktier. Som en följd av den nya inriktningen minskades det investerbara universumet av underliggande fonder och i samband med förändringen sänktes även avkastningsmålet för tillgångsklassen i sin helhet. Första AP-fonden genomför cirka 6–8 fondinvesteringar samt 3–5 co-investeringar per år tillsammans med sina partners.

<sup>59</sup> Investeringen i Northvolt anses av Första AP-fonden falla in under onoterade aktier medan Andra och Tredje AP-fonderna internt redovisar denna tillgång under infrastruktur. För att behålla enhetlighet behandlas innehavet som infrastruktur för samtliga fonder inom ramen för denna rapport



#### Infrastruktur

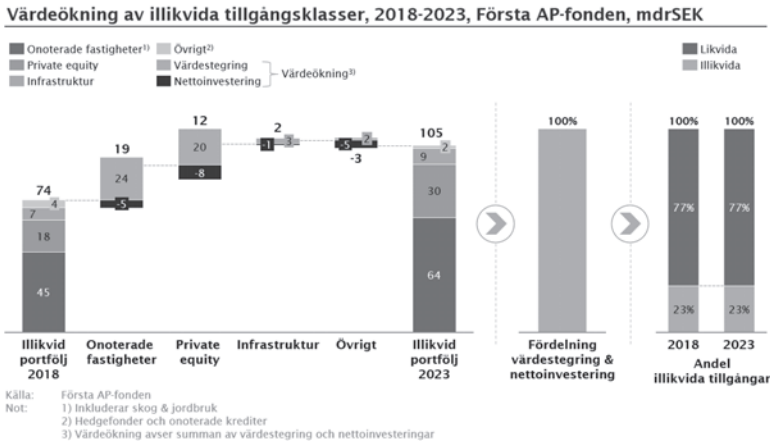
Första AP-fondens investeringar inom infrastruktur utgjorde vid utgången av år 2023 cirka 8,6% av de illikvida tillgångarna eller 2,0% av det totala fondkapitalet. De större innehaven är de tre saminvesteringarna Polhem, Omers och Northvolt via bolaget '4 to 1'. Polhem infrastruktur ägs gemensamt av Första-, Tredje och Fjärde AP-fonden och fungerar som en plattform för investeringar i infrastruktur. Denna typ av investeringar tenderar att vara stora sett till investerat kapital samt föregås av en noggrann och resurskrävande analys, vilket motiverar den samägda strukturen med andra långsiktiga och likasinnade investerare. Bolaget '4 to 1' har en liknande struktur som Polhem Infra men är hittills endast ämnad för investeringen i det underliggande innehavet Northvolt som utvecklar lösningar för energilagring. Eftersom AP-fondslagen maximalt tillåter 35% röstandel i onoterade bolag var en saminvestering nödvändigt för att realisera investeringen. Utöver de direktägda bolagen finns också ett flertal investeringar i infrastrukturfonder. Under 2014–2022 ägde Första AP-fonden även en del av elnätsbolaget Ellevio, vilket såldes till AMF under 2022.

#### Onoterade krediter samt skog och jordbruk

Utöver de större illikvida tillgångsklasserna har Första AP-fonden även mindre investeringar inom onoterade krediter (eng: private credit) samt skog och jordbruk. Skog och jordbruk utgjorde 1,9% av de illikvida tillgångarna eller 0,4% av den totala portföljen vid utgången av 2023. Vid samma datum utgjorde onoterade krediter, som ägs i fondstrukturer, 1,8% av de illikvida tillgångarna eller 0,4% av den totala portföljen. Investeringarna i onoterade krediter och skog och jordbruk ligger organisatoriskt inte under en separat ledning eller förvaltning utan omfattas av organisationen för onoterade aktier samt fastigheter.

#### Påverkan av förändringarna i lagen under 2019 respektive 2020

Påföljden av de ökade möjligheterna att investera i illikvida tillgångar, som lagförändringarna under 2019 respektive 2020 medförde, illustreras i Figur 31. För Första AP-fonden hade förändringen framför allt en *direkt påverkan* på tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity) i den mening att tidigare krav ansågs som en begränsning för flexibiliteten och hanteringen av portföljen i relation till mållallokeringen. För övriga tillgångsklasser hade förändringarna en *delvis påverkan*. Första AP-fonden har under perioden varit nettosäljare inom samtliga illikvida tillgångsklasser om totalt cirka 18 mdrSEK. Försäljningarna har genomförts då fonden bedömt det gynnsamt att ta hem vinster i vad som uppfattats vara en övervärderad marknad. I samband med upprättandet av Polhem var tesen att denna plattform för gemensamma investeringar i infrastruktur skulle leda till fler investeringsmöjligheter än vad som i retrospektiv har åstadkommit. Detta kan delvis tillskrivas Första AP-fondens disciplinerade process där rätt förvärv vid rätt tillfälle varit högre prioriterat än att försöka öka exponeringen mot infrastruktur som en följd av lagändringen. Detta illustreras i Figur 43 nedan där påtagliga värdestegringar inom onoterade fastigheter och onoterade aktier varit betydande och lett till att andelen illikvida tillgångar i relation till det totala fondkapitalet hålls intakt på 23% i slutet av 2023, trots att Första AP-fonden varit nettosäljare under perioden.

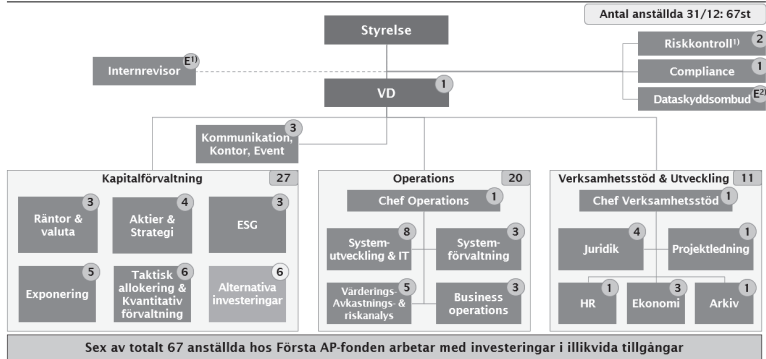


Figur 43: Värdeökning av illikvida tillgångsklasser, Första AP-fonden

### 6.3.2 Organisation

Styrelsen är ytterst ansvarig för fondens styrning och riskhantering. Styrelsen ansvarar bland annat för att ta fram VD:s riskmandat i form av exponeringslimiter för tillgångsslag och tillgångsklasser samt relativ risk (eng: tracking error) i förhållande till en övergripande tillgångsallokering. VD beslutar om utformning av riskmandat och delegerar detta till allokeringsgruppens ordförande samt chefer inom kapitalförvaltningen. Till skillnad från en del andra AP-fonder delegeras riskmandaten direkt till cheferna för respektive tillgångsslag/funktion då Första AP-fondens VD agerar både som VD och kapitalförvaltningschef (CIO). En av de chefer som riskmandat delegeras till är chefen för alternativa tillgångar. Gruppen för alternativa tillgångar är ansvarig för de investeringar som genomförs i de illikvida tillgångsklasserna. Gruppen utgörs av totalt sex personer: tre förvaltare inom fastigheter och infrastruktur, två förvaltare inom onoterade aktier samt chef för alternativa tillgångar.

Översikt organisation, 2023, Första AP-fonden



Källa: Första AP-fonden  
Not: 1) Under riskkontroll finns även informationssäkerhet (extern konsult)  
2) Extern

Figur 44: Organisationschema Första AP-fonden

6.3.3 Styrning

- Första AP-fondens kapitalallokering styrs primärt genom att VD fastställer en strategisk tillgångsfördelning som följer av de ramar som styrelsen fastställt.
  - Målintervall för de illikvida tillgångsklasserna sätts i samband med detta, vilket sedan operationaliseras av portföljförvaltare.
- Investeringar som storleksmässigt överskrider ett visst belopp, samtliga direktinvesteringar och investeringar i fonder med större ägarandel än 25% beslutas om i en investeringskommitté medan mindre investeringar informeras om löpande till VD och beslutas av chef för alternativa investeringar.
- Första AP-fonden eftersträvar en hög grad av kontroll vilket delvis exemplifieras av dess relativt höga andel investeringar i bolagsstrukturer. För investeringar i onoterade aktier har fonden valt att använda sig av samarbetspartners via SMA liknande strukturer, då man bedömt att det finns betydande genomföranderisker med att gå ifrån en sådan modell, vilket även skulle innebära en väsentligt annorlunda organisation inom området.
- Utöver en eftersträvd hög grad av kontroll betonar fonden nyttjandet av sina komparativa fördelar samt möjlighet att kapitalisera på marknadsineffektiviteter. Detta gäller speciellt med avseende på de onoterade direktägda fastighetsbolagen och fondens syn på svensk fastighetsmarknad, samt avser fondens syn på möjligheterna till att rekrytera och behålla relevant kompetens inom respektive tillgångsklass

6.3.3.1 Övergripande kapitalallokering och mål

Första AP-fonden har som grundläggande krav att fondens långsiktiga avkastning ska överstiga förändringstakten i inkomstindex. Pensionssystemet har dock behov av en högre avkastning som innebär att effekterna av framtida balanseringar minimeras. Styrelsens avkastningsmål för Första AP-fonden sätts utifrån en samlad bedömning av i första hand: i) det grundläggande avkastningskravet, ii) pensionssystemet behov av avkastning, iii) den finansiella risken som krävs för att uppnå dessa avkastningar och iv) upprätthållandet av allmänhetens förtroende.

För att beakta realkomponenten i pensionssystemets avkastningskrav och bedömd nivå på systemets behov är det långsiktiga målet (40 år) för Första AP-fonden en avkastning på den totala portföljen efter kostnader på 4,0 procent realt per år mätt över rullande tioårsperioder. Från och med 2020 är fondens medelfristiga mål (10 år) 3,0 procent real avkastning efter kostnader över rullande 10 år. Målsättningen för kapitalförvaltningen är att generera en högre avkastning efter kostnader än vad en passiv investering i den av styrelsen fastställda övergripande tillgångsfördelningen (ÖT) skulle generera på 10-års horisont med liknande volatilitet. ÖT består av globala aktie- och ränteindex med en geografisk övervikt mot Sverige (jämfört med en global marknadsportfölj) och har som syfte att agera som enklast möjlig ändamålsenlig portfölj för utvärdering.

Första AP-fondens styrmodell är utformad så att styrelsen beslutar om övergripande långsiktiga förutsättningar som ger bäst möjlighet för organisationen att operationellt förvalta fondkapitalet på ett sådant sätt att de långsiktiga målsättningarna i pensionssystemet uppnås. Operationaliseringen av dessa förutsättningar delegeras av styrelsen till VD. Den så kallade strategiska tillgångsfördelningen (ST) är det första steget i vd:s operationalisering av de förutsättningar som beslutats av styrelsen och resulterar i en allokering till olika tillgångslasser på en relativt hög nivå.

För alternativa tillgångar som inte har en tydlig koppling till en distinkt grundläggande tillgångsklass, såsom aktier eller obligationer, ges ingen specifik allokering. Ett exempel på en sådan alternativ tillgång är hedgefonder vilket inte allokeras någon specifik vikt medan onoterade aktier (eng: private equity) i kontrast bedöms som en tillgångsklass och därmed får en tilldelad allokering. Förutsättningarna för framtagandet av ST omfattas av: i) styrelsens beslut kring riskpreferens och ÖT samt styrelsens riskmandat delegerat till VD, ii) styrelsens beslut kring investeringsuniversum samt styrelsens investeringsfilosofi och övertygelser, iii) Första AP-fondens kapitalmarknadsantaganden, inklusive förväntad avkastning och risk per tillgångsklass samt iv) Första AP-fondens kostnads- och budgetram.

VD styr förvaltningen genom att minst årligen fastställa en ST inom de ramar som ÖT sätter upp samt genom de riskmandat VD ger risktagare inom kapitalförvaltningen samt allokeringgruppen. Som mått för att representera avvikelser i den faktiska portföljen gentemot ÖT används som utgångspunkt det statistiska riskmålet ex-ante tracking error (TE). Riskmandaten från styrelsen till VD av krav på återrapportering av TE för hela portföljen. Detta inkluderar också exponeringslimiter dels per tillgångsslag men även exponeringslimiter mot illikvida tillgångar som av flera anledningar satts till en något lägre nivå än den lagstadgade 40%-limiten. De av Första AP-fonden identifierade tillgångsklasserna inom illikvida tillgångar, och som ges ett allokert målviktsintervall, utgörs av infrastruktur, fastigheter och onoterade aktier (eng: private equity).

#### *6.3.3.2 Centrala styrdokument, beslutande- och beredande organ*

Första AP-fondens övergripande verksamhetsstrategi vilar på en placeringsstrategi, ett riskapitramverk och en ESG-strategi. Placeringsstrategin beskriver målformulering, riskpreferens, samt investeringsfilosofi och -övertygelser. Riskapitramverket utgår från verksamhetsstrategin och vidareutvecklar tillsammans med placeringsstrategin och ESG-strategin organisationens syfte, mål och utvecklingspotential inom riskhantering, placeringsverksamhet, och ESG-området. I lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL) anges att fondens styrelse årligen ska fastlägga en riskhanteringsplan för förvaltningsverksamheten. Riskhanteringsplanen ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker ska hanteras, inklusive den interna kontrollstrukturen. Riskhanteringsplanen (RHP) är därför ett styrande dokument och tillsammans med Riskapitramverket (RAR) lägger de grunden för fondens riskkultur.

I tillägg till organisationskartan, se Figur 44, finns ett flertal forum som sammanträder med olika frekvens där olika delar av organisationen är representerade. Figur 45 visar en på en översikt av dessa forum. Nämnvärt är att ledningsgruppen för förvaltning sammanträder varannan vecka eller vid behov med primärt syfte att skapa ett horisontellt utbyte mellan de olika delarna av organisationen som representerar tillgångsslag, allokering, ESG med mera. Styrningen har satts upp så att investerings- och riskhanteringsprocessen omfattar utvärdering och granskning av investerings- och riskhanteringsbeslut. De beslutande organen är investerings- och riskkommittén där VD respektive riskchef är beslutande.

#### Beslutande och beredande forum, Första AP-fonden

Styrelse	Ledningsgrupp	Ledningsgrupp förvaltning	Investeringskommitté	Riskkommitté	Allokeringsgrupp
Ordförande Ledamöter 7 personer	VD (ordförande) Förvaltning Kommunikation Ekonomichef Operativ chef	VD (ordförande) Räntor & Valuta ESG Aktier & Strategi Exponering Taktisk allokering & kvantitativ förvaltning Alternativa investeringar	VD (ordförande) Riskchef Chef Aktier & Strategi + relevanta personer för ärendet	Riskchef Chef Compliance Chef Värderings-, Avkastnings-, och Riskanalys + relevanta personer för ärendet	Chef Aktier & Strategi (ordförande) Räntor & Valuta Exponering Tillgångsallokering Analytiker Värderings-, Avkastnings-, och Riskanalys VD (ej beslutsrätt)
Sju ordinarie styrelsemöten per år	Sammanträder varannan vecka samt vid behov	Sammanträder varannan vecka samt vid behov	Sammankallas vid behov	Sammankallas vid behov	Sammanträder tre dagar i veckan samt vid behov

Källa: Första AP-fonden

Figur 45: Beslutande och beredande forum, Första AP-fonden

#### 6.3.3.3 Investeringsfilosofi och process

Första AP-fondens investeringsfilosofi kan sammanfattas enligt nedan:

- Riskdifferentiering: Total risknivå ska vara låg, samtidigt som riskkapiten för finansiell risk bör vara hög
- Lång investeringshorisont: Fonden har hög ambition vad gäller ESG-frågor. Fonden ska ta vara på fördelarna av en lång analys-, placerings- och utvärderingshorisont exempelvis genom att erhålla premier för illikvida tillgångar
- Lämplig marknadsexponering: Investeringsprocessen ska utgå från en välgrundad syn på vilka marknadsexponeringar som är lämpligast på medelfristig horisont
- Säkerhetsställa allmänhetens förtroende: Fondens agerande, regler och kultur måste säkerställa att allmänhetens förtroende upprätthålls för att kunna utföra uppdraget på bästa sätt där aptiten för anseenderisk är låg och bör minimeras. Tydlig organisationsstruktur och ansvarsfördelning ger stringens och effektivitet. Kostnadseffektivitet är viktigt, eftersom det är avkastningen efter alla kostnader som bidrar till pensionssystemet

En förlängning av investeringsfilosofin är de investeringsövertygelser som är centrala för Första AP-fonden och kan sammanfattas enligt nedan:

- Diversifiering möjliggör förbättrad riskjusterad avkastning för den som förstår investeringars underliggande drivkrafter
- Horisont: Långsiktighet öppnar möjligheter att erhålla högre avkastning över tid

- Marknadseffektivitet: Finansmarknaderna kan inte anses vara fullt effektiva. En väl genomtänkt och utförd förvaltning med aktiva val lönar sig
- Riskpremier: Risktagande på de finansiella marknaderna ger över tid positiv avkastning.
- Hållbart värdeskapande: ESG-arbetet ska upprätthålla förtroendet, förbättra riskhantering och när så är möjligt öka avkastningen
- Kostnadseffektivitet är centralt eftersom kostnader reducerar avkastningen. Kostnaden tas i förväg medan den senare avkastningen är osäker

För de illikvida tillgångsklasserna kan investeringsövertygelserna även sättas i relation till Första AP-fondens syn på respektive tillgångsklass egenskaper enligt följande:

- Fastigheter: Heterogen tillgångsklass med investeringar som ofta är stora och illikvida. Marknaden är vid enskilda fastighetstransaktioner att betrakta som ineffektiv och informationen är ofta begränsad där tillgångsklassen på lång sikt uppvisar ett relativt inflationskydd
- Onoterade aktier (eng: private equity): Förknippat med betydande genomföranderisker med hela sekvensen från investeringsplanering, urval, due diligence, juridik, förhandlingar, likviditetshantering, monitorering och uppföljning måste utföras med största noggrannhet av mycket erfaren personal. Misstag i genomförande kan vara mycket kostsamma att åtgärda. Stora skillnader i resultat mellan olika förvaltare betonar vikten av diversifiering för att minska risken. Diversifiering innebär att riskerna bör spridas över olika investeringsår, geografiska områden, fondstrategier, fondstorlekar samt över att antal olika förvaltare. Belåningsrisk då underliggande tillgångar ofta använder sig av betydande hävstång.
- Infrastruktur: Uppvisar goda diversifieringsmöjligheter till traditionella tillgångar samt ger reglerade och stabila kassaflöden länkade till inflationen. Regleringsrisk, politisk risk och allmänhetens förtroende för de underliggande tillgångarna bör tas i beaktning. Belåningsrisk då underliggande tillgångar ofta använder sig av betydande hävstång

Utöver denna övergripande investeringsfilosofi betonas vikten av kontroll, vilket delvis kan påvisas genom den höga andelen illikvida innehav i bolagsstrukturer. Detta är också ett resultat av nyttjandet av Första AP-fondens bedömda komparativa fördelar och möjlighet att kapitalisera på marknadsineffektiviteter – exempelvis med referens till synen på (den svenska) fastighetsmarknaden. Ett annat exempel är den höga graden av internaliserad förvaltning och som ett resultat av detta en låg provisionskostnadsandel.

Första AP-fonden har valt att investera med hjälp av ett antal samarbetspartners i tillgångsklassen onoterade aktier. Motiveringen till det är delvis på grund av den betydande genomförande- och implementeringsrisk som bedöms vara förknippad med upprättandet av en intern organisation som hanterar investeringarna.

Startpunkten för Första AP-fondens investeringsprocess i onoterade fastigheter och infrastruktur är en stark investeringstes. Dessa investeringsteser tas fram genom att identifiera övergripande strukturella teman som driver en efterfrågan. Det omfattar en förståelse för var i cykeln marknaden befinner sig avseende bland annat räntor och inflation men också en förståelse för trender och politiska regleringar som potentiellt kan leda till ett skifte i efterfrågan. Investeringstesens specificerar också varför den potentiella investeringen är av intresse vid den tidpunkten, hur exponering mot denna kan uppnås och i vilka sektorer och geografier investeringen bör genomföras. En översyn och utvärdering av teserna görs kvartalsvis.

Den formella processen för beslut innefattar att investeringar och försäljningar upp till ett visst gränsbelopp<sup>60</sup> informeras löpande till VD och beslutas formellt av chefen för alternativa investeringar. De investeringar och försäljningar som beslutas om i investeringskommitté gäller:

- i) samtliga transaktioner över gränsbeloppet,
- ii) samtliga direktinvesteringar samt
- iii) investeringar i fonder med större ägarandel än 25% eller via joint-venture struktur

Inför varje nytt beslut skall ett tydligt besluts-PM tas fram och skickas ut i god tid till beslutsfattare. Figur 46 visar en översikt av investeringsprocessen för onoterade fastigheter och infrastruktur.

**Investeringsprocess onoterade fastigheter och infrastruktur, Första AP-fonden**

	Sourcing	Urval	Förberedande DD	Full DD	Investeringsbeslut	Övervakning	Försäljning
<b>Aktiviteter</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ad-hoc propäror via mail/telefon</li> <li>▪ Andra investerare</li> <li>▪ Eget nätverk</li> <li>▪ Placeringsombud</li> <li>▪ Befintlig portfölj</li> <li>▪ Arsmöten</li> <li>▪ Konferenser</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fact sheet eller liknande intro-material</li> <li>▪ Reala tillgångar (RT) longlist på möjligheter</li> <li>▪ Avstämning mot RT checklista                             <ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Eventuellt flyttas till RT shortlist</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Möten med förvaltare i Stockholm eller digitalt</li> <li>▪ Eventuellt datarum eller mer information</li> <li>▪ Lättare intern analys</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fler möten med bredare team</li> <li>▪ Eventuellt besök eller inspektion av tillgångar</li> <li>▪ Djupanalys av samtliga aspekter</li> <li>▪ Referenskontroll</li> <li>▪ Skattestrukturering</li> <li>▪ Juridisk förhandling</li> <li>▪ Framtagande av internt besluts-PM</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Internt beslut</li> <li>▪ Slutförhandling av skatt/Juridik</li> <li>▪ Eventuell strukturering och upprättande av bolag, tillsättande av styrelse, styrdokument m.fl.</li> <li>▪ Signering</li> <li>▪ Sparande av avtal, upprättande i interna system</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Löpande utvärdering av investerings-case och affärsplan</li> <li>▪ Löpande arbete och rapportering med förvaltningsplan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Beronde på struktur:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Följa investeringsplanen</li> <li>▫ Opportunistiskt söka försäljning om det bedöms lönsamt</li> </ul> </li> </ul>
<b>Involverade:</b>	Sourcing & Underwriting-team (UW)	Sourcing & UW-team	Sourcing & UW-team	Sourcing & UW-team, Juridik	Sourcing & UW, Juridik, Chef AI <sup>1)</sup> , IK <sup>2)</sup> , BO <sup>3)</sup>	Ansvarig förvaltare med stöd av analytiker	Chef AI & ansvarig förvaltare med stöd av analytiker

Källa: Första AP-fonden  
Not: 1) Chef Alternativa Investeringar  
2) Investeringskommitté  
3) Back office

Figur 46: Första AP-fondens investeringsprocess för onoterade fastigheter och infrastruktur

Ett övergripande ansvar för uppdatering om vad som händer i marknaden vilar på samtliga medarbetare inom teamet, och så också deras bidrag till de övergripande investeringsteserna. Ett första urval (eng: screening) av investeringsmöjligheter genomförs med målet att skapa en så kallad "shortlist" utifrån en av Första AP-fonden etablerad kriterielista som fungerar som ett filteringsverktyg. På veckovisa möten diskuteras de identifierade investeringsmöjligheterna som sällats fram och beslut kring att lägga ner eller inleda initial due diligence fattas. Vid beslut om att gå vidare till initial due diligence sätts möten upp med förvaltare, eventuellt med öppnande av datarum där mer material mottas och fördjupad analys genomförs. På de veckovisa mötena diskuteras eventuella fynd och beslut tas om att lägga ner eller gå vidare med full due diligence. Efter genomförd due diligence tas slutgiltigt beslut enligt den formella processen enligt ovan.

Under ägandeperioden genomförs en löpande utvärdering av varje investering med avseende på det initiala investeringscasen samt affärsplan. Löpande arbete och rapportering sker i enlighet med internt framtagen förvaltningsplan.

Som illustrerats i Figur 7 tar Första AP-fonden hjälp av samarbetspartners för att få exponering mot onoterade aktier (eng: private equity). I kontrast till en helt outsourcad modell där samarbetspartners väljer ut vilka underliggande fonder som skall investeras i, konstruerar den övergripande portföljen och

<sup>60</sup> Ett visst antal mSEK/mdrSEK. Specificeras ej i denna rapport

genomför due diligence, monitorering och rapportering, så har Första AP-fonden på senare år valt att ta hem en del av de aktiviteter som typiskt läggs ut i en full diskretionär modell för fond-i-fond. Detta har bland annat medfört att kostnaderna som tas ut av samarbetspartners (för de senare fondprogrammen) är fasta – alltså att Första AP-fonden betalar en fast avgift, i kontrast till en procentsats på förvaltad kapital, för de tjänster de valt att fortsatt outsourca. Figur 47 visar på en översikt av investeringsprocessen samt de aktiviteter som Första AP-fonden gör själva, outsourca eller gör tillsammans med sina samarbetspartners.

### Investeringsprocess för private equity, Första AP-fonden

	Utförs av Första AP-fonden			Samarbete med partners		API respektive partners	
	Sourcing	Urval	Förberedande DD	Full DD	Investeringsbeslut	Övervakning	
Aktiviteter	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Proaktivt leta investeringsmöjligheter och kartlägga marknaden genom kontakt med:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• GPs</li> <li>• Investerarare</li> <li>• Placeringsombud</li> <li>• Konferenser</li> <li>• Arsmöten</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Frågeformulär</li> <li>▪ PPM</li> <li>▪ Preliminär hållbarhetsanalys</li> <li>▪ Preliminär avkastningsanalys</li> <li>▪ Avtalskriterier</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Träffa GPs/team</li> <li>▪ Genomgång av datarum</li> <li>▪ Övrig relevant analys</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Träffa GPs/team</li> <li>▪ Analyser                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Avkastning</li> <li>• Investeringsstrategi m. fl.</li> </ul> </li> <li>▪ ESG/impact</li> <li>▪ Referenser</li> <li>▪ Genomgång av processer</li> <li>▪ Träffa portföljbolagen</li> <li>▪ Legalt och skatt</li> <li>▪ Operativ DD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Legal förhandling</li> <li>▪ Avtalssignering</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Veckovisa möten med partners</li> <li>▪ 7 investeringsbolag hos partners                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• ~180 fond- och co-investeringar</li> </ul> </li> <li>▪ Ars- &amp; kvartalsrapporter</li> <li>▪ ESG/impact</li> <li>▪ LPAC-möten</li> <li>▪ Arsmöten</li> <li>▪ Intern rapportering</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Första AP-fonden                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Halvårsvis rapportering till styrelsen</li> <li>• Kvartalsvis rapportering till ESG-teamet</li> </ul> </li> <li>▪ Partners                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Information om fonderna, avkastning, account statements</li> </ul> </li> </ul>
	Antal investeringsmöjligheter per år:						
	100-150	30-50	15-25	8-10	6-8	4 partners, ~100 GPs, 150+ aktiva investeringar	

Källa: Första AP-fonden

Figur 47: Första AP-fondens investeringsprocess för private equity

Portföljkonstruktion och allokering genomförs av Första AP-fonden och inkluderar bland annat aktiviteter såsom översikt av diversifiering över: i) segment (buyout/growth/venture), ii) geografi och iii) sektorer. Sourcing och identifiering av olika intressanta fonder kan komma från flera olika kanaler och sker ofta genom ett ömsesidigt utbyte mellan Första AP-fonden och dess samarbetspartners.

Som tidigare nämnts genomfördes en inriktningsförändring år 2021 som innebär ett ökat fokus på hållbarhetsinvesteringar i linje med Första AP-fondens hållbarhetsstrategi och FNs hållbarhetsmål. Detta innebär att dessa hållbarhetseffekter utgör ett specifikt investeringskriterium och är en viktig del i det övergripande portföljmålet som även inkluderar målavkastning, storlek på allokering och diversifiering av portföljen. Vad gäller urval och preliminär due diligence genomförs även detta av Första AP-fonden vilket innebär en filtrering av ett större antal möjligheter till ett fåtal intressanta fonder som full due diligence genomförs på. Full due diligence sker tillsammans med samarbetspartners där investeringsrapporter från partners är en del av underlaget till, det av Första AP-fonden framtagna, investeringsmemorandum som utgör beslutsunderlag. Vad gäller legal förhandling, monitorering och rapportering av underliggande fonder/GPs står i huvudsak samarbetspartners för detta även om även dessa steg även föranleder interna aktiviteter, inklusive investeringsbeslut. Första AP-fonden sitter exempelvis representerad i ett flertal LPACs och har via dessa möjlighet att löpande påverka underliggande GPs i frågor rörande exempelvis intressekonflikter och liknande.



Utöver Första AP-fondens involvering i investeringsprocessen för de underliggande fonderna/GPs så sker en årlig utvärdering av de samarbetspartners som valts ut. Detta inkluderar bland annat den övergripande strategiska allokeringen per samarbetspartner, dess organisation, förhandling av sidobrev (eng: side letter), ESG och ODD<sup>61</sup> inkluderat exempelvis frågor förande hantering av penningtvätt och sanktioner.

#### 6.3.3.4 Ägarstyrning

I Första AP-fondens direktägda innehav arbetar fonden övergripande med ett aktivt värdeskapande genom:

- Bolagsstyrning & strategi: VD & styrelserekrytering, strategisk inriktning/innovation, affärsplanering, budget, framtagande av KPI:er<sup>62</sup> och riktlinjer, övergripande riskkontroll och utvärdering gentemot relevanta benchmark
- Ökad intjäning & avkastning: Värdeskapande aktiviteter såsom intäktshöjande och kostnadsänkande åtgärder för ökad intjäning, transaktioner, investeringar och M&A<sup>63</sup>
- Ägarstyrning: Löpande dialog med ordföranden och styrelse för effektivt beslutsfattande, intresselinjering gentemot övriga ägare och intressenter
- Kapitalstruktur & finansiering: Ändamålsenlig kapitalstruktur genom beslut om exempelvis utdelning, fondering, refinansieringar, kapitalmarknadsövningar
- Hållbarhet & socialt ansvar: Balansera ekonomisk utveckling och hållbarhet för en hållbart maximerad riskjusterad avkastning

För de indirekta innehaven, primärt i onoterade aktier, sker ägarstyrningen indirekt via Första AP-fondens samarbetspartners och via de verktyg som finns tillgängliga givet valet av tillvägagångssätt. Som tidigare nämnts kan krav ställas innan nya investeringar genomförs i samband med avtalsskrivande och förhandling av sidobrev (eng: side letters). Den löpande dialogen med underliggande bolag och/eller via GP också är ett praktiskt sätt att influera och påverka i tillägg till den mer formella påverkan som utövas via LPACs.

---

<sup>61</sup> Operationell due diligence

<sup>62</sup> Key performance indicators (nyckeltal)

<sup>63</sup> Mergers and acquisitions (sammanslagningar och förvärv av företag)

**Övergripande ägarstyrning av illikvida investeringar, Första AP-fonden**

	Onoterade fastigheter och infrastruktur	Private equity
Ansvarsfulla investeringar	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Due diligence inför investeringsbeslut</li> <li>▪ Investeringar som främjar hållbar utveckling</li> <li>▪ Exkluderingar</li> </ul>	
Ansvarsfullt ägande	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Styrelserepresentation</li> <li>▪ Ägardirektiv</li> <li>▪ Valberedningar</li> <li>▪ Dialog</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dialog med bolag direkt och/eller genom GP</li> </ul>
Uppföljning	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bidrag till hållbar utveckling</li> <li>▪ Klimat</li> <li>▪ GRESB<sup>1)</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bidrag till hållbar utveckling</li> </ul>

Källa: Första AP-fonden

Not: 1) GRESB är ett hållbarhetsindex som möjliggör för investerare att bedöma och utvärdera investeringar kopplat till ESG

Figur 48: Första AP-fondens övergripande ägarstyrning av illikvida investeringar

**6.3.4 Riskhantering**

Den övergripande riskhanteringen för Första AP-fonden följer av en riskhanteringsplan och ett riskkaptitramverk där risk definieras som osäkerhet om framtida utfall av olika marknadshändelser. Riskerna inbegriper finansiella och icke-finansiella risker inklusive underkategorier som påverkar verksamheten och dess resultat.

Enligt Första AP-fondens riskkaptitramverk identifieras sex övergripande nyckelrisker som avser olika grader av risktit enligt nedan:

Riskaptit	Risk
Hög	Finansiell risk
Medel	Operativ-, politisk- och strategisk risk
Låg	Anseenderisk, förvaltningsrisk

Första AP-fonden skiljer på de funktioner som äger och hanterar risk (den operativa verksamheten – första linjen) och de som övervakar och kontrollerar att risker hanteras (riskkontroll, compliance, dataskyddsombud – andra linjen). Utöver de två linjerna finns internrevision vilket övervakar utfallet och har som mål att ge styrelsen trygghet i att hela ”riskkedjan” fungerar som avsett och beskrivet vilket innebär en oberoende granskning av såväl riskägare i första linjen som policyer, processer, modeller i andra linjen.

Ovan nämnda nyckelrisker finns i regel med som ett avsnitt i beslutsunderlaget som tas fram som en del av investeringsprocessen där sannolikhetsgraden samt påverkansgraden för respektive risk utvärderas. Strukturen gäller för hela Första AP-fonden och avser inte enbart organisationen för illikvida investeringar. Nyckelriskerna är dock mer eller mindre aktuella för olika tillgångsklasser. Även om samtliga risker bedöms som relevanta för riskhanteringen av illikvida tillgångar kan hanteringen av anseenderisken lyftas fram. Första AP-fonden anser att en god hantering av anseenderisken innebär att fonden: i) investerar fondmedlen i linje med allmänhetens förväntningar på en statlig pensionsfond,

ii) inte investerar i fondmedel utan grundlig due diligence, iii) inte investerar i tillgångsslag eller strategier för vilka fonden saknar expertkunskap, iv) agerar kostnadseffektivt.

Denna riskhantering är delvis det som ligger bakom Första AP-fondens val av förvaltningsform för respektive illikvid tillgångsklass, där kostnadseffektiviteten och en högre grad av kontroll eftersträvas inom de tillgångsklasser där Första AP-fonden bedöms ha en komparativ fördel – såsom exempelvis inom området svenska onoterade fastigheter. Genomföranderisken med tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity) kan också lyftas upp i sammanhanget. En stor del av riskhanteringen inom onoterade aktier ligger i valet av tillvägagångssätt, då processen till hög grad förlitar sig på externa samarbetspartners för att mitigera den genomföranderisk som tillgångsklassen omfattar. Centralt för riskhantering i alla investeringar i illikvida innehav är den grundliga due diligence som utförs i samband med investeringar där precision framför snabbhet gäller som riskhanteringsprincip.

### 6.3.5 Kostnader för illikvida tillgångar

- De direktägda onoterade fastighetsinnehaven, Vasakronan och Willhem, utgjorde cirka 82% av Första AP-fondens onoterade fastighetsinnehav vid utgången av 2023. Kostnaden för dessa innehav (avseende central administration) är relativt låga och utgjorde under 2023, 0,12% respektive 0,30% av substansvärdet (eng: NAV) för innehaven. För den största infrastrukturexponeringen Polhem Infra uppgick kostnaderna räknade som bolagets personal och rörelsekostnader till 0,3% av substansvärdet under 2023.
- Kostnader hänförliga investeringar i onoterade aktier (eng: private equity) utgörs av två lager utöver de två förvaltare som är anställda på AP-fonden. Dessa kostnader utgörs i huvudsak av i) fasta kostnader till fondens samarbetspartners och ii) kostnader och ersättningar hänförliga underliggande fonder. [Bilagor 1-3](#) visar på en sammanställning av omfattningen av kostnaderna och ersättningarna.
  - Ersättning hänförlig vinstdelning till de underliggande fonderna varierar naturligt över tid och fluktuationer av dess relativa storlek i relation till substansvärdet (eng: NAV) illustreras i Figur 50. Totala kostnader och ersättningar till de underliggande fonderna bedöms vara i det lägre intervallet som refererats till i avsnitt 5.2.1.3.
  - Kostnader och ersättningar hänförligt de underliggande fonderna redovisas inte explicit i Första AP-fondens årsredovisning.

#### Onoterade fastigheter och infrastruktur

Första AP-fonden har en hög andel illikvida tillgångar som är direktägda. De direkt synliga och redovisade kostnaderna hänförliga dessa innehav (som redovisas explicit i Första AP-fondens årsredovisning) är förhållandevis små och följer i all väsentlighet av lönekostnader för den interna förvaltningsorganisationen. Som diskuterats under avsnitt 5.2.2 finns dock kostnader hänförlig förvaltningen av de underliggande bestånden i de direktägda fastighetsbolagen som bärs av fastighetsbolagen själva och därmed inte explicit påverkar kostnadsbilden för AP-fonderna utöver genom värdet på fastighetsbolagen. Dessa typer av kostnader utgörs ofta av central- och fastighetsadministration och ställs normalt i förhållande till substansvärdet på fastighetsbolagen. För Första AP-fondens två största direktägda fastighetsinnehav som utgjorde majoriteten av fastighetsportföljen uppgick dessa kostnader under 2023 till cirka 0,12% för Vasakronan och 0,30% för Willhem vilket, till skillnad från Vasakronan som fokuserar på kontorsfastighetsbolag, har ett bestånd av hyresbostäder utspritt över ett antal orter runt om i Sverige och därmed kräver betydligt mer administration. För Polhem Infra som utgjorde det största direktägda innehavet inom infrastruktur var motsvarande förvaltningsavgift 0,30%. Då bolaget är i en uppbyggnadsfas, bedömer Första AP-fonden

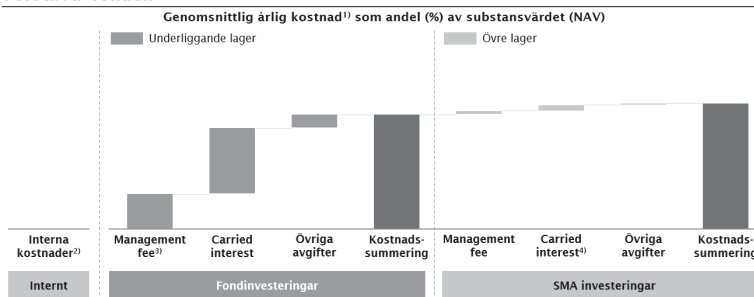
att substansvärdet sannolikt kommer att öka under kommande år varpå förvaltningsavgiften som andel av substansvärdet förväntas sjunka.

Vad avser de fondstrukturer som Första AP-fonden investerat i så återfinns dessa både för fastigheter och infrastruktur. För dessa investeringar gäller typiskt sett en avgift på förvaltad kapital samt en vinstdelning. I relation till den traditionella avgiftsstrukturen om 2% förvaltningsavgift och 20% vinstdelning till GP, som är branschstandard för investeringar i onoterade aktier, är i regel dessa siffror något lägre för indirekta investeringar både avseende fastigheter och infrastruktur. De lägre procentsatserna är delvis en följd av de underliggande tillgångsklassernas karaktäristika för risk och avkastning samt avtalsförhandlingar.

#### Onoterade aktier

För Första AP-fondens investeringar i onoterade aktier följer avgifterna i stort av det tillvägagångssätt som Första AP-fonden valt för att få exponering mot tillgångsklassen. Första AP-fonden har i likhet med Sjunde AP-fonden valt en så kallad partnerskapsmodell, vilket innebär att den interna organisationen hålls relativt liten med endast två anställda portföljförvaltare. Den historiska modellen har varit att i hög grad outsourca merparten av delmomenten hänförliga investeringsprocessen. Modellen har dock utvecklats över tid där Första AP-fondens samarbetspartners gått från att ha fullt diskretionära mandat, med förvaltningsavgifter kopplade till storleken på förvaltad kapital samt vinstdelning, till att i dagsläget primärt inkludera fasta avgifter hänförligt de tjänster som avropats från respektive partner. Aktiviteter hänförliga portföljkonstruktion, urval av investeringsmöjligheter, kompletterande due diligence med mera genomförs, som tidigare nämnts, alltså utav Första AP-fondens portföljförvaltare medan full due diligence, investeringsbeslut, monitorering och rapportering, juridik och back-office utförs till största del tillsammans med Första AP-fondens partners. Se Figur 7 för en översikt. Första AP-fonden bedömer att en modell med fondutfästelser (utan samarbetspartners) skulle kräva en väsentligt större intern resursallokering motsvarande ett flertal heltidstjänster med fortsatt behov av externa kostnader för juridik och IT.

#### Kostnadjämförelse av fondinvesteringar och fond-i-fonder inom private equity, Första AP-fonden



Källa: Första AP-fonden

Not: 1) Kostnadssammansättningen baseras på genomsnitt över en representativ 5-årsperiod. Vinstdelning är ej en kostnad per se.

2) Uppgår till <1 bps. Består av direkta kostnader för portföljförvaltare samt kostnadsandel av administration

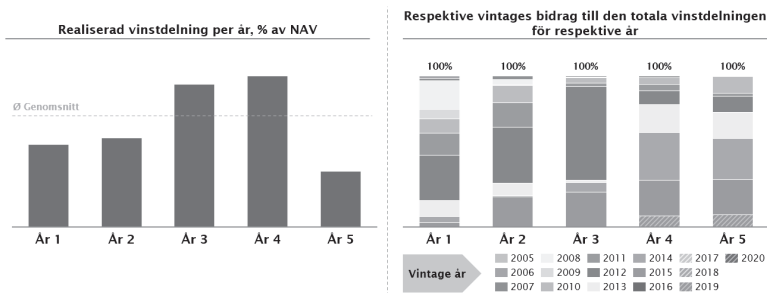
3) Viss del av management fee har avräknats mot vinstdelning

4) Vinstdelning kommer från avtal ingångna före 2010. Över tid kommer denna ersättning att gå mot noll

Figur 49: Kostnadjämförelse av tillvägagångssätt för investeringar i onoterade aktier, Första AP-fonden

Figur 49 visar på en, av Första AP-fonden genomförd, sammanställning av avgifter och ersättningar hänförliga investeringar i noterade aktier över en representativ femårsperiod. Vid närmre granskning av figuren är det viktigt att komma ihåg de redovisningsprinciper och faktorer (se avsnitt 5.2 om kostnader) som påverkar respektive komponent. Syftet med ovan illustration är att ge läsaren en uppfattning om de relativa storheterna och strukturen för avgifterna snarare än att utgöra en absolut jämförelse mellan AP-fonderna. En sådan jämförelse försvåras bland annat av att den specifika perioden, redovisningsprinciper, faktisk avkastning och andel co-investeringar som skiljer sig mellan fonderna. I figuren har procentsatser utelämnats men uppbyggnaden och de relativa storlekarna mellan de olika komponenterna av de olika kostnaderna och ersättningarna, samt de relativa storheterna mellan det övre och undre lagret ger en antydning om dess relativa storlekar. För kostnader och ersättningar avseende det undre lagret bedöms de vara i den lägre delen av intervallet (3–6% av NAV per år) som refererats till inledningsvis i avsnitt 5.2.1.3. Som tidigare diskuterats är exempelvis storleken på vinstdelningen (eng: carried interest) en direkt funktion av den totala avkastningen, alltså desto bättre det gått, desto större andel kommer denna utgöra i förhållande till substansvärdet (eng: NAV). Mognadsgraden på portföljen samt avkastningsnivån leder därmed till att nivån kan variera kraftigt mellan åren vilket illustreras i Figur 50.

#### Vinstdelning (eng: carried interest) över tid inom private equity, Första AP-fonden



Realiserad vinstdelning (carried interest) varierar från år till år som en funktion av den totala avkastningen och mognadsgraden på den totala private equity-portföljen

Källa: Första AP-fonden

Not: 1) Kostnads-sammansättningen baseras på genomsnitt avseende en representativ 5-års period  
2) Omfattar bland annat kostnader som GPs debiterar portföljbolagen. Omfattar ej transaktionskostnader

Figur 50: Sammanställning av vinstdelning inom noterade aktier, Första AP-fonden

I Figur 50 bör följande observationer lyftas fram:

- Förvaltningsavgiften (eng: management fee) i det underliggande lagret är relativt låg delvis som en funktion av i) netto-redovisning (betalda och återbetalda avgifter) av denna hos underliggande GPs, ii) lägre avgiftsbild för co-investeringar samt iii) minskad procentsats och förändring av bas (totalt utfäst kapital till investerat kapital).
- Vinstdelningen i underliggande lager varierar över tid (se ovan Figur 50) beroende på när distributioner erhålles.
- Förvaltningsavgiften (eng: management fee) i det övre lagret består dels av fasta avgifter hänförligt nuvarande modell med samarbetspartners, dels drivet av historiska investeringar där en procentsats på förvaltad kapital tagits ut av samarbetspartners.

- Vinstdelningen i det övre lagret kommer över tid att försvinna då ingen vinstdelning till samarbetspartners skett under det senaste decenniet men är fortsatt en del av ersättningen på grund av de äldre investeringarna.

I sammanhanget kan det upprepas att prestationsbaserad ersättning, som beskrivits i avsnitt 5.2.1.2.2, i regel tas ut först efter att samtligt, av Första AP-fonden tillhandahållit, kapital har återbetalats till Första AP-fonden.

Första AP-fonden redovisar samtliga externa förvaltararvoden för onoterade tillgångar (eng: management fees) som en del av tillgångens anskaffningsvärde. I not 4, 'Nettoreultat onoterade aktier och andelar' i årsredovisningen redovisas dock i brödtexten hur mycket som totalt erlagts i förvaltararvoden till onoterade tillgångar under året vilket då även omfattar arvoden till externa fondförvaltare inom fastighets- och infrastrukturfonder. I detta belopp ingår då förvaltararvoden (eng: management fee) hänförligt det övre lagret – det vill säga den avgift som betalas till Första AP-fondens samarbetspartners. Vad gäller det underliggande lagret anges inte storleken på dessa förvaltararvoden (hänförligt onoterade aktier) explicit i Första AP-fondens årsredovisning. I sammanhanget bör nämnas att siffrorna i brödtexten till fotnoter för Andra-, Tredje- och Fjärde AP-fonden, till skillnad från Första AP-fonden, omfattar det underliggande lagret då dessa AP-fonder investerar utan samarbetspartner – det vill säga omedelbart i de underliggande fonderna/GPs.

### 6.3.6 Bedömningar och observationer

- Ett styrelsebeslut 2021 ledde till en mandatförändring för onoterade aktier (eng: private equity) som innebar att ytterligare investeringskriterier infördes där de fonder som väljs ut behöver ha en tydlig hållbarhetsprofil. Beslutet betydde, allt annat lika, att det investerbara universumet minskade med avseende på antalet fonder som uppfyller de kriterierna. Detta innebar också att avkastningsmålet för det interna mandatet sänktes<sup>64</sup>. Vår bedömning är att detta är noterbart då särskild vikt, enligt APL, visserligen bör fästas vid en hållbar utveckling men att detta skall ske utan att det görs avkall på det övergripande målet.
- Första AP-fonden är den enda av buffertfonderna som under perioden 2018 till 2023 varit nettosäljare av illikvida tillgångar i vad de bedömt som en övervärderad marknad. Detta har lett till en oförändrad andel illikvida tillgångar vid utgången av 2023 jämfört med 2018 (23%), då kraftiga värdestegringar inom fastigheter och onoterade aktier motverkat effekten av nettoförsäljningarna.
- Första AP-fondens kvantifiering av externa förvaltararvoden som redovisas i Not 4 i 2023 års årsredovisning avser i huvudsak förvaltararvoden till fonder inom fastigheter eller infrastruktur samt omfattas av förvaltararvoden till de samarbetspartners som Första AP-fonden använder sig av för att investera i onoterade aktier. De omfattar ej avgifter hänförliga underliggande fonder som investerar i onoterade aktier. Detta följer delvis av en fördröjd rapportering av dessa avgifter som beskrivits i avsnitt 5.3.2. Vår bedömning är att det varit önskvärt att inkludera eller alternativt tydligt informera om avsaknaden av dessa avgifter i Första AP-fondens årsredovisning.

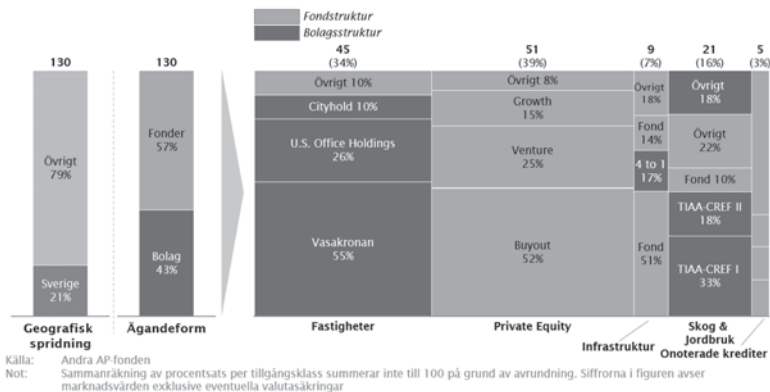
<sup>64</sup> Avkastningskravet för de faktiska investeringar som genomförts sedan dess har inte sänkts jämfört med tidigare inriktning, men avkastningsmålet för mandatet i sin helhet sänktes.

## 6.4 Andra AP-fonden

### 6.4.1 Översikt av illikvida innehav

- Vid utgången av 2023 var 30,5% (motsvarande 130 mdrSEK) av Andra AP-fondens kapital investerat i illikvida tillgångar. Av de illikvida tillgångarna var:
  - 21% hänförligt tillgångar i Sverige
  - 43% hänförligt bolagsstrukturer
  - Onoterade aktier och fastigheter var de två största tillgångsklasserna motsvarande 39% respektive 34%. Andra AP-fonden har också betydande investeringar i skog & jordbruk motsvarande 16%.
- Fastighetsinnehaven ägs till 90% genom bolagsstrukturer tillsammans med andra investerare. Fastigheterna utgörs primärt av kontorsfastigheter och har en relativt hög koncentration utanför Sverige.
- Investeringar inom noterade aktier utgörs av fondinvesteringar utan samarbetspartners.
- Lagändringarna under 2019 respektive 2020 föranledde bildandet av två nya portföljer: hållbar infrastruktur och noterade krediter.
- Andra AP-fondens andel illikvida tillgångar har ökat från 19,8% vid utgången av 2018 till 30,5% vid utgången av 2023
  - Av den totala värdeökningen kan 71% hänföras till innehavens värdestegring, som främst drivits av noterade aktier. Resterande 29% utgörs av nettoinvesteringar, vilket skett inom samtliga illikvida tillgångsklasser.

#### Översikt av illikvida tillgångar, 2023, Andra AP-fonden, mdrSEK



Figur 51: Översikt av Andra AP-fondens illikvida tillgångar

Vid utgången av 2023 var 30,5% motsvarande 130 mdrSEK av det totalt förvaltade kapitalet (426 mdrSEK) hänförligt investeringar i illikvida tillgångar. Av de illikvida tillgångarna var 21% hänförliga investeringar inom Sverige och 79% i övriga världen. Ägandeformen var till största del genom fondstrukturer (57%) drivet av den relativt höga andelen noterade aktier (eng: private equity).

#### Onoterade fastigheter

De noterade fastighetsinnehaven utgjorde 34% av de illikvida tillgångarna eller 10% av det totala fondkapitalet, vilket är något lägre än de andra buffertfonderna (exklusive Sjätte AP-fonden). Andra AP-fonden investerar företrädesvis i "klubbliknande" investeringsstrukturer tillsammans med andra likasinnade långsiktiga investerare. De direktägda fastighetsbolagen består av Vasakronan, US Office Holdings och Cityhold där det senare innehavet delägs med bland annat Första AP-fonden. Utöver de direktägda fastighetsbolagen har andra AP-fonden investerat i ett flertal fondstrukturer där bedömningen är att fastighetsinvesteringar utanför Sverige bör koncentreras till mogna marknader med likviditet och transparens. Fastighetsportföljen har en relativt hög andel exponering utanför Sverige relativt de andra buffertfonderna (exklusive Sjätte AP-fonden) och portföljen har ett tydligt fokus på kontorsfastigheter.

#### Onoterade aktier

Onoterade aktier stod för 39% av de illikvida tillgångarna eller 12% av det totala fondkapitalet vid utgången av 2023. Andra AP-fonden har sedan start genomfört över 200 investeringar i riskkapitalfonder, fördelat på cirka 45–50 förvaltare, och har i kapital mätt störst exponering mot tillgångsklassen noterade aktier av buffertfonderna (exklusive Sjätte AP-fonden). I samband med ovan nämnd lagändring ökade målallokeringen till noterade aktier som tidigare begränsades av det lagstadgade kravet om max 5%. Enligt strategin skall en allokering ske med diversifiering utifrån mognadsfas/investeringsstil (ex: buyout/growth/venture), geografi och tid (eng: vintage) med god spridning och begränsad avvikelser från marknadsportföljen inom noterade aktier. Nämnvärt i sammanhanget är att Andra AP-fonden uppskattar att antalet underliggande bolag i den noterade aktieportföljen överstiger antalet bolag som fonden investerar i inom de noterade marknaderna, vilket visar på en bred diversifiering. Detta är delvis en funktion av att det genomsnittliga underliggande bolaget i de noterade marknaderna är väsentligt mycket mindre än dess noterade motpart vilket inledningsvis lyfts upp i denna rapport. Andra AP-fonden har historiskt gjort enstaka investeringar inom noterade aktier i så kallade co-investeringsfonder (fonder som investerar i underliggande co-investeringsmöjligheter). Dessa kan dock karaktäriseras vara av mer opportunistisk karaktär och ingår inte i en utarbetad strategi, med tillämplig organisation och styrning, för co-investeringar.

#### Hållbar infrastruktur

Andra AP-fondens portfölj inom hållbar infrastruktur utgör en del av de riktade hållbarhetsinvesteringarna där samtliga investeringar är gjorda med utgångspunkten att de skall vara hållbara och bidra till klimatomställningen. Vid utgången av 2023 utgjorde allokeringen 6,7% av de illikvida tillgångarna eller 2,1% av det totala fondkapitalet. Portföljen har under de senaste åren varit i en uppbyggnadsfas sedan förändringen i placeringsreglerna som möjliggjorde en större andel illikvida tillgångar. Både saminvesteringar (exempelvis Generate Capital och Northvolt via '4 to 1') återfinns i portföljen tillsammans med ett antal fondinvesteringar, där den senare investeringsstrukturen underlättar diversifiering genom att fonder har fler underliggande investeringar. Merparten av investeringarna skall ske i utvecklade länder (OECD-länder) men med en viss allokering till utvecklingsländer. Målsättningen är att merparten av investeringarna skall bestå av investeringar inom exempelvis vind- och solkraft, energilagring, transmission och projekt för effektivisering av elkonsument med bakgrund av de ökade behoven av elektricitet vid övergången till ett fossilfritt samhälle.

#### Skog och jordbruk

För skogs- och jordbruksfastigheter genomförde Andra AP-fonden den första investeringen under 2010 och har idag ett dussintal genomförda investeringar både genom fonder och bolagsstrukturer. Inom



tillgångsklassen eftersträvas både geografisk diversifiering samt diversifiering mot olika grödor. Majoriteten av nuvarande exponering är koncentrerat till USA. Avseende jordbruksfastigheter ska merparten av portföljen investeras i ettåriga grödor som spannmål och oljeväxter där marken arrenderas ut, vilket ger en stabil årsavkastning i form av arrendeintäkter. För skogsfastigheter sker investering i storskaliga skogsfastigheter för traditionella timmerprodukter som sågtimmer och massaved. Vid utgången av 2023 stod tillgångsklassen för 16% av de illikvida tillgångarna eller 4,9% av det totala fondkapitalet.

#### Onoterade krediter

Styrelsen för Andra AP-fonden beslutade under hösten 2020 att göra en strategisk allokering till tillgångsklassen onoterade krediter och de första investeringarna gjordes under 2021. Andra AP-fonden har genomfört en handfull investeringar till tillgångsklassen som vid utgången av 2023 stod för 3,5% av de illikvida tillgångarna eller 1,1% av det totala fondkapitalet. Portföljen har sedan dess första allokering varit i en uppbyggnadsfas där fonden under 2023 närmat sig målallokeringen.

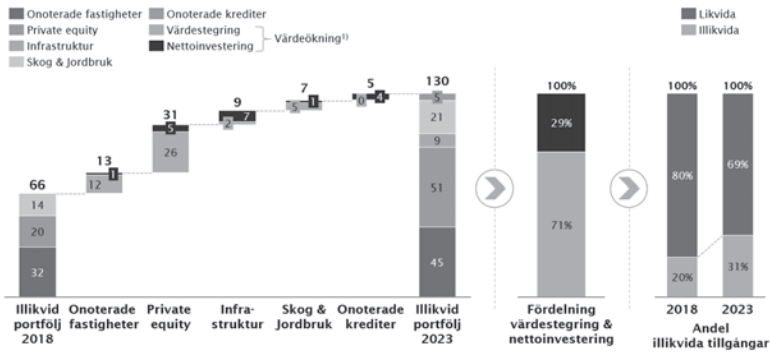
#### Påverkan av förändringarna i lagen under 2019 respektive 2020

De ökade möjligheterna att investera i illikvida tillgångar, som lagförändringarna under 2019 respektive 2020 medförde, hade framför allt en *direkt påverkan* på tillgångsklasserna onoterade aktier (eng: private equity), onoterade krediter (eng: private credit) samt hållbar infrastruktur (se Figur 31). För dessa tillgångsklasser ökade målallokeringen där två nya portföljer etablerades (under 2020–2021) för de två senare tillgångsklasserna.

#### Värdeökning av illikvid portfölj

Per 2018-12-31 utgjorde illikvida tillgångar 19,8% av Andra AP-fondens portfölj medan motsvarande siffra fem år senare (2023-12-31) var 30,5%. Den relativa ökningen under perioden är primärt hänförlig en betydande värdeökning för onoterade aktier (eng: private equity) som gått från att utgöra 6% av portföljen till att i slutet av 2023 utgöra 12% av portföljen. Värdeökningen har primärt skett som en funktion av värdestegring, men även till följd av att nytt kapital allokaterats till tillgångsklassen. I övrigt har även de onoterade fastighetsinnehaven samt skog & jordbruk haft större värdestegring än den totala portföljen i sin helhet haft, vilket också bidragit till högre andel illikvida tillgångar. Till sist har de två nya portföljerna inom hållbar infrastruktur och onoterade aktier bidragit till den ökade andelen. Sammantaget har värdestegring stått för 71% av den totala absoluta ökningen under perioden medan nettoinvesteringar bidragit med resterande 29%. Ovan observationer illustreras i Figur 52 nedan.

Värdeökning av illikvida tillgångsklasser, 2018-2023, Andra AP-fonden, mdrSEK



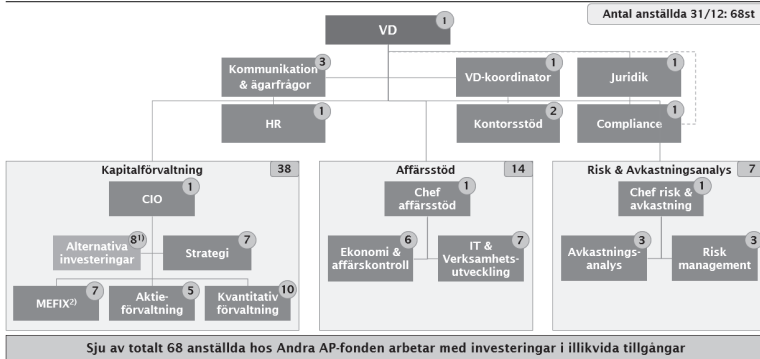
Källa: Andra AP-fonden  
1) Värdeökning avser summan av värdestegring och nettoinvesteringar

Figur 52: Värdeökning av illikvida tillgångsklasser, Andra AP-fonden

6.4.2 Organisation

Andra AP-fonden kommer från och med 1 januari 2024 att strukturera om dess organisation. Figur 53 nedan visar på hur organisationen såg ut under 2023. Organisationen för illikvida investeringar omfattar sju personer och ryms inom alternativa investeringar där det finns sex förvaltare av olika tillgångsklasser och en chef för alternativa investeringar. Dessa rapporterar till chef för kapitalförvaltningen (CIO). Inom organisationen för alternativa investeringar ingår även investeringar i externa mandat som investerar i noterade tillgångar.

Översikt organisation, 2023, Andra AP-fonden



Källa: Andra AP-fonden  
Not: 1) Varav sju FTE arbetar med illikvida tillgångar  
2) Macro, exposure, fixed income, FX (makro, exponering, räntebärande tillgångar, valuta)

Figur 53: Organisationsschema Andra AP-fonden

### 6.4.3 Styrning

- Minst en gång varje år fattar Andra AP-fondens styrelse beslut om en strategisk portfölj som resulterar i hur portföljen procentuellt skall vara fördelad över de breda tillgångsklasserna.
- En investeringskommitté (IK) ansvarar både för i) investeringsbeslut kopplade till illikvida tillgångar samt ii) att löpande (vid varje möte) följa och beakta hur de faktiska vikterna för illikvida tillgångsklasser förhåller sig till fastställda strategiska målvikter.
  - IK är ett beslutande organ rörande både nya investeringsmöjligheter samt avseende frågeställningar rörande befintlig portfölj (avhandlas minst kvartalsvis).
- För respektive illikvid tillgångsklass finns utarbetade strategidokument som behandlar målsättningen avseende exempelvis diversifiering, föredragen investeringsstruktur och andra ramar och riktlinjer.
- Som en följd av Andra AP-fondens relativt stora allokering till tillgångsklassen onoterade aktier, samt flertalet fondinvesteringar även inom övriga illikvida tillgångsklasser följer att utvärderingen av fondförvaltare utgör en central del av investeringsprocessen.
- Arbetet med att kontinuerligt uppdatera strategidokumenten föranleder även identifiering och urval av investeringsmöjligheter vilket är startpunkten för investeringsprocessen.
- I tillägg till i IK kvartalsvisa genomgångar av aktuella innehav hålls även en årlig genomgång av samtliga illikvida investeringar per tillgångsklass vilket dokumenteras och presenteras för ledning och styrelse.

#### 6.4.3.1 Övergripande kapitalallokering och mål

Den av Andra AP-fonden fastställda målformulering lyder:

*”Målet för fondens verksamhet är att minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen på 30 års horisont genom att bedriva fördömlig förvaltning av kapitalet.”*

Utifrån ovan mål har Andra AP-fonden fastställt en strategisk portföljsammansättning som förväntas generera en långsiktig genomsnittlig årlig real avkastning på 4,5 procent. Minst en gång varje år fattar Andra AP-fondens styrelse beslut om denna strategiska portfölj som resulterar i hur portföljen skall vara fördelad över de breda tillgångsklasserna. Den strategiska portföljen utgör det huvudsakliga medel genom vilket fonden uppnår den fastställda målsättningen. Det ska ske genom långsiktig exponering mot systematiska riskpremier som förväntas ge en god avkastning över tid. De mest grundläggande riskpremierna kan fås mot en mycket låg kostnad och tillgången bedöms som närmast obegränsad. Andra former av riskpremier kan medföra högre förvaltningskostnader men kan i stället bidra till en högre långsiktig avkastning och större diversifiering. Valet av strategisk portfölj ska utgå från en analys av den framtida utvecklingen för pensionssystemet. För ändamålet används fondens internt utvecklade ALM-modell som simulerar pensionssystemets årliga utveckling över den valda horisonten – i Andra AP-fondens fall 30 år. Styrelsen ska varje år erhålla en redogörelse för centrala antaganden som ligger till grund för ALM-analysen och valet av strategisk portfölj. Strategiavdelningen ansvarar för fondens övergripande ALM-analys och framtagande av beslutsunderlag för den strategiska portföljen. Fondens strategiska portfölj konkretiseras sedermera med angivna referensvikter för de olika tillgångarna och tillgångsklasserna. När vikten i den strategiska portföljen för en eller flera tillgångsklasser når gränsen för ett band skall den strategiska portföljen i alla delar rebalanseras till normalvikterna.

I Andra AP-fondens fall inkluderas formellt olika illikvida tillgångsklasser såsom noterade aktier och reala tillgångar i den övergripande ALM-analysen – något som skiljer sig jämfört med exempelvis Fjärde AP-fonden som förhåller sig till de övergripande tillgångsslagen aktier och räntor på ALM-nivå.

Den strategiska portföljen resulterar i ett fastställande av målvikter. Investeringskommittén (IK) ansvarar både för i) investeringsbeslut kopplade till illikvida tillgångar samt ii) att löpande (vid varje möte) följa och beakta hur de faktiska vikterna på illikvida tillgångsklasser förhåller sig till fastställda strategiska målvikter. Processen beskrivs närmre i nedan avsnitt om riskhantering.

#### 6.4.3.2 Centrala styrdokument, beslutande- och beredande organ

Första till Fjärde AP-fonderna styrs av lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och är det enda yttre ramverk som fonderna har att förhålla sig till. I lagen finns ett uttryckligt krav om att en verksamhetsplan årligen skall fastställas av styrelsen i respektive AP-fond som skall innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten samt en riskhanteringsplan. Andra AP-fondens styrelse fattar typiskt beslut om kommande års verksamhetsplan och budget i december i det år som föregår verksamhetsåret. Nedan genomgång är hänförligt styrningen av verksamheten fram till och med år 2023.

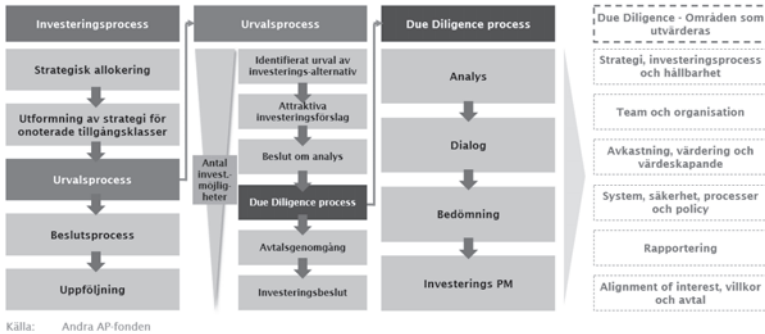
*Riktlinjer för placeringsverksamheten* är ett av de mest centrala styrdokumenten som VD beslutar om för att operationalisera den av styrelsen fastlagda verksamhetsplanen. I nästa steg finns en ytterligande nivå, hänförlig investeringsverksamheten, där det finns en så kallad investeringsriktlinje (eng: investment guideline) per respektive likvid tillgångsklass. Investeringsriktlinjerna innehåller bland annat: beskrivning och mål med mandatet, ansvarig portföljförvaltare, strategi, allokerat kapital och/eller risk, placeringsregler och jämförelseindex. Motsvarande dokument för de illikvida tillgångsklasserna<sup>65</sup> benämner Andra AP-fonden som *strategidokument*. I strategidokumenten beskrivs, i tillägg till ovan, bland annat målsättningen för diversifiering avseende geografi, stil, segment och andra relevanta dimensioner samt kommentarer kring vilket eller vilka investeringsstrukturer som skall eftersträvas för att uppnå exponering mot tillgångsklassen. Som underlag till strategidokumenten samt för att säkerställa en god kännedom om respektive tillgångsklass genomförs löpande marknadsanalys och utvalda djupdykningar. I dessa behandlas exempelvis olika trender, teman och marknadsaktivitet av ansvarig förvaltare. Detta arbete föranleder identifiering och urval av investeringsmöjligheter som sedan förs fram till investeringskommittén (IK) som är ett beslutande organ rörande både nya investeringsmöjligheter samt avseende frågeställningar rörande uppföljning av befintlig portfölj.

#### 6.4.3.3 Investeringsprocess och filosofi

Som en följd av Andra AP-fondens relativt stora allokering till tillgångsklassen noterade aktier, samt flertalet fondinvesteringar även inom övriga illikvida tillgångsklasser följer att utvärderingen av fondförvaltare utgör en central del av investeringsprocessen. Figur 54 visar på den övergripande investeringsprocessen med noterbara delmoment. Då Andra AP-fondens interna organisation för utvärdering och hantering av illikvida tillgångar är relativt liten bör det poängteras att urvalsprocessen av fonder inte enbart sker i samband med fondernas kapitalresning. Innan dess pågår ofta en mer utdragen process över tid med mer eller mindre formella inslag av utvärdering som tar avstamp i de av fondens identifierade fokusområden inom respektive tillgångsklass.

<sup>65</sup> Inom illikvida tillgångar finns av Andra AP-fonden definierade tillgångsklasser som: fastigheter, noterade aktier, hållbar infrastruktur, skog & jordbruk samt noterade krediter

**Investeringsprocess för illikvida investeringar, Andra AP-fonden**



Källa: Andra AP-fonden

Figur 54: Andra AP-fondens investeringsprocess för illikvida investeringar

Urvalet av investeringsalternativ, både gällande befintliga och nya förvaltare samt strategier, filtreras ned till de mest attraktiva investeringsförslagen. Därefter fattas beslut om vidare analys för att slutligen resultera i en omfattande så kallad due diligence av ett fåtal förvaltare/GPs. Denna analys är en iterativ process med möten och grundlig genomgång av material som tillhandahållits av förvaltaren. I tillägg till detta material ställs även en mängd frågor som är standardiserade inom due diligence (DD) och följer av bästa praxis i branschen. Till detta kommer specifika frågor som Andra AP-fonden tagit fram och anpassat utifrån exempelvis Andra AP-fondens fokusområden och specifika förutsättningar. I detta skede involveras även Andra AP-fondens bredare supportorganisation med avseende på exempelvis risk, compliance, och ekonomi som gör en oberoende bedömning inom respektive funktionsansvar.

Analysen utgörs både av en operationell DD och en investerings-DD där kommersiella och hållbarhetsrelaterade frågeställningar relaterar till den senare processen medan frågeställningar rörande intern styrning och kontroll samt risk inkluderas i den förstnämnda. Exempel på områden som utvärderas som en del av analysen utgör:

- i) strategi, investeringsprocess och hållbarhet,
- ii) förmåga, team och organisation,
- iii) avkastning, värdering och värdeskapande,
- iv) system, säkerhet, processer och policys,
- v) rapportering,
- vi) alignment of interest, villkor och avtal

Resultatet av analysen resulterar i ett investerings-PM som sedan utgör underlag för vidare beslut i investeringskommittén (IK) där chef för alternativa investeringar, CIO, chefsjurist, CRO samt VD (vid investeringsbeslut av särskild karaktär) är representerade. Föredragande av material är alltid portföljförvaltare för respektive tillgångsklass. Inom IK tas sedan beslut om den aktuella nyinvesteringen avhängigt att de avtalspecifika kraven uppfylles, vilket inte alltid är fallet och kan föranleda omprövning eller avslag av det aktuella beslutet.

Historiskt sett såg denna process något annorlunda ut där alla investeringsbeslut rörande onoterade investeringar togs av styrelsen. Sedan den 1 januari 2019 gäller dock ovan beskriven process såvida inte ärendena är av mycket avvikande karaktär varpå styrelsen kan bli inblandad.

Inom IK hålls även kvartalsvisa genomgångar där aktuella innehav och löpande frågeställningar som kommer upp avseende existerande portfölj/investeringar diskuteras och beslutas om. Detta gäller både innehav i bolagsstrukturer och fondinnehaven. Kvartalsvis hålls även en genomgång av varje övergripande illikvid tillgångsklass med avseende på exempelvis avkastning, diversifiering, eventuella avvikelser och kassaflöden. Som ett exempel kan nämnas att i takt med att fondportföljens totala värde har sjunkit har i närtid allokeringen till onoterade aktier ökat (då värdet inte minskat lika mycket) vilket föranledde att ansvarig portföljförvaltare tagit upp behovet om en minskad investeringstakt framöver för att nå målvikten för tillgångsklassen. I tillägg till detta hålls även en årlig genomgång av samtliga onoterade investeringar per tillgångsklass, vilket sedan 2007 dokumenteras i ett dokument kallat *annual partnership review* (APR). Genomlysningen görs i regel i april månad då respektive fond rapporterar årsboksluten för året som passerat. Dokumentet går igenom i IK och en sammanfattning sammanställs för ledning och styrelse.

#### 6.4.3.4 Ägarstyrning

Andra AP-fondens ägarstyrningsarbete fokuserar främst på bolag och områden där fonden bedömer sig ha störst möjlighet att påverka samt göra mest nytta och som har störst långsiktig ekonomisk betydelse för portföljen. Ägarstyrning är en integrerad del av fondens investeringsprocess inom såväl noterade som onoterade aktieinvesteringar. För de direktägda noterade innehaven innebär detta bland annat ett aktivt styrelsearbete eller i vissa fall arbete via observationsplatser på styrelser. Andra AP-fonden ser även positivt till att vara representerad i valberedningar och har som policy att tacka ja till sådana förfrågningar.

För investeringar i fonder via följer ägarstyrningen dels som en funktion av ovan beskriven investerings- och uppföljningsprocess för analys, utvärdering av nya investeringar och uppföljning av fondens riskkapitalinvesteringar. Ägararbetet fokuserar på att fondförvaltarna har strukturer och system för att hantera portföljbolagens möjligheter och risker inom miljö, etik och bolagsstyrning. En kontinuerlig och konstruktiv dialog med fondförvaltarna om deras hållbarhetsarbete är en del i uppföljningsarbetet som syftar till att i samarbete med fonderna utveckla detta arbete. Andra AP-fonden anser att det är betydelsefullt att de fondinvesteringar som görs integrerar hållbarhetsfrågor i sina verksamheter, investeringspolicier och ägaraktiviteter. Som del av det ser Andra AP-fonden positivt på exempelvis tillämpade principer för ansvarsfulla investeringar (PRI<sup>66</sup>) och FN:s global compact. Andra AP-fonden verkar även via branschorgan såsom exempelvis ILPA och GRESB<sup>67</sup> och uppmanar förvaltare att följa riktlinjer och standarder vad gäller övergripande principer, redovisning och rapportering (såsom exempelvis initiativet Private Capital Data Standards PCDS).

Styrelsen fastställer riktlinjer och policier i ägarfrågor. VD har styrelsens uppdrag att, i den löpande verksamheten, hantera ägarfrågor. I frågor av större betydelse ska samråd ske mellan VD och styrelseordföranden.

<sup>66</sup> Principles for Responsible Investments

<sup>67</sup> Global Real Estate Sustainability Benchmark

#### 6.4.4 Riskhantering

- Riskhantering för illikvida tillgångar ur ett portföljhänseende utgår från riktlinjer avseende diversifiering samt utifrån de målvikter som sätts för respektive tillgångsklass och för portföljen i sin helhet.
  - För att undvika att nå laglimiten om 40% i illikvida tillgångar har Andra AP-fonden en internt definierad limit om 35%.
- Illikvida tillgångsklasser utvärderas bland annat med avseende på hur de bidrar till Andra AP-fondens totala riskspridning där förväntade volatilitet och korrelationen per tillgångsklass även redovisas i årsredovisningen.
- Tillgångsspecifika risker adresseras genom uppföljning av portföljförvaltare och diskussion i IK, som en del av den övergripande styrningen.
- En riskkommitté, bestående av VD, CRO och två styrelseledamöter, sammanträder sex gånger per år (en tillgångsklass per möte). I detta forum är föredragande CRO och VD, alternativt ansvarig portföljförvaltare för den specifika tillgångsklassen.

Andra AP-fonden har likt de andra AP-fonderna en övergripande riskpolicy. I denna delas strategiska risker in i finansiella risker, operativa risker och påverkansrisker. Då hållbarhetsrisker bedöms kunna vara av olika slag klassificeras de antingen under finansiella eller operativa risker. Andra AP-fonden eftersträvar att arbeta utifrån principen om tre försvarslinjer där en skiljelinje dras mellan de som äger risken (primärt kapitalförvaltningsorganisationen) och andra linjen (risk management och compliance) som övervakar, kontrollerar och rapporterar fondens risker samt hur fonden följer interna och externa regelverk. Den tredje försvarslinjen består av en extern oberoende interntrevisionsfunktion.

Andra AP-fondens övergripande instrument för begränsning av risktagande i förvaltningen av de noterade tillgångarna är *expected tracking error* (ETE). Någon sådan begränsning för illikvida tillgångar finns dock inte där riskhanteringen ur ett portföljperspektiv sker genom fastställda strategiska målvikter. Det gäller vikter på enskilda tillgångsslag såväl som den samlade portföljandelen illikvida innehav i förhållande till den lagstadgade 40%-limiten. Vald investeringstakt för enskilda tillgångsslag ska ha som målsättning att portföljvikterna över tid ska vara nära sina strategiska målvikter. Vald investeringstakt för enskilda illikvida tillgångsklasser ska ses över minst en gång per år, i extraordinära situationer eller när det annars bedöms som rimligt. Målsättningen är att undvika stora överträdelser gentemot beslutade målvikter. Detsamma gäller överskridande av 40%-limiten, som i möjligaste mån bör undvikas. Lagen tillåter visserligen att 40%-limiten överskrids till följd av marknadsrörelser, då det är vid investeringstillfället som begränsningen i fråga gäller. Om begränsningen överskrids implicerar lagen dock att inga ytterligare illikvida investeringar får göras innan vikten återigen understiger 40%. Ett rimligt säkerhetsavstånd till 40%-limiten bedöms av Andra AP-fonden vara 5,0 procentenheter.

När en portföljvikt på en enskild illikvid tillgångsklass överstiger sin fastställda strategiska målvikt med 1,0 procentenheter ska, med utgångspunkt i en prognos över framtida fondkapital, en plan etableras avseende hur portföljandelen ska återgå till sin målvikt på en lämplig horisont. Planen tas fram av ansvarig portföljförvaltare och bör utgå från förutsättningarna och särarterna för respektive illikvid tillgångsklass samt konsekvenserna för långsiktig avkastning. I en situation då vikten på en enskild onoterad tillgångsklass enligt aktuell värdering materiellt överstiger sin målvikt kan den något motstridiga situation uppkomma att utrymmet att fortsätta göra nya investeringar är obefintligt samtidigt som prissättningen på marknaden är attraktiv i ett långsiktigt perspektiv. Processen för att återgå till målvikterna har därför medvetet formulerats på sådant vis att det är upp till investeringskommittén (IK) att, inom ramen för en samlad bedömning, ta ställning till lämplig handlingsplan. Som sådant lämnar processbeskrivningen betydande frihet åt IK att besluta om bästa

handlingsplan i varje enskild situation. Planen kan exempelvis innefatta justerad investeringstakt för vissa enskilda tillgångsklasser såväl som försäljningar. I första hand skall planen innehålla åtgärder förknippade med de enskilda tillgångsklasserna vars portföljvikter överstiger fastställda målvikter.

Ovan beskrivning avser portföljhanteringen av de illikvida tillgångsklasserna. Med avseende på tillgångsklassspecifika risker gäller i stort ovan nämnda investerings-, uppföljnings- och ägarstyrningsprocess som de primära verktygen för riskhantering.

Varje år sker även en genomgång avseende risk per tillgångsklass genomförs genom en riskkommitté (RK) som består av två styrelseledamöter samt CRO och VD, där de två senare är föredragande. Arbetet i RK följer ett årshjul med sex möten per år där de olika illikvida tillgångsklasserna föredras. I detta forum bjuds även ansvarig portföljförvaltare in för att föredraga vad som hänt under det senaste året, vad som drivit avkastning och risk samt speciella händelser som inträffat. Under dessa möten finns möjlighet att föra en djupare diskussion än vad som vanligt hinns med, för respektive tillgångsklass, på ett vanligt styrelsemöte.

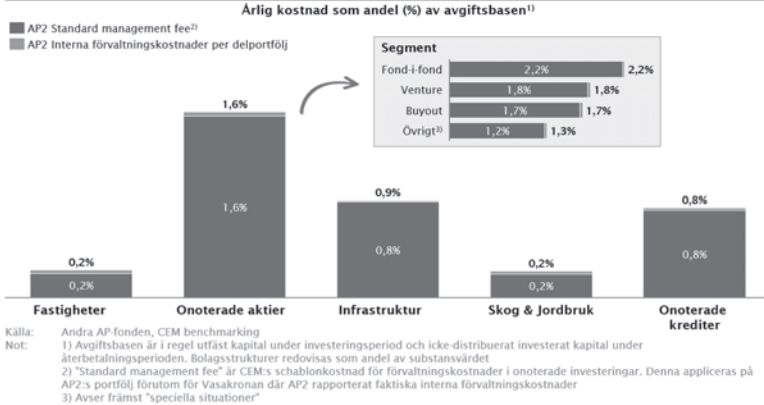
Kvantitativ utvärdering av risk för illikvida tillgångsklasser är i sin natur svårt att utvärdera på grund av tillgångarnas illikvida karaktär som behöver utvärderas över längre perioder. Utvärdering sker visserligen för respektive illikvid tillgångsklass med avseende på hur det bidragit till Andra AP-fondens riskspridning, samt hur väl det presterat i jämförelse med ett absolut avkastningsmål och/eller jämförelseindex. Det finns dock inget riskjusterat avkastningsmått för tillgångsklasserna vilket följer av saknandet av sådant i industrin i sin helhet. I sammanhanget bör dock nämnas att Andra AP-fonden i samband med modellering av förväntat utfall för den framtida portföljen uppskattar den förväntade volatiliteten och korrelationen per tillgångsklass. Det förväntade utfallet rapporteras i årsredovisningen. Detta gäller även för de illikvida tillgångsklasserna, där det Andra AP-fonden har en uppfattning/syn på volatiliteten. Här skiljer sig Andra AP-fonden något jämfört med övriga AP-fonder eftersom de lägger större tonvikt (inte minst i sin externa rapportering) vid den förväntade (ex-ante) volatiliteten för illikvida tillgångsklasser och dess bidrag till den totalt förväntade volatiliteten i portföljen, jämfört med de andra AP-fonderna (Första-, Tredje- och Fjärde AP-fonderna)

#### 6.4.5 Kostnader för illikvida tillgångar

- Andra AP-fondens kostnader för investeringar i illikvida tillgångar följer av de tillvägagångssätt de valt för att få exponering mot de illikvida tillgångsklasserna – där investeringar via bolagsstrukturer (43% av Tredje AP-fondens illikvida tillgångar) är förknippade med i regel lägre kostnader jämfört med investeringar i fondstrukturer.
- Den betydande storleken på Andra AP-fondens investeringar i onoterade aktier (eng: private equity) tillsammans med tillgångsklassens höga kostnadsnivå (relativt andra illikvida tillgångsklasser) är den primära drivaren av den absoluta storleken på utbetalda förvaltningsavgifter i Figur 17.
- En sammanställning för 2022, genomförd av tredje part (CEM Benchmarking) indikerar att totala årliga förvaltningskostnader som andel av avgiftsbasen uppgår till:
  - Onoterade fastigheter: 0,2%
  - Onoterade aktier: 1,6%
  - Infrastruktur: 0,9%
  - Skog: 0,2%
  - Onoterade krediter: 0,8%



**Förvaltningskostnader för illikvida investeringar, 2022, Andra AP-fonden**



Figur 55: Andra AP-fondens uppskattade förvaltningskostnader per illikvid tillgångsklass

Figur 55 visar kostnadsnivåer i relation till de värden som avgifterna är baserade på<sup>68</sup> och utgör därmed inte nödvändigtvis kostnader i relation till substansvärdet (eng: NAV). Nivåerna inkluderar inte prestationsbaserad ersättning. De rapporterade värdena är baserade på den årliga studie som CEM Benchmarking (CEM) genomfört gällande år 2022 för respektive AP-fond. Utfallet är ett resultat av inrapporterade siffror från Andra AP-fonden och den metodik som CEM tillämpar. Andra AP-fonden bedömer att nivåerna i figuren är hyggligt representativa för Andra AP-fondens kostnadsbild för respektive illikvid tillgångsklass.

Onoterade fastigheter

För onoterade fastigheter är den relativt låga kostnadsnivån i stort en funktion av de låga kostnader som är förknippade med det storleksmässigt betydande innehavet i Vasakronan. För Andra AP-fondens övriga betydande innehav i onoterade fastigheter<sup>69</sup> kontrakteras i regel en extern förvaltare. Det är inte ovanligt att denna externa förvaltare representerar samma organisation som den medinvesterare som investerar i fastigheten. Så är exempelvis fallet med Andra AP-fondens investering i US Office Holding där medinvesteraren Tishman Speyers står för förvaltningstjänster och för detta tar ut en avgift. Vad avgiften baseras på varierar typiskt sett beroende på vad för typ av fastighetsinvestering som respektive fastighetsinvestering representerar. För ett nybygge kan exempelvis en projektledningsavgift tas ut baserat på självkostnadspris plus marginal, medan avgiften för en förvaltningsfastighet kan vara satt baserat på förvaltad kapital eller som en procentsats av driftsnetto.

I regel gäller dock att den direktägda bolagsstrukturen föranleder en lägre kostnadsbas medan renodlade fastighetsfonder liknar mer det avgiftsupplägg som beskrivs närmre i avsnitt 5.2.1.2. Dessa typer av fastighetsfonder utgör dock en liten andel av både Andra AP-fondens och övriga AP-fonders totalt förvaltade kapital. För övriga illikvida tillgångsklasser så är nivåerna i stort en funktion av andelen direktägt inom respektive kategori. Avgiftsnivåerna är även generellt lägre för tillgångsklasserna

<sup>68</sup> Avgiftsbasen är i regel utfäst kapital under investeringsperiod och icke-distribuerat investerat kapital under återbetalningsperioden

<sup>69</sup> Exempelvis US Office Holding och Cityhold

infrastruktur, skog & jordbruk och onoterade krediter jämfört med onoterade aktier (eng: private equity) vilket är i linje med industrin och vad som tidigare beskrivits.

#### Onoterade aktier

För onoterade aktier (eng: private equity) uppgår den totala förvaltningsavgiften till 1,6% av avgiftsbasen vilket är ett viktat genomsnitt av de delsegment som illustreras i Figur 55. Som tidigare beskrivits är nivån en funktion av bland annat den mix mellan segment (buyout/growth/venture) som andra AP-fonden investerat i, samt storleken på fonder där större buyout-fonder ofta tar ut en något lägre procentsats än så kallade mid-market buyout-fonder.

Avseende prestationsbaserad ersättning/vinstdelning (eng: carried interest) så följer storleken på denna som en följd av hur hög avkastning en specifik fond genererat. Allt annat lika innebär alltså en högre avkastning att vinstdelningen som en procentsats i förhållande till substansvärdet (eng: NAV) också blir högre. Andra AP-fonden saknar heltäckande uppföljning av dessa siffror. Som tidigare beskrivits säkerställs omfattningen och uträkningen av prestationsbaserade ersättningar genom, av tredje part, granskade processer och i vissa fall av stickprov. En heltäckande explicit uppföljning av faktiskt upplupen och realiserad vinstdelning skulle dock innebära ökade kostnader avseende administration och har därför hittills inte prioriterats. För att få en uppfattning för storheten på ersättningen för fondinvesteringar i onoterade aktier och fastighetsfonder bedöms dock denna siffra för Andra AP-fonden vara inom intervallet 1–2% av substansvärdet, vilket även styrks av de skattningar som CEM genomfört samt ligger i linje med inledande Figur 13.

#### 6.4.6 Bedömningar och observationer

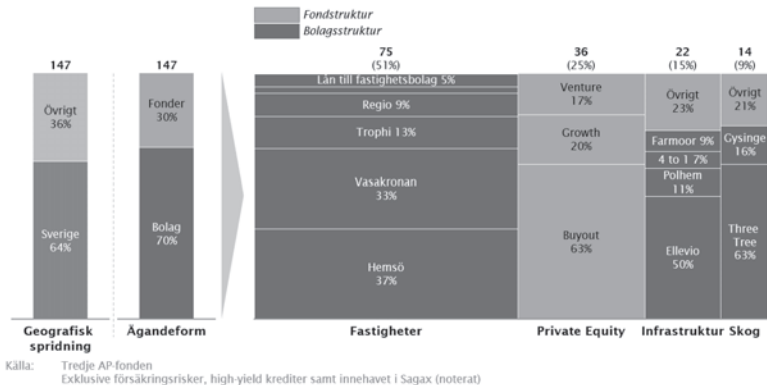
- Andra AP-fonden särskiljer sig jämfört med Första-, Tredje- och Fjärde AP-fonden med avseende på att de har en mer internationell illikvid portfölj, framför allt på grund av en högre fastighetsexponering mot andra geografier, samt en relativt stor andel kapital allokerat till onoterade aktier via fondstrukturer (eng: private equity).
- Andra AP-fonden betonar den förväntade risken (ex-ante volatilitet) och dess bidrag till den totala portföljens förväntade volatilitet för illikvida tillgångar i sin årsredovisning vilket står ut jämfört med de andra AP-fonderna.
- Båda ovan observationer bedöms vara en följd av vad vi bedömer vara ett av Andra AP-fondens särdrag: en mer forskningsbaserad ansats.
- Med bakgrund av Figur 31 så har Andra AP-fonden som en följd av lagändringarna som trädde i kraft under 2019 respektive 2020 investerat i två nya mandat: hållbar infrastruktur och onoterade krediter, samt ökat målallokeringen till onoterade aktier. Förändringarna i lagen bedöms därmed ha haft en väsentlig påverkan på fonden.

## 6.5 Tredje AP-fonden

### 6.5.1 Översikt av illikvida innehav

- Vid utgången av 2023 var 29,4% (motsvarande 147 mdrSEK) av Tredje AP-fondens kapital investerat i illikvida tillgångar. Av de illikvida tillgångarna var:
  - 64% hänförligt tillgångar i Sverige
  - 70% hänförligt bolagsstrukturer
  - Onoterade fastigheter och noterade aktier var de två största tillgångsklasserna motsvarande 51% respektive 25%
- De noterade fastighetsinnehaven ägs genom fem direktägda bolag varav fyra tillsammans med andra investerare. Fastighetsbolag är i huvudsak koncentrerade till den svenska marknaden men diversifierade över olika segment (kontor, bostäder och samhällsfastigheter).
- Investeringar inom noterade aktier utgörs av fondinvesteringar utan samarbetspartners.
- Lagändringarna under 2019 respektive 2020 hade främst en påverkan för investeringar i noterade aktier där målintervallet höjdes.
- Tredje AP-fondens andel illikvida tillgångar har ökat från 22,9% vid utgången av 2018 till 29,4% vid utgången av 2023.
  - Över 90% av värdeökningen är hänförlig värdestegring, främst inom fastigheter och noterade aktier. Nettoinvesteringar har under perioden varit begränsade.

#### Översikt av illikvida tillgångar, 2023, Tredje AP-fonden, mdrSEK



Figur 56: Översikt av Tredje AP-fondens illikvida tillgångar

Vid utgången av 2023 var 29,4% motsvarande 147 mdrSEK av det totalt förvaltade kapitalet (500 mdrSEK) hänförligt investeringar i illikvida tillgångar. Av de illikvida tillgångarna var 64% hänförligt Sverige och 36% resterande världen. Cirka 70% av de illikvida innehaven är via bolagsstrukturer där de noterade fastighetsinnehaven står för en betydande andel. I ovan bild och siffror ingår inte kapital

hänförligt ILS<sup>70</sup> och det noterade fastighetsinnehavet Sagax som organisatoriskt ligger under den alternativa investeringsverksamheten.

#### Onoterade fastigheter

De onoterade fastighetsinnehaven utgjorde 51% av de illikvida tillgångarna eller 15% av det totala fondkapitalet. Fastighetsinvesteringarna består i huvudsak av direktinvesteringar i fastighetsbolagen Hemsö, Vasakronan, Trophi, Regio och Trenum där de underliggande fastighetsbolagen har fokus på olika segment av fastighetsmarknaden:

- i) Hemsö äger, förvaltar och utvecklar samhällsfastigheter inom exempelvis äldreboende, utbildning, vård och rättsväsende.
- ii) Vasakronan fokuserar på centralt belägna kontors- och butiksfastigheter i Stockholm.
- iii) Trophi äger fastigheter i både Sverige och Finland med fokus på dagligvaruhandeln.
- iv) Regio har, som namnet antyder, fokus på växande regionstäder med både kontor-, handel- och industrifastigheter.
- v) Trenum har fokus på Sveriges tre storstadsregioner samt utvalda regionstäder där beståndet till stor del består av nyproducerade bostäder och bostäder under produktion.

Vasakronan ägs till lika andel tillsammans med Första-, Andra- och Fjärde AP-fonden medan Hemsö är majoritetsägt av Tredje AP-fonden där även det noterade fastighetsbolaget Sagax är ägare. Tredje AP-fonden har även ett ägande i Sagax. Trophi är helägt av Tredje AP-fonden och Regio ägs till 96% medan ägandet i Trenum delas tillsammans med bostadsutvecklaren Balder. Hemsö och Vasakronan (Tredje AP-fondens två största innehav) utgjorde tillsammans drygt 10% av det totala fondkapitalet vid utgången av 2023 (ej medräknat eventuella ägarlån till fastighetsbolagen).

#### Onoterade aktier

De onoterade aktieinnehaven stod vid utgången av 2023 för cirka 25% av de illikvida tillgångarna eller 7,3% av det totala fondkapitalet. Tredje AP-fondens investeringar sker uteslutande i fondstrukturer och inte via SMA-upplägg, vilket skiljer Tredje från Första och Sjunde AP-fonderna. Tredje AP-fonden har idag en mogen och väldiversifierad portfölj där riskspridning eftersträvas med avseende på geografi, tid (eng: vintage), mognadsfas (eng: buyout/growth/venture) samt genom att i stor utsträckning återinvestera med befintliga, välkända och väl presterande förvaltare. I det fall befintliga förvaltare växer ur sitt tidigare mandat med avseende på storlek på underliggande bolag görs alltid en utvärdering om en återinvestering bör ske med beaktande av det ändrade investeringsfokuset (eng: style drift). Inom portföljen för onoterade aktier var fördelningen mellan mognadsfaserna 63% buyout, 20% growth och 17% venture som visas i Figur 56.

#### Infrastruktur

Vid utgången av 2023 stod infrastruktur för cirka 15% av de illikvida tillgångarna eller 4,3% av det totala fondkapitalet. Tredje AP-fondens investeringar i infrastruktur har skett genom saminvesteringar, fondinvesteringar och genom co-investeringar. Tredje AP-fonden har även tidigare tolkat lagen för en del infrastrukturinvesteringar som fastighetsinvesteringar (i linje med definition i jordabalken) vilket möjliggjort investeringar redan innan förändringar i lagen under 2019 och 2020. Ellevio (svenskt elnätsföretag), Polhem Infra och Northvolt (via '4 to 1') utgjorde de främsta svenska innehaven medan övriga innehav främst präglas av exponering mot Europa och i mindre utsträckning Nordamerika.

---

<sup>70</sup> Insurance-Linked Securities

#### Skog

Investeringar i skog stod vid utgången av 2023 för 9,4% av de illikvida tillgångarna eller 2,8% av det totala fondkapitalet. Tredje AP-fonden investerar sedan 2004 i skog, mark och skogsrelaterade tillgångar. Skogsrelaterade investeringar bedöms bredda Tredje AP-fondens investeringsuniversum och diversifierar totalportföljen. Ett fokuserat och långsiktigt ägande med en hög grad av kontroll eftersträvas. Investeringar sker främst i regioner med långsiktigt goda förutsättningar för ett hållbart skogsbruk och en robust bestående efterfrågan på råvaran. Inom portföljen sprids investeringar och risk systematiskt över skogstyp, region, marknad och förvaltare med förbehållet att avkastning är överordnad riskspridningen. Portföljen är idag primärt koncentrerad till Nordamerika, Sverige och Australien.

#### Påverkan av förändringarna i lagen under 2019 respektive 2020

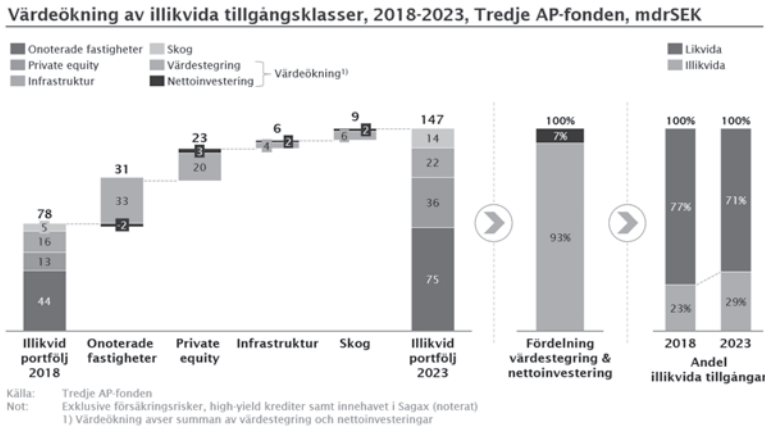
Sedan förändringarna i lagen under 2019 respektive 2020 trädde i kraft med avseende på ökade möjligheter att investera i illikvida tillgångar såg Tredje AP-fonden, delvis med bakgrund av det ALM-arbete som återkommande genomförs, möjlighet att höja målvikterna för de illikvida tillgångsklasserna på en övergripande nivå. Detta inom ramen för begränsningen på 40% illikvida tillgångar. Med referens till Figur 31 om lagförändringarna under 2019 och 2020 har följande effekter per tillgångsklass identifierats för Tredje AP-fonden.

Inom *onoterade fastigheter* hade lagförändringar *ingen nämnvärd påverkan* då man även tidigare haft möjlighet att kunna investera i fastighetsbolag samt att lagändringarna inte föranledde någon annan förändring av strategin.

För investeringar i *onoterade aktier* möjliggjorde den ökade allokeringen att målintervallet kunna höjas som en direkt konsekvens av lagändringen där det tidigare hade funnits en intern begränsning som tagit höjd för den tidigare lagstadgade begränsningen om högst 5% allokering till onoterade aktier. Hittills har inte Tredje AP-fonden genomfört några co-investeringar inom tillgångsklassen som en följd av lagändringen. Så sent som i december 2023 annonserade dock Tredje AP-fonden ett samarbete med Wafra Inc där en investeringsplattform gemensamt bildats för att generera och genomföra co-investeringar i ett kostnadseffektivt format. I sin helhet kan sägas att lagändringen haft en *påverkan* på tillgångsklassen för Tredje AP-fonden trots att strategin är oförändrad.

Då Tredje AP-fonden tidigare investerat i infrastrukturtillgångar enligt jordabalkens definition av fastigheter lagändringarna främst påverkat möjligheten att investera genom co-investeringar. Lagändringen har därför haft en *delvis påverkan*. För skogsinnehaven har lagändringarna inte haft någon nämnvärd påverkan då även skog tidigare betraktats som fastigheter.

Illikvida tillgångar som en andel av det totala fondkapitalet för Tredje AP-fonden har gått från att utgöra strax under 23% till att utgöra drygt 29% vid utgången av 2023. Den främsta anledningen till den ökande andelen förklaras av en positiv värdeförändring inom tillgångsklasserna onoterade fastigheter och onoterade aktier (eng: private equity). Detta illustreras i Figur 57 som visar på vad som drivit den absoluta och relativa ökningen av illikvida investeringar sedan lagändringarna trädde i kraft 1 januari 2019. Nettoinvesteringar under perioden har varit blygsamma och utgör endast 7% av den totala värdeökningen.

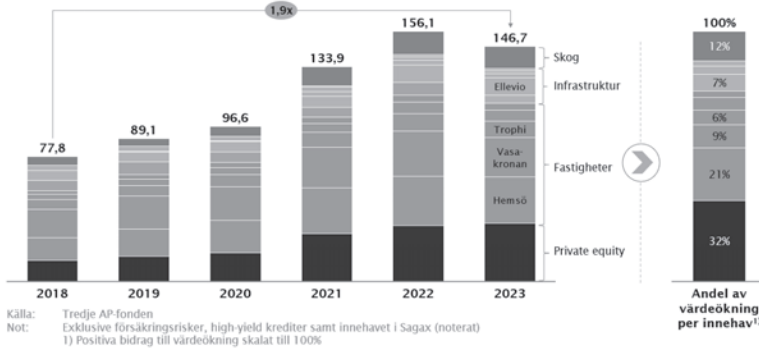


Figur 57: Värdeökning av illikvida tillgångsklass, Tredje AP-fonden

Figur 58 kompletterar Figur 57 och visar på vilka innehav som drivit värdeökningen under perioden. Noterbart är att de två största fastighetsinnehaven (Vasakronan och Hemsö), den onoterade aktieportföljen (eng: private equity) samt skog & jordbruksfastigheter stått för 30%, 32% respektive 12% (tillsammans 74%) av den totala värdeökningen under perioden.

Värdestegringar av onoterade fastighetsinnehav har lett till en mer koncentrerad portfölj. Den stora värdestegringen för de två största fastighetsbolagen frammanar inte minst en diskussion kring möjligheterna och riskerna med en relativt koncentrerad portfölj samt synen på vad som bör ses som en koncentration kontra en väldiversifierad portfölj av underliggande tillgångar. En parallell kan, som tidigare nämnts, göras med den onoterade aktieportföljen som består av en mängd underliggande fonder och förvaltare och ännu flera underliggande bolag. För de två största fastighetsinnehaven uppnås visserligen en exponering mot en mängd olika fastigheter men samma diversifiering med avseende på förvaltare och även medinvestorare kan inte sägas uppnås i samma utsträckning som den onoterade aktieportföljen. Detta följer delvis som ett resultat av att det investerbara universumet är större för onoterade aktier jämfört med onoterade fastighetsinnehav samt att likviditeten på fastighetsmarknaden generellt kan ses som lägre. Koncentrationen bör också ses i ljuset av den totala portföljen där diversifiering kan uppnås i andra delar av portföljen. Trots detta kvarstår dock faktumet att koncentrationen med avseende på förvaltare och medinvestorare kan anses vara relativt hög. Med en hög koncentration bör också ökad transparens kring styrning följa, i linje med resonemang i avsnitt 5.1.1.

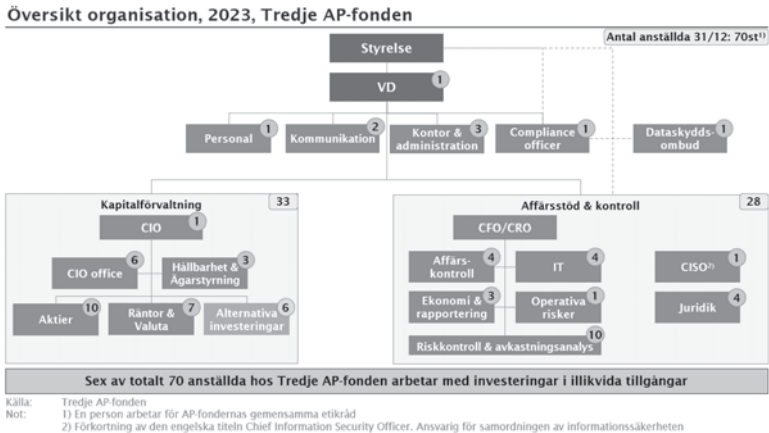
Värdeökning per illikvida innehav 2018-2023, Tredje AP-fonden



Figur 58: Värdeökning per illikvida innehav, Tredje AP-fonden

6.5.2 Organisation

Genomsnittligt antal anställda över året 2023 uppgick till 70 heltidstjänster. Organisationsstrukturen ska med tydliga roller och ansvar säkerställa att fonden har en sund och effektiv styrning. Delegering av mandat avseende övergripande risknivå och exponeringsintervall sker från styrelsen till chef för kapitalförvaltning som i sin tur delegerar förvaltningsmandat vidare inom kapitalförvaltningen till avdelningschefer, vilka i sin tur delegerar vidare till individuella förvaltare. Antalet personer som arbetar med illikvida investeringar omfattas helt och hållet av teamet för alternativa investeringar och uppgår till sex personer inklusive chef för alternativa investeringar. Av de sex personer som arbetar i teamet finns en ansvarig förvaltare för de onoterade aktieinnehaven, en förvaltare för skog, en förvaltare för infrastruktur och två andra medarbetare som primärt arbetar med de onoterade aktieinnehaven samt stödjer det övergripande teamet över de illikvida tillgångsklasserna. De ansvariga förvaltarna och chefen för alternativa investeringar är representerade i de direktägda bolagens styrelser.



Figur 59: Organisationsschema Tredje AP-fonden

### 6.5.3 Styrning

- Tredje AP-fondens kapitalallokering följer av att allokeringsintervall sätts för de övergripande tillgångsslagen: aktier, räntor och alternativa investeringar. En framarbetad portfölj med målintervall för respektive illikvid tillgångsklass jämförs sedan löpande med ett operativt benchmark (OB) samt gentemot en långsiktig statisk portfölj framtagen av styrelsen.
- Styrelsen har fastställt att maximal andel illikvida (onoterade) investeringar får uppgå till max 38% av fondens marknadsvärde för att lämna handlingsutrymme mot laglimiten.
- Fondens övergripande investeringsfilosofi tar avstamp i nyttjandet av dess bedömda särdrag inkluderande: i) möjlighet till långsiktighet, ii) attraktiv motpart, iii) liten men kompetent organisation med iv) begränsade förvaltningsresurser. Detta tar sig bland annat uttryck i det flertal direktägda onoterade fastighetsinnehaven.
- Investeringsprocessen följer av de bedömda särdragen och skiljer sig åt främst med avseende på eftersträvad ägarform. Dock gäller för alla investeringar en övergripande marknadsanalys följt av identifiering och urval av intressanta investeringsmöjligheter, omfattande due diligence, framtagande av beslutsunderlag och till sist presentation i investeringskommitté.
- Betoning av aktieägarnas rättigheter och skyldigheter, beslut om kapitalstruktur och tillsättande av bolagsstyrelser är centrala element i ägarstyrningen av de illikvida innehaven.
- I likhet med de andra AP-fonderna är i) avtal, ii) investerarforum och iii) informella dialoger viktiga verktyg för löpande styrning av de illikvida innehaven.

#### 6.5.3.1 Övergripande kapitalallokering och mål

Tredje AP-fondens styrelse fastställer årligen det långsiktiga avkastningsmålet för fonden. Baserat på nivån på avkastningsmålet ska det vara sannolikt att Tredje AP-fondens bidrag till inkomstpensionssystemet kommer att vara stabilt och att risken för balanseringar av pensionssystemet på grund av Tredje AP-fondens bidrag kommer att vara låg. Fondens ALM-analys som genomförs vart tredje år ligger till grund för fondens långsiktiga avkastningsmål som utifrån en helhetsbedömning, med grund i ALM-analysen 2022, fastslagits till 3,5% real avkastning över tid.



Fondens investeringsportfölj delas upp i tillgångsklasser som utgörs av aktier, räntor, alternativa investeringar, övriga strategier samt valutor. Styrelsen ska fatta beslut om förändringar av tillgångsklasser och VD ska besluta om nya typer av strategier inom befintliga tillgångsklasser och underklasser. För tillgångsklasserna aktier, räntor och alternativa investeringar ska det finnas ett allokeringsintervall som anger placeringsrestriktionen för respektive klass och i vissa fall även för underklass. ALM-analysen sätter de teoretiska ramarna för målintervall för respektive tillgångsklass men de allokeringsintervall som arbetas fram kompletteras med hänsyn tagen till kvalitativa och praktiska aspekter samt med beaktande av relevanta framtidsscenarioer gällande ekonomi, demografi och geopolitik. Hänsyn tas även till vad Tredje AP-fonden bedömer vara sina särdrag där ägandet av illikvida tillgångar, med begränsade utflöden jämfört med många andra institutionella investerare, lyfts fram som just ett sådant särdrag. Fokus läggs även på de tillgångsklasser där Tredje AP-fonden bedömer sig själva ha högst kompetens och genom aktivt ägande kan göra skillnad. Detta reflekteras inte minst i den geografiska exponeringen och till viss mån även kring valet av de direktägda innehaven.

Den framarbetade portföljen med målintervall för respektive illikvid tillgångsklass ställs sedan i kontinuerlig utvärdering gentemot den så kallade *långsiktiga statiska portföljen* (LSP) för vilken styrelsen beslutar om dess definition och sammansättning. Syftet med LSP är att utvärdera om fondens valda investeringsstrategi och modell med aktiv förvaltning, diversifiering och dynamisk förvaltd risk tillför värde på lång sikt. LSP skall representera en global, enkelt uppbyggd, marknadsportfölj men också spegla att Sverige utgör Tredje AP-fondens hemmamarknad genom överrepresentation i Sverige. På verksamhetsnivå ska också ett *operativt benchmark* (OB) utformas som ska fungera som styrning och utvärdering av Tredje AP-fondens förvaltning och beslutas av VD. OB ska vara sammansatt på ett sätt som tar fondens externa och interna restriktioner för risktagande i beaktande och över tid har förutsättningar att nå det av styrelsen beslutade långsiktiga målet. OB kan ses som ett normalläge för Tredje AP-fondens portfölj. OB ska utvärderas minst en gång per år och kan anpassas till långsiktiga marknadsförutsättningar inklusive förändringar inom olika alternativa investeringsområden.

Med avseende på det lagstadgade kravet om maximalt 40% illikvida tillgångar har styrelsen beslutat om en säkerhetsmarginal där illikvida investeringar får utgöra högst 38% av fondens marknadsvärde. Säkerhetsmarginalen lämnar handlingsutrymme mot laglimiten och möjliggör att Tredje AP-fonden opportunistiskt kan investera när så bedöms attraktivt. För de underliggande målintervallen för respektive illikvid tillgångsklass styrs allokeringen med flexibilitet och hänsyn tagen till marknadsförutsättningar och tillgångarnas karaktär med ibland långa sälj- och köpcykler, vilket i praktiken innebär att det kan ta tid att nå målintervallen.

#### 6.5.3.2 Centrala styrdokument, beslutande- och beredande organ

Precis som för Första-, Andra- och Fjärde AP-fonderna styrs Tredje AP-fonden av lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder och är det enda yttre ramverk som fonderna har att förhålla sig till. Centrala styrdokument utgör därmed, likt de andra AP-fonderna, riktlinjer för placeringsverksamheten samt Tredje AP-fondens riskpolicy som är den riskhanteringsplan som styrelsen varje år fastställer. Den övergripande delegeringsordningen sker från styrelsen till VD där riskfilosofi, riskaptit och risktolerans beslutas av styrelsen vilket, som nämnts ovan, resulterar i exponeringsintervall och risknivåer. Dessa nivåer delegeras sedan från VD till chef för kapitalförvaltningen, som i sin tur delegerar till avdelningschef för respektive tillgångsslag eller funktion. Alternativa investeringar är den enhet där illikvida tillgångar primärt återfinns. Chef för illikvida tillgångar delegerar därefter mandat till respektive förvaltare vilket formellt inkluderar bilagor såsom investeringsfilosofi och förvaltarfullmakter som respektive förvaltare har att förhålla sig till.

### 6.5.3.3 Investeringsfilosofi, investeringsprocess och löpande förvaltning av illikvida tillgångar

Tredje AP-fondens övergripande investeringsfilosofi sammanfattas i Figur 60. För att bedriva framgångsrik förvaltning är ansatsen att Tredje AP-fonden skall utnyttja sina särdrag för att skapa överavkastning. Ett annat sätt att uttrycka detta på är att förvaltningen och portföljen delvis skall ses som en funktion av de komparativa fördelarna som fonden har. I Tredje AP-fondens fall innebär detta möjligheten till ett långsiktigt och ansvarstagande ägande utan omedelbart likviditetsbehov eller prissättning av flöden. Detta skiljer sig från en del andra institutionella investerare som exempelvis direkt behöver förhålla sig till en betydande skuldsida med åtaganden om framtida utflöden. Detta gör det möjligt för Tredje AP-fonden att investera i tillgångar med begränsad likviditet, samt att vara en långsiktig ägare. Vidare är Tredje AP-fonden en del av den svenska staten och ses typisk som en attraktiv och stabil motpart vilket inte minst kan möjliggöra fördelaktiga finansieringsvillkor. Tredje AP-fondens beslutsvägar och personal möjliggör även att organisationen kan agera på opportunistiska möjligheter som dyker upp. Utöver detta framhåller Tredje AP-fonden som en del av sin övergripande investeringsfilosofi att organisationen är liten med begränsade förvaltningsresurser, vilket sätter en gräns för antalet investeringar som kan hanteras och därmed föranleder vikten av att ha en fokuserad portfölj för att utnyttja investeringsplattformarna maximalt.

#### Investeringsfilosofi illikvida investeringar, Tredje AP-fonden



Källa: Tredje AP-fonden

Figur 60: Tredje AP-fondens investeringsfilosofi för illikvida investeringar

Nyckelord avseende Tredje AP-fondens investeringsprocess, löpande förvaltning och uppföljning per illikvid tillgångsklass har sammanfattats i Figur 61 nedan som baseras på de dokument som respektive förvaltare författat.

**Översikt av investeringsprocess och förvaltning av illikvida tillgångar, Tredje AP-fonden**

	Investeringsprocess	Löpande förvaltning och uppföljning
Fastigheter	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sker främst av respektive portföljbolag och dess styrelse men även inom (IC-AI)</li> <li>Övergripande analys → Attraktiva möjligheter → Co/no-go för vidare analys → DD → Beslutsunderlag → Investeringskommitté för beslut</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Skiljelinje mellan ägardialog och styrelsearbete</li> <li>Styrelsemöten och valberedning</li> <li>Löpande marknadsanalys</li> </ul>
Privatequity	<ul style="list-style-type: none"> <li>Övergripande marknadsanalys → Genomgång av nuvarande portfölj → Attraktiva möjligheter → Co/no-go för vidare analys → DD → Beslutsunderlag → Investeringskommitté för beslut → (Risk/Compliance)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Förvaltare ansvarig för att tillhandahålla kapital enligt utfästelser</li> <li>Utvärdering av samvariation</li> <li>Löpande kvalitativ uppföljning/styrning i tillägg till representation i LPAC, årliga möten och kvartalsrapporter</li> </ul>
Infrastruktur	<ul style="list-style-type: none"> <li>Skiljer sig något beroende på typ av investering/ägarform                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Onoterade direktinvesteringar, fondinvesteringar, sidoinvesteringar</li> </ul> </li> <li>Liknande investeringsprocess som ovan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Inneheten i portföljen bevakas kontinuerligt av ansvarig förvaltare</li> <li>Avkastning risktagande och positionering kontrolleras fortlopande av förvaltaren av portföljen</li> </ul>
Skog	<ul style="list-style-type: none"> <li>Liknande investeringsprocess som ovan men med nyttjande av extern rådgivare som anlitas vid stöd i strategiarbete, utvärdering, uppföljning och bevakning av portfölj</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investeringar följs upp löpande liksom globala trender och förutsättningar bevakas</li> <li>Extern skogsrådgivare central i förvaltnings- och uppföljningsarbetet</li> </ul>

Källa: Tredje AP-fonden

Figur 61: Tredje AP-fondens investeringsprocess och förvaltning av illikvida tillgångar

**Onoterade fastigheter**

För de svenska fastighetsbolag som Tredje AP-fonden äger eller deläger sker investeringarna i underliggande bestånd främst med ledning av respektive portföljbolag och dess styrelse men diskuteras även inom ramen för investeringskommittén för alternativa investeringar (IC-AI). Investeringsprocessen inleds ofta med en övergripande analys av den svenska fastighetsmarknaden för olika geografiska delmarknader och sektorer. Intressanta teman och trender identifieras. Därefter startar en sökprocess efter attraktiva förvävs- och försäljningsmöjligheter. När ett nytt affärsfall identifierats söker ansvarig portföljförvaltare ett beslut hos IC-AI. Om detta är positivt inleder ansvarig portföljförvaltare kommersiell och legal due diligence. Faller processen väl ut sammanställer ansvarig portföljförvaltare ett beslutsunderlag och en rekommendation till en investeringskommitté som fattar slutgiltigt beslut som ansvarig förvaltare sedan implementerar. Om ett investeringsbeslut inkluderar frågor kring regeluttolkning (compliance), nytt instrument, motpartsexponering eller andra frågor kring operativa risker så ska investeringen även behandlas av riskkommitté innan slutligt investeringsbeslut kan tas. För uppföljning och arbete under ägandeperioden utövar Tredje AP-fonden aktiv styrning dels genom representation i styrelse och valberedning men ofta även genom en löpande informell styrning med dialoger med de underliggande bolagen.

**Onoterade aktier**

För Tredje AP-fondens investeringar i onoterade aktier, som uteslutande sker genom fondinvesteringar via fondförvaltare, inleds investeringsprocessen med en övergripande analys av marknaden globalt för att identifiera trender och teman och som en följd intressanta investeringsmöjligheter. Därefter sker en genomgång av nuvarande portföljs komposition varpå en sökprocess inleds efter de fonder som både passar den existerande portföljen och bedöms vara intressant utifrån marknadsanalysen. Identifiering av relevanta förvaltare sker främst via en kvalitativ bedömning av teamets kompetens, men stor vikt läggs också vid dess tidigare resultat. Förvaltarens tidigare fonder och till vilken grad nuvarande förvaltningsorganisation är ansvarig för detta resultat analyseras också. När en intressant fond identifierats inleds en kommersiell och en legal due diligence process. Den kommersiella delen

av denna process inkluderar bland annat en utvärdering av fonden relativt ILPA:s frågeformulär<sup>71</sup> som tagits fram specifikt för onoterade aktiefonder (eng: private equity) och utgör bästa praxis. Platsbesök hos förvaltaren för att säkerhetsställa kompetens, organisation och rutiner genomförs också. Den legala delen inkluderar en genomgång av all legal dokumentation med intern och extern jurist. Dokumentationens lämplighet och övriga villkor behandlas i förhållande till den strategi som förvaltningsteamet kommunicerat. Oftast kompletteras fondinvesteringens legala dokumentation med ett sidobrev (eng: side letter) med, för Tredje AP-fonden, specifika behov och villkor.

När en investeringsmöjlighet identifierats, kompetensen verifierats och portföljförvaltare beslutat att de vill genomföra investeringen inhämtas formellt godkännande av CIO och/eller chef för alternativa investeringar.

Portföljkonstruktion och diversifiering, vilket får effekt för storleken på det genomsnittliga investeringsåtagandet, är framtaget med bakgrund av begränsningar inom: i) förvaltarrisk, ii) tidsrisk (eng: vintage) och iii) geografisk risk. Hänsyn tas även till risken att inte få en för betydande LP-roll som andel av det totala fondkapitalet.

Som en del av den löpande förvaltningen och uppföljningen sker dels en analys av samvariationen mellan olika strategier och geografiska marknader för att säkerställa att mandatet uppfyller sitt mål i termer av avkastning, risk och diversifiering. Den ansvarige förvaltaren är även ansvarig för att utfästelser honoreras och att kapital tillhandahålls enligt plan. Ansvarig förvaltare driver delvis arbetet med ägarstyrning via representation i LPACs men stor vikt läggs vid kvalitativ uppföljning och styrning. Denna del av arbetet sker genom att följa respektive fonds kvartalsrapportering, aktivt deltaga på årliga möten, samt att löpande ha möten och avstämningar med respektive förvaltare.

#### Infrastruktur

Processen för direktinvesteringar i fastigheter samt processen för investeringarna i onoterade aktiefonder (eng: private equity) är övergripande representativ för investeringsprocessen för respektive ägandeform (bolag/fond) även för infrastruktur – där Tredje AP-fonden investerar både genom direkta bolagsstrukturer och via fonder. I tillägg så har Tredje AP-fonden även genomfört ett antal co-investeringar inom infrastruktur med liknande krav och investeringsprocess som för direktinvesteringar. För investeringar i infrastrukturfonder gäller ofta att fondlivscykeln är betydligt längre jämfört med fondinvesteringar för onoterade aktier.

För investeringar i infrastruktur via bolagsstrukturer genomförs en kvalitativ bedömning av de förvaltare (eng: operating partner respektive asset manager) som väljs ut att arbeta löpande med tillgångarna. Den kvalitativa processen säkerställer att förvaltningsteamet har rätt kompetens, dokumenterad förmåga att skapa mervärde, rätt institutionella förutsättningar och resurser för att sköta förvaltningsuppdraget. Dessutom säkerställs att investeringsmöjligheten överensstämmer med Tredje AP-fondens ESG- och hållbarhetsambitioner. Valet av samarbetspartners och även andra medinvestorer har stor betydelse. Tredje AP-fonden söker investeringar med en tydlig operationell partner som driver verksamheten. Samarbetspartnern skall tillföra industriell kompetens, lokal marknadskännedom och ansvara för att operativt driva bolaget. De bör även ha visst ägande för att ekonomiska incitament skall vara i linje med övriga ägare.

All implementering av direktinvesteringar sker av portföljförvaltare. För onoterade fonder hanteras den faktiska implementeringen, det vill säga investeringar i enskilda bolag, av fondförvaltarna som fattar både köp- och säljbeslut. Analys, portföljkonstruktion, bevakning och implementering sköts på

<sup>71</sup> Commercial- & Investment Due Diligence Questionnaire, ILPA ODD och ILPA IDD

övergripande nivå av Tredje AP-fondens portföljförvaltare. Dessutom diskuteras positioneringen med chefen för alternativa investeringar och övriga medarbetare inom teamet. Avkastning, risktagande och positionering kontrolleras fortlöpande av förvaltarna av portföljen. En gång per kvartal sammanställs en kvartalsrapport.

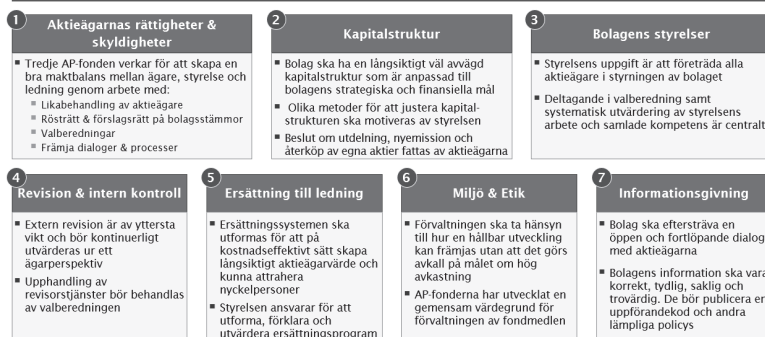
Skog

Investeringsprocessen för Tredje AP-fondens investeringar i skog utgår även denna från marknadsanalys och kommunikation med olika aktörer på marknaden för att skapa ett flöde av information och relevanta investeringsmöjligheter. Omfattande investeringsanalys och due diligence utgör grunden för att bedöma om en investering är attraktiv och för att säkerställa att den möter Tredje AP-fondens krav. Tredje AP-fonden använder en extern rådgivare som stöd i strategiarbetet och för utvärdering, uppföljning och bevakning av portföljen. Implementerings- och struktureringsarbetet leds av en skogsförvaltare. När förvaltaren bedömt att en investeringsmöjlighet är attraktiv ur ett risk- och avkastningsperspektiv samt att den passar in i portföljen, övergår investeringsprocessen i att utforma/utvärdera en struktur och villkor för förvaltningen av investeringen. Den löpande bevakningen av fondens investeringar och motsvarande marknader ger en god grund för beslut om avyttring av hela eller delar av fondens investeringar. Mindre avyttringar är en del i den löpande förvaltningen.

#### 6.5.3.4 Ägarstyrning

Grundsynen för Tredje AP-fondens ägarstyrning utgår från att fonden skall vara en engagerad och ansvarfull ägare som bedriver kapitalförvaltning genom investeringar i välskötta bolag som över tid förväntas ge högre avkastning och en lägre risk. Denna grundsyn gäller oavsett om tillgången är illikvid eller likvid. Tredje AP-fondens ägarpolicy, som visserligen tar avstamp i den likvida marknaden, är dock till stor grad tillämplig de illikvida innehaven. Eftersom fondens ägarandelar normalt sett är betydligt högre i svenska bolag än i utländska, är också möjligheterna till att påverka större i dessa bolag. Tredje AP-fonden koncentrerar ägarstyrningsarbetet till de områden där fonden bedömer att fonden gör störst nytta kan och har störst möjlighet att påverka. Ägarpolicyen består av sju grundläggande principer och sammanfattas i Figur 62 nedan.

#### Ägarpolicy, Tredje AP-fonden



Källa: Tredje AP-fonden

Figur 62: Tredje AP-fondens ägarpolicy

För Tredje AP-fonden, som har ett flertal direktägda onoterade fastighetsinnehav samt ett fåtal större investeringar via bolagsstrukturer inom infrastruktur, är följande tre punkter centrala för hur ägarstyrningen bedrivs:

- i) aktieägarnas rättigheter och skyldigheter
- ii) kapitalstruktur
- iii) bolagens styrelser

Tredje AP-fonden verkar för att skapa en bra maktbalans mellan ägare, styrelse och ledning där exempelvis ett aktivt deltagande i valberedningar och därmed nominering av styrelseledamöter är ett viktigt arbete för att säkerställa rätt kompetens och styrning av innehaven. I de direktägda bolagen är Tredje AP-fonden alltid antingen representerade i styrelsen, alternativt via suppleanter eller deltagande i styrelseutskott. I tillägg är informella dialoger av stor vikt tillsammans med deltagande i processer såsom exempelvis förberedande arbete inför årsstämmor. Tredje AP-fonden anser att olika metoder för att justera kapitalstrukturen skall motiveras av bolagens styrelser medan beslut om utdelning, nyemission, återköp av egna aktier och eventuell inlösen av dessa aktier ska fattas av aktieägarna. Ägardialoger avseende exempelvis kapitaltillförsel hålls därför ofta separat från styrelserummet. I övrigt är styrelsekompositionen av stor vikt där styrelseledamöternas kompetens, erfarenhet och tidigare bakgrund är avgörande faktorer för hur framgångsrikt styrelsearbetet blir. Den exakta styrelsesammansättningen bör dock skräddarsys från det enskilda bolagets behov där Tredje AP-fonden ofta eftersträvar en god balans mellan närhet till de underliggande innehaven (i vissa fall exemplifierat av en styrelseplats) och säkerhetsställandet av relevant branschexpertis.

För ägarstyrning av investeringar via fondstrukturer eftersträvas även där en närhet till de underliggande innehaven vilket exempelvis kan ske både genom formell och informell informationsdelning från fondförvaltarna/GPs. Möjligheten till påverkan minskar dock naturligt som en följd av strukturen. För påverkan i viktiga frågeställningar rörande exempelvis transparens och hållbarhet eftersträvar Tredje AP-fonden, i likhet med övriga AP-fonder, dock att vara en drivande kraft genom deltagande i olika branschorganisationer såsom exempelvis ILPA.

#### 6.5.4 Riskhantering

Riskfilosofi, riskkapitit och risktolerans beslutas av Tredje AP-fondens styrelse. Med risk avses en händelse som inträffar som har en negativ inverkan på fondens måluppfyllelse. Grunden för god riskstyrning ska vara en ändamålsenlig organisationsstruktur med tydliga roller och ansvar som ska säkerställa att fonden har en sund och effektiv styrning. Det innebär att Tredje AP-fonden skall ha en organisationsstruktur som arbetar utefter principen om tre försvarslinjer. Denna princip skiljer mellan funktioner som äger risk och regelefterlevnad (första linjen), funktioner för övervakning och kontroll (andra linjen) och funktioner för oberoende granskning (tredje linjen).

Fondens risker klassificeras inom tre huvudsakliga riskkategorier:

- i) **Verksamhetsrisk** är fondövergripande risker relaterade till fondens uppdrag, målsättning strategi och styrning.
- ii) **Finansiella risk** är risker som är relaterade till fondens investeringar och hållbarhet.
- iii) **Icke-finansiella risk** är risker som är relaterade till processer, system, information, personal samt efterlevnad av lagar och regler.

Risktolerans ska operationalisera riskkapititen genom att definiera begränsningar inom respektive riskkategori för att kunna följa upp fondens risker utifrån styrelsens risktolerans. För illikvida investeringar har styrelsen beslutat om en säkerhetsmarginal mot lagens limit om 40% för att bibehålla

handlingsutrymme i ett scenario där avkastningen är låg under längre tid eller om marknaden går från normal till att vara stressad (större marknadsfall). Säkerhetsmarginalen lämnar, som tidigare nämnts, handlingsutrymme mot laglimiten om 40%, att opportunistiskt investera i illikvida tillgångar vid ovanstående händelser.

Ovan exponeringslimit mot illikvida tillgångar, i kombination med den lagstadgade limiten om ett minimum andel tillgångar med låg kredit- och likviditetsrisk utgör de primära verktygen för Tredje AP-fondens riskhantering av likviditetsrisk.

För riskhantering för respektive illikvid tillgångsklass utgör ovan nämnd investeringsprocess samt löpande förvaltningen av tillgångarna den primära riskhanteringen med avseende på de risker som lyfts upp i avsnitt 5.4.

Värt att lyfta fram ur riskhanteringshänseende är att Tredje AP-fonden inom onoterade aktier (eng: private equity) lägger ytterst vikt vid legal due diligence och kvalitativ uppföljning med portföljförvaltarna. För infrastruktur läggs mycket tid kring kontinuerlig bevakning av regulatoriska risker och för de direktägda innehaven kan den finansiella risken till viss mån regleras genom önskvärda förändringar i kapitalstrukturen. I övrigt gäller en god diversifiering, i den mån det är möjligt och ändamålsenligt, som ytterligare ett verktyg för riskhantering.

#### 6.5.5 Kostnader för illikvida tillgångar

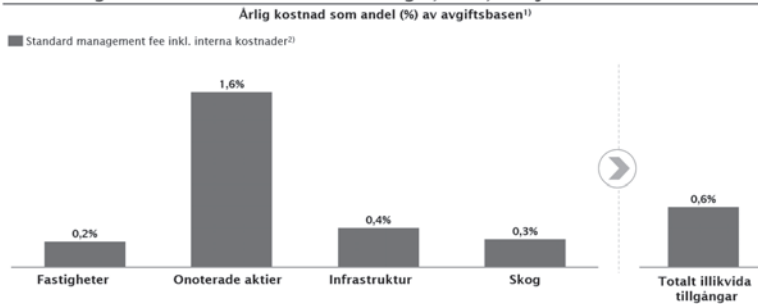
- Tredje AP-fondens kostnader för investeringar i illikvida tillgångar följer av de tillvägagångssätt de valt för att få exponering mot de illikvida tillgångsklasserna – där investeringar via bolagsstrukturer (70% av Tredje AP-fondens illikvida tillgångar) är förknippade med i regel lägre kostnader jämfört med investeringar i fondstrukturer.
- Tredje AP-fondens i absoluta tal stora illikvida portfölj i kombination med en betydande andel investeringar i onoterade aktier (eng: private equity) är de primära drivarna av den absoluta storleken på utbetalda förvaltararvoden för onoterade tillgångar vilket återges i Figur 17.
- En sammanställning för 2022, genomförd av tredje part (CEM Benchmarking) indikerar att totala årliga förvaltningskostnader som andel av avgiftsbasen uppgår till:
  - Onoterade fastigheter: 0,2%
  - Onoterade aktier: 1,6%
  - Infrastruktur: 0,4%
  - Skog: 0,3%

En betydande del av Tredje AP-fondens illikvida portfölj består av onoterade direktägda fastighetsbolag. För dessa innehav sker förvaltningen och utvecklingen av beståndet i regel av den interna organisationen i respektive fastighetsbolag. Detta gäller för Trophi, som är helägt av Tredje AP-fonden, Vasakronan, som ägs gemensamt av Första-Fjärde AP-fonderna, samt Hemsö, som ägs tillsammans med det noterade fastighetsbolaget Sagax. Förvaltning och utveckling av fastighetsbolaget Regio sköts av Brunswick Real Estate, ett fastighetsinvesteringsbolag som är delägare i Regio tillsammans med Tredje AP-fonden. För sina tjänster tar Brunswick ut ett förvaltningsarvode från Regio som är baserad på förvaltad kapital. Ägandet är också strukturerat på ett sätt som efterliknar den vinstdelningsmekanism som en fondstruktur uppfyller. För Trenum, som delägs med bostadsutvecklaren Balder, står Balder för den löpande fastighetsadministrativa förvaltningen och tar för det ut en avgift från Trenum. Avgiften är prissatt enligt självkostnadsbas.

För kostnadsestimat för de illikvida tillgångsklasserna har data från CEM Benchmarking (CEM) erhållits, vilka årligen gör en utvärdering av Tredje AP-fondens kostnader jämfört med liknande pensionsfonder.

Datan bygger på 2022 års värden och bör ses som indikativ då värden kan variera över åren, samt är ett resultat av den metodik som CEM använder. Inrapporterad data från Tredje AP-fonden tillsammans med CEM:s schabloner utgör tillsammans basen för avgiftsnivån. Med detta förbehåll ger Figur 63 en uppfattning om de relativa avgiftsnivåerna per tillgångsklass. Avgifterna är ställda i relation till avgiftsbasen<sup>72</sup> vilket kan variera beroende på tillgångsklass och typ av investering. Värt att notera är Tredje AP-fondens relativt höga andel investeringar i bolagsstrukturer inom samtliga tillgångsklasser förutom noterade aktier (eng: private equity) bidrar till en relativt låg kostnadsprocent.

#### Förvaltningskostnader för illikvida investeringar, 2022, Tredje AP-fonden



Källa: Tredje AP-fonden, CEM benchmarking  
Not: 1) Avgiftsbasen är i regel utfäst kapital under investeringsperiod och icke-distribuerat investerat kapital under återbetalningsperioden. Bolagsstrukturer redovisas som andel av substansvärdet  
2) "Standard management fee" är CEM:s schablonkostnad för fast arvode i onoterade investeringar. Denna appliceras på AP3:s portfölj förutom för Vasakronan där AP3 rapporterat faktiska interna förvaltningskostnader för dessa bolag

Figur 63: Tredje AP-fondens uppskattade förvaltningskostnader per illikvid tillgångsklass

Storleken avseende prestationsbaserad ersättning/vinstdelning (eng: carried interest) följer av hur framgångsrik en specifik fond varit. Allt annat lika innebär alltså en högre avkastning att vinstdelningen också blir högre, både i absoluta tal och som procentsats. Tredje AP-fonden saknar heltäckande uppföljning av dessa siffror. Som tidigare beskrivits säkerställs att omfattningen och uträkningen av vinstdelningen är korrekt genom att processerna granskas av tredje part och granskningen kompletteras i vissa fall av stickprov. En heltäckande explicit uppföljning av faktiskt upplupen och realiserad vinstdelning skulle innebära ökade kostnader avseende administration och har därför hittills inte prioriterats även om det teoretiskt vore möjligt. I Tredje AP-fondens fall administrerar en tredje part insamlingen av dessa uppgifter men dessa har inte sammanställts vilket skulle innebära genomgång av tusentals kontoutdrag (eng: account statements) från de underliggande fonderna. För att få en uppfattning för storheten på ersättningen för fondinvesteringar i onoterade aktier har i stället ett representativt räkneexempel tagits fram av Tredje AP-fonden. Utifrån genomförda antaganden baserade på historisk avkastning och andelen fonder som levererat avkastning över tröskelvärdet (och därmed är berättigade vinstdelning) uppskattas den genomsnittliga procentsatsen till cirka 1,0% av substansvärdet (eng: NAV) över perioden 2019–2023.

#### 6.5.6 Bedömningar och observationer

- Tredje AP-fonden har ett relativt stort antal direktinvesteringar och en mängd relationer med fondförvaltare runt om i världen som en funktion av ett moget program av investeringar i

<sup>72</sup> Avgiftsbasen är i regel baserad på utfäst kapital under investeringsfasen vartefter basen övergår till att baseras på icke-distribuerat investerat kapital under återbetalningsperioden



onoterade aktier (eng: private equity). Vi anser att det är noterbart att en organisation om enbart sex personer ombesörjer dessa åtaganden där illikvida tillgångar står för 29% av de totala tillgångarna vid utgången av 2023. Tredje AP-fonden lyfter i dess investeringsfilosofi själva fram sina begränsade förvaltningsresurser. Som en följd av detta lyfts det även fram att en liten organisation begränsar hur många investeringar som kan hanteras och att det därför är viktigt att ha en fokuserad portfölj. Vår bedömning är att begränsade förvaltningsresurser inte bör utgöra grund för en investeringsfilosofi och strategisk målbild. I stället bör en målbild utan beaktande av begränsningar utgöra startpunkten som sedan i praktiken av olika anledningar<sup>73</sup> kan komma att begränsas. Detta är en viktig distinktion – då en utgångspunkt i begränsade resurser kan riskera att ge upphov till oförutsedda risker och förbisedda investeringsmöjligheter som hade kunnat generera överavkastning.

---

<sup>73</sup> Exempelvis på grund av svårigheter att attrahera talang eller att kunna erbjuda marknadsledande ersättning

## 6.6 Fjärde AP-fonden

Med bakgrund av den lagändring som möjliggjorde en större allokering till illikvida tillgångar etablerades 2019 en ny strategi för alternativa investeringar. Två övergripande syften och inriktningar för utvecklingen av alternativa investeringar lyftes fram med syftet att diversifiera Fjärde AP-fondens portfölj:

1. Ökad andel tillgångar med reala kassaflöden
2. Diversifierande exponering

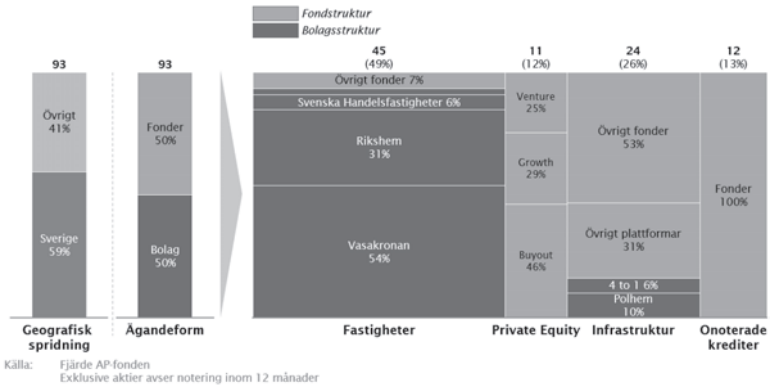
Med avseende på det förstnämnda innebar det ett ökat fokus på investeringar som ger reala kassaflöden och därmed real avkastning med möjlighet till inflationsskydd och låg tillväxtkoppling. Framför allt betydde detta tonvikt på högkvalitativa infrastrukturtillgångar, samhällsfastigheter och bostäder.

Den kompletterande exponeringen innebar att arbetet intensifierades kring att identifiera investeringar som ger exponering som inte återfinns på den publika marknaden, exempelvis med avseende på skede (ex: bolag i tidig fas) och tematiska kopplingar (ex: grön omställning).

### 6.6.1 Översikt av illikvida innehav

- Vid utgången av 2023 var 18,5% (motsvarande 93 mdrSEK) av Fjärde AP-fondens kapital investerat i illikvida tillgångar. Av de illikvida tillgångarna var:
  - 59% hänförligt tillgångar i Sverige
  - 50% hänförligt bolagsstrukturer
  - Onoterade fastigheter och infrastruktur var de två största tillgångsklasserna motsvarande 49% respektive 26%
- Investeringarna inom onoterade aktier och infrastruktur ägs till stor del genom så kallade plattformar och partnerskap/klubbar. Dessa tillvägagångssätt liknar fondstrukturer men ger Fjärde AP-fonden och övriga investerare högre grad av kontroll samt är ofta förknippade med en lägre kostnadsbild än investeringar i fonder.
- Lagändringarna under 2019 respektive 2020 hade störst påverkan för infrastrukturinvesteringar, där en ny strategi och ett högre allokeringsintervall tillämpades.
- Fjärde AP-fondens andel illikvida tillgångar har ökat från 11,6% vid utgången av 2018 till 18,5% vid utgången av 2023.
  - Värdeökningen är främst hänförlig till nettoinvesteringar inom infrastruktur och värdestegringar inom onoterade fastigheter.

Översikt av illikvida tillgångar, 2023, Fjärde AP-fonden, mdrSEK



Figur 64: Översikt av Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar

Vid utgången av 2023 var 18,5% motsvarande 93 mdrSEK<sup>74</sup> av det totala fondkapitalet (500 mSEK) hänförligt investeringar i illikvida tillgångar. Av de illikvida tillgångarna var 59% hänförliga till investeringar inom Sverige och 41% i övriga världen. Investeringar i bolagsstrukturer respektive fond- eller fondliknande strukturer stod för 50% vardera där majoriteten av kapitalet hänförligt fondstrukturer återfinnes inom tillgångsklasserna onoterade aktier, infrastruktur och onoterade krediter.

Onoterade fastigheter

De onoterade fastighetsinnehaven utgjorde 49% av de illikvida tillgångarna eller 9,1% av det totala fondkapitalet. Vasakronan och Rikshem utgjorde de största onoterade fastighetsinnehaven och stod för 42% av de illikvida tillgångarna och strax under 8% av det totala fondkapitalet. Vasakronans förhållandevis konjunktürkänsliga<sup>75</sup> fastighetsexponering kompletteras i viss mån med de mindre konjunktürkänsliga segmenten inom hyresbostäder och samhällsfastigheter via Rikshem. Ytterligare bidragande diversifiering återfinns även i andra fastighetsinnehav såsom Svenska Handelsfastigheter som investerar i fastigheter för dagligvaru- och lågprishandel. Fjärde AP-fonden hade redan 2018 (innan lagändringar med avseende på andel illikvida tillgångar) en bedömd strategisk lämplig vikt i fastigheter. Lagändringen som genomfördes 2019 och 2020 hade således *ingen nämnvärd påverkan* på målintervall för kapitalallokering och/eller processen för investeringen i tillgångsklassen (se Figur 31). Onoterade fastigheter kompletteras även av en portfölj noterade fastighetsaktier om 13 mdr som utgör 2,6% av det totala fondkapitalet.

Onoterade aktier

Onoterade aktier (eng: private equity) utgjorde 12% av de illikvida tillgångarna eller 2,2% av det totala fondkapitalet vid utgången av 2023. Onoterade aktier utgjordes primärt av utfästelser till utvalda fonder eller genom så kallade plattformsinvesteringar (se avsnitt 6.6.3.4 för vidare definition) tillsammans med förvaltare med fullt eller delvist diskretionärt förvaltningsmandat. Exempel på

<sup>74</sup> Inkluderar ej ett fåtal onoterade aktieinnehav som planeras börsnoteras och är organisatoriskt en del av det fundamentala aktieteamets investeringar

<sup>75</sup> Enligt Fjärde AP-fonden

förvaltare inom denna kategori inkluderar Alfvén&Didriksson, Creandum, Generation Investment Management, Trill, Max Sievert, Priveq med flera. Värt att notera i sammanhanget är att exponeringen över tid gått mot färre och större investeringar i onoterade aktier i syfte att dels ge Fjärde AP-fonden mer påverkanskraft i förhandlingar och relationer, dels ge respektive investering mer genomslag i Fjärde AP-fondens portfölj. Detta, i linje med Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi, skall ställas i relation till den övergripande aktieportföljen och att diversifiering inom onoterade aktier därför inte är ett självändamål.

#### Onoterade krediter

Onoterade krediter utgjorde 13% av de illikvida tillgångarna eller 2,4% av det totala fondkapitalet vid utgången av 2023. Inom onoterade krediter investerar Fjärde AP-fonden enbart genom fondformat via fondförvaltare såsom Bridgepoint, P Capital Partners med flera.

För Fjärde AP-fondens investeringar i onoterade aktier och onoterade krediter hade lagförändringarna under 2019 och 2020 en *delvis påverkan* eftersom det allokerade kapitalet till respektive tillgångsklass, som en följd av investeringsfilosofi och interna beslut, redan var lågt (0,9% respektive 1,3% för onoterade aktier respektive onoterade krediter). Därmed var inte den tidigare 5%-limiten begränsande per se för dessa tillgångsklasser.

#### Infrastruktur

Fjärde AP-fondens investeringar i infrastruktur utgjorde 26% av de totala illikvida tillgångarna eller 4,8% av det totala fondkapitalet vid utgången av 2023. De största innehaven i infrastruktur inkluderar Infrastructure Alliance vilket är en så kallad klubb/partnerskap<sup>76</sup> tillsammans med likasinnade investerare såsom Industriens Pension (dansk pensionsförvaltare) och KLP (norsk pensionsförvaltare) med syftet att investera i hållbara mid-markets core infrastrukturprojekt runt om i Europa på ett kostnadseffektivt och skalbart sätt. Investeringen förvaltas av Arjun Infrastructure Partners (Arjun) där Fjärde AP-fonden tillsammans med det övriga investerarkollektivet håller regelbundna möten tillsammans med förvaltaren. Investeringarna har en relativt stor möjlighet att påverka de underliggande investeringsbesluten även om besluten till sist faller på Arjun. Även om plattformsinvesteringar i denna rapport kategoriseras under samlingsbegreppet fondstruktur så skiljer de sig något i den bemärkelse att förvaltaren av dessa investeringar inte har ett fullt diskretionärt mandat (vilket ofta en fondförvaltare för fonder har). Praktiskt exemplifieras detta genom att Fjärde AP-fonden, i tillägg till LPACs/advisory boards, sitter med i investeringskommittéer och därmed har en närmare möjlighet att påverka vilka investeringar som genomförs. Fjärde AP-fondens syfte med plattformarna är att få en mer kostnadseffektiv förvaltning och genom en mindre grupp av likasinnade investerare få bättre insyn och transparens.

Övriga noterbara infrastrukturinvesteringar inkluderar saminvesteringen i Polhem Infra (där Första-, Tredje och Fjärde AP-fonderna är delägare) och investeringen i Northvolt via bolaget '4 to 1'<sup>77</sup> som samägs av Första-Fjärde AP-fonderna. I tillägg till detta investerar Fjärde AP-fonden i ett flertal fonder inom infrastruktur där ett antal co-investeringar även genomförts tillsammans med dessa fonder. Som nämnts inledningsvis, föranledde lagändringarna 2019 och 2020 en ny strategi och hade därmed en

<sup>76</sup> Klubb/partnerskap har i likhet med en fondinvestering en extern förvaltare. Dock kan graden av diskretionär förvaltning skilja sig jämfört med en fondstruktur. Antalet investerare i en klubb/partnerskap är typiskt sett färre än i en fond där ofta minst ett tiotal andra investerare finns med. Klubb/partnerskap ger Fjärde AP-fonden ett större inflytande ofta förknippat med en lägre kostnad jämfört med fondinvesteringar

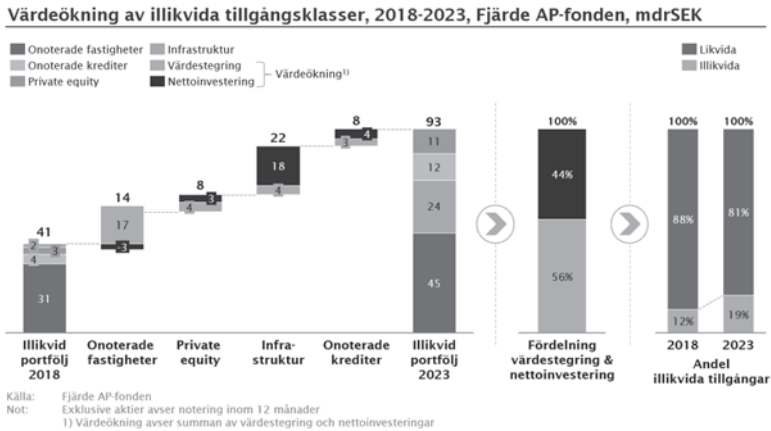
<sup>77</sup> Investeringen i Northvolt anses av Fjärde AP-fonden falla in under onoterade aktier medan Andra och Tredje AP-fonderna redovisar denna tillgång under infrastruktur. För att behålla enhetlighet behandlas innehavet som infrastruktur för samtliga fonder inom ramen för denna rapport

*påverkan* på det indikativa allokeringsintervallet som höjdes upp med avseende på investeringar i infrastruktur.

Avseende fondinvesteringar inom onoterade aktier och krediter samt infrastruktur strävar Fjärde AP-fonden ofta efter att vara en av de större investerarna i respektive investering, vilket kan möjliggöra ett större inflytande och i vissa fall leda till mer förmånliga avtalsvillkor.

Värdeökning av illikvid portfölj

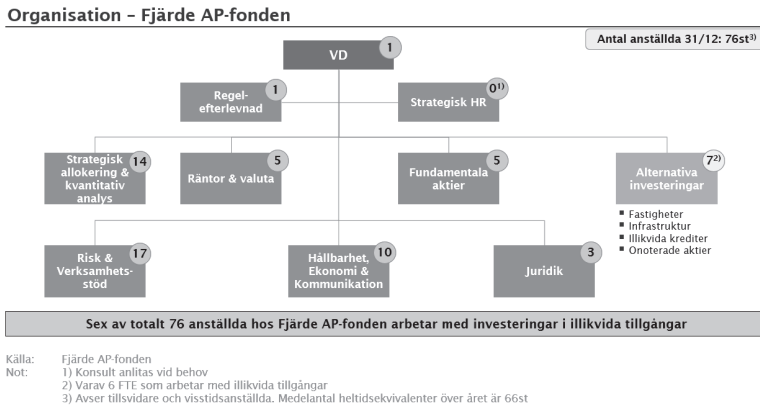
Figur 65 visar på en nedbrytning av den värdeökning som skett som ett resultat av värdestegringar och nettoinvesteringar under perioden 2018-12-31 till 2023-12-31. Illikvida tillgångar som en andel av det totala fondkapitalet har vuxit från 11,6% till 18,5%. Av den totala värdeförändringen (inklusive nettoinvesteringar) är 56% hänförligt värdestegringar. I absoluta tal har dessa primärt drivits av värdestegringen på de onoterade fastighetsinnehaven, vilka utgör en betydande andel av den totala portföljen. Värdeförändringen för de andra illikvida tillgångsklasserna (infrastruktur, onoterade aktier och krediter) har dock i relativa termer varit ännu högre, men som en följd av det mindre totalt allokerade kapitalet är det absoluta bidraget mindre än den absoluta värdestegringen på de onoterade fastighetsinnehaven. Under perioden har Fjärde AP-fonden varit nettosäljare av onoterade fastigheter men nettoköpare av övriga illikvida tillgångsklasser. Som en följd av den nya strategin med fokus på reala kassaflöden har framför allt nyinvesteringar i infrastruktur tillgångar genomförts vilka står för 18 mdrSEK av de totala nettoinvesteringarna om 23 mdrSEK under perioden.



Figur 65: Värdeökning av illikvida tillgångsklasser, Fjärde AP-fonden

### 6.6.2 Organisation

Genomsnittligt antal anställda över året 2023 uppgick till 66 heltidstjänster. Antalet personer som arbetar med illikvida investeringar omfattas helt och hållet av teamet för alternativa investeringar där sju personer ingick inklusive chef för alternativa investeringar. Av dessa sju personer arbetar sex personer med illikvida investering och en person arbetar med de likvida fastighetsinnehaven.



Figur 66: Organisationsschema Fjärde AP-fonden

### 6.6.3 Styrning och Riskhantering

- Fjärde AP-fonden kategoriserar illikvida (onoterade) tillgångar utifrån vilket övergripande tillgångsslag de tillhör. Motivet till detta är Fjärde AP-fonden bedömer det som långsiktigt rimligt att anta att en identisk tillgång har samma risk- och avkastningsprofil oavsett ägarform.
  - Detta synsätt påverkar både styrning, riskhantering, investeringsprocess och rapportering
- Investeringsbeslut för illikvida tillgångar fattas av VD genom finanskommittén
- Aktiv risk, mätt som standardavvikelse av årlig avkastning relativt styrelsens dynamiska normalportfölj, inkluderar illikvida investeringar och är fastställd till 5,0%.
- Fjärde AP-fonden har utarbetade *riktlinjer för ägarstyrning av onoterade investeringar* vilka behandlar de primära verktygen och prioriterade sakfrågor för styrning av illikvida tillgångar.

#### 6.6.3.1 Tolkning av uppdrag, investeringsfilosofi och mål

Fjärde AP-fonden anser sig ha två primära roller inom pensionssystemet. Dessa är dels att förvalta kapitalet så att pensionssystemet långsiktigt stärks och dels att fungera som buffert vid nettoutflöden ur pensionssystemet. I avvägningen mellan kort och lång sikt tas hänsyn till generationsneutralitet. Generationsneutralitet betyder att Fjärde AP-fonden behandlar alla generationer lika och inte avsiktligt gynnar eller missgynnar någon generation. Detta åstadkoms främst genom att pensionssystemet analyseras över en lång period uppdelad i delperioder samt omfattar flera olika åldersgrupper. En ALM analys genomförs vart tredje år där målsättningen med denna är att finna den för pensionssystemet bästa balansen mellan tillgångsportföljens långsiktiga förväntade avkastning och risk genom att formulera ett långsiktigt avkastningsmål och spanna kring aktieandel, ränterisk samt öppen valutaexponering. Till grund för ALM-analysen ligger en uppskattning av den förväntade avkastningen för de övergripande tillgångsslagen globala aktier, globala statsobligationer samt hur pensionssystemets åtagandesida utvecklas över 40 år.

Utifrån Fjärde AP-fondens långsiktiga uppgift att bidra till pensionssystemets stabilitet genom förvaltning av fondkapitalet med målet att skapa bästa möjliga avkastning över tiden samt resultatet

från ALM-analysen har Fjärde AP-fondens styrelse fastställt ett långsiktigt avkastningsmål, som innebär att Fjärde AP-fonden ska uppnå en genomsnittlig real (inflationsjusterad) totalavkastning på 3,5 % per år i genomsnitt. Utifrån en avvägning mellan förväntad avkastning och risk med tidsintervallet 5 - 15 år fastställs vidare Fjärde AP-fondens övergripande tillgångsallokering i den *dynamiska normalportföljen* (DNP), utifrån det spann som formuleras i ALM-analysen. Allokeringen inom DNP samt riskbudget för fondens operativa förvaltning fastställs vartannat år av styrelsen med avseende på olika tillgångsklasser innefattande: Globala-, svenska samt defensiva aktier, räntebärande tillgångar, reala tillgångar och öppen valutaexponering. Då 2022 års analys pekade på väsentligt lägre avkastning under kommande 10-årsperiod har ett medelfristigt mål om 3% realt satts för kommande tio åren i syfte att styra verksamheten mot ett väl avvägt risktagande.

Fjärde AP-fondens investeringar i illikvida tillgångar återfinns inom de övergripande tillgångsslagen aktier, räntor och reala tillgångar. Grundprincipen är att den underliggande tillgången och inte dess juridiska form/paketering bestämmer var i portföljen den illikvida tillgången hamnar. Fjärde AP-fondens motiv bakom detta är att det långsiktigt är rimligt att anta att en identisk tillgång har samma risk och avkastningsprofil oavsett ägarform. För fondens övergripande allokering innebär detta för följande kategorier av illikvida tillgångsklasser att:

- Onoterade aktier (eng: private equity) utgör en del av tillgångsslaget aktier
- Onoterade krediter (eng: private credit) utgör en del av allokeringen till kreditrisk inom tillgångsslaget räntebärande
- Onoterade (såväl som noterade) fastigheter utgör en del av tillgångsslaget reala tillgångar
- Onoterade (såväl som noterade) infrastrukturtillgångar utgör en del av tillgångsslaget reala tillgångar

Värt att notera är att detta synsätt och investeringsfilosofi påverkar både styrning, riskhantering, investeringsprocess och rapportering. I sammanhanget kan exempelvis nämnas att några exakta allokeringsintervall till ovan illikvida tillgångsklasser inte är preciserade även om det finns indikativa intervall, som är långsiktigt motiverade ur portföljsynpunkt, att förhålla sig till. Detta innebär att de illikvida investeringsmöjligheter som presenterar sig utvärderas i kontexten av respektive tillgångs underliggande faktorexponering vilket i exemplet med onoterade aktier innebär att organisationen utvärderar om huruvida den specifika investeringens karaktär finns att återfinna i den publika (likvida) marknaden och om det exempelvis går att få exponering mot denna på ett mer kostnadseffektivt sätt. Detta medför behovet av en kontinuerlig dialog mellan den alternativa investeringsorganisationen (där illikvida tillgångar återfinns organisatoriskt) och övriga delar av organisationen (inte minst avdelningen för strategisk allokering och kvantitativ analys).

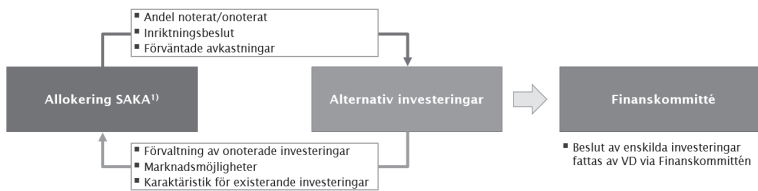
#### *6.6.3.2 Investerings- och beslutsprocessen för investeringar i illikvida tillgångar*

Sammansättningen av Fjärde AP-fondens övergripande allokering görs utifrån ett helhetsperspektiv på portföljen. Förvaltningsorganisationen utgår ifrån den övergripande tillgångsfördelningen i referensportföljen DNP och anpassar sedan denna utifrån rådande marknadssyn. För illikvida investeringar innebär detta att inga allokeringsnivåer eller strategiska vikter fastställs, utan för varje investering görs en bedömning om avkastning och risk är attraktiva givet investeringens egenskaper och om investeringen kompletterar Fjärde AP-fondens övergripande portfölj.

Enheten för Alternativa investeringar ansvarar för att leta efter investeringsmöjligheter inom onoterade infrastrukturinvesteringar, fastigheter, aktier och krediter. För att hjälpa portföljförvaltarna inom alternativa investeringar att planera sin tid effektivt genomför Strategisk allokering och kvantitativ analys (SAKA) årligen en analys av vilka deltillgångsklasser inom illikvida

tillgångar som kan vara av intresse för den övergripande portföljen givet nuvarande allokering och hur risk- och avkastningsförväntningar ser ut för respektive deltillgångsklass. Hänsyn tas här till underliggande drivkrafter för respektive tillgång, kompensation för att bära illikviditet och diversifieringspotential från exempelvis branscher eller geografier. Dessa så kallade inriktningsbeslut kan sedan användas för att vägleda portföljförvaltarnas sökarbete, även om inriktningsbesluten inte är begränsande. Majoriteten av investeringarna genomförs dock inom ramen för inriktningsbesluten inom den strategiska allokeringen. Denna process, som beskrivits ovan, illustreras i Figur 67.

#### Process för inriktningsbeslut gällande illikvida tillgångar, Fjärde AP-fonden



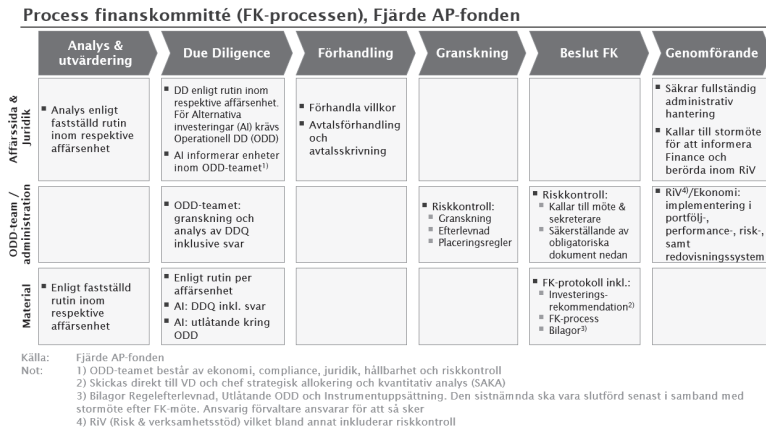
Källa: Fjärde AP-fonden  
Not: 1) Strategisk allokering & kvantitativ analys

Figur 67: Process för inriktningsbeslut gällande illikvida tillgångar, Fjärde AP-fonden

Val av investering inom de illikvida tillgångsklasserna hanteras inte i ett internt delegerat mandat (exempelvis av portföljförvaltare av respektive tillgångsklass) vilket i praktiken är fallet hos vissa av de andra AP-fonderna.

På grund av investeringarnas storlek, komplexitet, den inneboende illikviditeten och ägaransvaret fattas investeringsbeslut direkt av VD via en så kallad *finanskommitté* (FK) på förslag av förvaltare inom gruppen för alternativa investeringar. Interna specialister och förvaltare inom gruppen för alternativa investeringar är ansvariga för att följa-, förvalta och följa upp existerande investeringar och utvärderar samt rekommenderar möjliga intressanta förvaltare eller nya positioner utifrån inriktningsbesluten. Varje ny investering genomgår, i likhet med vad som beskrivits för de andra AP-fonderna, en grundlig utvärdering utifrån både ett operationellt och finansiellt perspektiv. Processen för analys och beslut i finanskommittén sammanfattas i Figur 68. Denna process tillämpas inte enbart för investeringar i illikvida investeringar utan för alla externa investeringar i Fjärde AP-fondens portfölj. Den huvudsakliga skillnaden för illikvida investeringar är dock att dessa kräver en ännu mer omfattande operationell due diligence och omfattande arbete med upprättande och granskning av avtal vilket, som tidigare nämnts, är ett av de viktigaste verktygen för riskmitigering.





Figur 68: Fjärde AP-fondens process för beslut inom finanskommittén

### 6.6.3.3 Riskhantering

Enligt APL ska Fjärde AP-fondens styrelse årligen fastställa en verksamhetsplan. Två dokument i verksamhetsplanen är de mest väsentliga för riskhantering i placeringsverksamheten:

- i) mål och riktlinjer samt
- ii) riskhanteringsplanen

Utöver dessa styrande dokument finns en riskmanual som sammanfattar de viktigaste VD-beslut för styrning av riskerna i placeringsverksamheten som gäller utöver lagar, författningar och praxis samt styrelsebeslut. I denna sammanfattas regler för hantering av både finansiella risker för placeringsverksamheten samt operativa risker. För avkastningsmål och riskmandat definieras risktagande ur ett portföljehänseende som så kallad aktiv risk. Den aktiva risken beräknas som standardavvikelse, mätt i årstakt, av avkastning genererad av den operativa förvaltningen relativt DNP och har fastställts till 5,0%. Inom denna riskbudget inkluderas även investeringar i illikvida tillgångar, vilket skiljer sig jämfört med några av de andra AP-fonderna. Avseende Fjärde AP-fondens förhållningssätt i relation till den i lagen begränsade andelen illikvida tillgångar om 40% ansvarar Fjärde AP-fondens VD för klassificeringen av investeringar till illikvida tillgångar. Riskkontroll följer sedan upp andelen illikvida investeringar. Ansvariga portföljförvaltare inom Alternativa investeringar följer upp utveckling och egenskaper för enskilda investeringar. Strategisk allokering och kvantitativ analys gör årligen en genomgång av investeringarna inom respektive onoterad tillgångsklass tillsammans med portföljförvaltaren i syfte att modellera tillgångsklassen och den enskilda investeringen i Fjärde AP-fondens totalportfölj

Som en följd av de karaktäristika som är associerade med investeringar i illikvida tillgångar, inkluderande naturliga inläsnings effekter och dess projektorienterade och ofta i avtal reglerade kassaflöden, följer att en stor del av riskhanteringen hanteras innan själva investeringen genomförs. Under ägandeperioden finns dock möjlighet att genom olika verktyg påverka de underliggande tillgångarna och på så vis hantera de risker som uppstår. Dessa verktyg beskrivs närmare i nedan avsnitt.

#### 6.6.3.4 Ägarstyrning av illikvida tillgångar

Aktivt engagemang och ägarstyrning bedöms som effektiva verktyg för att bidra till positiv utveckling i de bolag Fjärde AP-fonden investerar i, vilket över tid bidrar till högre långsiktig värdeutveckling och minskade risker i investeringarna. Fjärde AP-fonden har riktlinjer för ägarstyrning av onoterade investeringar vilka bygger på styrelsens övergripande ägarpolicy. Syftet med dessa riktlinjer är lyfta fram principer och viktiga sakfrågor som anses ha betydande innebörd i arbetet med ägarstyrning av onoterade investeringar. VD ansvarar för dessa riktlinjer, vilka följs upp årligen och revideras vid behov. Ansvarig för riktlinjerna är chef för alternativa investeringar. Fjärde AP-fondens arbete med ägarstyrning utgår från deras syn på tre viktiga ägarprinciper: i) *rättvis behandling av investerare*, ii) *inflytande i väsentliga frågor*, iii) *transparent informationsgivning*.

*Rättvis behandling av investerare* är en fundamental princip för Fjärde AP-fonden. Det innebär dock inte att alla investerare måste behandlas exakt lika eller ha precis samma rättigheter. Inom onoterade investeringar har Fjärde AP-fonden ett antal krav inom området som drivs inom ramen för avtalsförhandlingarna i samband med en ny investering. Det kan gälla till exempel Fjärde AP-fondens rätt att få ta del av viktig information, att inte riskera att drabbas negativt av förändringar i bolags- och kapitalstrukturen, eller att Fjärde AP-fonden ska ha rätt till samma förmåner och rättigheter som andra investerare av liknande storlek, så kallade *most favoured nation* (MFN)-bestämmelser.

*Inflytande i väsentliga frågor* handlar ytterst om att ha möjlighet att påverka förvaltningen av tillgångarna, löpande eller ifall kritiska situationer uppstår. Fjärde AP-fonden driver genom avtalsförhandlingar att investerarna till exempel ska ha rätt att kunna avsätta eller byta en förvaltare, välja representanter till styrelser eller investerarforum, samt att i relevanta fall påverka i frågor som gäller till exempel ersättning till beslutsfattare eller vilka hållbarhetsmål som sätts för verksamheten.

*Transparent informationsgivning* innebär att investerare får rätt information i rätt tid där Fjärde AP-fonden framför allt fokuserar på den finansiella rapporteringen från sina underliggande innehav. Rapporteringen skall följa på marknaden etablerad god sed vad gäller innehåll och frekvens och därmed ge en tydlig bild av investerarens position, avkastning och finansiella flöden. Ett exempel är att fonders rapportering bör följa mallarna som utges av ILPA. I detta sammanhang kan nämnas att ett pragmatiskt förhållningssätt eftersträvas där Fjärde AP-fonden, i det fall att underliggande GP inte kan eller vill rapportera enligt ILPA, utvärderar avsteget och hanteringen av detta från fall till fall. Ett annat område på detta tema är hållbarhetsrapportering där det finns ett antal initiativ och ramverk<sup>78</sup> samt möjliga framväxande standarder. Fjärde AP-fonden driver på för att bolag och förvaltare kontinuerligt ska höja sin förmåga att samla in och rapportera relevanta hållbarhetsmätt till investerarna.

#### Verktyg för ägarstyrning

Fjärde AP-fondens tillämpbara metoder för ägarstyrning skiljer sig beroende på formerna för investeringen. Fjärde AP-fonden investerar dels genom så kallade (investerings-)plattformar, dels genom fonder (ibland med tillhörande co-investeringar). Plattformar åsyftar antingen en saminvestering (med referens till inledande avsnitt 4.3) eller olika typer av klubbar/partnerskap där det finns en extern förvaltare. Den externa förvaltaren har ofta ett mandat som inte är fullt ut diskretionärt och därmed inte faller in i en traditionell fondstruktur. I en plattform har Fjärde AP-fonden oftast en större andel och inflytande än vid fondinvesteringar och möjligheterna att utöva ägarstyrning, och komma närmre investeringsbeslutet utan att för den skull ta på sig det operativa företagsledningsansvaret, är därmed generellt sett större inom plattformar. Med undantag för Fjärde

<sup>78</sup> International Sustainability Standards Board, EU:s Corporate Sustainability Reporting Directive, ESG Data Convergence Initiative med flera

AP-fondens genomförda saminvesteringar (Polhem infra och '4 to 1') har, trots ovan nämnda skillnader jämfört med fonder, plattformar kategoriserats under samlingsbegreppet 'fondstrukturer' i denna rapport.

Betoning bör fästas vid att grunden för en bra ägarstyrning sker genom ett noggrant grundarbete i avtalsförhandlingarna vilket sker innan investeringsbeslutet samt att informell styrning genom dialog är ett avgörande verktyg som lyfts fram i tillägg till den formella styrning som beskrivs nedan. Figur 69 visar en översikt av de viktigaste avtalen per investeringsform/typ av ägande medan Figur 70 visar på de primära verktygen som används före respektive efter investeringsbeslutet.

**Översikt över centrala avtal och rättigheter inom olika typer av onoterade investeringar, Fjärde AP-fonden**

	Typ av investering	Avtal som reglerar möjligheterna till ägarstyrning	Typiska rättigheter för Fjärde AP-fonden enligt avtal
Ej fullt diskretionära mandat	Direktägda bolag och plattformar	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktieägaravtal</li> <li>Investeringsavtal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utfärda ägardirektiv</li> <li>Styrelserepresentation</li> <li>Representation i valberedning</li> <li>Representation i investeringskommitté</li> </ul>
	Övriga plattformar	<ul style="list-style-type: none"> <li>Olika typer av avtal beroende på legal struktur</li> <li>* Aktieägaravtal</li> <li>Limited partnership agreement eller Kommanditbolagsavtal samt eventuellt side letter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Representation i investeringskommitté</li> <li>Representation i advisory board</li> </ul>
Fullt diskretionära mandat	Fonder	<ul style="list-style-type: none"> <li>Oftast limited partnership agreement i kombination med side letter</li> <li>* Ibland aktieägaravtal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Representation i LPAC/advisory board</li> </ul>
	Co-investeringar	<ul style="list-style-type: none"> <li>Limited partnership agreement i kombination med side letter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>I undantagsfall representation i advisory board</li> </ul>
<b>Förhandling av avtal sker som regel med ett team av interna kommersiella- och legala resurser i kombination med externa legala rådgivare</b>			

Källa: Fjärde AP-fonden

Figur 69: Översikt över centrala avtal, Fjärde AP-fonden

Ansvaret för förhandlingen och dess utkomst ligger på den ansvariga portföljförvaltaren med hjälp av Fjärde AP-fondens legala team. Efter beslutad och genomförd investering, följer portföljförvaltaren sin investering under dess levnad och ansvarar för att bevaka att ägarstyrningsfrågor hanteras på ett adekvat sätt.

För investeringar i bolagsstrukturer med icke-fullt ut diskretionära mandat sker representation i valberedning och ofta via styrelseplats där Fjärde AP-fonden verkar genom valberedningar för att säkerhetsställa effektiva styrelser med rätt kompetens, erfarenhet och dynamik samt att ledamöterna skall lägga erforderlig tid och kraft på uppdraget. På Fjärde AP-fonden arbetas det löpande med att skapa förutsättningar för att kunna rekrytera in relevanta styrelsemedlemmar i samverkan med övriga ägare. För att uppnå detta krävs ett långsiktigt arbete för att skapa ett brett nätverk av kandidater till styrelseuppdrag, delvis genom att upprätthålla goda relationer till rekryteringsfirmor. Där Fjärde AP-fonden har en styrelseplats delas ansvaret för investeringen upp mellan den ägaransvarige, som har att bevaka ägarstrategiska frågor som till exempel förändringar i ägardirektivet och ofta representerar Fjärde AP-fonden i valberedningen, och styrelseledamoten som på en mer operativ nivå hanterar löpande frågor som uppkommer i styrelsearbetet. Ett viktigt styrinstrument för direktägda bolag är ägardirektivet. I detta anger Fjärde AP-fonden tillsammans med övriga ägare vad man anser ska vara bolagets, och styrelsens, fokus och strategiska inriktning. Via ägardirektivet styrs även styrelsens arbete

mot frågor som ägarna bedömer som värdeskapande för investeringen samt frågor gällande till exempel riskhantering, kapitalstruktur och hållbarhet.

**Primära verktyg för ägarstyrning inom onoterade tillgångar, Fjärde AP-fonden**

	Före investeringsbeslut	Löpande efter investeringsbeslut
Ej fullt diskretionära mandat <sup>1)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Förhandla avtal som aktieägaravtal och investeringsavtal</li> <li>Introducera restriktioner och rapporteringskrav i eventuellt Side Letter</li> <li>Samverka med andra investerare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ta fram och uppdatera ägardirektiv för direktägda innehav</li> <li>Delta i valberedningar</li> <li>Tillsätt styrelseplatser</li> <li>Deltagande i investeringskommitté</li> <li>Aktiv dialog med management team eller extern förvaltare</li> <li>Utveckla kravställning vad gäller rapportering</li> <li>Samverka med andra investerare</li> </ul>
Fullt diskretionära mandat <sup>2)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Förhandla villkor i avtal</li> <li>Introducera restriktioner och rapporteringskrav i side letter</li> <li>Samverka med andra investerare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktiv dialog med förvaltaren</li> <li>Deltagande i advisory board/LPAC</li> <li>Utöva investerarrättigheter enligt avtal när så krävs</li> <li>Efterfråga relevant rapportering</li> <li>Samverkan med andra investerare</li> </ul>
<p><b>Inom onoterat läggs grunden för en bra ägarstyrning alltid genom ett noggrant grundarbete i avtalsförhandlingarna innan investeringen sker</b></p>		

Källa: Fjärde AP-fonden  
 Not: 1) Direktägda innehav och plattformar  
 2) Fondinvesteringar och co-investeringar. Inom fullt diskretionära mandat har den externa förvaltaren avgörande inflytande och juridiskt ansvar för investeringarna

*Figur 70: Fjärde AP-fondens primära verktyg för ägarstyrning av onoterade tillgångar*

För investeringar i fonder med fullt diskretionära mandat har vanligen Fjärde AP-fonden representation i så kallade LPACs<sup>79</sup> vilka ger insikt och inflytande i viktiga frågor såsom exempelvis eventuella intressekonflikter, godkännande av undantag för investeringar och viktiga ändringar av investeringsavtal. Fjärde AP-fonden sitter i cirka 60–70 LPACs men tonvikt läggs ofta vid de innehav som står för en större del av portföljen och/eller är av strategisk betydelse. Informell ägarstyrning innefattar delvis att driva på frågor som ännu inte anammats av styrelsen men som ligger i Fjärde AP-fondens ägaragenda. Det kan exempelvis innebära att driva frågor tillsammans med andra investerare eller tillsammans med nämnda branschorganisationer med syfte att driva förändring.

**6.6.3.5 Prioriterade sakfrågor**

I linje med Fjärde AP-fondens syn på viktiga ägarprinciper prioriteras ett antal sakfrågor av speciellt stor vikt. I praktiken sker också en bedömning av varje individuell investering för att avgöra vad som är väsentliga risker, möjligheter och påverkansbara områden, vilket i sin tur bestämmer fokus för arbetet i det specifika fallet. I största möjliga mån försöker Fjärde AP-fonden dra nytta av att, i många fall, vara en relativt stor, långsiktig och respekterad investerare. De prioriterade sakfrågorna är: i) *effektiva styrelser*, ii) *transparentens och relevant rapportering enligt framväxande standards* och iii) *hållbarhetsarbete*.

Vad avser *effektiva styrelser* skall Fjärde AP-fonden, i tillägg till att säkerhetsställa rätt kompetens, erfarenhet och dynamik samt att erforderlig tid och kraft läggs på uppdraget, även i största möjligaste mån arbeta för en jämställd styrelse och att styrelseledamöter som är anställda på Fjärde AP-fonden har rätt stöd och utbildning.

Gällande *transparent och relevant rapportering* skall i) en rättvisande finansiell rapportering säkerhetsställas ii) Fjärde AP-fonden verka för en stärkt hållbarhetsrapportering delvis med målet att

<sup>79</sup> Limited Partner Advisory Committees

kunna tillhandahålla en konsoliderad och kvalitetssäkrad rapportering av egna nyckeltal för sin portfölj, till exempel vad gäller klimatutsläpp, iii) Fjärde AP-fonden verka för pådrivandet av branschstandarder och homogenisering av rapporteringen.

Fjärde AP-fonden gör tematiska investeringar för att det bedöms vara intressanta investeringsmöjligheter kopplat till omställningen. Det kan ske genom både a) defensiva åtgärder, till exempel genom restriktioner kring vad Fjärde AP-fonden kan och vill investera i, och b) offensiva åtgärder, som till exempel tematiska investeringar drivet av investeringsövertygelse. En grundläggande ansats är dock att enbart investera med bolag och förvaltare som tar hållbarhetsfrågor på allvar och har ett strukturerat arbete där frågorna integreras i den löpande verksamheten. Påverkan inom i) klimat & miljö, ii) socialt ansvarstagande och iii) affärsetik är centrala områden där Fjärde AP-fonden ställer krav och uppmanar, direktägda bolag och förvaltare att agera ansvarsfullt. Detta sker ofta genom avtalsskrivningar och/eller styrelsearbete, exempelvis i frågor såsom hantering av klimatrisker, skyddandet av mänskliga rättigheter och arbete mot korruption.

#### 6.6.4 Kostnader för illikvida tillgångar

- Fjärde AP-fondens plattformsinvesteringar inom onoterade aktier samt klubbar/partnerskap inom infrastruktur betingar lägre kostnader jämfört med traditionella fondinvesteringar.
- Fjärde AP-fondens betydande direktägda fastighetsinnehav, stora inslag av plattformar, samt dess i absoluta tal begränsade investeringar i onoterade aktier (eng: private equity) och illikvida tillgångar i stort, bedöms som de främsta bidragande faktorerna till Fjärde AP-fondens absoluta externa förvaltningsarvoden i Figur 17.
- En sammanställning genomförd av tredje part (CEM Benchmarking) på uppdrag av Fjärde AP-fonden indikerar att totala årliga förvaltningskostnader som andel av marknadsvärdet (eller utfäst kapital för fondinvesteringar) per år och illikvid tillgångsklass uppgår till:
  - Onoterade fastigheter: 0,3%
  - Onoterade aktier: 1,6%
  - Infrastruktur: 1,4% (Fjärde AP-fonden bedömer att de faktiska kostnaderna är lägre än 1,4%)
  - Illikvida krediter: 0,8%

Fjärde AP-fonden betonar att förvaltningsformen är den avgörande faktorn för kostnadernas storlek och har större betydelse än den specifika tillgångsklassen. En del av Fjärde AP-fondens motivation bakom de så kallade plattformsinvesteringarna som genomförts är den lägre kostnaden för dessa jämfört med kostnaderna i en traditionell fondinvestering.

Figur 71 visar Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader (eng: management fee) för respektive illikvid tillgångsklass för år 2022. Kostnadsunderlaget är framtaget av CEM benchmarking (CEM), vilka årligen genomför en utvärdering av AP-fondernas kostnadsbas. Vid framtagande av kostnader använder CEM schabloner i de fall då deltagande fonder inte rapporterar in faktiska förvaltningskostnader. Fjärde AP-fonden rapporterar de faktiska interna förvaltningskostnaderna per tillgångsklass samt de implicita förvaltningskostnaderna för fastighetsbolagen Vasakronan och Rikshem. För övriga tillgångsklasser används schablonvärden för förvaltningsavgifter framräknade av CEM. Schablonvärdena är baserade på medianvärden för liknande fonder. Som följd av den schablonmässiga metodiken speglar inte Figur 71 den faktiska verkliga kostnaden. Fjärde AP-fonden bedömer trots det att nivåerna är representativa med undantag för infrastruktur, där den verkliga kostnadsnivån bedöms vara lägre som en följd av ett flertal plattformsinvesteringar med lägre kostnad, inte minst den tidigare nämnda plattformen Infrastructure Alliance. Som en följd av att infrastruktur vuxit som andel av portföljen planerar Fjärde

AP-fonden under 2024 att börja inhämta och rapportera faktiska underliggande kostnader för infrastruktur.



Figur 71: Fjärde AP-fondens uppskattade förvaltningskostnader per illikvid tillgångsklass

De totala förvaltningskostnaderna (eng: management fee) per år för illikvida tillgångar summerar således till 0,8% som andel av avgiftsbasen – vilket för fonder vanligen är på utfäst kapital under investeringsperiod och baserat på icke-distribuerat investerat kapital under återbetalningsperioden (eng: harvesting phase). Den totala kostnadsandelen drivs ned av de betydande direktägda onoterade fastighetsinnehaven. Förvaltningskostnaderna som Fjärde AP-fonden rapporterar in för Vasakronan och Rikshem är klart lägre än de schablonmässiga avgifterna som CEM använder, vilket även förklarar varför fastighetskolumnen särskiljer sig från övriga tillgångsklasser.

Det är värt att poängtera att kostnadsdiskussionen ovan inte omfattar vinstdelning. Nivån på vinstdelning är en direkt följd av avkastningen och kan variera påtagligt beroende på flera faktorer, se avsnitt 5.2.1.2.2, varför ingen specifik uppgift om denna kunna lyftas fram. För en uppfattning om den ungefärliga storleken av vinstdelningen refereras till avsnitt 5.2.1.3. Fjärde AP-fonden har påbörjat ett arbete med att registrera vinstdelning för onoterade investeringar i deras affärssystem. Av praktiska skäl bedöms det lämpligt att sätta ett startdatum som registreringarna skall gälla från och med då det bedöms vara administrativt betungande och med begränsat värde att inkludera samtliga historiska investeringar. En heltäckande uppföljning av prestationsbaserade ersättningar för onoterade investeringar saknas därför.

### 6.6.5 Bedömningar och observationer

- Fjärde AP-fonden är den enda av AP-fonderna som har en separat policy för *riktlinjer för ägarstyrning av onoterade investeringar*. I denna framgår viktiga sakfrågor i arbetet med ägarstyrning av onoterade investeringar samt dokumenterar Fjärde AP-fondens arbetssätt inom området. Vi anser det vara föredömligt att en sådan policy upprättats.
- Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi tar avstamp i att det långsiktigt är rimligt att anta att en identisk tillgång har samma risk- och avkastningsprofil oavsett ägarform. Detta antagande innebär att likvida och illikvida tillgångsklasser grupperas tillsammans inom tillgångslagen: i)

aktier, ii) räntebärande tillgångar och iii) reala tillgångar. Synsättet bedöms vara det som differentierar Fjärde AP-fonden mest jämfört med de andra AP-fonderna. Synsättet får följd effekter både på kapitalallokering, rapportering och arbetssätt med avseende på hur man samarbetar över de organisatoriska avdelningarna. För tillgångsklassen onoterade aktier innebär detta att ingen fast målvikt eftersträvas. Istället är allokeringen ett resultat av den alternativa investeringsorganisationens förmåga och tillgång till identifierade möjligheter i kombination med strategisk allokering och kvantitativ analys (SAKA) årliga analys av vilka deltillgångsklasser inom illikvida tillgångar som kan vara intressant och relevant för den övergripande portföljen. Detta horisontella samarbete mellan interna avdelningar/funktioner bedöms som ett differentierande karaktärsdrag för Fjärde AP-fonden.

- Fjärde AP-fonden har en relativt låg andel kapital (jämfört med de andra buffertfonderna) allokerat till onoterade aktier i fondstrukturer (eng: private equity). Detta bedöms ha lett till den i absoluta tal lägre externa förvaltararvoden vilket illustrerats i Figur 17. Samtidigt har den lägre exponeringen mot onoterade aktier naturligt också lett till ett lägre avkastningsbidrag från tillgångsklassen som under den senaste femårsperioden haft god avkastning.

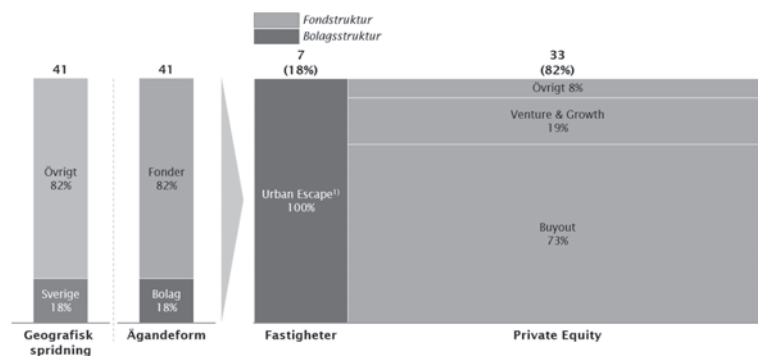
## 6.7 Sjunde AP-fonden

### 6.7.1 Översikt av illikvida innehav

Sjunde AP-fondens nya mandat som effektuerades den 1 januari 2023 innebär att fonden fått möjlighet att investera upp till 20 procent av det förvaltade kapitalet i illikvida tillgångar. Detta har föranlett att Sjunde AP-fonden under 2023 tagit fram en ny strategisk plan som kommer innebära organisatoriska förändringar och nytt strategiskt fokus med avseende på illikvida investeringar. Nedan genomgång och utvärdering avser dock en genomlysning av hur Sjunde AP-fonden arbetat med illikvida tillgångar fram till och med 2023.

- Vid utgången av 2023 var 3,7% (motsvarande cirka 41 mdrSEK) av Sjunde AP-fondens kapital investerat i illikvida tillgångar.
  - 82% av de illikvida tillgångarna är hänförliga till investeringar inom onoterade aktier (eng: private equity). Dessa ägs uteslutande i fondstrukturer med geografisk tyngdpunkt utanför Sverige.
  - Resterande 18% av de illikvida tillgångarna är hänförliga en fastighetsinvestering i Stockholm som genomfördes under 2023 och ägs genom bolagsstruktur.
- Sjunde AP-fondens investeringar i onoterade aktier har historiskt sett utförts tillsammans med samarbetspartners.
- Under 2023 har fonden genomfört sin första fondinvesteringen utan samarbetspartners.

#### Översikt av illikvida tillgångar, 2023, Sjunde AP-fonden, mdrSEK



Källa: Sjunde AP-fonden  
 Not: 1) Inklusivt aktieägarlån om 2,8 mdrSEK

Figur 72: Översikt av Sjunde AP-fondens illikvida tillgångar

Vid utgången av 2023 var 3,7% motsvarande 41 mdrSEK<sup>80</sup> av det totalt förvaltade kapitalet i AP7 Räntefond och AP7 Aktiefond (1 106 mdrSEK<sup>81</sup>) hänförligt investeringar i illikvida tillgångar. Illikvida tillgångar förvaltas som en del av AP7 Aktiefond och utgjorde 4,1% av det totalt förvaltade fondkapitalet för AP7 Aktiefond vid utgången av 2023.

<sup>80</sup> Inkluderar även ägarlån till Urban Escape

<sup>81</sup> Det förvaltade kapitalet för AP7 Räntefond (AP7 Aktiefond) var vid utgången av 2023 114 (992) mdrSEK



#### Onoterade fastigheter

Under året genomfördes fondens första fastighetsinvestering genom förvärv av 33% av fastigheten Urban Escape i Stockholm med option att öka till 49,9% inom 18 månader. Investeringen skedde genom ett bildande av ett joint venture-bolag med AMF där AMF kvarstår som majoritetsägare och AMF Fastigheter kommer att fortsätta utveckla och förvalta fastigheten. Tillträde skedde så nyligen som den 2 oktober 2023.

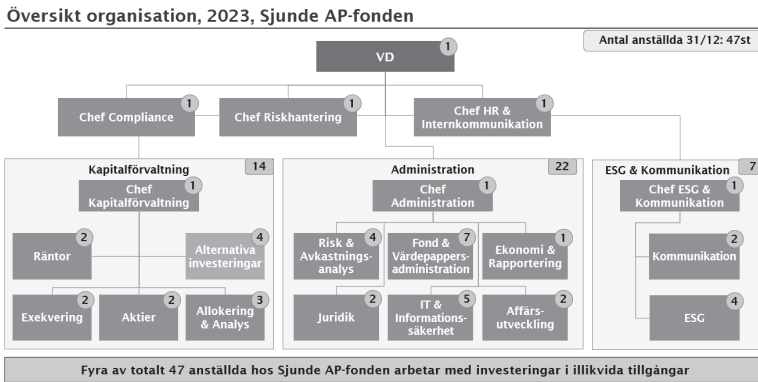
#### Onoterade aktier

Sjunde AP-fonden har under en längre tid investerat i noterade aktier via samarbetsparterna HarbourVest, Adams Street, Hamilton Lane och LGT. Samarbetet innebär att parterna tillhandahåller så kallade *separately managed accounts* (SMA) där huvuddelen av förvaltningen sker med hjälp av dessa parter för att välja ut de underliggande förvaltarna/GPs. På en skala avseende graden av outsourcad verksamhet (med referens till avsnitt 4.3) är denna modell att beakta som det mest outsourcade tillvägagångssättet, dock med möjlighet till en högre grad av skräddarsydd förvaltning jämfört med fond-i-fonder i dess traditionella bemärkelse. Detta innebär att "avståndet" till de underliggande bolagen som investeras i är betydande, vilket får följder avseende styrmodell och påverkansmöjligheter. Modellen är också förknippad med en högre kostnadsbild givet att avgifter tas ut i två lager: i) avgifter som nämnda partners tar ut samt ii) underliggande avgifter från fondförvaltarna/GPs. Under 2023 investerade Sjunde AP-fonden, som ankarinvesterare, även i en öppen fond (eng: evergreen) vid namn HarbourVest Global Private Solution SICAV S.A (HGPS). Värt att notera med HGPS är att ankarinvesteringen möjliggör en kostnadseffektiv förvaltning vilket i jämförelse också är fallet med Tredje AP-fondens nyligen bildade struktur tillsammans med Wafra Inc. Dock skiljer sig strukturerna där HGPS är en öppen fond vilket inte är fallet med Tredje AP-fondens upplägg.

I tillägg till ovan innehav i noterade aktier genomförde Sjunde AP-fonden sin första investering i en noterad aktiefond (det vill säga utan hjälp av samarbetspartners) under året. Vid utgången av 2023 utgjorde Sjunde AP-fondens innehav i noterade aktier 33 mdrSEK vilket motsvarade 3,4% av det totalt förvaltade kapitalet i AP7 Aktiefond eller 82% av de illikvida tillgångarna.

#### 6.7.2 Organisation

Fyra personer arbetar med illikvida tillgångar. Rapportering av illikvida tillgångar i den externa kommunikationen är begränsad till rapportering avseende avkastningsbidraget från noterade aktier samt en kvantifiering av utestående åtaganden som är kvar till de underliggande fonderna.



Källa: Sjunde AP-fonden

Figur 73: Organisationsschema Sjunde AP-fonden

### 6.7.3 Styrning och Riskhantering

- Styrningen av Sjunde AP-fondens innehav i illikvida tillgångar följer i stort av det tillvägagångssätt som fonden valt för att investera i tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity). Urval och genomlysning av samarbetspartners och formning av övergripande portfölj har varit av central vikt.
- Investeringar i onoterade aktier ska vara väldiversifierade avseende tid (eng: vintage year), geografi, sektorer samt segment (buyout/growth/venture).
- Sjunde AP-fonden har nyligen (under 2023) investerat direkt i onoterade fastigheter och har under 2023 haft en strategisk översyn av investeringar i alternativa tillgångar, vilket väntas efterföljas av framtida organisatoriska och strategiska förändringar under kommande år.
- Riskhantering med avseende på underliggande bolag är i viss mån outsourcat till samarbetspartners även om AP-fonden har möjlighet att genom ett skräddarsytt mandat och applicerbara verktyg såsom exempelvis sidobrev, ett aktivt hållbarhetsarbete och kontinuerlig dialog med samarbetspartners har möjlighet att mitigera och hantera risker.

Den övergripande styrningen av Sjunde AP-fondens placeringsverksamhet följer av olika regelverk. Det finns bestämmelser som riksdagen beslutat om i Socialförsäkringsbalken (2010:110) och lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder. I lagen om AP-fonder (APL) hänvisas också till vissa bestämmelser i lagen (2004:46) om värdepappersfonder (LVF), som ska tillämpas för de fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden. De regler i LVF som ska tillämpas i Sjunde AP-fondens verksamhet avser framför allt informationsgivning medan placeringsreglerna följer av APL.

Sjunde AP-fonden har för sin styrning av placeringsverksamheten en beslutsmodell för placeringsverksamheten utifrån fyra nivåer: styrelsen, VD, kapitalförvaltningschefen och ansvarig portföljförvaltare. I korta ordalag beslutar styrelsen om exempelvis mål, riskkapit och risktolerans samt riktlinjer för riskhantering och placeringsverksamheten där VD sedan beslutar om en strategisk portfölj och totalt aktivt riskutrymme till kapitalförvaltningschefen. Kapitalförvaltningschefen beslutar sedan om exempelvis positionstagande inom ramen för det delegerade förvaltningsmandatet och riskutrymmet. Det delegerade mandatet till kapitalförvaltningschefen är att förvalta Sjunde AP-

fondens aktiefond inom ett mandat för förväntad relativ volatilitet<sup>82</sup> (eng: expected tracking error) om 3%. Portföljförvaltare exekverar sedan det angivna mandatet.

#### Sjunde AP-fondens Aktiefond

För Sjunde AP-fondens Aktiefond är målet en överavkastning på minst en procentenhet per år jämfört med MSCI ACWI SEK, mätt på 5 års rullande avkastning. Sjunde AP-fondens Aktiefonds viktigaste uppgift är att utgöra tillväxtmotorn i AP7 Såfa. För att uppfylla detta syfte behöver risknivån i fonden vara högre än för en väldiversifierad globalfond där Sjunde AP-fonden använder en metod kallad *relative value at risk* för mätning och begränsning av marknadsrisk i fonden. Enligt fondbestämmelserna begränsas risknivån till att vara högst dubbelt så hög som *value at risk* för fondens referensportfölj (MSCI ACWI), mätt i svenska kronor. Av placeringsstrategin för Aktiefonden följer sedermera bland annat att en ökad riskspridning kan uppnås genom att addera fler tillgångsklasser och investeringsstrategier – till exempel genom en allokering till illikvida investeringar.

Med avseende på de underliggande illikvida tillgångsklasserna skall enligt Sjunde AP-fondens *riktlinjer för placeringsverksamheten* Sjunde AP-fondens Aktiefonds innehav i onoterade aktier sammantaget vara väldiversifierade med avseende på årgångar av företag i underliggande portföljer (eng: vintage years), geografiska marknader, sektorer och fondinriktningar (buyout/growth/venture). För urvalet av huvuddelen underliggande placeringar i onoterade aktier ska externa förvaltare anlitas. En mindre andel av urvalet av fonder kan göras internt. Sjunde AP-fondens onoterade investeringar kanaliseras genom två för ändamålet bildade bolag utomlands. Bolagen placerar i sin tur efter uppdrag av Sjunde AP-fonden i andelar i företag/fonder som direkt eller indirekt placerar i andelar i onoterade företag.

Vad avser fastighetsinvesteringar skall även dessa placeringar sammantaget vara väldiversifierade över tid, strategier och geografi. Trots att inga investeringar i infrastruktur har genomförts hittills skall även dessa investeringar enligt ovan riktlinje vara väldiversifierade över tid, strategier och geografi när de väl genomförs.

#### Praktisk styrning

Med ovan övergripande ramverk för styrning följer Sjunde AP-fondens praktiska styrning av de illikvida innehaven i stort som en funktion av den primärt indirekta förvaltningsmodellen (via SMAs) som Sjunde AP-fonden historiskt valt, där högt förtroende och krav ställs på de samarbetspartners som väljs. Upphandlingen och väl genomförd due diligence<sup>83</sup> av dessa samarbetspartners är därmed en del av det styrningsarbete som genomförts. Utvärderingen av dessa inkluderar historisk avkastning per region och strategi, teamsammansättning, relevant investeringskapacitet och förmåga, förvaltningskostnad, samarbete inom ESG, investeringsprocess, förmåga att genomföra mer komplexa transaktioner och skapa egna affärsmöjligheter (exempelvis inom secondary och co-investeringar).

Då dessa partners är väletablerade förvaltare med lång erfarenhet av SMA-lösningar och erbjudandet av fond-i-fonder har de tillgång till en stor pool av underliggande GPs med i många fall långtgående relationer. Storleken på dess organisation har även potential till skalfördelar där funktioner avseende exempelvis kvantitativ analys, rapportering, värdering med flera är existensberättigade i den mening att tjänsterna kan slås ut över ett stort totalt förvaltad kapital. Detta är delvis en fördel med

<sup>82</sup> Relativt ett jämförelseindex

<sup>83</sup> Där investeringarnas marknads-, likviditets-, kredit-, motparts-, operativa-, legala-, skattemässiga- och hållbarhetsmässiga risker skall identifieras, bedömas och dokumenteras

tillvägagångssättet att investera via dessa organisationer, även om kostnadsbilden i regel är högre än för fondinvesteringar utan samarbetspartners (referens till Andra-, Tredje-, Fjärde och Sjätte AP-fonden). Som ett exempel har Sjunde AP-fonden tagit hjälp av sina partners när det gäller den (för Sjunde AP-fonden) optimala allokeringen vad gäller andelen co-investeringar kontra fondinvesteringar, geografisk spridning samt mognadsfasen i portföljen (buyout/growth/venture).

Dock faller besluten till sist och syvende på Sjunde AP-fonden avseende vilka övergripande investeringsriktlinjer som skall gälla såsom exempelvis mixen i portföljen samt möjlighet att påverka pipeline/sourcing av underliggande GPs. För att uppnå strategisk målallokering och undvika koncentration till enskilda investeringsår modelleras kapitalåtaganden framåt i tiden. Modelleringen bygger på inbetalnings- och utbetalningstakt för investeringarna baserat på historiska observationer från Sjunde AP-fondens program. Hänsyn tas även till AP7 Aktiefonds förväntade kapitaltillväxt i linje med Pensionsmyndighetens prognoser och förväntad avkastning från Sjunde AP-fondens ALM analys. För Sjunde AP-fondens övriga specifika krav regleras detta oftast i ett sidobrev (eng: side letter) från huvudavtalet (eng: limited partnership agreement, LPA) med respektive samarbetspartner, vilket därmed också fungerar som ett styrmedel. Rent praktiskt förs även en kontinuerlig dialog med samarbetsparterna om hur portföljen och förutsättningarna på marknaden utvecklas och utöver regelbundna avstämningar bedriver Sjunde AP-fonden ett aktivt hållbarhetsarbete med flertalet av dess samarbetspartner. Exempel på detta inkluderar:

- Årlig ESG-utvärdering där mål för kommande år sätts upp
- ESG-rating som en del av beslutsunderlaget vid nya investeringar i fonder
- ESG som stående punkt på LPAC-möten där samarbetspartnern har en plats
- Krav på att samarbetsparterna har dedikerad personal som arbetar med ESG, samt ha utvecklat en ESG policy

Riskhantering och kontroll av exempelvis icke-finansiella risker för underliggande portföljbolag är även detta i vis mån outsourcat till Sjunde AP-fondens samarbetspartner där Sjunde AP-fonden primärt kan kontrollera risker hänförligt deras partnerskap med samarbetsparterna snarare än risker förknippade med de underliggande fonderna och de bolag som dessa investerar i.

Med avseende på riskhantering i ett portföljhänseende styrs detta, som nämnts ovan, av det riskutrymme som kapitalförvaltningschefen fått delegerat till sig av VD (förväntad relativ volatilitet om 3%). Som en följd av valet av jämförelseindex<sup>84</sup>, samt storleken på allokeringen till onoterade aktier och dess modellerade volatilitet utgör tillgångsklassen en relativt stor andel av den totala riskbudgeten. I detta sammanhang kan nämnas att modelleringen av förväntad volatilitet för onoterade aktier är baserad på publika representerbara index som skall spegla tillgångsklassen (se nedan avsnitt avseende daglig marknadsvärdering). För onoterade fastigheter använder Sjunde AP-fonden representerbara riskfaktorer som ämnar spegla tillgångsklassen.

<sup>84</sup> Den portfölj som används för att ange övergripande marknadsriskexponering och som används för delegering av relativ riskmandat utgörs av tre delkomponenter: i) jämförelse - index basportfölj (100%) - AP7 MSCI All Country World Index, ii) jämförelseindex för hävstång (15%) och iii) jämförelseindex för hävstångsfinansiering (-15%). Jämförelseindex för basportföljen, AP7 MSCI All Country World Index, utgörs av MSCI All Country World Index och 5% MSCI Emerging markets, anpassat till AP7:s Riktlinjer för ägarstyrning ("gross"). Jämförelseindex för hävstång utgörs av MSCI All Country World Index ("gross"). Jämförelseindex för hävstångsfinansiering utgörs av USD SOFR 1M + transaktionskostnadsjustering

#### 6.7.4 Rapportering och processen för marknadsvärdering

- För Sjunde AP-fonden erbjuds daglig likviditet av fondandelar vilket föranleder behov av daglig marknadsvärdering av de illikvida tillgångarna.
  - Investeringarna i onoterade aktier via samarbetspartners tar sin utgångspunkt i de av samarbetspartnerna rapporterade kvartalsvärderingarna för underliggande fonder. Mellan kvartalsrapporter används en så kallad proxy som baseras på index av publika riskkapitalföretag som bedöms representativa för respektive fondbesittare.
  - Fastighetsinnehavet Urban Escape värderas till verkligt värde på kvartalsbasis. Mellan kvartalsrapporter används en kassaflödesbaserad modell som utgår från den senaste kvartalsrapporten justerat för kvartalets budgeterade driftsnetto.

Med bakgrund av de krav som ställs på likviditet i relation till utformningen av fondandelar i Sjunde AP-fondens aktiefond (där illikvida tillgångar återfinns) så finns behov av en daglig värdering av illikvida tillgångar både ur risk- och avkastningssyfte. Sjunde AP-fonden använder tre metoder avseende tre typer av illikvida innehav för att värdera de illikvida tillgångarna som avser:

- i) Investeringarna i onoterade aktier (eng: private equity) via SMA<sup>85</sup>
- ii) Investering i onoterade aktier via en så kallad "evergreen-struktur" i den öppna fonden HGPS<sup>86</sup>
- iii) Investering i fastigheten Urban Escape i centrala Stockholm

För investeringarna via SMAs används den senaste värderingen som erhållits från Sjunde AP-fondens SMA-förvaltare<sup>87</sup> (NAV) som "startpris" för beräkning av avkastning för respektive investering. Vid varje ny erhållen värdering (NAV) byts "startpriset" till den senaste värderingen. För att erhålla en daglig värdering används en så kallad proxy för daglig värdering av respektive fond. Denna proxy baseras på index av publika riskkapitalföretag som har olika vikt mot olika strategier/mognadsfaser (buyout/growth/venture) och bedöms som representativa för respektive fondbesittare. Vikterna uppdateras en gång om året för att spegla eventuella förändringar i exponeringen. En aggregerad proxy används sedan för den dagliga avkastningen för investeringarna via SMA-förvaltarna. Med avseende på att säkerställa att värderingarna på de underliggande bolagen är korrekta förlitar sig Sjunde AP-fonden på de SMA-förvaltare de samarbetar med, som i regel utvärderar både att processen för värdering av underliggande bolag går rätt till (via oberoende revisorer) samt vid behov även utmanar de underliggande värderingarna som GPs tillhandahåller.

För innehavet i HGPS, som är öppen för månadsvis handel för investerare, sker oberoende värderingar på månadsbasis. Sjunde AP-fonden har hittills inte sett behovet av en daglig värderingsmetod i linje med SMA-investeringarna delvis som en funktion av att innehavet är litet i relation till Sjunde AP-fondens totala portfölj (0,88% vid utgången av 2023). Huruvida en proxy bör användas även för HGPS kommer att utvärderas vidare.

För Sjunde AP-fondens första (och enda) fastighetsinvestering i Urban Escape, som genomfördes under 2023 erhålles en kvartalsvis rapportering från AMF fastigheter (fastighetsförvaltaren) som innehåller en marknadsvärdering av fastighetsbeståndet per den sista dagen i respektive kvartal. Värderingen erhålles, i likhet med andra AP-fonders direkta fastighetsinnehav, cirka 10 dagar efter utgången av respektive kvartal. För att erhålla en värdering intra kvartal utgår man ifrån en kassaflödesmodell som utgår från den senaste erhållna kvartalsrapporten uppräknat med kvartalets budgeterade driftsnetto. I tillägg till detta regleras i avtalet mellan AMF Fastigheter och Sjunde AP-fonden att Sjunde AP-fonden

<sup>85</sup> Separately managed accounts

<sup>86</sup> HarbourVest Global Private Solution SICAV S.A.

<sup>87</sup> HarbourVest, Adams Street, Hamilton Lane och LGT

skall informeras om händelser, omvärlds eller fastighetsspecifika, som väsentligen skulle påverka värderingen av beståndet.

Sjunde AP-fonden har, likt övriga AP-fonder, en handbok för redovisnings- och värderingsprinciper som beskriver hur de värderar och redovisar tillgångarna och skulderna i fonden. I denna beskrivs redovisningen och värderingsprinciperna för de olika onoterade innehaven i linje med de aspekter som lyfts fram under avsnitt 5.3. Till skillnad från de andra AP-fonderna redovisar Sjunde AP-fonden i de innehavslistor som publiceras i samband med bokslut, marknadsvärderingen för samtliga underliggande onoterade värdepapper.

#### 6.7.5 Kostnader för illikvida tillgångar

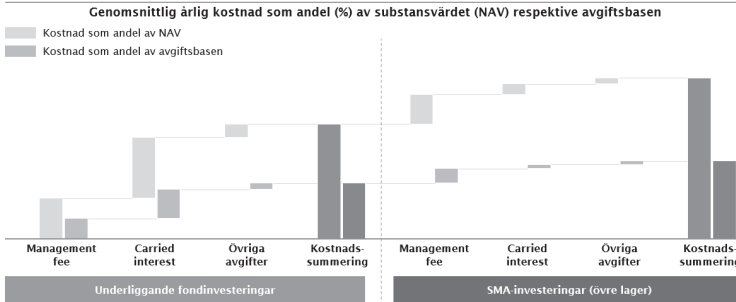
Figur 74 visar på en översikt av de historiska relativa kostnadsnivåerna för investeringar i onoterade aktier. I figuren har procentsatser utelämnats men uppbyggnaden och de relativa storlekarna mellan de olika komponenterna av de olika kostnaderna och ersättningarna ger en antydning om dess relativa storlek under perioden i fråga. En ökad allokering till onoterade aktier har på senare år lett till att Sjunde AP-fondens onoterade fondinvesteringsprogram är mindre moget (hög andel fonder med yngre vintage) vilket inneburit att kostnaden som andel av substansvärde (eng: NAV) är högre än vad som kan väntas för en mer mogen portfölj av underliggande fonder.

Sjunde AP-fonden har historiskt investerat med hjälp av sina samarbetspartners (SMA) vilket innebär att två lager av avgifter tas ut. De kostnader som redovisas i Sjunde AP-fondens årsredovisning är emellertid hänförliga det så kallade övre lagret vilket redogjorts för i avsnitt 5.2.1. Kostnader och ersättningar avseende onoterade aktier för det undre lagret bedöms vara i den lägre delen av intervallet (3–6% av NAV per år) som det refererats till inledningsvis i avsnitt 5.2.1.3. Generellt sett kan nämnas att totala kostnader och ersättningar för investeringar i onoterade aktier bedöms som högre än de AP-fonder som inte har en samarbetspartner (och därmed enbart är exponerade mot ett lager av avgifter). Det följer av en högre grad av outsourcad verksamhet där Sjunde AP-fondens samarbetspartners historiskt spelat en central roll i majoriteten av de aktiviteter som utgör aktivitetskedjan illustrerad i Figur 7. Precis som för övriga AP-fonder är det viktigt att komma ihåg att kostnaderna för investeringar i onoterade aktier (eng: private equity) alltid bör ställas i relation till den totala avkastningen som erhållits. I sammanhanget kan nämnas att Sjunde AP-fondens så kallade "private equity-program" sedan start levererat en avkastning som överträffat interna mål<sup>88</sup> för tillgångsklassen efter kostnader.

För Sjunde AP-fondens, under 2023 genomförda, investering i Urban Escape så anges kostnader som en procentsats i relation till det förvaltade kapitalet. Baserat på tidigare års (2022) kostnadsnivåer från förvaltaren AMF Fastigheter så motsvarar central- och fastighetsadministration en kostnad om cirka 0,16% av det förvaltade kapitalet.

<sup>88</sup> IRR-spread (MSCI ACWI) >200 bps efter samtliga kostnader

### Kostnader för investeringar i private equity, Sjunde AP-fonden



Källa: Sjunde AP-fonden  
 Not: Kostnads-sammansättningen baseras på aritmetiskt medelvärde över en representativ 4-årsperiod

Figur 74: Sjunde AP-fondens uppskattade kostnader och vinstdelning för onoterade aktier

#### 6.7.6 Bedömningar och observationer

- Sjunde AP-fonden bedöms stå inför ett viktigt vägskal avseende investeringar i illikvida tillgångar. Både med avseende på strategi och organisation hänförligt illikvida tillgångsklasser som tidigare inte investerats i (exempelvis infrastruktur), samt med avseende på framtida tillvägagångssätt för att investera i onoterade aktier. Då Sjunde AP-fondens historiska tillvägagångssätt för att investera i onoterade aktier ställt krav på Sjunde AP-fonden att välja goda samarbetspartners, skulle ett tillvägagångssätt där fondinvesteringar genomförs utan dessa samarbetspartners (i likhet med Andra-Sjätte AP-fonden) innebära både möjligheter och risker. Genomföranderisken, som tidigare lyfts upp, bedöms som betydande varför noggrann planering och tid sannolikt kommer krävas för att hantera dessa risker.
- För Sjunde AP-fonden finns ett behov av daglig värdering av illikvida tillgångar vilket beskrivits i avsnitt 6.6.4. Vår bedömning att de metoder som Sjunde AP-fonden använder för att mellan kvartalsvisa värderingar marknadsvärdera de illikvida tillgångarna är ändamålsenliga.
- Sjunde AP-fonden rapporterar, som en del av de innehavslistor som publiceras i samband med bokslut marknadsvärdet på samtliga onoterade innehav. Detta är noterbart då det skiljer sig från de andra AP-fonderna vilka i regel rapporterar anskaffningskostnaden för respektive innehav och en aggregerad marknadsvärdering för övriga onoterade aktier, men alltså inte marknadsvärdet för respektive innehav.
- Sjunde AP-fonden kvantifierar ej i dess rapportering (i likhet med Första AP-fonden) kostnader och ersättningar hänförliga underliggande fonder inom onoterade aktier (som investeras i via samarbetspartner). I takt med att illikvida tillgångar blir en större del av Sjunde AP-fondens totala portfölj anser vi att det vore önskvärt att Sjunde AP-fonden i absoluta tal (samt relativt det förvaldade kapitalet) kvantifierar både kostnader och ersättningar hänförliga i) dess samarbetspartners ii) de underliggande fonder Sjunde AP-fonden via samarbetspartners investerar i.

## 7 Bedömningar, observationer och rekommendationer

### 7.1 Bedömning av styrning och riskhantering

#### 7.1.1 Avvägning mellan låga kostnader och god styrning och riskhantering

Styrning och riskhantering av investeringar i illikvida tillgångar innebär i huvudsak säkerhetsställande av en kompetent och tillräckligt robust och relevant organisation. Organisationen skall på ett adekvat sätt både strategiskt och innehavsspecifikt kunna utvärdera och analysera de risker och möjligheter som de illikvida tillgångsklasserna medför. Styrning innebär även att på ett föredömligt sätt driva systemviktiga frågor exempelvis på teman som transparens och hållbarhet. Som tidigare nämnts är spridningen i avkastning större inom illikvida jämfört med likvida tillgångsklasser. Det innebär att både möjligheterna och riskerna är stora. En god styrning och riskhantering av illikvida innehav är därför av stor vikt för det förväntade avkastningsutfallet. Förutom en större spridning i avkastning finns flertalet risker av icke-finansiell karaktär såsom genomföranderisk och anseenderisker som i värsta fall kan förbises eller underskattas i en mindre förvaltningsorganisation med begränsade resurser.

Förändringarna i de lagstadgade ramarna 2019, gav AP-fonderna ett mer flexibelt mandat, men lagförändringarna efterföljdes inte av någon bredare diskussion kring vad som organisatoriskt krävs för att man på ett riskmedvetet sätt skall kunna optimera förutsättningarna för att utnyttja lagens möjligheter. Samtidigt genomsyras alla AP-fonder av ett tydligt kostnadsmedvetet förhållningssätt till sitt uppdrag och kapitalförvaltning vilket tar sig uttryck både i investeringsfilosofi och riskhanteringspolicy, samt hur de presenterar och implementerar sin verksamhet.

Vår bedömning är att interna kostnaderna har fått en betydande uppmärksamhet av styrelse och ledning. Detta är noterbart speciellt eftersom dessa i relation till de icke-synliga externa förvaltningskostnaderna och ersättningarna utgör en väsentligt mindre andel som exemplifierats i Figur 17. Den primära slutsatsen av detta är dock inte att externa förvaltningskostnader och ersättningar är för höga eller är dåligt genomlysta. I stället bedömer vi att det bör finnas potential för att, genom att ta på sig interna merkostnader, optimera förutsättningarna för att skapa mervärde genom långsiktiga investeringar i illikvida tillgångar – något som kan uppnås genom högre avkastning, lägre externa förvaltningskostnader eller en kombination av de två. De anställda på AP-fonderna bedöms som högst kompetenta och uttrycker visserligen inte själva att de anser sig vara underbemannade. Samtidigt uttrycker de dock både i skrift och i konversationer organisationernas resursbegränsade prägel och behov av ett fokuserat arbetssätt som en följd av detta. Trots att en god styrning och riskhantering inte behöver stå i motsatsförhållande till låga kostnader är dock vår bedömning att sannolikheten för inträffandet av så kallade svansrisker<sup>89</sup> (eng: tail risks) är högre om ett för ensidigt fokus läggs på att minska interna kostnader. Samtidigt följer av en resursbegränsad organisation att antalet investeringsmöjligheter som kan utvärderas naturligt blir färre vilket, allt annat lika, kan leda till en mindre effektiv kapitalförvaltning.

#### 7.1.2 Begränsade resurser och strategisk målbild

Samtliga buffertfonder lyfter i större eller mindre utsträckning fram ett uttalat fokus på deras respektive AP-fonds komparativa fördelar/särdrag avseende förutsättningarna inom illikvida investeringar.

Vidare påtalar samtliga fonder att de har små och resursbegränsade team avseende illikvida investeringar. Speciellt påtagligt är detta för Tredje-, respektive Första AP-fonden. Detta tar sig uttryck

<sup>89</sup> Definierat som händelser som är osannolika men som kan ha en betydande påverkan om de inträffar



både i samtal med AP-fonderna och i viss mån i dokumenterade investeringsfilosofier där uttryck såsom en *relativ liten organisation* och *begränsade förvaltningsresurser* samt *svårighet i rekryterandet av nyckelkompetens* framhålls som förutsättningar som påverkar respektive fonds komparativa fördelar.

Komplex juridik och marknadsspecifika förutsättningar anges vidare som skäl till att inhemsk exponering ibland premierats framför utländska innehav. Detta exemplifieras inte minst av den illikvida portföljen där 44%<sup>90</sup> av tillgångarna i buffertsystemet är koncentrerade till Sverige, mycket som en funktion av de större direktägda onoterade fastighetsinnehaven, men även genom medvetna och aktiva beslut om investeringar i innehav såsom Ellevio och de saminvesteringsplattformar som Polhem Infra och '4 to 1' som satts upp på senare år.

I sammanhanget skall även nämnas att ett fåtal fastighetsbolag står för en betydande andel av det totala värdet av respektive AP-fonds förvaltade kapital, sannolikt delvis som en följd av begränsade resurser och urvalsmöjligheter där prioriteringar behövt genomföras utifrån de resurser som vid var tid funnits tillgängliga. Även om nyttjandet av komparativa fördelar i grund och botten är sunt, så är vår bedömning att begränsade resurser inte (i största möjliga mån) skall utgöra underlag för en strategisk målbild. En eftersträvd målbild bör i stället vara den portfölj som man på sikt ämnar uppnå, oaktat ovan nämnda begränsningar. Ett annat sätt att uttrycka detta på är att AP-fondernas ambition inte bör vara begränsad av vad de idag är.

## 7.2 Implikationer av eftersläpande och icke-frekventa värderingar

Eftersläpande och icke-frekventa värderingar av illikvida tillgångar är problematiska i tre hänseenden:

- i) Om det finns ett behov av att prissätta flöden
- ii) Om den så kallade nämnareeffekten som beskrivs i avsnitt 5.3 återkommande riskerar att inträffa
- iii) Försvårande av mätbarhet, utvärdering och ansvarstillskrivelse (eng: accountability)

### Prissättning av flöden

För samtliga buffertfonder prissätts inte flöden i den bemärkelse att någon av dessa fonder handlas till ett dagligt eller månatligt marknadspris. Konsekvenserna av de eftersläpande värderingarna bör därmed, för buffertfonderna, i detta hänseende anses som begränsade. För Sjunde AP-fonden prissätts dock flöden genom daglig NAV-kurs, där fondandelar kan handlas på dagsbasis, varför eftersläpande värderingar ger upphov till behovet av en metodik för daglig värdering av de illikvida innehaven. Detta blir speciellt relevant desto större andel av den totala portföljen som utgörs av illikvida tillgångar. Vår bedömning är dock att den metodik för daglig prissättning som Sjunde AP-fonden tillämpar, som beskrivits i avsnitt 6.7.4, hanterar problematiken på ett fullgott sätt.

### Nämnareeffekten

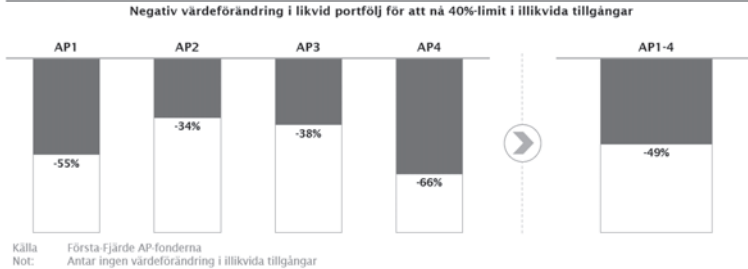
Figur 75 visar på det värdefall för den likvida delen av respektive AP-fonds portfölj som skulle behöva inträffa för att den lagstadgade gränsen om 40% illikvida tillgångar skulle överskridas<sup>91</sup>. Värdefallets storlek följer av den relativa andelen illikvida tillgångar vid utgången av 2023 där exempelvis ett värdefall om 66% hade behövts inträffa för Fjärde AP-fondernas likvida portfölj för att 40% gränsen skulle överskridas. Då skrivelsen i APL, gällande 40% begränsningen, ger utrymme för AP-fonderna att

<sup>90</sup> 49% för Första-Fjärde AP-fonderna. Motsvarande siffra för Sverigeexponeringen i den totala noterade aktieportföljen för Första-Fjärde AP-fonderna utgjorde cirka 31% vid slutet av 2023

<sup>91</sup> Första – Fjärde AP-fonden. Antar att värdet på den illikvida delen av portföljen hålls konstant

inte behöva sälja tillgångar som en följd av ett sådant scenario, är implikationen begränsad till att inte kunna nyinvestera i illikvida tillgångar vid ett sådant tillfälle.

**Illustration av nämnareffekten (eng: denominator effect) och allokering till illikvida tillgångar, 2023, Första-Fjärde AP-fonderna**



Figur 75: Illustration av nämnareffekten och allokering till illikvida tillgångar, Första-Fjärde AP-fonderna

I närdit var en sådan situation högst aktuell i samband med de kraftiga marknadsuppgångarna under 2021 vilket efterföljdes av en sättning i de publika marknaderna under 2022 varpå eftersläpande värderingar för de illikvida innehaven var kvar på relativt höga nivåer. Att inte kunna nyinvestera vid ett sådant tillfälle kan innebära att AP-fonderna behöver göra avkall på avkastning som en följd av denna restriktion. Situationen kan även innebära att någon av AP-fonderna tvingas stå över en fondresning, vilket kan skada relationer med de fonder som man eftersträvar att investera i. Som tidigare nämnts kan även den illikviditetspremie som investeringar i illikvida tillgångar motiverar, i viss mån gå till spillo då tillhandahållandet av likviditet (möjligheten att köpa när andra behöver sälja) i sådana situationer är just den typ av ersättning som en investerare i illikvida tillgångar strukturellt förväntas bli kompenserad för.

Vår bedömning är dock att den lagstadgade gränsen om 40% illikvida tillgångar är väl avvägd i sammanhanget. Med andra ord ger limiten gott om utrymme för fonderna att allokera till illikvida tillgångar där en målallokering ur portföljoptimeringshänseende sannolikt hamnar under 40%-gränsen givet de avkastningsmål som respektive AP-fond för nuvarande har. Principiellt anser vi dock att denna typ av restriktion skulle kunna tas bort då denna kan leda till utebliven avkastning i de fall då en AP-fond bedömer att det finns goda investeringsmöjligheter, men på grund av restriktionen ej kan dra nytta av dessa. Hanteringen av andelen illikvida tillgångar skulle då lämnas till AP-fondernas organisation vilket vi anser vara mer lämpligt.

Försvårande av mätbarhet och ansvarstillskrivelse

Försvårdad mätbarhet och ansvarstillskrivelse (eng: accountability) följer som en konsekvens av en högre andel illikvida tillgångar som värderas mindre frekvent och rapporteras med eftersläpning. Detta gäller speciellt i uppbyggnadsfaser av illikvida portföljer som i regel kräver en långsiktighet för att på ett tillfredställande sätt kunna utvärdera om investeringen varit bra eller dålig ur ett avkastningshänseende (se avsnitt 5.4.5 för vidare analys).

#### Aktiverande av broms

Till sist påverkas även sannolikheten och timingen av inträdet av den automatiska balanseringen, den så kallade bromsen, av de eftersläpande värderingarna. Bromsen slår in om inkomstpensionssystemets skulder överstiger tillgångarna. Utvärderingen om så är fallet sker genom att ett balanstal<sup>92</sup> årligen fastställs. Som ett exempel så skulle en kraftig nedgång i de noterade marknaderna strax innan fastställande av balanstalet, för en portfölj med enbart likvida tillgångar, allt annat lika ha större sannolikhet att leda till ett aktiverande av bromsen jämfört med en portfölj bestående av både likvida och illikvida tillgångar med en betydande andel av eftersläpande värderingar. I sammanhanget bör dock noteras att andelen tillgångar föremål för betydande eftersläpande värdering främst avser fondinnehav och inte, i samma utsträckning, de direktägda onoterade fastighetsinnehaven varför dynamiken enbart avser delar av den illikvida portföljen.

### 7.3 Bedömning av rapporteringen och redovisning av illikvida tillgångar

#### 7.3.1 Bedömning av process och rapportering av marknadsvärderingar

Avsnitt 5.3 redogör processen och faktorer för marknadsvärdering av AP-fondernas illikvida tillgångar. Vår bedömning är att det inte finns anledning att förändra processen för värderingen eller hur den av AP-fonderna redovisas i deras årsredovisningar. Visserligen finns det anekdotiskt andra pensions- eller statliga förmögenhetsfonder med liknande mandat som AP-fonderna som har interna avdelningar för att validera, utmana och utföra egna värderingar av underliggande innehav (och därmed i mindre utsträckning förlita sig på de processer som respektive fondförvaltare som kontrakteras har). Dock är vår bedömning att ett sådant krav på AP-fonderna inte vore ändamålsenligt i linje med motivering att en mycket god insyn krävs för att på goda grunder ha en bättre uppfattning om värdet på underliggande tillgångar än förvaltaren i fråga som har det operativa ledningsansvaret. Så länge en sådan insyn inte är möjligt är det inte heller rimligt att av AP-fonderna kräva andra värderingsrutiner.

Vad avser buffertfondernas externa rapportering av värderingar av illikvida tillgångar så redogörs dessa för i avsnitt 5.3.1.1. Vi bedömer denna rapportering som ändamålsenlig och ser ingen anledning till att väsentligt förändra denna rapportering. För Sjunde AP-fonden följer en mindre detaljerad rapportering av illikvida tillgångar i deras historiska årsredovisningar delvis som en följd av att dessa utgjort en relativt liten andel av AP7 Aktiefonds totala fondkapital. Däremot följer en heltäckande rapportering av marknadsvärderingar för respektive onoterat innehav i de innehavslistor som publiceras i samband med bokslut. Det får anses som ändamålsenligt och vi ser ingen anledning till att förändra denna rapportering av marknadsvärderingar.

#### 7.3.2 Bedömning av hur kostnaderna bör redovisas

Avsnitt 5.2.2 redogör för hur kostnaderna för onoterade tillgångar redovisas för respektive AP-fond. Med bakgrund av Figur 15 är en lämplig startpunkt en principiell diskussion avseende hur "djupt/långt ned i strukturen" kostnader, inom ramen för AP-fondernas årsredovisningar, bör synliggöras och explicit lyftas fram.

Som exempel utgör (1) central- och fastighetsförvaltning för de direktägda fastighetsbolagen en kostnad som belastar respektive fastighetsbolag, vilket därmed gör att omfattningen av den inte är synlig i respektive AP-fonds årsredovisning. Konceptuellt sett kan det dock argumenteras för att det finns likheter åtminstone med delar av denna kostnad och den förvaltningsavgift som en fondförvaltare av antingen (2) noterade- eller (3) onoterade tillgångar tar ut. Deras gemensamma nämnare är att samtliga ersättningar syftar till att täcka löpande kostnader för respektive förvaltarens

<sup>92</sup> Där ett balanstal > 1 innebär att tillgångarna (avgiftsinkomster + buffertfondkapitalet) är större än skulderna

organisation och utvecklingen av denna. Trots detta varierar graden av synlighet mellan de tre exemplen, som en följd av redovisningspraxis, ägandeform och ersättningsmodell. Huruvida ersättningarna är en kostnad eller inte är även det föremål för debatt inte minst i fallet med förvaltningsavgifter (eng: management fee) för onoterade fondinnehav som ofta återbetalas innan vinstdelning tas ut. Sätts definitioner åt sidan, kvarstår dock faktumet att samtliga tre exempel utgör någon form av kostnad eller ersättning.

Vi är av uppfattningen att transparens bör eftersträvas men anser också att ett pragmatiskt förhållningssätt, med beaktande av redovisningspraxis, ägandeform och ersättningsmodell, är att föredra. För förvaltningsavgifterna hänförligt de onoterade fondinnehaven anser vi Sjätte AP-fondens tillvägagångssätt vara föredömligt där förvaltningsavgifter periodiseras och ställs i relation till det förvaltade kapital de avser (NAV + kvarvarande utfästelser) vilket ger läsaren en förståelse för dess omfattning. Dock kräver den typen av redovisning sannolikt ett ökat behov av resurser vilket bör tas i beaktning vid ett eventuellt, för Första-Fjärde AP-fonderna, skifte. Materialitetsprincipen bör även råda där transparens förefaller vara av mindre vikt för Sjunde AP-fonden än för Första-Fjärde AP-fonderna givet Sjunde AP-fondens nuvarande relativt blygsamma allokering till illikvida tillgångar.

Vår bedömning är att ett förtydligande i Första-Fjärde samt Sjunde AP-fondernas årsredovisningar kan göras med avseende på att sätta utbetalad förvaltningsavgift (eng: management fee) i relation till den avgiftsbas eller förvaltad kapital (NAV + kvarvarande utfästelser) den avser per illikvid tillgångsklass, med målsättningen att ge läsaren en förståelse för dess omfattning.

För prestationsbaserade ersättningar för onoterade tillgångar finns ett antal försvårande omständigheter kopplade till full transparens vilket följer av respektive industris mognadsgrad avseende exempelvis rapporteringsstandarder. Vidare kan prestationsbaserad ersättning struktureras på ett sådant sätt att gränserna mellan en ersättning för genomfört arbete och avkastning på kapital är otydlig, vilket försvårar rapporteringen. Trots detta är vår bedömning att AP-fonderna med beaktande av materialitetsprincipen och resursbehov bör fortsätta verka för en mer transparent industri vilket, i tillägg till att driva frågan kring transparens av löpande redovisning av realiserade och orealiserade prestationsbaserade ersättningar via branschorganisationer, också bör sträva efter att internt sammanställa omfattningen av dessa och på sikt redogöra för storleken av dem i likhet med hur prestationsbaserad ersättning för de noterade marknaderna redovisas.

### 7.3.3 Bedömning av hur AP-fondernas styrning av illikvida tillgångar bör rapporteras

Som påtalats i 5.1.1 är vår bedömning att med ökad koncentration och storlek på de onoterade fastighetsinnehaven så bör även ökad transparens följa. Tonvikt bör bland annat läggas vid:

- i) investerings- och äganderationalen av dessa innehav med en tydlighet kring den långsiktiga strategiska målsättningen
- ii) plan och resonemang kring eventuell diversifiering eller fortsatt koncentration med avseende på motpart och medinvesterare
- iii) belysning av andra alternativa investeringsmöjligheter/alternativkostnad,
- iv) förväntat värdeskapande och avkastning
- v) resonemang kring ägandeperiod och eventuell avyttringsstrategi och/eller situationer som kan påkalla behov av en avyttring

Hur ovan beskriven transparens tar sig uttryck kan ske via publicering av ytterligare policydokument och/eller förtydligande i respektive AP-fonds årsredovisning.

För en bredare rapportering av styrningen av illikvida tillgångar är vår bedömning att upprättande och tillgängliggörande av en separat ägarstyrningspolicy för illikvida (onoterade) tillgångar (likt den policy Fjärde AP-fonden upprättat) är att rekommendera för Första-Fjärde AP-fonderna.

## 7.4 Övriga bedömningar och observationer

### 7.4.1 Utvärdering av onoterade aktier kan vidareutvecklas

- Som beskrivits i avsnitt 5.4.2 saknas väletablerade riskjusterade avkastningsmått för investeringar i onoterade aktier. Första-Tredje samt Sjunde AP-fonden utvärderar i huvudsak investeringar i onoterade aktier relativt breda publika jämförelseindex + 200 – 500 baspunkter, samt över olika tidsperioder, beroende på fond. Dessa index är inte justerade för nämnda systematiska faktorer (se avsnitt 4.4.3) och kan ifrågasättas som relevant jämförelsemått. Under senare år har tillgängligheten och detaljgraden till data avseende avkastning hänförligt onoterade aktier (eng: private equity) ökat väsentligt där externa indexleverantörer såsom Burgiss har en stor databas med relevanta jämförelseobservationer. Detta är bland annat en av anledningarna till att Sjätte AP-fonden bytte till jämförelseindex Burgiss all för ett antal år sedan. Vår bedömning är att utvärderingen av onoterade tillgångsklasser kan utvecklas ytterligare för Första-Tredje samt Sjunde AP-fonden. Detta innebär inte enbart ett eventuellt byte eller komplement av jämförelseindex utan även etablerandet av en syn på hur tillgångsklassen eller specifika investeringsmöjligheter inom tillgångsklassen står sig i förhållande till investerbara likvida/noterade alternativ. En sådan utvärdering relaterar även till en eventuell koordinering av Första-Fjärde AP-fondernas ALM-arbete där synen på onoterade aktier som ett tillgångsslag skulle kunna förtydligas även om respektive AP-fonds syn på onoterade aktier är en följd av dess investeringsfilosofi. Ett sådant koordinerat arbete skulle då också involvera rationalen bakom allokeringen till onoterade aktier som, beroende på investeringsfilosofi, kan tänkas skiljas åt, exempelvis med avseende på strävan efter alpha, beta, en kombination av de två eller de specifika underliggande investeringarnas unika attribut.

## 8 Referenser

- Ang, A., Brandt, M. W., & Denison, D. F. (2014). Review of the active management of the Norwegian Government Pension Fund Global. *Report to the Norwegian ministry of finance*.
- Begenau, J., Liang, P., & Siriwardane, E. (2023). The Rise in Alternatives.
- Begenau, J., & Siriwardane, E. (2022). How do private equity fees vary across public pensions? (No. w29887). *National Bureau of Economic Research*.
- Brown, G. W., Gredil, O. R., & Kaplan, S. N. (2019). Do private equity funds manipulate reported returns?. *Journal of Financial Economics*, 132(2), 267-297.
- Cavagnaro, D. R., Sensoy, B. A., Wang, Y., & Weisbach, M. S. (2019). Measuring institutional investors' skill at making private equity investments. *The Journal of Finance*, 74(6), 3089-3134.
- CEM Benchmarking. (2017). Genom McKinsey & Company (2017). Equity investments in unlisted companies.
- Døskeland, T., & Strömberg, P. (2018). Evaluating investments in unlisted equity for the norwegian government pension fund global (gpfg).
- Förvaltsalternativet inom premiepensionen (Prop. 2021/22:280). Finansdepartementet.
- Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2016). How do private equity investments perform compared to public equity?. *Journal of Investment Management*.
- Harris, R. S., Jenkinson, T., Kaplan, S. N., & Stucke, R. (2022). Has persistence persisted in private equity? Evidence from buyout and venture capital funds. *Journal of Corporate Finance*, 102361.
- Ilmanen, A., Chandra, S., & McQuinn, N. (2019). Demystifying Illiquid Assets: Expected Returns for Private Equity. *The Journal of Alternative Investments*.
- Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*. 67(5), 61-74
- J.P. Morgan Asset Management. (2023). Guide to Alternatives. 3Q 2023.
- KKR & Co. (2023). Alternatives Unlocked: Unlocking Private Equity: Beyond the Stock Exchange.
- Lerner, J., Mao, J., Schoar, A., & Zhang, N. R. (2022). Investing outside the box: Evidence from alternative vehicles in private equity. *Journal of Financial Economics*, 143(1), 359-380.
- Maurin, V., Robinson, D. T., & Strömberg, P. (2023). A theory of liquidity in private equity. *Management science*, 69(10), 5740-5771.
- McKinsey & Company. (2017). Equity investments in unlisted companies. Report for the Norwegian Ministry of Finance. November 2017. Exhibit 9.
- McKinsey & Company. (2023). Private markets turn down the volume. *McKinsey Global Private Markets Review* 2023. March 2023.
- Norges Bank Investment Management. (2023). Discussion note: Private Equity. Volym 4. Sida 7.
- Rod, James. (2022). PE's dreaded denominator effect could prompt some tough decisions. *Private Equity International*.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.
- Sutton, A., Hamilton, E., Morrey, D. (2023). The FCA is reviewing private market valuations. *Grant Thornton*.
- Thinking Ahead Institute. (2023). The Asset Owner 100. November 2023.
- World Economic Forum. (2014). Direct Investing by Institutional Investors: Implications for Investors and Policy-makers.

## 9 Begreppslista

**Advisory board:** Bildas vanligen för att tillhandahålla branschexpertis och kunskap vid i samband med investeringar i fonder. Forumet har i regel inga befogenheter att agera på uppdrag av fonden utan endast rådgivande.

**Buyout:** Avser i denna rapport ett delsegment inom noterade aktier. Avser investeringar i mogna/större företag än de två andra delsegmenten (inom noterade aktier: growth och venture) som omnämns i denna rapport.

**Carried interest (sv: vinstdelning):** En vinstdelningskomponent som tillfaller en fondförvaltare (eng: General Partner, GP) efter att vissa kriterier uppnåtts. Carried interest betalas i regel ut när investerarkollektivet (LPs) återfått samtligt inbetalt kapital inkluderande avgifter samt ett tillägg i form av ett tröskelvärde (eng: hurdle rate). Vinstdelningskomponenter är i regel primärt hänförliga fondstrukturer.

**Catch up:** Catch up refererar till en del av de kommersiella villkoren för en fondstruktur. Efter att investerare (LP) fått tillbaka samtliga avgifter samt avkastning i form av ett tröskelvärde (eng: hurdle rate) vid en fondinvestering går processen in i en "catch-up"-period. Under "catch-up" tar fondförvaltaren (GP) emot majoriteten eller alla vinster tills den överenskomna vinstdelningsnivån nåtts, som bestäms enligt avtal.

**Co-investering:** En fondinvestering (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.

**Distribution:** Ett kassaflöde som betalas tillbaka från en general partner (GP) till investerare (LP) inom ramen för en fondinvestering. Distributioner sker oftast i den senare fasen av en fondcykel när portföljbolag har avyttrats.

**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.

**Fondinvestering:** I denna rapport refererar en fondinvestering till att en institutionell investerare, i regel tillsammans med andra investerare (så kallade Limited Partners, LPs) utfäster ett belopp som betalas ut till en fond. Kapitalet betalas typiskt sett ut över tid i takt med att fondmedel, på uppdrag av förvaltaren (så kallad eng: General Partner, GP), investeras i underliggande tillgångar.

**Fondutfästelse (eng: committed capital):** Den kapitalsumma som en investerare (LP) ger löfte om att (över tid) betala in till en fond.

**Fond-i-fond:** En fond som investerar i underliggande fonder/fondförvaltare. Fond-i-fonder används typiskt sett delvis för att få en bred exponering mot underliggande tillgångslag utan att nödvändigtvis behöva bygga upp stora interna resurser för att investera direkt i de underliggande fonderna.

**General Partner (GP):** Delägare i ett limited partnership med obegränsat ekonomiskt ansvar. I svensk legal struktur motsvarar GP en komplementär i ett kommanditbolag. Används i denna rapport som synonym till 'fondförvaltare'.

**Governance:** Avser regler, praxis och processer genom vilka ett bolag styrs och kontrolleras. Kan likställas med det svenska ordet 'styrning'.

**Growth:** Avser i denna rapport ett delsegment inom onoterade aktier (eng: private equity) som syftar till investeringar i etablerade företag som befinner sig i en tillväxtfas.

**Hurdle rate:** Ett tröskelvärde eller minsta avkastningskrav (ränta) som i regel behöver överträffas för att en GP (fondförvaltare) skall få ta del av vinstdelning. Nivån kan variera men är oftast satt till 8% årlig avkastning.

**Institutional Limited Partners Association (ILPA):** En branschorganisation för institutionella investerare (LPs) i tillgångsklassen onoterade aktier (eng: private equity). ILPA arbetar för att främja LPs intressen genom bland annat utbildning och påverkansarbete.

**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.

**Limited Partnership:** En investeringsstruktur för fondinvesteringar med två typer av partners: en general partner (GP) och flera limited partners (LPs). GP har obegränsat ekonomiskt ansvar och är fullt ansvarig för att hantera investeringsbeslut och verksamhetsutveckling. LP är investerare som tillhandahåller kapital till fonden. Limited partnerships kan liknas vid kommanditbolag där GP är komplementär och LPs är kommanditdelägare.

**Limited Partner (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.

**Limited Partnership Advisory Committee (LPAC):** LPAC är 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.

**Management fee (sv: förvaltningsavgift):** management fee är en avgift som tas ut av fondförvaltaren (GP) för att täcka kostnaderna för att hantera fonden. Baseras ofta initialt som en procentsats på utfäst kapital (under fondens investeringsfas) för att sedan (under återbetalningsperioden) baseras på anskaffningskostnaden av kvarstående innehav

**NAV (net asset value):** Marknadsvärdet för alla fondens investeringar per fondandel. Beräknas efter avdrag för kostnader. Används synonymt med begreppet substansvärde i denna rapport.

**Persistency:** Persistency innebär att historiskt framgångsrika fondförvaltare tenderar att fortsätta vara framgångsrika i framtiden. Return persistency innebär att historiskt högavkastande fonderna/fondförvaltarna fortsätter att vara högavkastande i framtiden.

**Private credit:** Investeringar i onoterade krediter.



**Private equity:** Investeringar i onoterade aktier. Refererar i denna rapport genomgående till investeringar i onoterade aktier via fondstrukturer. Private equity kan delas in i flera segment såsom buyout (mogna bolag), growth (tillväxtbolag) och venture (bolag i tidig fas). I denna rapport används termen 'private equity' synonymt med 'onoterade aktier'.

**Secondaries (secondary markets):** Avser förvärv och försäljning av befintliga fondandelar på en andrahandsmarknad.

**Substansvärde:** Se NAV (net asset value) som används synonymt med substansvärde i denna rapport.

**Venture capital:** Avser i denna rapport ett delsegment inom onoterade aktier. Avser investeringar i företag som befinner sig i en tidig fas. Fonder inom venture capital ämnar investera i bolag med hög långsiktig tillväxtpotential som behöver kapital för att realisera denna potential.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 30 maj 2024

Närvarande: statsminister Kristersson, ordförande, och statsråden, Billström, Ankarberg Johansson, Edholm, J Pehrson, Waltersson Grönvall, Jonson, Strömmer, Roswall, Forssmed, Tenje, Slottner, Wykman, Malmer Stenergard, Kullgren, Liljestränd, Brandberg, Bohlin, Carlson, Pourmokhtari

Föredragande: statsrådet Wykman

---

Regeringen beslutar skrivelse Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2023