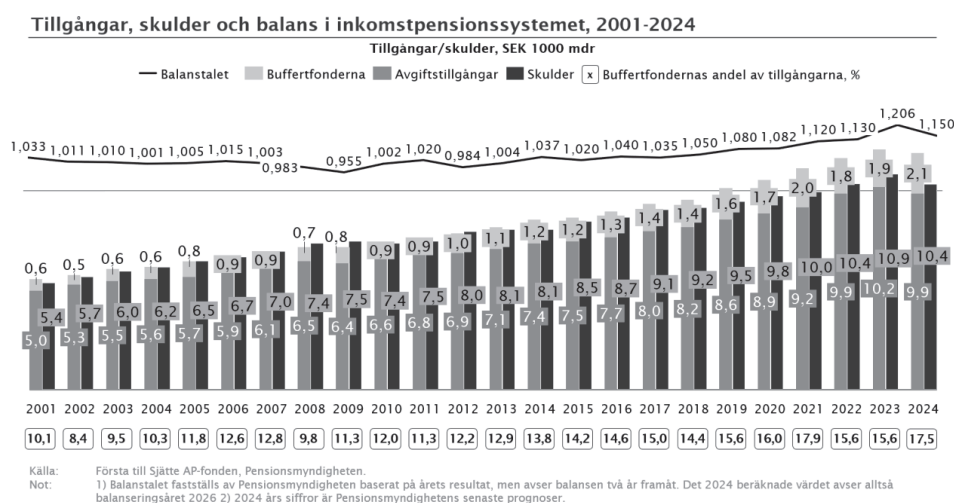


avgiftstillgången, och buffertfonderna medan skulderna består av upparbetade pensionsrätter (Se Figur 7 nedan).

Om balanstalet överstiger 1,0 skrivs värdet av pensionsrätterna upp med den genomsnittliga löneökningstakten, uttryckt i inkomstindex. Om balanstalet däremot understiger 1,0 är skulderna större än tillgångar och en automatisk balansering aktiveras (refereras vanligen till som bromsen). Det innebär att värdet av pensionsrätterna skrivs upp med en lägre faktor än löneökningen, eller temporärt inte skrivs upp alls. Detta innebär att inkomstpensionen kan sänkas om inkomstpensionssystemet inte balanserar.



Figur 7: Tillgångar, skulder och balans i inkomstpensionssystemet, 2001-2024

Pensionssystemet har varit i balans sedan 2013 då avgiftstillgångarna har varit större än skulderna. År 2008 var det första tillfället i buffertfondernas historia sedan starten 2001 som balanstalet understeg 1,0 (se Figur 7) – detta reflekterar den här tidsperioden som 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 2012 har balanstalet uppvisat en växande trend till en stabil nivå över gränsvärdet.

Den andel av totala pensionssystemtillgångar som utgörs av buffertfonderna har historiskt sett varit relativt låg och avgiftstillgångarna har utgjort merparten av tillgångssidan. Dock har buffertfondernas betydelse för systemet ökat över tid då och fonderna utgör en ökande andel av tillgångarna. När nuvarande buffertfondstruktur implementerades 2001, utgjorde buffertfonderna cirka 10% av tillgångarna medan år 2024 utgör de 17,5% av totala tillgångarna. Buffertfonderna har därmed sedan start bidragit positivt till balansen i det övergripande pensionssystemet.

3.2 AP-fondernas uppdrag och styrning

AP-fondernas verksamhet styrs av Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder samt lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden, vilka säkerställer en stabil och långsiktig förvaltning av pensionskapitalet. Regelverken definierar fondernas uppdrag, mål och begränsningar för att trygga pensionssystemets hållbarhet.

Första till Fjärde AP-fondens uppdrag:

- Förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.
- Den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.
- Förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet.
- Ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten.

Sjätte AP-fondens uppdrag

- Inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, förvalta anförtrödda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden.
- Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses.
- Förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet.

Sjunde AP-fondens uppdrag:

- Förvalta fonder för de ändamål som framgår av bestämmelserna om premiepension i socialförsäkringsbalken. Förvaltningen ska ske uteslutande i pensionsspararnas intresse.
- De medel som förs över till fonder som Sjunde AP-fonden förvaltar ska placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås vid den valda risknivån.
- Medlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska Sjunde AP-fonden fästa särskild vikt vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet.

Riksdagen ger fonderna deras mandat och operationella ramverk, inklusive kravet på föredömlig förvaltning, som sedan 1 juli 2022 även omfattar Sjätte AP-fonden. Regeringen utvärderar årligen fondernas resultat för att säkerställa att de agerar inom sitt uppdrag, vilket bidrar till transparens och ansvarsutkrävande.

Varje AP-fonds styrelse ansvarar för att fastställa investeringsstrategier och mandat, baserade på fondens investeringsfilosofi och övertygelser. Dessa styr kapitalallokering, riskhantering och avkastningsmål. Styrelserna har det strategiska ansvaret för att säkerställa att fondernas verksamhet stödjer pensionssystemets långsiktiga mål. För en mer detaljerad analys av AP-fondernas styrning, se bilaga *Tilläggsuppdrag*.

Trots regeringens roll i utvärderingen har Regeringskansliet ingen operativ påverkan på förvaltningen i AP-fonderna, i enlighet med principen om oberoende förvaltning. Detta garanterar att investeringsbeslut grundas på finansiella och strategiska överväganden, fria från politisk påverkan. AP-fondernas styrningsmodell bidrar därmed till ett stabilt och hållbart pensionssystem för nuvarande och framtida generationer.

AP-fonderna bedrivs dessutom separat och oberoende av varandra och därmed fastställs deras respektive mål utan hänsyn till de övriga fondernas ALM-strategi, portföljsammansättning eller risknivå. Detta är viktigt att beakta vid jämförelser samt utvärdering av fonderna.

3.3 AP-fondernas omvärld 2020–2024

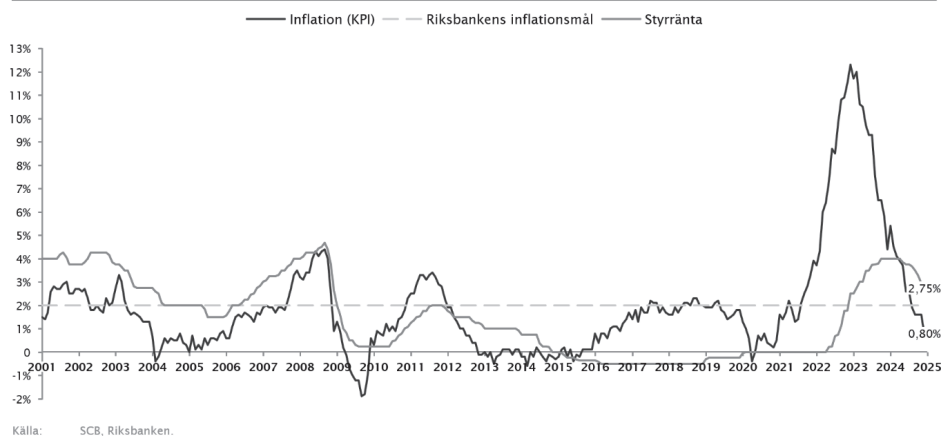
Under de senaste fem åren har AP-fonderna navigerat genom ett komplext och utmanande makroekonomiskt och geopolitiskt landskap, vilket har haft en direkt inverkan på fondernas verksamheter och investeringsstrategier. Dessa förändringar har krävt anpassningar för att fortsätta leverera en långsiktigt stabil avkastning och upprätthålla pensionssystemets finansiella stabilitet. Bland annat har fonderna lagt större fokus på riskhantering genom att utöka sitt arbete med stresstester för att identifiera och kvantifiera fonders likviditetsrisk och motståndskraft vid exempelvis stora fall i valutan. Ett större fokus har även lagts på beredskap för kris och katastrof.

År 2020 präglades till stor del av den globala Covid-19 pandemin vilket påverkade investeringsklimatet drastiskt. Nedstängningar av samhällen och ekonomisk osäkerhet ledde initialt till kraftiga börsnedgångar och en ökning av konkurser i Sverige. Den kraftiga nedgången på aktiemarknaderna i Sverige och internationellt innebar en utmaning för AP-fonderna i det strategiska beslutsfattandet för mindre långsiktiga innehav. Trots de initiala utmaningarna bidrog omfattande stimulanser från regeringar och centralbanker till en relativt snabb ekonomisk återhämtning.

Rysslands invasion av Ukraina var startskottet för en skenande inflation och lågkonjunktur. I februari 2022, samtidigt som de sista pandemirestriktionerna släpptes i Sverige, inledde Ryssland sin fullskaliga invasion av Ukraina. Kriget förändrade det internationella makroekonomiska klimatet och påverkade den svenska ekonomin och penningpolitiken kraftigt. Globala leveranskedjor drabbades, energipriserna eskalerade och inflationen i Sverige nådde den högsta nivån på tre decennier (Se Figur 8). AP-fonderna redovisade under 2022 sina lägsta reala avkastningar sedan finanskrisen 2008.

För att hantera den stigande inflationen höjde Riksbanken styrräntan i omgångar från 0% i början av 2022 till 4% i slutet av 2023, vilket är den högsta nivån på 15 år. Detta resulterade i en markant förändring av investeringsklimatet, vilket hade en negativ inverkan på skuldsatta branscher som bygg- och fastighetssektorn. Samtidigt blev investeringar i räntebärande värdepapper mer attraktiva. Globala räntehöjningar, genomförda av bland annat den amerikanska centralbanken Federal Reserve och Europeiska centralbanken, påverkade likaså de internationella investeringsutsikterna.

Sveriges inflationstakt och styrränta 2001-2024



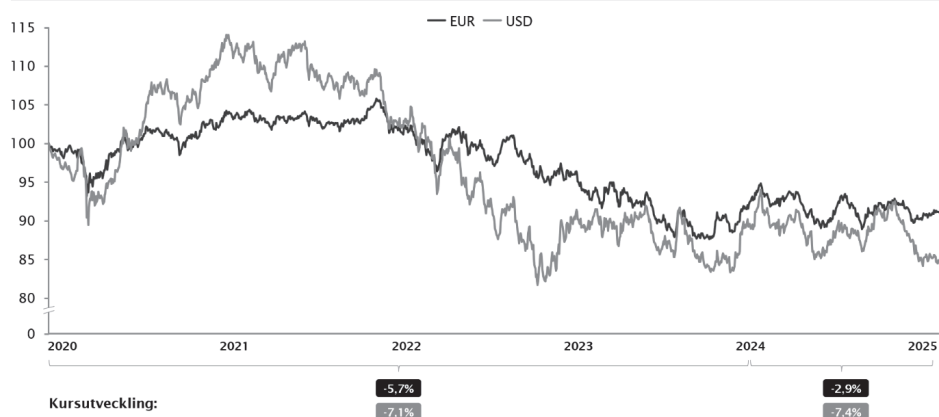
Figur 8: Sveriges inflationstakt och styrränta, 2001-2024

Riksbankens räntehöjningar gav effekt under 2024, vilket ledde till en nedgång i inflationen. Som en följd har Riksbanken successivt sänkt styrräntan under året, som i december 2024 var 2,75% (Se Figur 8 ovan). Trots detta förblir återhämtningen i den svenska ekonomin långsam, och inflationen utgör fortfarande en osäkerhetsfaktor. I december 2024 låg inflationen på 0,8%, vilket är under Riksbankens mål på 2%. Även globalt har centralbankerna inlett räntesänkningar, men osäkerheten kring inflationens långsiktiga utveckling kvarstår.

De höga räntorna under 2023 satte press på bolag med stor skuldsättning, medan de lägre räntorna under 2024 har stärkt attraktionskraften för investeringar i aktier och alternativa tillgångar. Fallande räntor gör även att marknadsvärdet på obligationer stiger. Dessa marknadssvängningar har varit en central faktor för AP-fondernas strategiska anpassningar där en välbalanserad portfölj har varit avgörande.

Vidare har den svenska kronan försvagats i takt med hög inflation och ekonomisk osäkerhet, speciellt gentemot amerikanska dollarn. Vid årets slut var svenska kronans utveckling -2,9% gentemot EUR och -7,4% gentemot USD, vilket illustreras i Figur 9 nedan. Detta sätter press på svenska importberoende bolag samt bolag med hög andel av utländska lån samtidigt som det gynnar svenska exportbolag och utländska tillgångar. Kronkursen har direkt och indirekt påverkan på värderingen av fondernas tillgångar, såväl räntor som aktier. Värdet på AP-fondernas internationella investeringar har därmed ökat i relation till deras innehav i svenska kronor, till följd av valutakursförändringar. En möjlig konsekvens är en strategisk omfördelning av det förvaltade kapitalet, med en ökad vikt på internationella tillgångar.

Växelkursutveckling 2020-2024, SEK mot EUR och USD



Källa: Riksbanken.
Not: Index = 100 per 2020-01-02.

Figur 9: Växelkursutveckling, SEK mot EUR och USD, 2020-2024

Första till Fjärde AP-fonden får enligt lag inte ha en öppen valutaexponering (den del av portföljen som är utsatt för valutakursförändringar utan valutasäkring) som överstiger 40%. Valutaförändringarnas påverkan 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 minskar valutasäkringen den negativa effekten när kronan stärks, vilket skyddar avkastningen i internationella innehav.

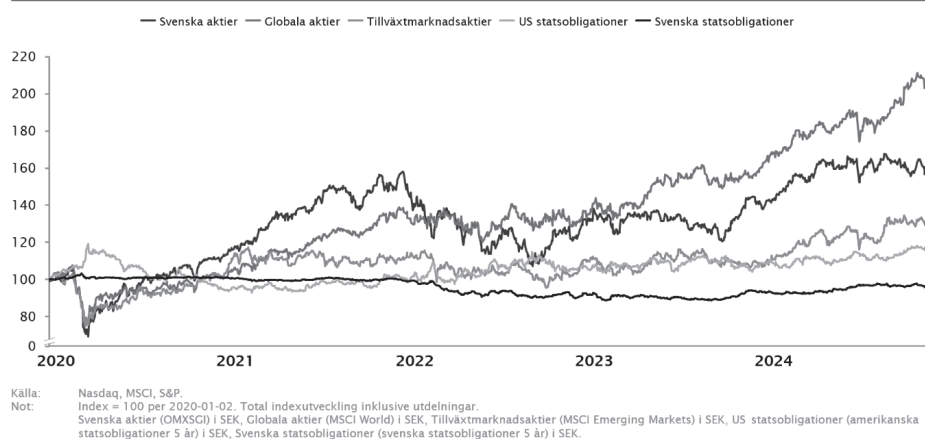
Frågan om valutasäkringskravet har diskuterats i tidigare utredningar och utvärderingar. Kravet kan anses vara begränsande eftersom det gäller på årsbasis trots att valutakurser naturligt fluktuerar över fondernas långa investeringshorisont. Ett slopat krav skulle ge ökad flexibilitet men också innebära utmaningar, exempelvis hur fonderna skulle prognosticera utvecklingen av valutakurser och anpassa sin valutaexponering vid rätt tidpunkt.

Sett till aktiemarknaden så har globala aktiemarknader fortsatt att nå nya rekordnivåer under 2024. Trots geo- och penningpolitisk osäkerhet kring inflation, räntor och det amerikanska presidentvalet har de globala aktiemarknader haft en stark utveckling med USA i spetsen. Under 2024 har vissa fluktuationer inträffat, främst under sommaren, men överlag har marknaden uppvisat en relativt låg volatilitet och en stabil, kontinuerlig uppgång (se Figur 10 nedan). De svenska aktierna noterade därmed något lägre uppgångar. I Sverige överträffade det breda marknadsindexet OMXSGI (samtliga aktier på Stockholmsbörsen, inklusive utdelning) storbolagsindexet OMXS30GI (de 30 mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen, inklusive utdelning) med 9,2% respektive 6,8%. I Europa genererade det breda marknadsindexet STOXX 600 (600 stora, medelstora och små börsnoterade bolag i 17 europeiska länder) 5,9% i avkastning under 2024. I USA ökade S&P 500 (de 500 största amerikanska börsnoterade företagen) med cirka 25% under 2024, där "Magnificent Seven" bolagen (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia och Tesla) bidrog avsevärt. Nvidias avkastning på 171% stod för mer än 22% av S&P 500:s totala avkastning, följt av Apple, Amazon och Meta som bidrog med 7,4%, 5,9% respektive 5,5% till indexets helårsavkastning. Sammanlagt hade de sju bolagen en genomsnittlig

avkastning på 61% under 2024. De globala aktiemarknadernas utveckling är därmed till stor del drivna av amerikanska bolag, speciellt teknikbolag.

Denna utveckling medför potentiella koncentrationsrisker för AP-fonderna, som har betydande investeringar inom amerikanska teknikbolag (se avsnitt 4.2.1 *Riskenivå* för en detaljerad genomgång av koncentrationsrisker). Samtidigt börjar allt fler investerare ifrågasätta hur länge de stora amerikanska teknikbolagen kan upprätthålla sin tillväxt och överträffa de högt ställda vinstförväntningarna. På sikt kommer faktorer som konjunkturutvecklingen, inflationen, styrräntorna och bolagens vinstutveckling vara avgörande för aktiemarknaden riktning.

Utveckling på underliggande marknader 2020-2024



Figur 10: Utveckling på underliggande marknader 2020-2024

Sett till marknaden för onoterade tillgångar har den likt de närmaste åren fortsatt haft en långsammare aktivitet under 2024. Transaktionsaktiviteten har fortsatt att vara låg, vilket har lett till minskade distributioner och drawdowns. Det har även varit en stor variation i takten på fondresning och marknaden har blivit alltmer polariserad, där de största och mest etablerade aktörerna har attraherat en allt större andel av kapitalet.

Secondary-marknaden har varit förhållandevis aktiv, med ett stort inflöde av kapital. Många investerare har sett möjligheter att göra attraktiva affärer då flera Limited Partners (LPs)² har tvingats minska sina allokeringar till onoterade aktier (private equity). Som en konsekvens har flera stora program sålts på andrahandsmarknaden, vilket har bidragit till en fortsatt fungerande marknad inom secondary-segmentet.

3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder

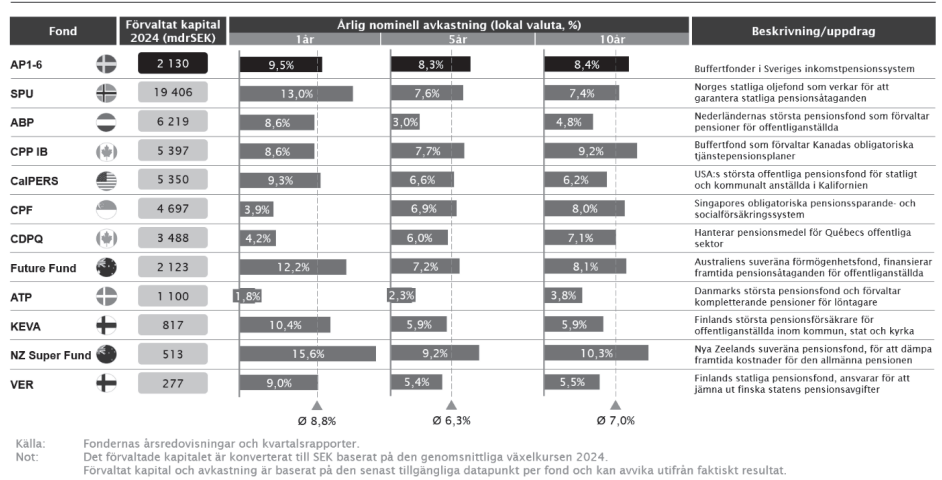
Buffertfondernas utveckling kan jämföras med utländska pensionsfonder för att ge en indikation på skillnader i avkastning, tillgångsallokering och andel extern förvaltning. En direkt jämförelse av avkastningen ska dock göras med försiktighet då fonderna skiljer sig åt i dess grunduppdrag,

² LP står för *Limited Partner* och är en benämning för en investerare i en riskkapitalfond såsom private equity- (PE) eller venture capital (VC) fonder

placeringsregler, risktolerans, valutaeffekter och marknadsutveckling på respektive hemmamarknader, men utgör en intressant referens.

Under 2024 uppnådde de svenska buffertfonderna (Första till Sjätte AP-fonden) en högre genomsnittlig avkastning än den internationella jämförelsegruppen³. Buffertfonderna hade en genomsnittlig avkastning på 9,5% jämfört med snittet på 8,8% (Se Figur 11 nedan), vilket är 0,7 procentenheter högre än det totala internationella snittet för 2024. Samma mönster framträder även sett till ett längre perspektiv. Buffertfondernas genomsnittliga årliga avkastning uppgick till 8,3% över fem år och 8,4% över tio år, vilket överstiger det totala internationella snittet på 6,3% respektive 7,0%.

Jämförelse med utländska pensionsfonder 2015-2024, förvaltad kapital och årlig nominell avkastning



Figur 11: Jämförelse med utländska pensionsfonder, 2015–2024, förvaltad kapital och årlig nominell avkastning⁴

Precis som de svenska AP-fonderna har även de utländska pensionsfonderna i regel definierade avkastningsmål över tid. Detta kan antingen vara en specifik procentuell nivå eller baseras på en sammansättning av olika index som syftar till att ge en rättvisande jämförelseavkastning för fonderna att förhålla sig till. Arkwrights bedömning är att de flesta internationella pensionsfonderna över tid tenderar att överträffa sina mål, men graden av överavkastning varierar. Denna överavkastning i förhållande till målen ger en indikation på fondernas relativa avkastning, även om det är viktigt att ta hänsyn till flera faktorer vid jämförelse av olika fonders avkastning.

Sjätte AP-fonden som förvaltar onoterade tillgångar skiljer mot de utvalda internationella pensionsfonderna och jämförs mer rättvisande med riskkapitalinvesterare. På tio års sikt har jämförbara riskkapitalinvesterare en genomsnittlig avkastning på 12–15% inom buyout-segmentet, vilket är i linje med Sjätte AP-fonden. På fem års sikt har dessa fonder en genomsnittlig avkastning på 4–9%, en nivå som Sjätte AP-fonden överträffar med god marginal.⁵

³ Den internationella jämförelsegruppen är en mycket selektiv grupp och jämförelser ska därför göras med försiktighet
⁴ ATP har synligt svagt resultat på alla tidshorisonter. I januari 2025 initierades ett arbete med omfattande extern utvärdering och omprövning av investeringsstrategin.
⁵ McKinsey Global Private Market Review 2024, Invest Europe - Guide to Private Equity and Venture Capital for Pension Funds

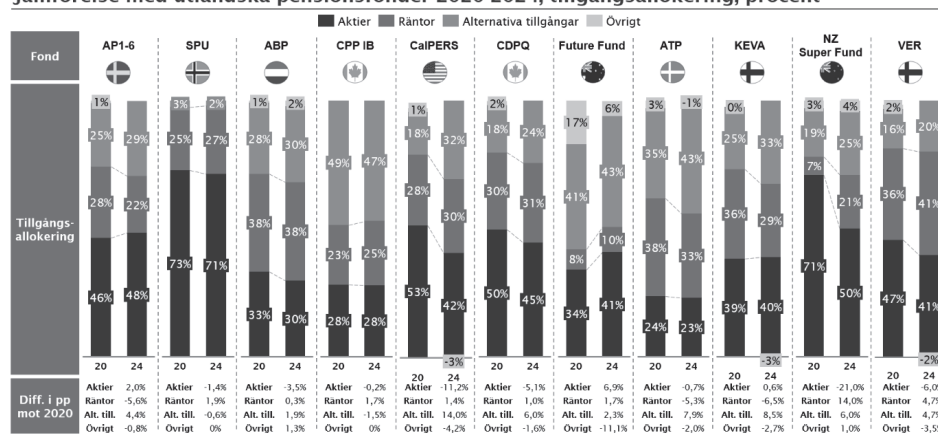
21Arkwright

Tillgångsallokeringen skiljer sig markant mellan pensionsfonder i olika länder, vilket framgår av Figur 12. En tydlig trend under de senaste fem åren är att allt fler institutionella pensionsfonder har ökat sin allokering mot alternativa tillgångar, såsom fastigheter, onoterade aktier (private equity) och infrastruktur. Även andelen räntebärande tillgångar har ökat under samma period.

Samtidigt har andelen noterade aktier minskat hos merparten av de utländska pensionsfonderna, vilket står i kontrast till de svenska buffertfonderna. Buffertfonderna, tillsammans med Future Fund och Keva, är de enda som har ökat sin allokering till noterade aktier under de senaste fem åren. En möjlig förklaring är att vissa pensionsfonder redan har en hög exponering mot noterade aktier och därför strävar efter en mer diversifierad portfölj.

SPU utmärker sig med en betydligt större andel av sina investeringar i noterade aktier jämfört med andra pensionsfonder, medan buffertfonderna också har en relativt hög aktieallokering. Samtidigt framträder CPP IB, Future Fund och ATP genom sina stora innehav i alternativa tillgångar.

Jämförelse med utländska pensionsfonder 2020-2024, tillgångsallokering, procent



Källa: Första till Sjätte AP-fonden, fondernas årsredovisningar och kvartalsrapporter.

Not: Tillgångsallokeringen är baserad på tillgänglig data för innehav och/eller exponering från årsredovisningar eller kvartalsrapporter, därför kan data för vissa fonder skilja sig åt från det faktiska utfallet. Det är den senast tillgängliga datapunkten per fond som presenteras.

Figur 12: Jämförelse med utländska pensionsfonder, 2020-2024, tillgångsallokering

Andelen av totalt förvaltad kapital som hanteras internt inom pensionsfonder eller via externa mandat varierar mellan länder och fonder. Data visar att många internationella pensionsfonder väljer att lägga ut en betydande del av sin förvaltning på externa kapitalförvaltare – endast en av tio stora pensionsfonder förvaltar mer än 80% av sin portfölj internt, medan 41% inte har någon intern förvaltning alls.⁶

Denna preferens för extern förvaltning kan förklaras av flera faktorer, såsom begränsade interna resurser och kompetens för att hantera vissa tillgångsklasser, särskilt inom onoterade tillgångar som private equity. Dessutom kan en extern förvaltning minska de interna risker som följer av att hantera stora tillgångar.

I jämförelse med internationella pensionsfonder utmärker sig buffertfonderna, tillsammans med SPU (Norge), genom att ha en hög andel av kapitalet förvaltad internt. Detta speglas även i deras

⁶ Mercer Large Asset Owner Barometer 2024

förvaltningskostnader – buffertfondernas genomsnittliga förvaltningskostnad i relation till totalt förvaltad kapital uppgick till 0,08% under 2024, vilket är betydligt lägre än jämförelsegruppens genomsnitt på cirka 0,3%.

3.5 Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag

Första till Fjärde AP-fondens avkastning och tillgångsallokering kan även sättas i perspektiv mot svenska pensions- och försäkringsbolag. Selektionen av pensions- och försäkringsbolag är subjektiv och syftar huvudsakligen till att skapa en översiktlig bild och bidra med nya perspektiv. Jämförelsen avser inte fondförsäkring utan är huvudsakligen inriktad mot traditionell försäkring. Inom Alecia finns även Alecia Optimal Pension som har exkluderats i denna jämförelse då det är en premiebestämd försäkring och därmed inte anses lämplig att inkludera. Pensions- och försäkringsbolagen i denna jämförelse skiljer sig från AP-fonderna då deras produkter och portföljer har olika regler och restriktioner som påverkar avkastningen samtidigt som deras investeringsutrymme dessutom begränsas av exempelvis solvensregler, likviditetskrav och Finansinspektionens olika regelverk. De flesta pensions- och försäkringsbolag i denna jämförelse har även produkter med individuella försäkringsavtal. En direkt jämförelse ska därför göras med försiktighet på grund av nämnda skillnader, bland annat relaterade till lagstiftning, regelverk och olika placeringsinriktningar.

Första till Fjärde AP-fondens avkastning jämfört med de svenska pensions- och försäkringsbolagen är god. Under 2024 har Första till Fjärde AP-fondens genomsnittliga avkastning överträffat jämförelsegruppens (9,6% jämfört med 8,6%). Första till Fjärde AP-fondernas genomsnittliga årliga avkastning överträffar också jämförelsegruppens på femårs sikt (7,0% jämfört med 5,5%) och tioårs sikt (7,5% jämfört med 5,8%).

Tillgångsallokeringen varierar mellan de svenska pensions- och försäkringsbolagen. Överlag har de en lägre andel aktier och en högre andel räntor än Första till Fjärde AP-fonden. Sjätte AP-fondens tillgångsallokering skiljer sig från de övriga buffertfonderna samt de svenska pensions- och försäkringsbolagen då de huvudsakligen investerar i onoterade tillgångar. Andra AP-fonden har lägst andel aktier av buffertfonderna och deras genomsnittliga årliga avkastning är lägre än jämförelsegruppens på femårs sikt (5,2% jämfört med 5,5%) men högre på tioårs sikt (6,3% jämfört med 5,8%).

Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag 2015-2024, årlig nominell avkastning och tillgångsallokering

AP-fonder & pensions- /försäkringsbolag	Årlig nominell avkastning (%)				Tillgångsallokering (% av förvaltad kapital)			
	2024 (1år)				2024 (mdrSEK)			
	2020-2024 (5 år)				2015-2024 (10år)			
AP1 ¹	9,8%	7,7%	7,5%		56%	21%	22%	0%
AP2 ¹	8,2%	5,2%	6,3%		40%	26%	35%	459
AP3 ¹	10,3%	8,2%	8,4%		48%	22%	29%	1%
AP4 ¹	10,1%	6,8%	8,0%		55%	24%	21%	0%
AP6 ¹	9,0%	15,5%	12,6%		97%		3%	77
Alecta - Förmånsbestämd försäkring	4,9%	4,6%	5,2%		34%	47%	19%	1 015 ²
AMF	7,1%	5,7%	6,3%		47%	21%	32%	0%
Kåpan Tjänstepension	9,8%	6,9%	6,5%		45%	35%	18%	2%
Länsförsäkringar Liv - Nya Trad	11,4%	6,7%	5,9%		40%	38%	22%	0%
Folksam Liv (Moderföretag ³)	8,0%	5,0%	5,3%		30%	44%	18%	8%
Pensionsmyndigheten traditionell försäkring	12,0%	4,0%	5,4%		49%	49%		-3%
Skandia Liv	6,8%	5,5%	6,1%		22%	43%	32%	4%

Källa: Första till Sjätte AP-fonden, pensions- och försäkringsbolagens årsredovisningar, kvartalsrapporter, nyckeltalsrapporter och hemsidor
Not:
1) Jämförelsen med pensions- och försäkringsbolagen avser ej Fondförsäkring.
2) Buffertfondernas avkastning avser genomsnittlig avkastning efter kostnader
3) Avser Folksam Liv som är moderföretaget i Folksam Liv-koncernen, inkluderar ej koncernföretag
3) Förvaltad kapital och tillgångsallokering per 2024-06-30

Figur 13: Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag 2015-2014, årlig nominell avkastning och tillgångsallokering

4. Buffertfondernas gemensamma utveckling

Detta avsnitt redogör för buffertfondernas (Första till Sjätte AP-fonden) gemensamma utveckling under 2024, den senaste fem- och tioårsperioden samt sedan starten 2001. Avsnittet redovisar även Första till Fjärde AP-fondens risknivå, tillgångsallokering, innehav av illikvida tillgångar samt fördelningen mellan intern och extern kapitalförvaltning. Avsnittet belyser även buffertfondernas hållbarhetsarbete och samarbeten.

Det är viktigt att notera att varje enskild AP-fond agerar självständigt och varken har skyldighet eller rätt att samordna sin förvaltning med de övriga buffertfonderna eller att anpassa sina investeringsbeslut utifrån deras strategier.

4.1 Buffertfondernas avkastning 2001–2024

Den sammanlagda avkastningen för Första till Sjätte AP-fonden under 2024 uppgick till 9,5%, motsvarande 188 miljarder kronor. Samtliga buffertfonder hade en positiv realavkastning under året. Vid utgången av 2024 uppgick det totala förvaltade kapitalet för Första till Sjätte AP-fonden till 2 130 miljarder kronor.

Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har långsiktiga reala avkastningsmål, medan Andra AP-fonden har en långsiktig förväntad avkastning. Dessa mål vägleder respektive fonds investeringsstrategi och risktagande men används inte som jämförelsetal på årsbasis.

- Första AP-fondens långsiktiga reala avkastningsmål: 4,0%
- Andra AP-fondens långsiktiga förväntade reala avkastning: 5,0%⁷
- Tredje och Fjärde AP-fondernas långsiktiga reala avkastningsmål: 3,5%

Sjätte AP-fondens avkastningsmål speglar avkastningen för en medianfond som investerar i onoterade tillgångar. Det består av 90% av målavkastningen för den onoterade portföljen (Burgiss, senaste femårsperioden) och 10% av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill).

Skillnaderna i avkastningsmål och förväntad avkastning mellan fonderna beror på deras individuella och självständiga investerings- och förvaltningsstrategier. Detta speglar även den lagstadgade autonomi som varje fond har.

Under 2024 uppnår samtliga buffertfonder deras reala avkastningsmål eller avkastningsförväntan. Se Figur 14 och Figur 15 nedan.

Sett till jämförelseperioden på fem år (2020–2024) är Tredje och Sjätte AP-fonderna de enda som överträffar sina långsiktiga reala avkastningsmål. Första, Andra och Fjärde AP-fonderna har haft en lägre avkastning än sina respektive mål under denna period.

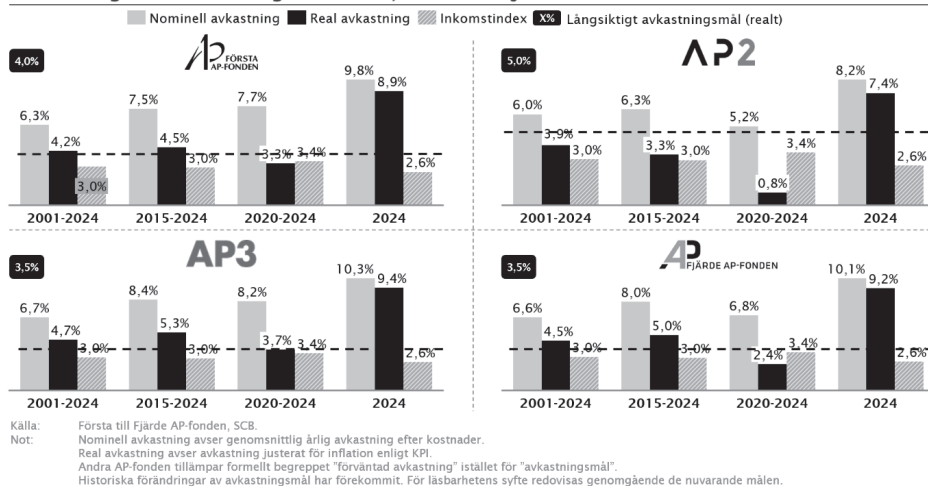
Ur ett tioårsperspektiv (2015–2024) ser resultatet annorlunda ut. Första, Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonderna har överträffat sina långsiktiga mål, medan Andra AP-fonden har haft en lägre avkastning än sin förväntade avkastning.

Den längsta jämförelseperioden, sedan AP-fondsystemets ombildning (2001–2024), visar en liknande utveckling. Första AP-fonden tangerar sitt långsiktiga reala avkastningsmål medan Tredje och Fjärde

⁷ Andra AP-fondens långsiktiga förväntade reala avkastning har under året ändrats från 4,5% till 5,0%.

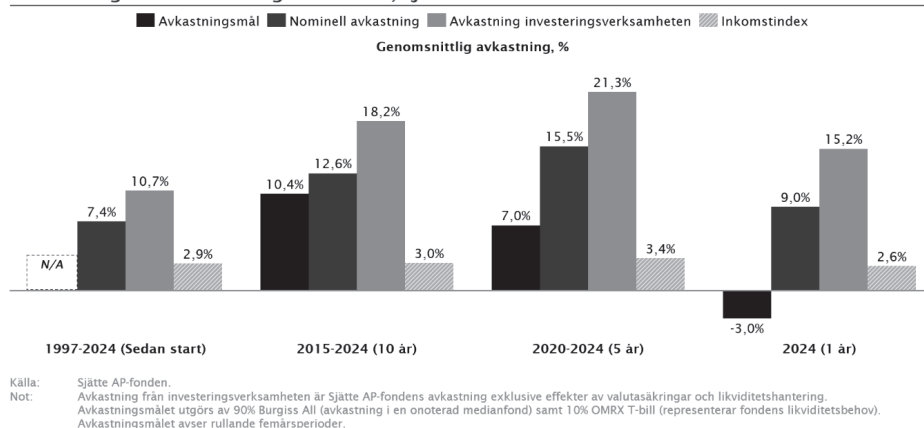
AP-fonden överträffar sina. Andra AP-fonden, som har det högsta förväntan för real avkastning, har fortsatt en lägre avkastning än sin långsiktigt förväntade avkastning. För denna tidsperiod har Sjötte AP-fonden inget jämförbart avkastningsmål. Alla fonder överträffar inkomstindex för samtliga perioder.

Avkastning och målsättning 2001-2024, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 14: Första till Fjärde AP-fondens avkastning och målsättning, 2001-2024

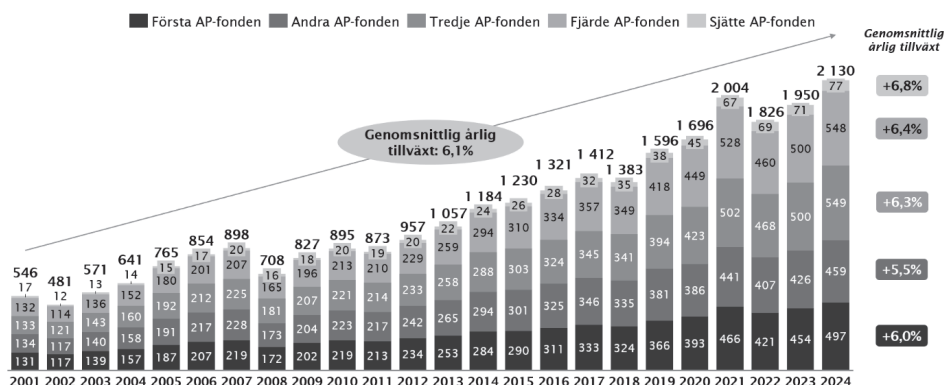
Avkastning och målsättning 1997-2024, Sjötte AP-fonden



Figur 15: Sjötte AP-fondens avkastning och målsättning, 1997-2024

Sett till fondernas tillväxt av fondkapital sedan starten 2001, har kapitalet gått från 546 miljarder kronor år 2001 till 2 130 miljarder kronor 2024. Detta innebär en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 6,1%. Sjötte AP-fondens fondkapital har haft högst tillväxttakt på 6,8%, medan Andra AP-fonden har haft lägst tillväxttakt på 5,5%.

Buffertfondernas tillväxt i fondkapital 2001-2024, mdrSEK



Källa: Första till Sjätte AP-fonden.

Figur 16: Buffertfondernas tillväxt i fondkapital, 2001-2024

4.2 Första till Fjärde AP-fondens gemensamma utveckling

4.2.1 Risknivå

Första till Fjärde AP-fonderna ska enligt lag ha en låg total risknivå och placera kapitalet så att en långsiktigt hög avkastning kan uppnås. Begreppet låg risk är dock inte närmare definierat i lag, utan bedöms individuellt av varje respektive fond och dess styrelse.

Vissa riskaspekter är däremot reglerade genom lagstadgade begränsningar. Exempelvis får Första till Fjärde AP-fonden inte ha en öppen valutaexponering – det vill säga den del av portföljen som är utsatt för valutakursförändringar utan valutasäkring – som överstiger 40%. Dessutom får högst 40% av tillgångarna investeras i illikvida tillgångar. Vidare måste minst 20% av fondkapitalet placeras i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.

Risk kan analyseras utifrån flera perspektiv, främst volatilitet och risken för betydande värdeförluster. Den viktigaste faktorn för AP-fonderna är dock pensionssystemets stabilitet, då fonderna fungerar som en buffert vid underskott.

En för hög risknivå i portföljen kan leda till värdefall och instabilitet i pensionssystemet, vilket kan utlösa bromsen och sänka pensionerna på kort sikt. För låg risk kan däremot resultera i otillräcklig avkastning, vilket på sikt också kan aktivera bromsen. På lång sikt finns också en risk att AP-fondernas avkastning understiger inkomstindex, hur mycket lönerna i samhället ökar, vilket kan leda till obalans i framtida pensionsutbetalningar. Därför måste risknivån balansera både kortsiktiga och långsiktiga behov av pensionssystemet.

ALM-analys

För att fastställa risknivån i sina portföljer använder AP-fonderna ALM-analys (Asset and Liability Management). Syftet är att minimera risken för att bromsen aktiveras, vilket skulle leda till lägre pensionsutbetalningar. Analysen baseras på Pensionsmyndighetens scenarier för Sveriges demografiska utveckling, en central faktor för att säkerställa pensionssystemets långsiktiga stabilitet.

Varje AP-fond utgår i sin riskanalys från Pensionsmyndighetens pessimistiska scenario, där andelen arbetande i förhållande till pensionärer minskar. I en ALM-analys modelleras ett stort antal scenarier för att bedöma vilken avkastning som kan uppnås vid olika risknivåer. Utifrån detta dras slutsatser om den mest fördelaktiga risknivån för pensionssystemets stabilitet, vilket också vägleder AP-fondernas långsiktiga avkastningsmål.

Sharpekvot

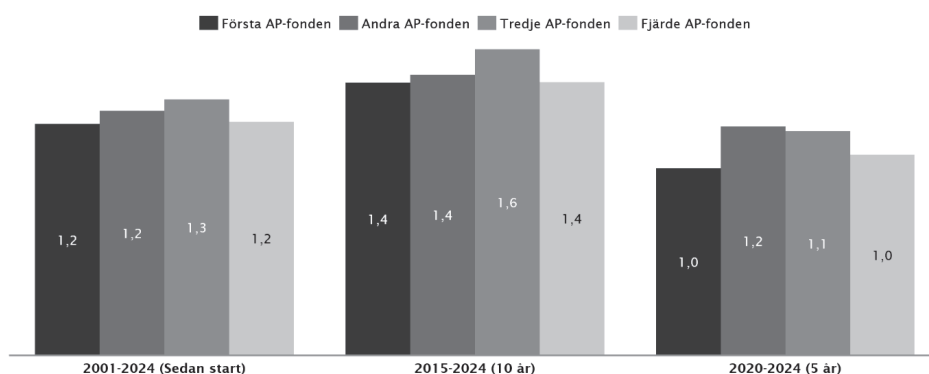
Ett vanligt mått på portföljvolatilitet är Sharpekvoten, som mäter avkastningen i relation till standardavvikelsen (volatiliteten), vilken i detta sammanhang likställs med risk. Trots dess utbredda användning vid bedömning av riskjusterad avkastning har måttet vissa begränsningar när det tillämpas på AP-fonderna.

Sharpekvoten baseras på dagliga portföljvärden, vilket är mindre relevant för AP-fonderna givet deras långsiktiga uppdrag. Fondernas risktagande i form av kortsiktig volatilitet speglar inte nödvändigtvis prestationen i relation till det långsiktiga målet, och en låg volatilitet eller hög riskjusterad avkastning är inte alltid eftersträfvärd över tid. Dessutom påverkas måttet av fondernas betydande illikvida tillgångar, som inte värderas dagligen och därmed tekniskt sett sänker volatiliteten i portföljen.

Trots dessa begränsningar används Sharpekvoten i denna utvärdering, eftersom den är ett vedertaget mått inom kapitalförvaltning. Den bör dock ses som en vägledning snarare än en exakt indikator. Vid framtida utvärderingar kan dess relevans behöva omprövas för att säkerställa en mer ändamålsenlig bedömning av AP-fondernas riskjusterade avkastning.

En Sharpekvot över 1,0 indikerar en god riskjusterad avkastning, där avkastningen mer än väl kompenserar för den tagna risken. Figur 17 illustrerar Sharpekvoten för Första till Fjärde AP-fonden över olika tidsperioder. Samtliga fonder uppvisar en Sharpekvot över eller lika med 1,0 i alla tidsintervall, vilket tyder på en stabil och effektiv avkastning i förhållande till risken. Detta innebär att fondernas placeringar har genererat ett betydande mervärde jämfört med den riskfria räntan, samtidigt som volatiliteten hållits på en hanterbar nivå.

Genomsnittlig Sharpekvot 2001-2024, Första till Fjärde AP-fonden



Källa: Första till Fjärde AP-fonden.

Not: Rapporterad årlig Sharpekvot från respektive AP-fond ligger till grund för genomsnittet. Sharpekvot är för den totala portföljen för respektive fond, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Första AP-fondens mätetal år 2022 utgörs av ett medeltal av Andra till Fjärde AP-fondernas Sharpekvot samma år.

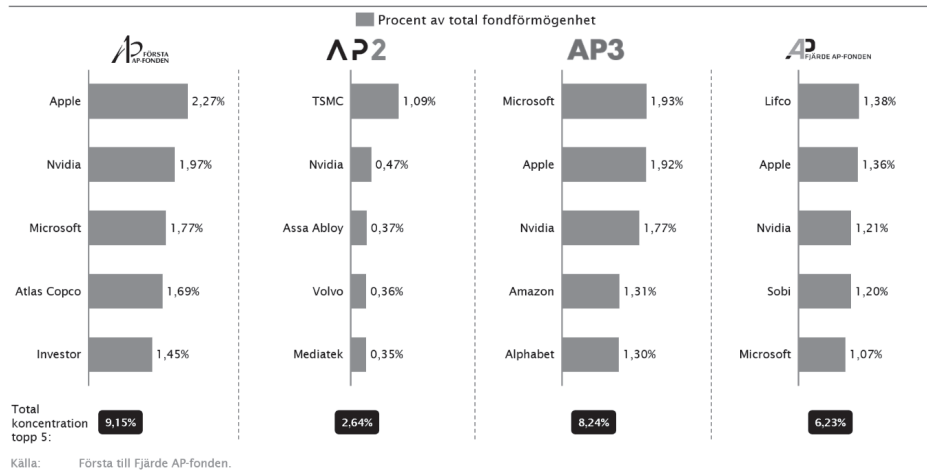
Figur 17: Första till Fjärde AP-fondens genomsnittliga Sharpekvot, 2001-2024

Koncentrationsrisk

Risken i AP-fondernas investeringar och förvaltning kan även analyseras genom att bedöma koncentrationsrisken, det vill säga hur stor andel av portföljen som utgörs av vissa specifika tillgångar och därmed hur pass känslig portföljen är för svängningar i enskilda innehav. Utöver köp och försäljning av värdepapper kan marknadsrörelser leda till att vissa tillgångsslag eller specifika innehav får en oproportionerligt stor vikt i portföljen, till följd av värdeökningar eller -minskningar.

2024 har präglats av en ojämn marknadsutveckling mellan svenska och globala aktier, där specifikt amerikanska aktier bidragit avsevärt till avkastningen. Detta innebär en potentiell koncentrationsrisk i AP-fondernas portföljer, där vissa innehav kan utgöra en oproportionerligt stor andel av kapitalet. Detta ökar risken, eftersom en kraftig nedgång i dessa innehav kan få betydande negativa effekter på det totala portföljvärdet.

De fem största aktieinnehaven och dess portföljkoncentration 2024, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 18: Första till Fjärde AP-fondens fem största aktieinnehaven och dess portföljkoncentration, 2024

Första AP-fonden har den högsta koncentrationen gentemot sina fem största aktieinnehav i förhållande till den totala fondförmögenheten. Dessa fem innehav utgör 9,15% av den totala portföljen, vilket innebär en högre exponering mot ett begränsat antal bolag. Tredje AP-fonden har den näst högsta koncentrationen, där de fem största innehaven utgör 8,24% av portföljen. Samtliga av Tredje AP-fondens fem största innehav består av amerikanska teknikbolag inom gruppen "Magnificent Seven"⁸, vilket innebär en betydande sektor- och marknadsrisk om dessa bolag skulle drabbas av nedgångar.

Generellt domineras de största aktieinnehaven i Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna av "Magnificent Seven", vilket tyder på en bred exponering mot amerikanska tekniksektorn. Denna koncentration kan vara fördelaktig i perioder av stark tillväxt inom sektorn, men innebär samtidigt en sårbarhet vid marknadsnedgångar, förändringar i regulatoriska förutsättningar eller disruptiv teknologi.

⁸ 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

Andra AP-fonden skiljer sig från övriga fonder genom att ha en betydligt lägre koncentration av sina största innehav samt större skillnad i aktieinnehaven. Detta innebär en lägre bolag- eller sektorspecifik risk men kan också påverka möjligheten till hög avkastning från enskilda framgångsrika bolag.

Den övergripande trenden med en hög koncentration av investeringar i några få teknikbolag understryker vikten av att kontinuerligt utvärdera riskspridningen i portföljerna. En eventuell nedgång i sektorn kan få breda konsekvenser för flera av AP-fonderna, vilket kan motivera en strategi för att minska koncentrationen av enskilda bolag och sektorer.

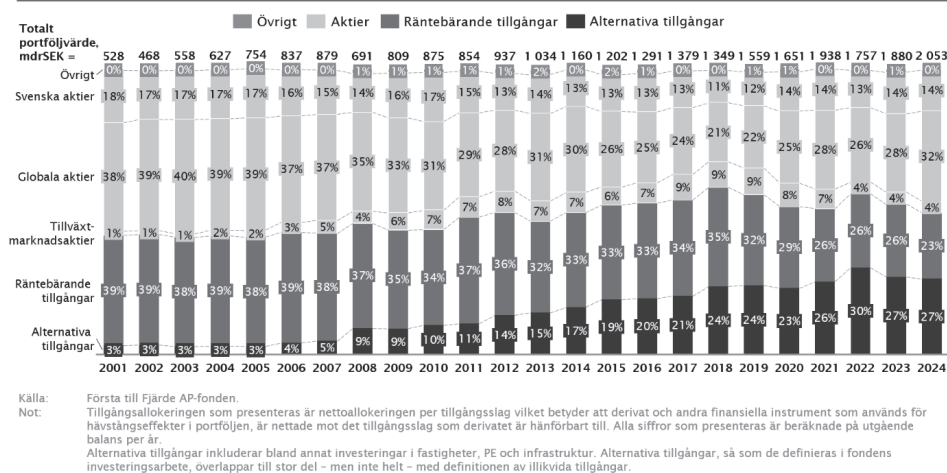
4.2.2 Tillgångsallokering

Tillgångsallokeringen för Första till Fjärde AP-fonden är relativt oförändrad jämfört med 2023. Den generella trenden, som framgår av Figur 19, visar dock en ökad allokering med 4,0 procentenheter mot globala aktier, vilket har balanserats av en minskad allokering mot räntebärande tillgångar.

Dessa omallokeringar bedöms vara en kombination av taktiska beslut inom fonderna samt en konsekvens av den starka utvecklingen inom globala aktier under året, vilket naturligt lett till växande positioner i denna tillgångsklass.

Över tid har andelen räntebärande tillgångar minskat från 39% vid starten 2001 till 23% år 2024. Alternativa tillgångar har i stället successivt ökat som en större del av portföljerna, från 3% vid starten 2001 till 27% år 2024. Andelen aktier har också minskat något sedan start, men utgör fortfarande en dominerande andel (50%) av Första till Fjärde AP-fondernas sammantagna tillgångsallokering.

Tillgångsallokering 2001-2024, Första till Fjärde AP-fonden, procent



Figur 19: Första till Fjärde AP-fondens tillgångsallokering 2001-2024

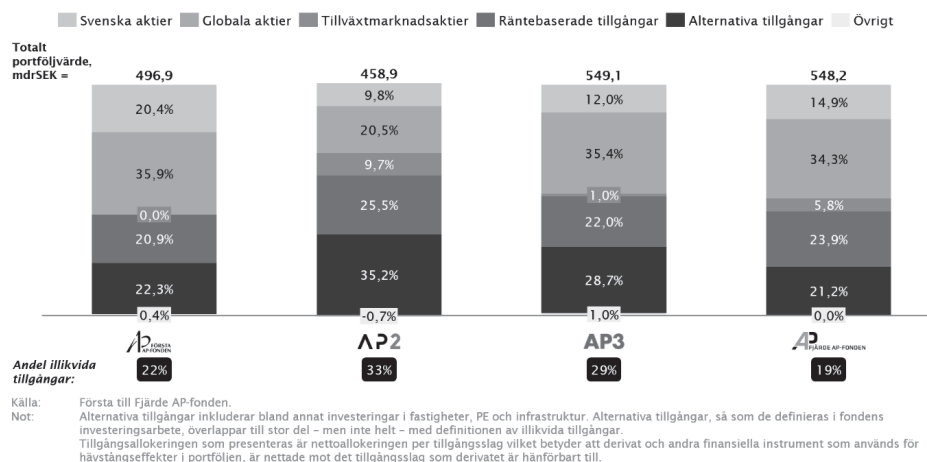
På en fondspecifik nivå skiljer sig tillgångsallokeringen tydligt mellan AP-fonderna, vilket illustreras i Figur 20 nedan. Första, Tredje och Fjärde AP-fonden har en snarlik allokering, men med vissa notbara skillnader – Tredje AP-fonden har en högre andel alternativa investeringar, medan Första AP-fonden har en högre andel svenska aktier.

Den största skillnaden återfinns hos Andra AP-fonden, som har den mest särpräglade allokeringen. En av de mest framträdande skillnaderna är andelen globala aktier, där Andra AP-fonden 2024 hade den

lägsta andelen bland fonderna (20,5%), betydligt lägre än Första (35,9%), Tredje (35,4%) och Fjärde AP-fonden (34,3%). Vidare har Första AP-fonden störst andel svenska aktier (20,4%), mer än dubbelt så hög andel jämfört med Andra AP-fonden som har lägst andel svenska aktier (9,8%). Andra AP-fonden har den högsta andelen räntebärande- och alternativa tillgångar bland fonderna.

Dessutom har Andra AP-fonden, tillsammans med Fjärde AP-fonden, den högsta allokeringen mot tillväxtmarknadsaktier. Andra AP-fonden har 9,7% av sin portfölj allokerad till denna tillgångsklass, medan Fjärde AP-fonden har 5,8%. Övriga fonder har nära noll i nettoallokering mot tillväxtmarknadsaktier.

Tillgångsallokering 2024, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 20: Första till Fjärde AP-fondens tillgångsallokering 2024

4.2.3 Illikvida tillgångar

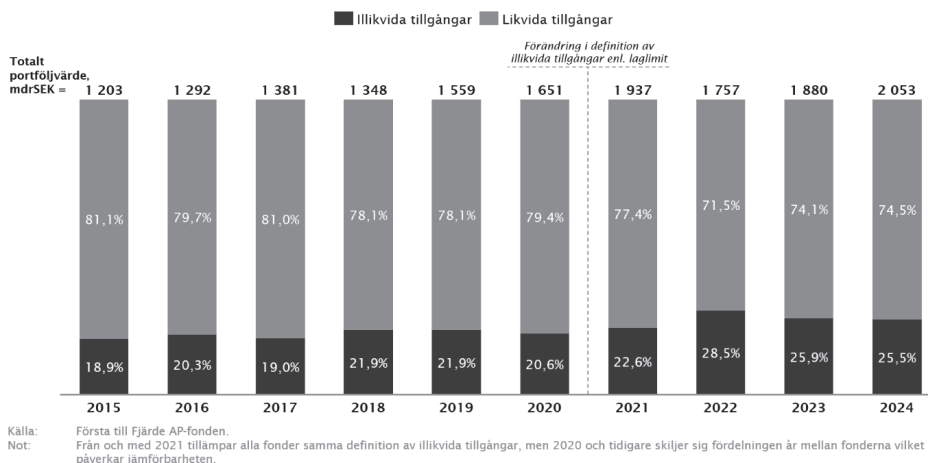
Sedan 2019 medger lagstiftningen att Första till Fjärde AP-fonden får investera upp till 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, inklusive fastigheter. Som framgår av Figur 21 har andelen illikvida tillgångar ökat sedan 2019, även om den minskade marginellt i den samlade portföljen för Första till Fjärde AP-fonden under 2024.

En betydande del av ökningen i illikvida tillgångar kan tillskrivas värdestegring snarare än nettoinvesteringar. Andelen illikvida tillgångar varierar även mellan de enskilda fonderna, från 19% i Fjärde AP-fonden till 33% i Andra AP-fonden, vilket illustreras i Figur 22.

Illikvida tillgångar överlappar definitionsmässigt med alternativa investeringar, men är inte helt identiska⁹. Sedan 2021 har Första till Fjärde AP-fonderna en gemensam definition av illikvida tillgångar, vilket bör beaktas vid jämförelser över tid.

⁹ 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

Fördelning av illikvida tillgångar 2015-2024, Första till Fjärde AP-fonden



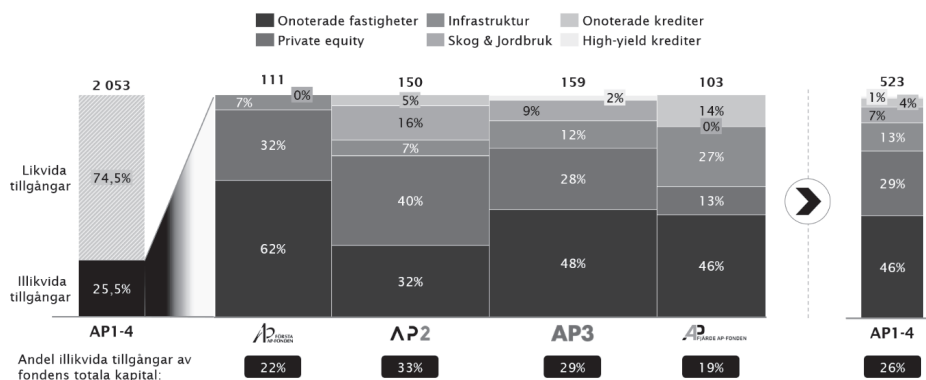
Figur 21: Första till Fjärde AP-fondens fördelning av illikvida tillgångar, 2015-2024

De illikvida tillgångarna är fördelade på kategorierna onoterade fastigheter, onoterade aktier (private equity), infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade krediter (private debt) och high-yield-krediter.

En djupare analys av Första till Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar visar att fonderna sammantaget har den största exponeringen mot onoterade fastigheter, som utgör cirka 46% av den illikvida portföljen. Därefter följer onoterade aktier (private equity) med 29%, infrastruktur med 13% och skog och jordbruk med 7%. Detta illustreras i Figur 22.

För en mer detaljerad genomgång av respektive fonds allokering inom illikvida tillgångar, hänvisas till den grundläggande utvärderingen av varje fond.

Översikt av illikvida tillgångsslag 2024, Första till Fjärde AP-fonden, mdrSEK



Källa: Första till Fjärde AP-fonden.

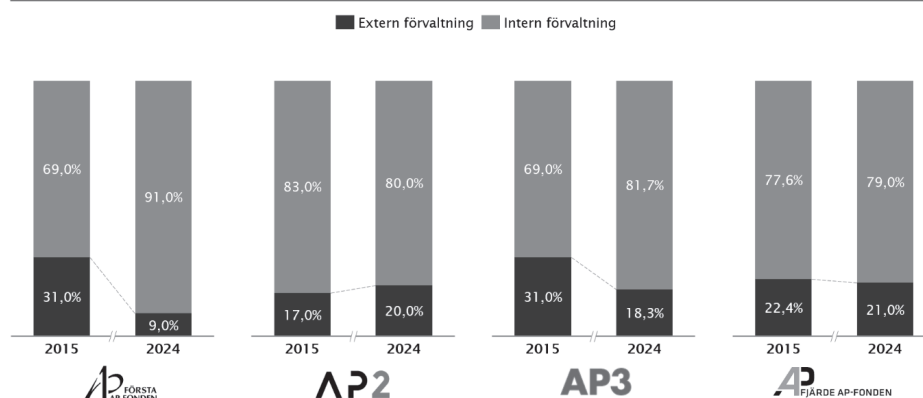
Figur 22: Första till Fjärde AP-fondens illikvida tillgångsslag 2024

4.2.4 Intern och extern kapitalförvaltning

Under de senaste tio åren har Första till Fjärde AP-fonden tydligt ökat andelen intern kapitalförvaltning, särskilt Första och Tredje AP-fonden, som successivt flyttat mer av förvaltningen internt. Andra AP-fonden har däremot utvecklats i motsatt riktning och har en högre andel externt förvaltad kapital 2024 jämfört med för tio år sedan.

Trots dessa skillnader förvaltar samtliga fonder fortfarande en övervägande majoritet av sitt kapital internt, snarare än genom externa mandat, vilket framgår av Figur 23 nedan.

Fördelning av internt och externt förvaltad kapital 2015-2024, Första till Fjärde AP-fonden



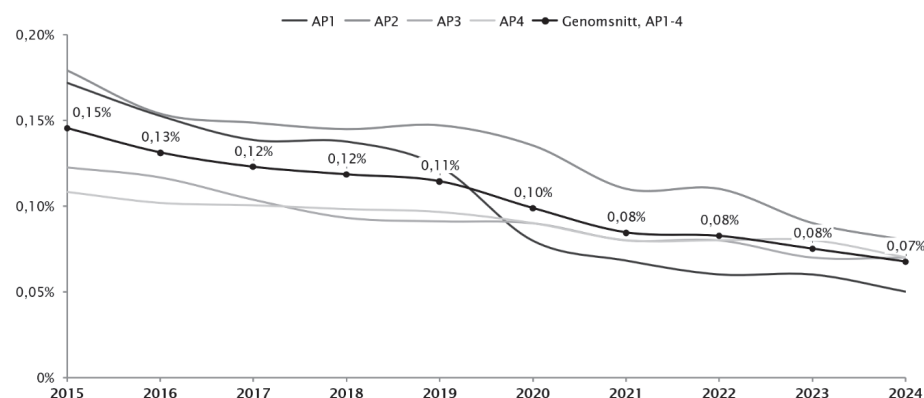
Källa: Första till Fjärde AP-fonden.

Figur 23: Första till Fjärde AP-fondens fördelning av internt och externt förvaltad kapital, 2015-2024

De primära drivkrafterna bakom detta skifte mot ökad intern förvaltning bedöms vara en strävan efter kostnadseffektivitet, resursoptimering och bättre utnyttjande av skalfördelar. Detta återspeglas tydligt i fondernas förvaltningskostnader, som över en tioårsperiod generellt sett har minskat för samtliga fonder (se Figur 24 nedan).

Genom att satsa på en intern kapitalförvaltningsstrategi har fonderna valt att stärka och upprätthålla egen kompetens, kapacitet och resurser i allt högre grad. AP-fonderna utmärker sig därmed som exempel på institutionella organisationer som i stor utsträckning förlitar sig på intern expertis. Avvägningar avseende extern och intern förvaltning belystes i förra årets utvärdering och är fortfarande relevanta.

Förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltad kapital 2015-2024, Första till Fjärde AP-fonden



Källa: Första till Fjärde AP-fonden.
 Not: Förvaltningskostnader innefattar provision- och rörelsekostnader.

Figur 24: Första till Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltad kapital, 2015-2024

4.3 Buffertfondernas hållbarhetsarbete

AP-fondernas långsiktiga värdeskapande bygger på föredömlig förvaltning och principerna om ansvarsfulla investeringar och ägande. Hållbarhet är en central del av fondernas strategi och omfattar områden som klimat, biologisk mångfald, mänskliga rättigheter, bolagsstyrning samt DEI (Diversity, Equity, Inclusion). Dessa faktorer, som ofta sammanfattas inom ramen för ESG (Environmental, Social, Governance), integreras i AP-fondernas löpande verksamhet.

Hållbarhetsperspektivet är en central del av investeringsprocessen, och fonderna arbetar aktivt för att fullt ut integrera hållbarhet i sin förvaltning. Utöver detta genomförs regelbunden mätning, uppföljning och rapportering av hållbarhetsdata, både inom fondernas årsredovisningar och i separata hållbarhetsrapporter. Fonderna samarbetar även med svenska och internationella kapitalförvaltare för att utveckla mer hållbara investeringsstrategier. AP-fonderna arbetar också mycket med aktivt ägande och har betydande inflytande över portföljbolagen och stor möjlighet att påverka deras hållbarhetsarbete.

Precis som kapitalförvaltningen skiljer sig hållbarhetsarbetet mellan de olika AP-fonderna, men det finns omfattande samarbete. Mellan Första till Fjärde AP-fonden (Sjätte-AP fonden omfattas inte) finns det gemensamma initiativet, Etikrådet som är fondernas främsta organ för samordning av miljö- och etikfrågor. Genom Etikrådet granskas portföljbolagen, och fonderna får vägledning kring hur de kan stärka hållbarheten i sina investeringar. För en mer detaljerad beskrivning av Etikrådets arbete, se avsnittet 4.3.3 *Etikrådet och samverkan kring hållbarhet*.

4.3.1 Principer och trender för fondernas hållbarhetsarbete

Precis som i den övergripande kapitalförvaltningen bedrivs hållbarhetsarbetet inom varje AP-fond självständigt, där strategiska beslut, principer, initiativ och operativa aktiviteter hanteras på individuell basis. Detta innebär att fonderna, utöver vissa skillnader i sitt löpande arbete med hållbarhetsfrågor,

även väljer att prioritera olika fokusområden och målsättningar – exempelvis hur hållbarhet integreras i investeringsprocessen.

Trots dessa skillnader finns flera gemensamma teman och trender som präglar fondernas hållbarhetsarbete, vilka beskrivs nedan.

Ansvarsfullt och aktivt ägande som ett verktyg för klimatomställning

Den lagstadgade principen om föredömlig förvaltning är en central grundpelare i AP-fondernas investeringsarbete i allmänhet och hållbarhetsarbete i synnerhet. I praktiken innebär detta att fonderna i så stor utsträckning som möjligt använder sitt inflytande som aktieägare för att påverka bolag i en hållbar riktning, bland annat genom att rösta på bolagsstämmor i linje med sina styrelsebeslutade hållningar.

Fonderna ser generellt goda möjligheter att påverka portföljbolagen i linje med sina hållbarhetsprinciper, exempelvis genom att driva på för minskade koldioxidutsläpp. Klimataspekten har blivit en alltmer integrerad del av fondernas investeringsstrategier, där ansvarsfullt ägande används som ett verktyg för att minska portföljens totala klimatavtryck.

Integration av hållbarhet i kapitalförvaltningen

AP-fonderna har en tydlig ambition att fullt ut integrera miljömässiga, sociala och styrningsrelaterade (ESG) faktorer i sina investeringsprocesser. Detta reflekteras i både val och förvaltning av tillgångar, där hållbarhet är en integrerad del av beslutsfattandet.

I praktiken sker detta genom en kombination av kvantitativa hållbarhetsindikatorer och kvalitativa ramverk. Under de senaste åren har fondernas organisationer genomgått en förändring där hållbarhetsexperten och kapitalförvaltare arbetar alltmer systematiskt och integrerat. Denna utveckling har resulterat i en stärkt kompetens och ökad effektivitet inom hållbarhetsarbetet 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 olika sektorer, såsom energi, gruvdrift och jordbruk. Denna målinriktade strategi, som delvis koordineras genom Etikrådets fokusområden och riktlinjer, gör det möjligt att driva betydande förbättringar inom industrier med hög hållbarhetspåverkan.

Som en del av detta arbete avsätter fonderna, eller planerar att avsätta, kapital till strategiska investeringar i bolag och tillgångar med stark hållbarhetsprofil. Dessa investeringar kan inkludera gröna och sociala obligationer, hållbara noterade aktier samt alternativa tillgångar. Samtidigt upprätthålls samma avkastningskrav och riskbedömning som för övriga ”vanliga” investeringar, vilket understryker en strategisk harmonisering där hållbara tillgångar blir en naturlig del av portföljstrukturen.

Ökat engagemang, aktiv roll och ledarskap i internationella och svenska samarbetsinitiativ

Samarbeten med andra investerare och institutioner samt deltagande i globala initiativ är en central del av AP-fondernas strategi för att öka sitt hållbarhetsinflytande. Genom att ansluta sig till internationellt erkända ramverk såsom Principles for Responsible Investment (PRI) och delta i branschspecifika allianser kan fonderna utnyttja sitt kollektiva inflytande för att driva igenom förändringar.

Fondernas strategi är att begränsa antalet samarbeten till de mest effektiva och inflytelserika initiativen. Fokus ligger på att delta i forum där de kan ta en aktiv roll och leda arbetets inriktning,

snarare än att vara en passiv medlem. På så sätt anser fonderna att de kan uppnå störst strategisk effekt.

Iteration och uppföljning av målsättningar

Ambitionsnivån och kapaciteten att driva hållbarhetsfrågor har stärkts under de senaste åren, delvis till följd av en uppskalning av Etikrådets verksamhet samt lagändringar rörande Sjätte AP-fonden. Samtidigt har både omvärldens och regulatoriska krav på hållbarhetsredovisning skärpts, vilket har lett till att målsättningar regelbundet ses över och revideras.

I vissa fall har fonderna valt att formulera målsättningar trots att vedertagna mätmetoder ännu saknas, i förväntan om att framtida utveckling inom rapportering och datahantering ska möjliggöra bättre uppföljning. Den strategiska riktningen för AP-fonderna inkluderar därför kontinuerlig uppdatering och uppföljning av hållbarhetsmål, med ambitionen att skapa så kvantifierbara och mätbara resultat som möjligt.

En mer detaljerad beskrivning av varje fonds specifika hållbarhetsarbete återfinns i respektive fonds utvärderingsavsnitt.

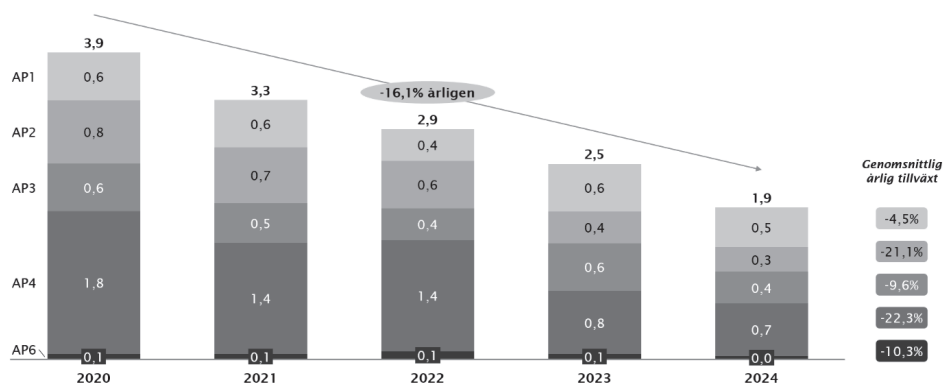
4.3.2 Fondernas koldioxidutsläpp

Koldioxidutsläpp är en av de mest centrala mätpunkterna för AP-fonderna vid utvärderingen av portföljernas klimatpåverkan. Därför mäter och redovisar varje fond regelbundet sina koldioxidutsläpp – både i absoluta tal och i koldioxidintensitet per miljon kronor i omsättning. Särskild vikt läggs vid att analysera förändringar över tid för att säkerställa en positiv utveckling i linje med hållbarhetsmålen.

De flesta fonder har även integrerat ett långsiktigt mål om netto-noll utsläpp, ofta kompletterat med delmål som möjliggör löpande uppföljning och justering av strategin. Dessa målsättningar fungerar som vägledande riktlinjer för att säkerställa att fonderna successivt minskar sin klimatpåverkan och rör sig i rätt riktning mot en koldioxidneutral portfölj.

Under 2024 uppgick de totala uppmätta koldioxidutsläppen (Scope 1 och 2) inom buffertfondernas investeringar till 1,9 miljoner ton, vilket motsvarar en minskning med 0,55 miljoner ton jämfört med 2023. Som framgår av Figur 25 nedan, har de sammanlagda koldioxidutsläppen i buffertfondernas portfölj minskat med cirka 16% årligen över de senaste fem åren.

Totala koldioxidutsläpp i portföljen 2020-2024, Buffertfonderna, miljoner tCO₂e



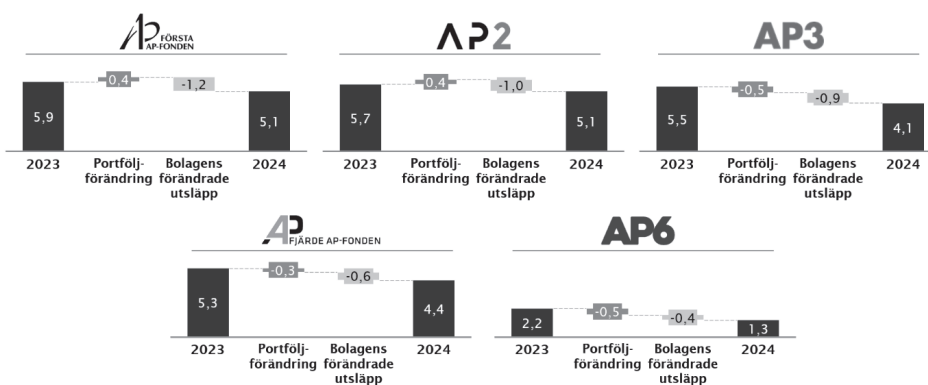
Figur 25: Buffertfondernas totala CO₂-utsläpp i portföljen, 2020-2024

Det är dock viktigt att tolka dessa siffror med viss försiktighet, då enbart totala portföljutsläpp kan ge en missvisande bild av den faktiska utvecklingen. Flera faktorer påverkar denna siffra; (1) *Portföljens storlek*: en ökning av fondförmögenheten kan leda till högre absoluta utsläpp, även om de enskilda innehaven minskar sina utsläpp. (2) *Förändrad portföljallokering*: om fonderna avyttrar innehav med höga utsläpp och i stället investerar i bolag med lägre utsläpp, kan den totala siffran minska – utan att en faktisk utsläppsminskning sker i den reella ekonomin. (3) *Utveckling av mät- och redovisningsmetoder*: Förbättrade beräkningsmetoder och mer omfattande rapportering kan leda till förändringar i de uppmätta utsläppen över tid.

För att få en mer nyanserad bild av portföljens klimatpåverkan kompletteras analysen med Figur 26 nedan, som visar den portföljviktade koldioxidintensiteten – det vill säga den genomsnittliga mängden koldioxid som produceras per miljon i omsättning – per fond för 2024 i jämförelse med 2023.

De nedanstående måtten ska ses som en indikator på portföljens exponering mot koldioxidintensiv verksamhet. Under 2024 har detta mått minskat för samtliga AP-fonder. För de flesta fonder beror minskningen på en kombination av förändringar i portföljens sammansättning och utsläppsreduktioner hos de ingående bolagen, där det senare utgör den främsta drivkraften.

Portföljviktad koldioxidintensitet (TCFD) 2023-2024, Buffertfonderna, tCO₂e per miljoner kronor



Källa: Första till Sjätte AP-fonden.
 Not: 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 26: Buffertfondernas portföljviktade koldioxidintensitet, 2023–2024

4.3.3 Etikrådet och samverkan kring hållbarhet

Första till Fjärde AP-fonden samarbetar inom flera områden av den fondövergripande hållbarhetsagendan, inklusive hållbarhetsredovisning, rapportering och utveckling av gemensamma principer. Huvudforumet för hållbarhet är AP-fondernas **Etikråd** som bildades 2007 och syftar till att bidra till ett hållbart värdeskapande i AP-fondernas portföljer och samtidigt upprätthålla ramarna för vad AP-fonderna anser vara en ansvarsfull kapitalförvaltning. Etikrådet omfattar inte Sjätte och Sjunde-AP-fonden. AP-fondernas Etikråd består av tre medarbetare (en chef och två hållbarhetspecialister) och styrs av en styrelse med en ledamot från respektive fond. Ordförandeskapet i styrelsen roterar årligen.

Samverkan genom Etikrådet syftar till att:

- Stärka fonderna som föredömliga förvaltare och ansvarsfulla ägare
- Uppnå positiv påverkan på portföljbolag och portföljbolagens värdekedjor utifrån ett ekonomiskt, miljömässigt och socialt perspektiv
- Hantera hållbarhetsrisker resurseffektivt
- Stötta AP-fonderna i komplexa hållbarhetsfrågor
- Påverka med en starkare röst

Etikrådets arbete vägleds av AP-fondslagen (APL) och ett antal internationella ramverk som Sverige ställer sig bakom. Samarbetet möjliggör ett strategiskt och resurseffektivt hållbarhetsarbete samt ett utökat fokus på kvalitativa aspekter där Etikrådet kan arbeta dedikerat med komplexa och systembetonade sakfrågor. AP-fonderna och Etikrådet har valt ut fem fokusområden för Etikrådets proaktiva arbete. Dessa fokusområden är: 1) Klimat, 2) Vatten, 3) Teknikbolag och mänskliga rättigheter, 4) Antimikrobiell resistens (AMR) och 5) Barn- och tvångsarbete.

Etikrådet har tre arbetsområden:

1. **Reaktivt arbete:** Identifiera allvarliga incidenter via genomlysning och fördjupad granskning av bolag som AP-fonderna äger samt påverka AP-fondernas utländska innehav i en positiv

riktning via påverkansdialoger. Etikrådet kan även rekommendera exkludering och återinkludering av bolag. Under 2024 genomlystes 3 307 bolag, vilket är färre än 2023 på grund av investeringsbeslut hos de individuella AP-fonderna, och 77 reaktiva dialoger genomfördes. Etikrådet rekommenderade exkludering av ett bolag under 2024. Rekommenderade exkluderingar finns publikt tillgängliga på Etikrådets hemsida.

2. **Proaktivt påverkansarbete:** Förhindra kränkningar och incidenter, skapa positiv förändring i komplexa hållbarhetsfrågor samt adressera systemrisker. Antal proaktiva projekt under 2024 uppgick till 10, varav 2 nya och 2 avslutade. 17,5% av AP-fondernas innehav i utländska noterade aktier och krediter omfattas av proaktiva projekt. Detta påvisar det proaktiva arbetets väsentlighet för AP-fonderna.
3. **Gemensamma ställningstaganden:** Stödja och samordna AP-fondernas position i hållbarhetsfrågor när det är önskvärt av fonderna.

Händelser och förändringar under 2024

Under 2024 har flera centrala händelser och förändringar ägt rum:

- **Full etablering av Etikrådet:** 2024 är första året med ett fulltaligt Etikråd. I januari tillträdde två seniora hållbarhetsspecialister, vilket har tillfört erfarenhet. Under året har Etikrådet vidareutvecklat sin administrativa hemvist hos Tredje AP-fonden (efter flytten från Första AP-fonden 2023).
- **Integrering av Etikrådet:** En prioritering under året har varit fler regelbundna utbyten med fonderna. Detta har syftat till att stärka integreringen av Etikrådets arbete och säkerställa att insikt och analys kommer förvaltningsorganisationerna till gagn.
- **Utökade dialoger och vidareutvecklade projekt:** Etikrådet har intensifierat sitt arbete genom fler dialoger inom sina fokusområden, bland annat till följd av att organisationen har utökats.
- **Fortsatt utveckling av det reaktiva arbetet:** Det reaktiva arbetet har visat fortsatt positiv utveckling, samtidigt som nya fall identifieras via genomlysningen.
- **Ökad resurseffektivitet och samverkan:** Leverantörskostnader har reducerats bland annat genom en lyckad upphandling samtidigt som samverkan i sakfrågor har bidragit en effektivare resursanvändning och kostnadsbesparingar.
- **Geopolitiska utmaningar och kvalitativt hållbarhetsfokus:** Under 2024 kunde Etikrådet stötta AP-fonderna med egen analys, bedömningar och vägledning. Förmågan att kunna arbeta kvalitativt med hållbarhetsfrågor är viktigare än någonsin, exempelvis mot bakgrund av den geopolitiska utvecklingen. Genom en förstärkt organisation kan Etikrådet arbeta fördjupat och dedikerat med komplexa och systembetonade sakfrågor.

4.3.4 Medlemskap i organisationer, initiativ och samarbeten

Utöver Etikrådet engagerar sig AP-fonderna i ett flertal organisationer, initiativ, standarder och allianser för att främja hållbar utveckling och stärka institutionell förvaltning. Fonderna deltar som undertecknare, sponsorer eller ledare, beroende på initiativens syfte och strategiska relevans.

Deltagandet omfattar både svenska samarbeten, såsom Institutionella Ägares Förening (IÄF), och internationella ramverk som TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures). Engagemangsnivån varierar för respektive fond och vissa initiativ stöds av samtliga fonder, medan andra drivs av enskilda fonder. Insatsen i form av tid och resurser beror till stor del på samarbetets struktur och omfattning.

Det är upp till ledningen och styrelsen på varje enskild fond att involvera sig i dessa initiativ där AP-fondernas strategi, i linje med Etikrådets rekommendationer, är att prioritera färre men mer djupgående åtaganden för att maximera påverkan och effektivitet i hållbarhetsarbetet.

4.4 Samarbeten mellan fonderna

AP-fondernas uppdrag bygger på en ambition att upprätthålla en diversifierad kapitalförvaltning och riskspridning gentemot varandra. Samtidigt samarbetar fonderna i strategiska och operationella frågor där det kan bidra till kostnadseffektivitet och kunskapsutbyte utan att äventyra självständighet eller diversifiering. Förutom Etikrådet är **Samverkansrådet** det främsta forumet för formellt samarbete mellan fonderna. Vissa av fonderna samäger även ett flertal bolag, exempelvis bolagen 4 to 1 Investments och Polhem Infra.

4.4.1 Samverkansrådet

AP-fondernas Samverkansråd bildades 2016 och är det samlande forumet för fondernas operativa arbete. Syftet är att identifiera och effektivisera samarbeten inom områden som inte påverkar investeringsstrategin, med fokus på kostnadssynergier, kunskapsdelning och gemensamma utmaningar.

Arbetet bedrivs inom elva funktionsinriktade samverkansgrupper med målet att identifiera områden där det finns tydlig samarbetspotential och möjlighet att skapa ytterligare kostnadseffektivitet för pensionssystemet. AP-fonderna unika uppdrag och struktur innebär att organisationerna delar många gemensamma utmaningar som Samverkansrådet kan bistå med. Varje samverkansgrupp formulerar årligen en uppdragsbeskrivning och handlingsplan. Handlingsplanen följs upp två gånger per år, och i slutet av varje år delas en sammanfattande rapport med respektive fonds ledning.

Samverkansrådets struktur möjliggör samarbete utan onödig administration. Exempel på initiativ under året inkluderar en fysisk samverkansdag men huvudtemat "AP-fonder utifrån ett globalt perspektiv", interna utbildningsinsatser, utveckling av systemplattformar och andra operativa frågeställningar som inte är direkt kopplade till fondernas investeringsstrategi.

4.4.2 Gemensamt ägda bolag

Första till Fjärde AP-fonderna får enligt lag individuellt äga högst 35% av ett onoterat bolag, med undantag för fastighetsbolag. Denna regel främjar diversifiering och minskar riskexponeringen men har också drivit fonderna till att utveckla innovativa samarbetsmodeller för riskkapitalinvesteringar.

Ett exempel är det gemensamma investeringsbolaget **4 to 1 Investments**, som möjliggör samägda investeringar i onoterade bolag och därmed utökar fondernas investeringsmöjligheter. På fastighetssidan illustrerar ägandet av **Vasakronan**, Sveriges största fastighetsbolag, fondernas strategiska tillgångsallokering. Vasakronan förvärvades 2008 av AP Fastigheter, ett bolag samägt av Första till Fjärde AP-fonderna sedan deras bildande 2001, och har sedan dess stärkt portföljens diversifiering och stabila avkastning.

Ett annat exempel är **Polhem Infra**, som investerar i infrastrukturtillgångar. Bolaget representerar en långsiktig satsning på både finansiell avkastning och samhällsnytta, i linje med fondernas hållbarhetsprinciper.

Genom dessa samarbeten och strategiska investeringar visar Första till Fjärde AP-fonderna förmåga att balansera lagkrav, 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.

4 to 1 Investments

4 to 1 Investments, grundat 2021, är ett fondägt investeringsbolag med syfte att genomföra hållbara och långsiktiga riskkapitalinvesteringar i onoterade bolag med positiv samhällspåverkan. Samma år investerades 400 miljoner dollar i den svenska batteritillverkaren **Northvolt**, följt av flera tilläggsinvesteringar, inklusive nya investeringar under 2023. Det senaste året har varit utmanande för Northvolt och i slutet av 2024 ansökte bolaget om rekonstruktion enligt amerikansk lagstiftning. Under 2024 har 4 to 1 Investments investering i Northvolt skrivits ned till noll.

4 to 1 Investments ägs till lika delar av Första till Fjärde AP-fonden. Beslut om investeringar fattas av styrelsen, där alla fyra fonder är representerade.

Polhem Infra

Polhem Infra grundades 2019 för att möjliggöra långsiktiga och hållbara investeringar i infrastruktur. Bolaget har investerat i tre verksamheter:

- **Solör Bioenergi** – förvaltare av små- och medelstora fjärrvärmeanläggningar.
- **Skäftåsen** – en vindkraftspark med 35 turbiner och en kapacitet på 6,6 MW, vilket motsvarar elförsörjning för cirka 100 000 hushåll¹⁰.
- **Arelion** – leverantör av digital infrastruktur.

Infrastrukturinvesteringar kräver en högst specialiserad förvaltning, vilket var den huvudsakliga drivkraften bakom bildandet av Polhem Infra. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna äger en tredjedel var av Polhem Infra.

¹⁰ Antar en förbrukning på 5 000 kilowattimmar per år

5. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Första AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2024, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

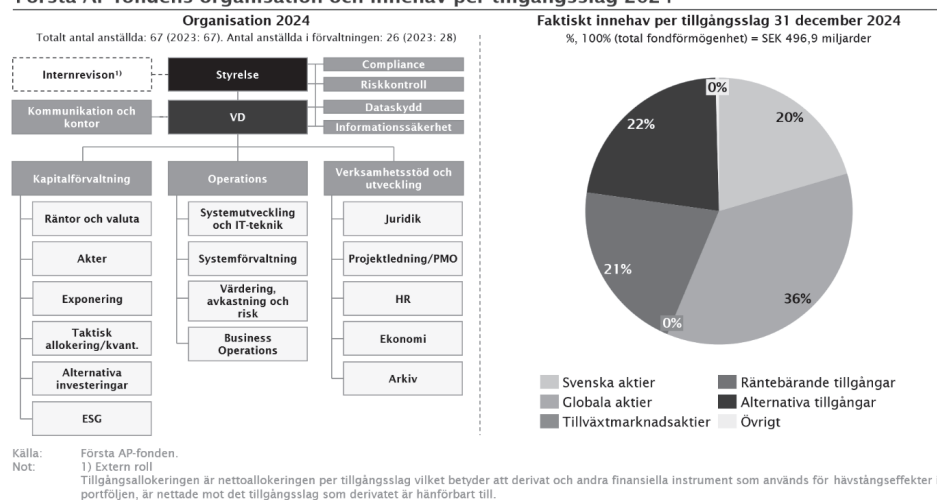
5.1 Första AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2024

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod 2024 av 67 personer (2023: 67), varav 26 som arbetar inom kapitalförvaltning. Under året skedde ingen förändring i organisationsstrukturen.

Vid utgången av 2024 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 496,9 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 36% av globala aktier, 22% av alternativa tillgångar, 21% av räntebärande tillgångar, 20% av svenska aktier och 0,4% av övrigt.

Första AP-fonden använder sig av referensportföljerna Övergripande Tillgångsfördelning (ÖT) och Strategisk Tillgångsfördelning (ST) för att uppnå avkastning till en avvägd risk. ÖT representerar styrelsens tolkning av en lämplig riskpreferens utifrån fondens uppdrag. ST utgör VD:ns referensportfölj och syftar till att operationalisera ÖT och ge vägledning från VD till kapitalförvaltningen.

Första AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024



Figur 27: Första AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024

Första AP-fondens avkastningsmål

- Första AP-fonden har ett långsiktigt reallt årligt avkastningsmål på 4,0% över 40 år sikt, samt ett medelsiktigt mål på 3,0% reallt efter kostnader under rullande tioårsperioder.

Första AP-fondens investeringsfilosofi

Första AP-fondens investeringsfilosofi, som fonden själv benämner som sina investeringsövertygelser, består av sju centrala principer som utgör ett ramverk för portföljsammansättningen. Dessa principer vägleder både nya investeringar och förvaltningen av befintliga innehav och uppdaterades under 2024 för att säkerställa relevans i ett föränderligt marknadsklimat. Komponenterna av investeringsfilosofin är:

1. **Diversifiering:** Balanserad risk och förutsägbarhet genom bred allokering inom tillgångar, strategier och riskfaktorer möjliggör förbättrad riskjusterad avkastning.
2. **Horisont:** Långsiktigt risktagande och möjlighet att utnyttja marknadens svängningar för högre avkastning.
3. **Effektiva marknader:** Aktiv förvaltning kan skapa mervärde, särskilt på ineffektiva marknader och inom onoterade investeringar.
4. **Riskpremier:** Systematiskt risktagande genererar avkastning över tid; kräver disciplin och likviditet för att utnyttja marknadsmöjligheter.
5. **Kostnadseffektivitet:** Optimering av kostnader för maximal avkastning; internt och externt samarbete för bättre förvaltning.
6. **Hållbart värdeskapande:** ESG-faktorer påverkar långsiktig avkastning; ansvarsfullt ägande och hållbarhetsarbete minskar risker och skapar möjligheter.
7. **Styrning och kultur:** Effektiv styrning, tydliga mandat och en stark organisationskultur säkerställer långsiktig framgång och flexibilitet i investeringsbeslut.

5.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2024

Under 2024 har Första AP-fonden fortsatt utvecklat verksamheten och deras placeringsstrategi. Fonden har fortsatt arbeta med dess strategiska initiativ (2024–2026) där ett stort fokusområde för året har varit omvärldsanalys tillsammans med utländska pensionsfonder.

- **Uppdaterad placeringsstrategi:** Placeringsstrategin har under året reviderats och fått en tydligare koppling mellan pensionssystemets krav och fondens strategi, inklusive likviditetsbehov, långsiktigt avkastningsmål och intermediära mål i referensportföljer. Interna mål har satts högre än pensionssystemets krav, vilket ökar möjligheten att överträffa förväntningarna. Förändringen har möjliggjort tydligare riktlinjer för fondens arbete samt ökad flexibilitet i övergripande allokering, vilket har resulterat i en mer aktiv och dynamisk förvaltning än tidigare.
- **Reviderad investeringsfilosofi:** Investeringsövertygelserna har noga bearbetats för att göra dem tydliga och lättförståeliga. Varje enskild övertygelse har omformulerats, konkretiserats och förtydligats. Investeringsövertygelserna har också utökats med en sjunde aspekt – *Styrning och kultur*.
- **Nytt styrdokument för ansvarsfulla investeringar:** Se 5.3.2 *Hållbarhetsaktiviteter under 2024* för en djupare redogörelse.
- **Ny utskottsstruktur:** Styrelsen har infört en ny utskottsstruktur med ett nytt placeringsutskott. Det tidigare hållbarhetsutskottet har avvecklats och hållbarhetsaspekter är nu fullt integrerade i hela förvaltningen.
- **Utökad omvärldsanalys:** Fonden har deltagit i en omfattande studie tillsammans med Future Fund i Australien och andra utländska pensionsfonder för att analysera framgångsfaktorer och framåtblickande utmaningar.

5.2 Första AP-fondens portfölj och resultat 2001–2024

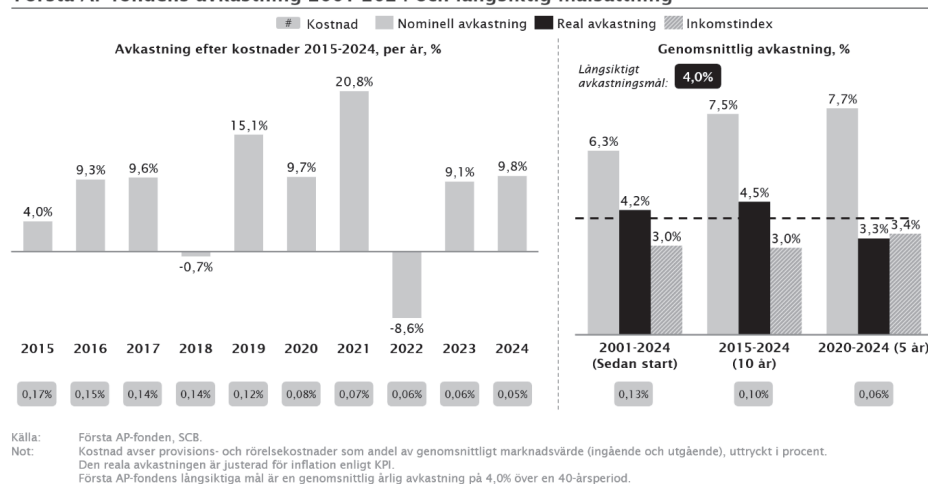
5.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Första AP-fonden har ett långsiktigt realt avkastningsmål på 4,0% efter kostnader, beräknat över rullande 40-årsperioder. Målet baseras på två huvudsakliga komponenter: utvecklingen av inkomstindex samt det avkastningsbehov som krävs för att minimera balansrisken i pensionssystemet.

Utöver det långsiktiga målet har fonden även fastställt ett medelfristigt mål på 3,0% realt efter kostnader, beräknat över rullande tioårsperioder. Detta mål revideras regelbundet utifrån rådande ränteläge och sänktes 2020 från 4,0% till 3,0%. Dessa mål har beslutats av Första AP-fondens styrelse.

Under 2024 uppgick fondens nominella avkastning till 9,8% efter kostnader och 8,9% justerat för inflation, vilket överträffade både de medelfristiga och långsiktiga avkastningsmålen.

Första AP-fondens avkastning 2001-2024 och långsiktig målsättning



Figur 28: Första AP-fondens avkastning och långsiktiga målsättning, 2001–2024

Sedan 2001 har fonden uppnått en real avkastning på 4,2%, vilket är i linje med det långsiktiga avkastningsmålet på 4,0%, som illustreras i Figur 28. I nominella termer har fonden uppnått en genomsnittlig årlig avkastning på 6,3% sedan start och därmed överträffar fondens avkastning även inkomstindex.

Under de senaste tio åren har fonden överträffat sitt mål genom att uppnå en genomsnittlig real avkastning på 4,5%. Denna utveckling har främst drivits av stark nominell avkastning i kombination med en lång period av låg inflation, där inflationen i flera år låg under målnivån på 2%.

Den genomsnittliga reala avkastningen för de senaste fem åren uppgår till 3,3%, vilket är 0,7 procentenheter under det långsiktiga målet.

5.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Under 2024 uppgick fondens totala avkastning till 44,6 miljarder kronor (9,8%) efter kostnader, där de noterade innehaven i globala aktier stod för den största delen av avkastningsbidraget. Denna

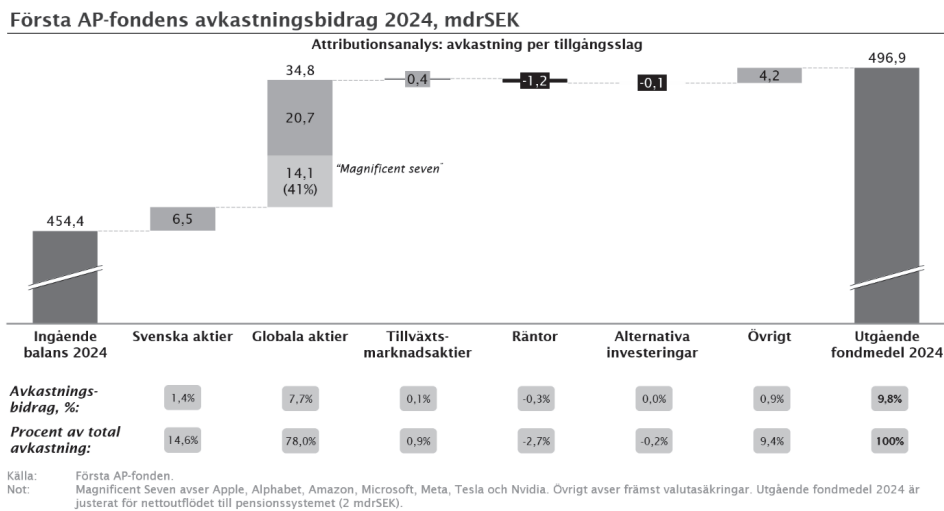
tillgångsklass bidrog med 7,7 procentenheter i avkastningsbidrag, motsvarande 34,8 miljarder kronor. Svenska aktier bidrog med 1,4 procentenheter avkastningsbidrag, motsvarade 6,5 miljarder kronor. Tillsammans motsvarade detta ett avkastningsbidrag på 41,3 miljarder kronor inom aktieportföljen.

En särskilt betydande del av avkastningen inom globala aktier kom från de så kallade "Magnificent Seven" – de sju största amerikanska teknikbolagen¹¹. Dessa bolag stod för 14,1 miljarder kronor av det totala avkastningsbidraget på 34,8 miljarder kronor inom globala aktier. "Magnificent Seven" stod därmed för 41% av avkastningsbidraget inom globala aktier och 31% av det totala avkastningsbidraget.

Räntebärande tillgångar gav under 2024 ett negativt avkastningsbidrag på -0,3 procentenheter, motsvarande -1,2 miljarder kronor. Även investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, påverkade den totala avkastningen negativt.

Tillgångsklassen övrigt hade också ett positivt avkastningsbidrag under 2024 på 0,9 procentenheter, motsvarande 4,2 miljarder. I denna kategori ingår valutasäkringar och alternativa strategier.

Figur 29 nedan visar en fullständig attribution av samtliga tillgångsslag till den totala fondvärderingen före kostnader per den 31 december 2024.



Figur 29: Första AP-fondens avkastningsbidrag 2024 i alla tillgångsklasser

5.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Första AP-fondens portfölj bestod 2024 av 56% aktier, 21% räntebärande tillgångar och 22% alternativa tillgångar. Aktierna i total portföljen utgörs av 36% globala aktier, 20% svenska aktier och 0% tillväxtmarknadsaktier (Se Figur 30).

Under 2024 förändrades portföljallokeringen genom en ökad andel globala aktier. Denna utveckling är delvis en följd av taktiska omallokeringar men drivs också av den starka avkastningen under året.

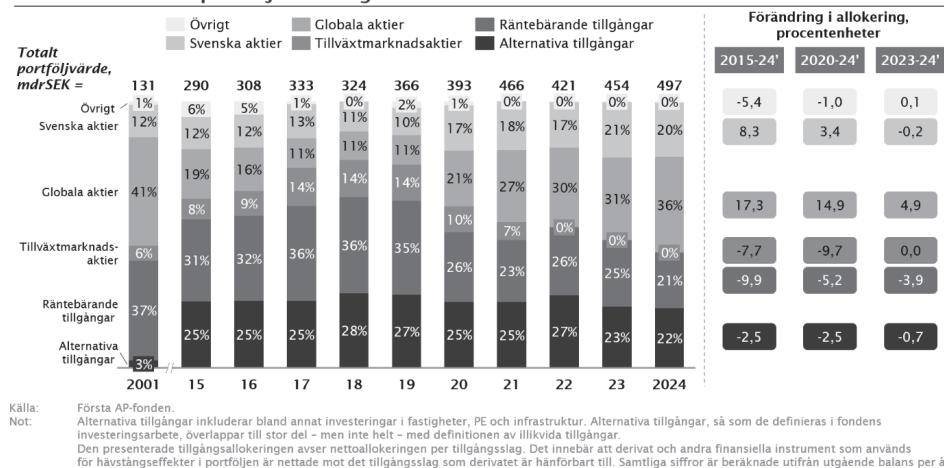
¹¹ Bolagen som ingår är Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta, Tesla och Nvidia, Magnificent Seven är en vedertagen benämning på dessa amerikanska teknikbolag vars aktiekurser har vuxit betydande under senaste åren

Samtidigt minskade andelen svenska aktier något, medan andelen tillväxtmarknadsaktier är oförändrad.

Portföljallokeringen förändrades även under året med en minskad andel räntebärande tillgångar. Allokeringen till räntebärande tillgångar minskade med 3,9 procentenheter jämfört med 2023. Tillgångsklassen har sedan start successivt minskat och är under 2024 på den lägsta nivån sett över de tio senaste åren.

Vidare har andelen alternativa tillgångar minskat med 0,7 procentenheter jämfört med 2023. Detta beror främst på den negativa värdeutvecklingen inom tillgångsslaget, snarare än strategiska avyttringar under året. På längre sikt har dock allokeringen till alternativa tillgångar ökat med drygt 20 procentenheter sedan fondens start 2001. Sett till de senaste tio åren har denna tillgångsklass legat på en relativt stabil nivå, mätt som andel av det totala förvaltade kapitalet.

Första AP-fondens portföljallokering 2001-2024



Figur 30: Första AP-fondens tillgångsallokering och förändringar, 2001-2024

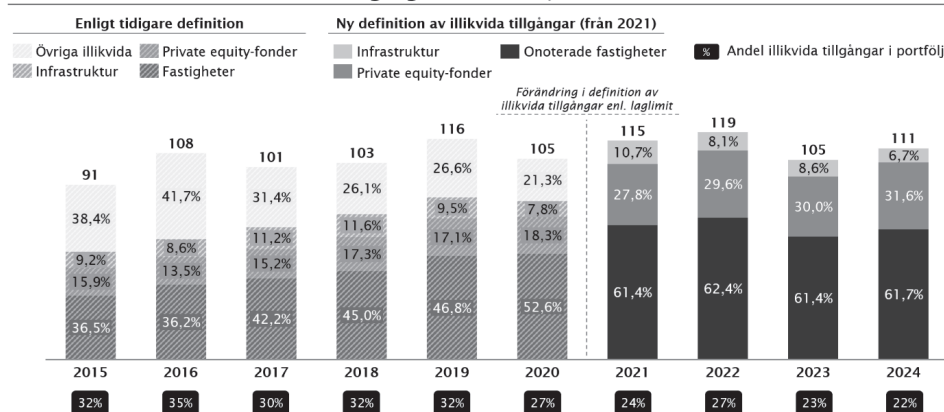
5.2.4 Illikvida tillgångar

AP-fonderna får enligt lag investera högst 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, det vill säga tillgångar som inte är noterade på en marknadsplats med kontinuerlig prissättning och som därför inte förväntas kunna likvideras snabbt. Definitionen av illikvida tillgångar överlappar till stor del med Första AP-fondens egen definition av alternativa tillgångar, men de är inte helt identiska.

År 2021 enades Första till Fjärde AP-fonderna om en gemensam definition av illikvida tillgångar, vilket innebar vissa förändringar jämfört med den tidigare definitionen. Dessa förändringar bör beaktas vid jämförelser över tid.

År 2024 utgjorde illikvida tillgångar 22% av Första AP-fondens totala portfölj, motsvarande 111 miljarder kronor. Den största delen bestod av onoterade fastigheter (62%), följt av private equity-fonder (32%) och infrastruktur (7%). Andelen i onoterade fastigheter och private equity-fonder har ökat under 2024, medan andelen infrastruktur har minskat.

Första AP-fondens totala illikvida tillgångar 2015-2024, mdrSEK



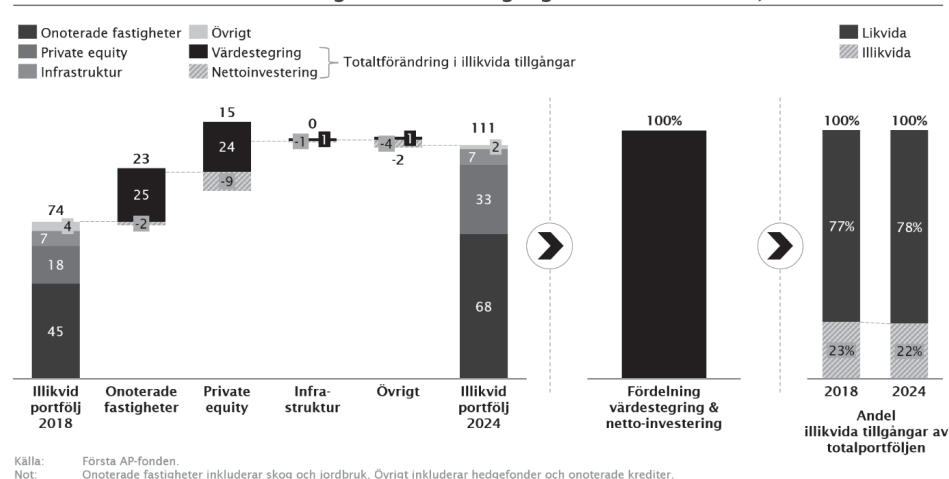
Källa: Första AP-fonden.
Not: Övriga illikvida inkluderar hedgefonder, high-yield krediter och alternativa strategier.

Figur 31: Första AP-fondens totala illikvida tillgångar (enligt nuvarande och tidigare definition), 2015–2024

För att möjliggöra en mer rättvis historisk jämförelse krävs en djupare analys av den illikvida portföljen, där de underliggande tillgångarna har omklassificerats enligt den nya definitionen från 2021. Som framgår av Figur 32 nedan har därmed portföljen vuxit från 74 miljarder kronor 2018 (enligt den nya definitionen) till 111 miljarder kronor vid slutet av 2024 – en ökning med 37 miljarder kronor.

Denna tillväxt kan helt tillskrivas värdestegring (100%). Den främsta drivkraften bakom ökningen har varit värdestegring inom onoterade fastigheter och onoterade aktier (private equity). Andelen illikvida tillgångar i förhållande till den totala portföljen har dock förblivit i stort sett oförändrad, med en andel på 23% 2018 och 22% 2024.

Första AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsklasser 2018-2024, mdrSEK



Källa: Första AP-fonden.
Not: Onoterade fastigheter inkluderar skog och jordbruk. Övrigt inkluderar hedgefonder och onoterade krediter.

Figur 32: Första AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018–2024

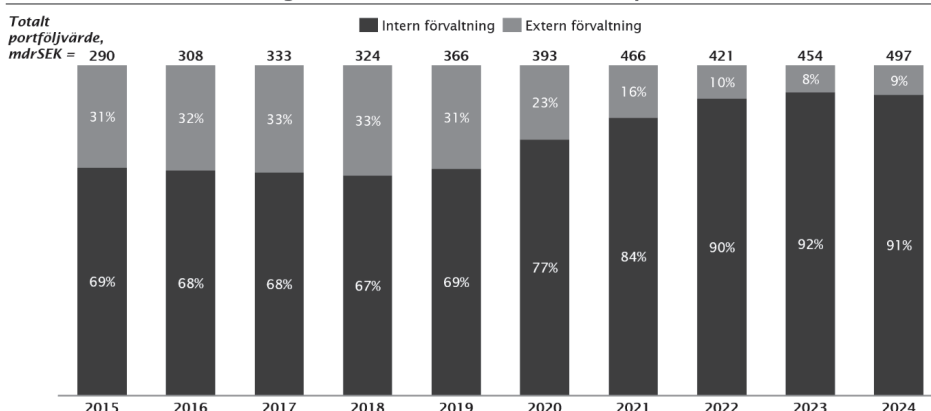
5.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Första AP-fonden betonar själva att en väl utförd intern förvaltning erbjuder flera strategiska fördelar. En av de främsta är möjligheten till en mer flexibel och dynamisk kapitalallokering mellan olika strategier och tillgångsslag, vilket skapar bättre förutsättningar att utnyttja uppkommande investeringsmöjligheter.

Fonden ser även intern förvaltning som ett sätt att skapa en integrerad värdekedja inom organisationen, vilket i sin tur kan leda till lägre kostnader och förbättrad riskkontroll. Samtidigt ställs höga krav på att intern förvaltning ska leverera lika bra eller bättre resultat än extern förvaltning. Exempelvis bedömer Första AP-fonden att riskkapitalinvesteringar även framöver bör ske i samarbete med externa partners.

Den absoluta majoriteten av kapitalet förvaltas internt – 91% under 2024. Detta innebär en minskning med 0,8 procentenheter från 2023, då 91,8% av kapitalet var internt förvaltad. På längre sikt har andelen internt förvaltad kapital ökat stadigt, från 69% år 2015 till 91% år 2024, vilket illustreras i Figur 33 nedan.

Första AP-fondens fördelning av externt och internt förvaltad kapital 2015-2024



Källa: Första AP-fonden.

Figur 33: Första AP-fondens kapitalförvaltning uppdelat på intern och extern förvaltning, 2015-2024

5.2.6 Förvaltningskostnader

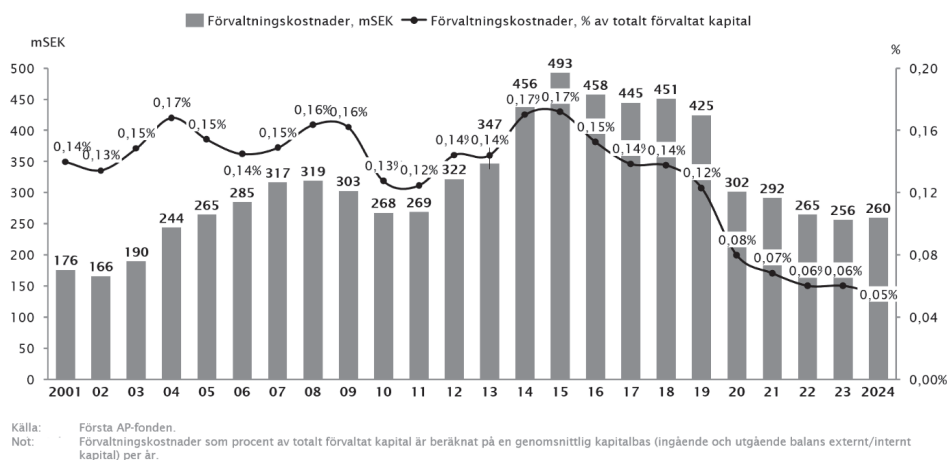
Första AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna förvaltningskostnaderna avser utgifter kopplade till den kapitalförvaltning som genomförs av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna uppstår däremot när fonden anlitar externa förvaltare för specifika mandat och tillgångsslag, där kostnaderna regleras enligt kontraktuella villkor. Ett exempel på detta är fondens investeringar i onoterade aktier (private equity).

Under det senaste decenniet har den strategiska övergången till ökad intern förvaltning tydligt avspeglats i kostnadsutvecklingen, vilket framgår i Figur 34 nedan. Sedan 2015 har förvaltningskostnaderna successivt minskat, delvis som en följd av att intern förvaltning visat sig vara mer kostnadseffektiv än extern förvaltning. Dessutom har ökade stordriftsfördelar ytterligare stärkt

kostnadseffektiviteten, då den andel av kapitalet som förvaltas internt har vuxit i en snabbare takt än de interna kostnaderna. Sedan starten 2001 är den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvaltad kapital 0,13%.

Under 2024 ökade de totala förvaltningskostnaderna med 4 miljoner kronor till 260 miljoner kronor. Samtidigt minskade förvaltningskostnaderna som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,05%, vilket innebär att fonden har lyckats generera värde på ett mer kostnadseffektivt sätt. Överlag ligger Första AP-fondens förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet på en mycket låg nivå sett ur ett internationellt perspektiv (se avsnitt 3.4 *Jämförelse med utländska pensionsfonder*).

Första AP-fondens förvaltningskostnader (provision- och rörelsekostnader) 2001-2024



Figur 34: Första AP-fondens förvaltningskostnader, 2001-2024

5.3 Första AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2024

5.3.1 Principer och strategi för hållbarhetsarbetet

Första AP-fondens hållbarhetsstrategi är en integrerad och naturlig del av det operationella arbetet, investeringsprocessen och fondförvaltningen. Fondens VD ansvarar för att säkerställa denna integration, med stöd av hållbarhetsfunktionen, som är en del av förvaltningsorganisationen. Hållbarhetsfunktionen bistår VD genom att genomföra delar av arbetet och säkerställa att hållbarhetsaspekter beaktas inom samtliga investeringsområden.

Inom kapitalförvaltningen anpassas hållbarhetsarbetet efter respektive tillgångsslag och förvaltningsstrategi, vilket möjliggör en bred ansvarsallokering till berörda avdelningschefer. Exempel på tillgångsslagsspecifika hållbarhetsåtgärder inkluderar beaktanden av klimatrisker och resurseffektivitet i kvantitativa strategier samt fundamental hållbarhetsanalys inom svenska småbolagsstrategin.

Fondens hållbarhetsinriktning styrs av policyn för ansvarsfulla investeringar, ett nytt styrdokument för 2024 som ersätter den tidigare ESG-strategin och ägarpolicyn. Denna policy fastställer de övergripande principerna för hållbarhet och ägarstyrning i fondförvaltningen. Den betonar vikten av föredömlig

förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarfullt ägande. Första AP-fonden har tron att välsköta bolag, som integrerat identifierar och hanterar strategiskt materiella risker och möjligheter, har bättre förutsättningar att skapa långsiktigt värde. Särskilt betonas betydelsen av ansvarsfullt agerande och effektiv användning av naturkapital, humankapital och finansiellt kapital – faktorer som bedöms bidra till högre avkastning till lägre risk över tid.

Klimatförändringar har identifierats som ett särskilt fokusområde, då de anses ha en direkt påverkan på fondens långsiktiga värdeskapande. Första AP-fonden har därför satt upp ett övergripande klimatmål om att reducera portföljens koldioxidutsläpp till netto-noll senast år 2050. Detta mål omsätts operativt i ägarstyrningsarbetet samt i en rad projekt och initiativ med syfte att minska klimatutsläpp i den reala ekonomin på lång sikt.

5.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2024

Under året har Första AP-fonden genomfört flera initiativ för att stärka sitt hållbarhetsarbete:

- **Ny policy för ansvarsfulla investeringar:** Styrelsen har antagit en ny policy för ansvarsfulla investeringar under året, som ersätter den tidigare ESG-strategi och ägarpolicy. Syftet är att skapa tydligare riktlinjer och samsyn kring hållbarhet och ägarstyrning samt stärka hållbarhetsintegreringen i förvaltningen.
- **Omvärldsanalys med fokus på geopolitisk utveckling och regleringar:** Fonden har analyserat internationella trender och riskfaktorer, inklusive geopolitiska konflikter, politiska förändringar, nya regleringar och omställningstakten i olika sektorer. Särskilt fokus har lagts på bolag som verkar i konfliktområden.
- **Översyn av kriterier för bolag med hög hållbarhetsrisk:** Kriterierna för att identifiera bolag med särskilt hög hållbarhetsrisk har reviderats. Riskbedömningen baseras på branschkaraktär eller bolagsspecifika faktorer. Banker har bedömts ha bättre riskhantering mot penningtvätt och korruption, medan byggsektorn uppvisar högre risk kopplad till arbetsmiljö och korruption.
- **Utveckling av hållbarhetsrapportering för onoterade innehav:** Fonden har förbättrat insamlingen och analysen av ESG-data från reala tillgångar och riskkapitalfonder, inklusive djupare granskning av förvaltare och underliggande portföljbolag.
- **Förbättrat systemstöd för ägarstyrning och ESG-uppföljning:** För att effektivisera ägarstyrningen har ett nytt system i form av en webbapplikation utvecklats. Samtidigt har fonden förbättrat analysen av ESG-data där målsättningen är att optimera flödet av relevanta datapunkter till rätt förvaltare i rätt tid.
- **Värnande om fysiska bolagsstämmor i Sverige:** Fonden har engagerat sig starkt för att bevara fysiska bolagsstämmor. Man betonar att digitala möten inte fullt ut kan ersätta det personliga utbytet och de diskussioner som sker vid fysiska möten.
- **Aktivt arbete i valberedningar och bolagsstämmor:** Fonden fortsätter att arbeta som ansvarsfull ägare genom att delta aktivt i valberedningar och utnyttja sin rösträtt vid bolagsstämmor för en god bolagsstyrning och ett hållbart värdeskapande.

5.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Under 2024 har arbetet fortsatt med att öka investeringarna i tillgångar som bedöms bidra till en hållbar utveckling och möter fondens avkastningskrav. Under året har andelen hållbara investeringar i portföljen ökat, från 78 miljarder kronor under 2023 till cirka 82 miljarder kronor under 2024.

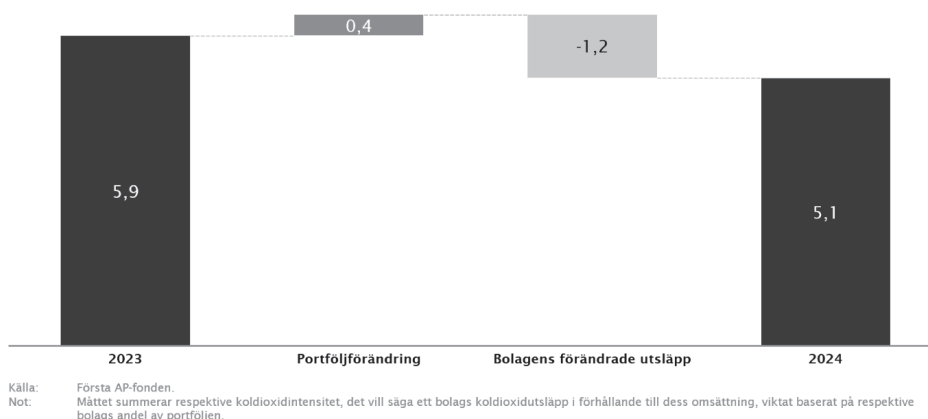
Av de hållbara investeringarna utgör onoterade fastigheter den största andelen (76%), följt av infrastruktur (9%), riskkapitalfonder (9%), gröna obligationer (6%) och sociala obligationer (0,3%).

5.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Första AP-fondens noterade aktieportfölj (scope 1 och 2) uppgick under 2024 till 0,5 miljoner tCO₂e. Detta är en minskning med 0,1 miljoner tCO₂e jämfört med 2023 då de totala utsläppen uppgick till 0,6 miljoner tCO₂e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten – som mäter fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag – uppgick till 5,1 tCO₂e/mkr, en minskning med 0,8 tCO₂e jämfört med föregående år, vilket illustreras i Figur 35. Minskningen drevs av lägre koldioxidintensitet hos portföljbolagen, vilket bidrog med en reduktion på 1,2 tCO₂e/mkr. Samtidigt påverkade förändringar i portföljallokeringen koldioxidintensiteten i motsatt riktning och ökade den med 0,4 tCO₂e.

Första AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp 2023-2024, tCO₂e per miljoner kronor



Figur 35: Första AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2023-2024

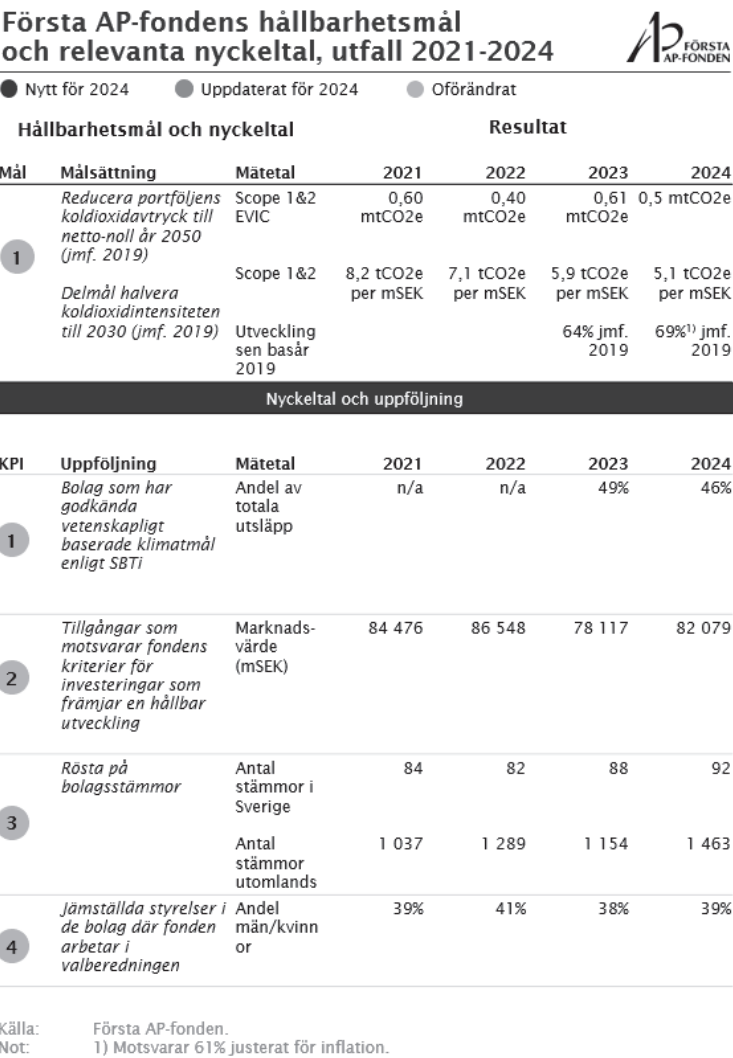
5.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Första AP-fonden arbetar aktivt med att sätta upp och följa upp målsättningar inom ramen för sitt hållbarhetsarbete. Dessa mål är utformade för att integreras i fondens långsiktiga uppdrag utan att kompromissa med dess övergripande investeringsstrategi.

Fonden har en primär kvantitativ målsättning inom hållbarhetsområdet: att portföljen ska vara netto-noll avseende koldioxidutsläpp senast 2050, i linje med Parisavtalet. Som ett första delmål ska aktieportföljens koldioxidintensitet halveras till 2030 jämfört med 2019 års nivåer. Utöver detta följer fonden upp ett antal aspekter kopplade till hållbarhetsstrategin.

Under 2024 har nyckeltalet kopplat till redovisning enligt GRESB tagits bort, eftersom fonden numera får data direkt från bolagen och inte längre är beroende av en extern dataleverantör.

I Figur 36 presenteras den historiska utvecklingen för fondens utsläppsrelaterade målsättning samt progressionen för övriga relevanta mätpunkter.



Figur 36: Första AP-fondens hållbarhetsmål och relevanta nyckeltal, 2021–2024

5.4 Slutsatser och bedömningar

5.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Första AP-fonden har uppnått sina reala avkastningsmål över flera utvärderade tidsperioder: sedan start, under den senaste tioårsperioden samt för 2024. Däremot har fonden inte nått sitt avkastningsmål under den senaste femårsperioden.

Det är dock värt att notera att trots att avkastningsmålet för femårsperioden inte uppnåddes, hade Första AP-fonden under denna tidsperiod den näst högsta genomsnittliga avkastningen bland Första till Fjärde AP-fonden. Fonden har således genererat en högre avkastning än genomsnittet, trots ett utmanande marknadsklimat präglad av hög inflation och geopolitiska oroligheter.

Under 2024 var fondens innehav i globala aktier en avgörande faktor för avkastningen och stod för en tydlig del av avkastningsbidraget. Fonden hade en betydande exponering mot "Magnificent Seven", vilka varit en stark drivkraft bakom uppgången i globala marknadsindex. Dessa aktier stod för 31,6% av det totala avkastningsbidraget, vilket tydligt visar deras dominerande roll i fondens resultat.

Samtidigt hade fonden en hög andel svenska aktier, motsvarande 20% av den totala portföljen. Detta ger en viss home-bias – tendensen hos investerare att övervägande placera kapital i inhemska tillgångar. Vidare har fonden den högsta koncentrationen av sina fem största aktieinnehav i förhållande till det totala förvaltade kapitalet av Första till Fjärde AP-fonden. Dessa fem innehav utgör 9,15% av den totala portföljen, vilket innebär en hög exponering mot ett begränsat antal bolag. Detta väcker frågor om huruvida fondens nuvarande allokering och innehav fullt ut optimerar riskspridningen.

Vidare vid en extern utvärdering är det en utmaning att förstå gränsdragningen mellan referensportföljerna ÖT och ST, där det är otydligt vilken av dessa portföljer som primärt vägleder den operativa förvaltningen och hur deras respektive styrande effekter samverkar. För en vidare analys och slutsats kring detta, se bilaga *Tilläggsuppdrag*.

5.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Första AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

6. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden

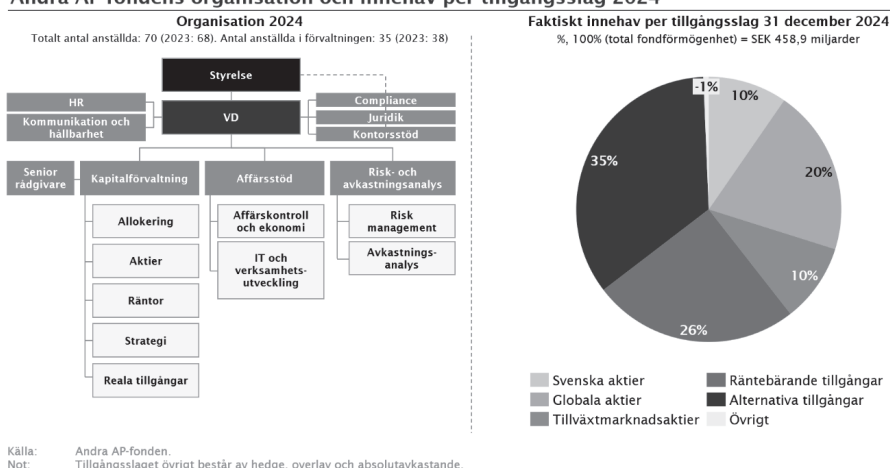
I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Andra AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2024, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

6.1 Andra AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2024

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod vid utgången av 2024 av 70 personer (2023: 68), varav 35 som arbetar direkt inom kapitalförvaltning. Under 2024 skedde en större omorganisation där bland annat kapitalförvaltningsorganisationen omorganiserade. Den är numera indelad utefter tillgångsslag (allokering, aktier, räntor, strategi samt reala tillgångar).

Vid utgången av 2024 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 458,9 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 35% av alternativa tillgångar, 26% av räntebärande tillgångar, 20% av globala aktier, 10% av svenska aktier och 10% av tillväxtmarknadsaktier.

Andra AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024



Figur 37: Andra AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024

Andra AP-fondens avkastningsmål

- Andra AP-fonden har inget fastställt avkastningsmål utan anger istället en "långsiktig förväntad avkastning".¹²
- Fondens förväntade långsiktiga avkastning är 7,0% nominellt per år, vilket motsvarar 5,0% realt per år.

¹² Inom ramen för denna utvärdering betraktas den långsiktiga avkastningsförväntningen som ett avkastningsmål vid jämförelser.

Andra AP-fondens investeringsfilosofi

Andra AP-fondens investeringsfilosofi och strategi bygger på en analys av pensionssystemets behov av en effektiv kapitalförvaltning. Detta innebär en portfölj som inte bara optimerar avkastning och risk utan även integrerar hållbarhet för att främja en långsiktigt hållbar utveckling. Under 2023 skedde det en översyn av investeringsövertygelserna som sedan implementerades under 2024. Fondens syn på de viktigaste framgångsfaktorerna och dess investeringsfilosofi sammanfattas i förkortningen SHARPE:

1. **Samarbete och medarbetare är kritiska framgångsfaktorer:** För att nå framgång krävs medarbetare och ledare med hög kompetens och en organisationskultur med tydliga värderingar som främjar innovation och samarbete.
2. **Hållbarhet lönar sig:** Genom att integrera hållbarhet i förvaltningen förbättras förutsättningarna att nå det övergripande målet samtidigt som en hållbar utveckling kan främjas.
3. **Aktiv förvaltning skapar mervärde:** Genom aktiva och dynamiska investeringsbeslut kan portföljens riskjusterade avkastning förbättras.
4. **Rishtagande som är uthålligt krävs:** Det största långsiktiga värdeskapandet kommer från exponering mot systematiska riskpremier. Fondens långa placeringshorisont möjliggör uthålligt rishtagande med mindre påverkan av marknadens kortsiktiga svängningar.
5. **Pensionärernas bästa ska avgöra strategin:** För att investera fondkapitalet till så stor nytta som möjligt för pensionssystemet behövs en gedigen ALM-analys.
6. **Effektiva processer är en förutsättning för bra resultat:** Effektiva, stabila och disciplinerade processer hjälper fonden att hålla fast vid sina grundläggande övertygelser och investeringsstrategier.

6.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2024

Under 2024 har Andra AP-fonden genomfört omfattande förändringar i sin förvaltningsstrategi vilket har omformat hela fondens verksamhet.

- **Implementering av ny förvaltningsmodell och beslutsstruktur:** Efter en genomgripande översyn av förvaltningsstrategin under 2022 och 2023 för att förbättra avkastningen på ett mer dynamiskt och effektivt sätt har fonden uppdaterat sin styrstruktur, organisationsmodell och investeringsövertygelser. Fokus under 2024 har varit att implementera den nya beslutsstrukturen, med flera viktiga förändringar:
 - *Dynamisk allokering:* Fonden har nu en mer flexibel strategi som möjliggör aktiv positionering för att dra nytta av långsiktiga trender och förändringar i omvärlden, med en tidshorisont på fem till tio år.
 - *Strategi kommitté:* Arbetet inkluderar att skapa balans och flytta förvaltningstekniska beslut längre ner i organisationen. Därmed har en ny strategikommitté instiftats för att ansvara för dessa beslut.
 - *Risk- och avkastningsplanering:* En översyn av fondens rishtagande och totalrisk har genomförts, tillsammans med en förbättrad planering för avkastning. Målsättningarna och förväntad avkastning från både grundläggande och dynamiska strategiska beslut har tydliggjorts.
 - *Anpassning av uppföljning och rapportering:* I linje med den nya beslutsstrukturen har processer för uppföljning och rapportering uppdaterats för att skapa större

transparens kring avkastningens källor. Exempelvis har rapporteringen kring fondens valutaexponering förändrats.

- **Omorganisation i hela verksamheten:** Inom kapitalförvaltningen har alla enheter omorganiserats utifrån tillgångsslag för att optimera kompetensutnyttjandet. Dessutom har hållbarhet och kommunikation samlats i en egen enhet, och HR har blivit en separat funktion.
- **Ny vision:** Fonden har tagit fram en ny vision: *"Ledande pensionsförvaltare i en föränderlig värld."*
- **Deltagande i pensionsutredningar:** Fonden har varit aktivt involverad i utredningen av pensionssystemet, vilket har krävt betydande tid och resurser under året.

6.2 Andra AP-fondens portfölj och resultat 2001–2024

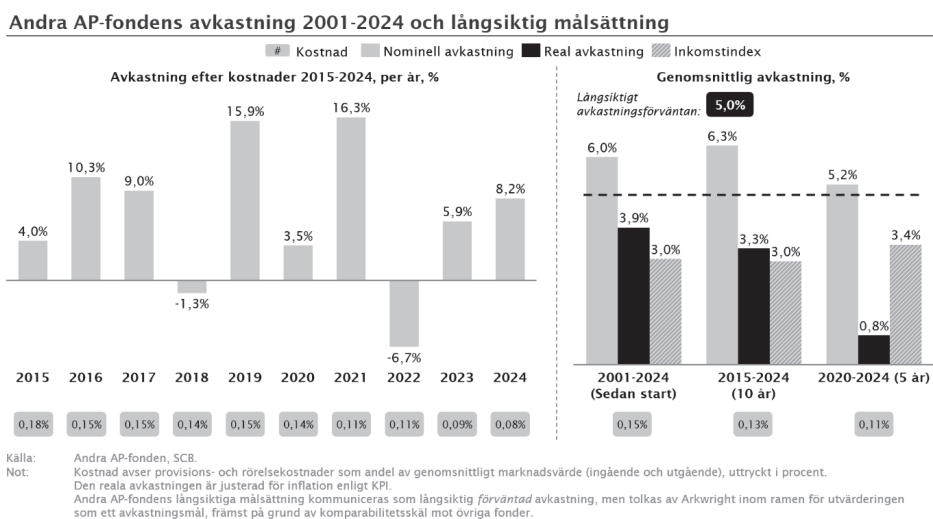
6.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Andra AP-fonden har inget formellt avkastningsmål utan kommunicerar i stället en "långsiktig förväntad avkastning". För att möjliggöra jämförbarhet mellan fonderna och en relevant utvärdering har den långsiktiga avkastningsförväntningen inom ramen av denna utvärdering betraktats som ett avkastningsmål. Fondens övergripande mål är "att minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen på 30 års horisont genom att bedriva föredömlig förvaltning av kapitalet".

Den långsiktiga förväntade avkastningen fastställs genom att styrelsen beslutar om en strategisk allokering som tar sin utgångspunkt i ALM analysen. Detta innefattar att besluta om portföljfördelningen av nio olika breda tillgångsslag. För att kunna utvärdera och definiera tydliga riskramar av den faktiska portföljen krävs ett ankare – i detta fall ett strategiskt utvärderingsindex. Det består av olika standardiserade marknadsindex för vart och ett av de nio tillgångsslagen.

Det strategiska utvärderingsindexet har en förväntad nominell avkastning på cirka 6%. Målet vid beslut om dynamisk allokering och strategival är att öka totalavkastningen med 1 procentenhet, vilket ger en sammantagen förväntad avkastning på 7%. Efter justering för en förväntad inflation på 2% återstår en förväntad real avkastning på cirka 5%. Fondens långsiktiga avkastningsförväntan uppgår därmed till 5,0% realt per år efter kostnader och utvärderas över 10-årsperioder. Avkastningsförväntan är därmed kopplad till den portfölj som ALM-analysen genererar, det vill säga den avkastning som krävs för att uppfylla uppdraget och minimera det förväntade pensionsbortfallet, såväl som från målet om att öka avkastningen ytterligare genom bland annat dynamisk allokering. Avkastningsförväntningen ökade under året, från en långsiktig real avkastningsförmågan på 4,5% historiskt till 5,0% från och med 2024.

Under 2024 uppgick fondens nominella avkastning till 8,2% efter kostnader och 7,3% justerat för inflation, vilket överstiger den långsiktiga avkastningsförväntan.



Figur 38: Andra AP-fondens avkastning och långsiktiga målsättning, 2001-2024

Sedan starten 2001 har fonden haft en genomsnittlig real avkastning på 3,9% vilket är lägre än den långsiktiga reala avkastningsförväntan på 5,0%¹³ (Figur 38 ovan). Under samma period har fonden i nominella termer uppvisat en genomsnittlig årlig avkastning på 6,0% och fondens avkastning har därmed i genomsnitt överträffat inkomstindex sedan start.

Sett till de senaste tio åren har den genomsnittliga reala avkastning varit 3,3%, vilket är 1,7 procentenheter lägre än den långsiktiga förväntade reala avkastningen.

Vidare har de senaste tre årens högre inflation och volatila marknadsförhållanden påverkat resultatet negativt. Sett till den senaste femårsperioden uppgår fondens genomsnittliga reala avkastning till 0,8%. Detta är 3,7 procentenheter lägre än den långsiktiga avkastningsförväntan.

6.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Under 2024 uppgick fondens totala avkastning till 34,9 miljarder kronor (8,2%) efter kostnader, där de noterade innehaven i globala aktier samt alternativa investeringar stod för de största delarna av avkastningsbidraget.

Aktieportföljen stod för ett totalt avkastningsbidrag på 29,4 miljarder kronor. Globala aktier bidrog med 4,5 procentenheter i avkastningsbidrag, motsvarande 19,2 miljarder kronor. Svenska aktier bidrog med 0,8 procentenheter i avkastningsbidrag, motsvarande 3,3 miljarder kronor. Tillväxtmarknadsaktier bidrog med 1,6 procentenheter i avkastningsbidrag, motsvarande 6,9 miljarder kronor.

Inom tillgångsslaget globala aktier uppgick avkastningsbidraget från "Magnificent Seven" – de sju största amerikanska teknikbolagen – till 2,9 miljarder kronor. Detta motsvarade 15% av avkastningsbidraget inom globala aktier och 8,2% av fondens totala avkastningsbidrag. Som jämförelse stod "Magnificent Seven" för cirka 40% av avkastningsbidraget i världsindexet MSCI World. Detta

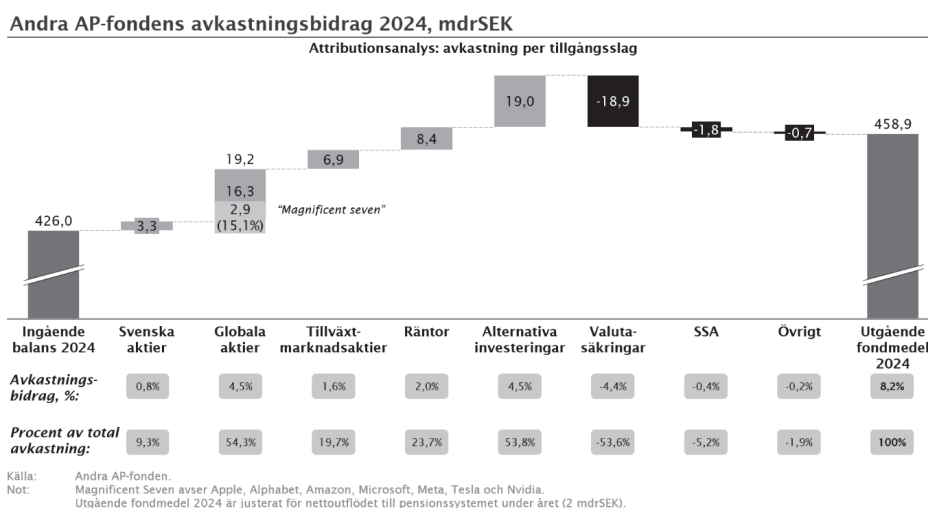
¹³ Den förväntade avkastningen har ändrats från 4,5% till 5,0% under året. För läsbarhetens syfte redovisas genomgående den nuvarande avkastningsförväntan.

resultat speglar Andra AP-fondens breda diversifiering och därmed relativt låga exponering mot amerikanska teknikaktier jämfört med marknaden i stort.

Räntebärande tillgångar gav under 2024 ett positivt avkastningsbidrag på 2,0 procentenheter, motsvarande 8,4 miljarder kronor. Även investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, påverkade den totala avkastningen avsevärt med 19 miljarder kronor, motsvarande 4,5 procentenheter i avkastningsbidrag.

Under året gav valutasäkringar ett negativt avkastningsbidrag om -18,9 miljarder kronor, motsvarande -4,4 procentenheter. Däremot har den andel av portföljen som har en valutaexponering bidragit positivt till resultatet, vilket kan hänföras till investeringar i utländska valutor som utvecklats starkare än den svenska kronan. Andra AP-fonden tillämpar även en annorlunda metod för att redovisa resultatet från valutaexponering jämfört med övriga AP-fonder. Fonden redovisar först avkastningen för samtliga tillgångsslag inklusive valutaeffekter och adderar därefter effekten av valutasäkringar separat. Hade fonden redovisat sin valutaexponering separat, likt de andra AP-fonderna, hade den positiva effekten tydligare synliggjorts. Denna redovisningsmetod har förändrats under året till följd av den nya beslutsstrukturen och förvaltningsmodellen.

Figur 39 visar en fullständig attribution av tillgångsslagens bidrag till den totala fondvärderingen före kostnader per den 31 december 2024.



Figur 39: Andra AP-fondens avkastningsbidrag 2024 i alla tillgångsklasser

6.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

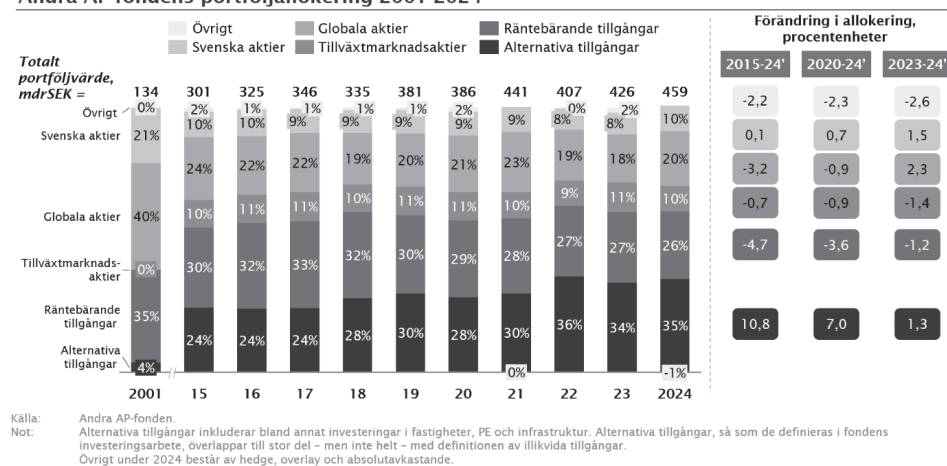
Andra AP-fondens portfölj 2024 bestod av 40% aktier, 35% alternativa tillgångar och 26% räntebärande tillgångar. Aktierna utgörs av 20% globala aktier, 10% svenska aktier och 10% tillväxtmarknadsaktier. Andra AP-fonden har stort fokus på diversifiering både mellan och inom tillgångsslag.

Under 2024 ökade fondens exponering mot noterade aktier i procentuella termer, med en högre vikt inom svenska och globala aktier. Denna utveckling drevs både av taktiska omallokeringar och av den starka relativa avkastningen inom tillgångsslaget, vilket ledde till växande positioner under året.

Exponeringen mot räntebärande tillgångar har minskat under 2024, med 1,2 procentenheter jämfört med 2023. Detta är i linje med den nedgående trenden över de senaste fem och tio åren.

Andelen alternativa tillgångar ökade något under året, med 1,3 procentenheter jämfört med 2023. Sett över ett längre tidsperspektiv har andelen alternativa tillgångar ökat med drygt 31 procentenheter sedan fondens start 2001. Även under de senaste tio åren har allokeringen inom tillgångsslaget vuxit successivt som andel av det totala förvaltade kapitalet.

Andra AP-fondens portföljallokering 2001-2024



Figur 40: Andra AP-fondens portföljallokering, 2001-2024

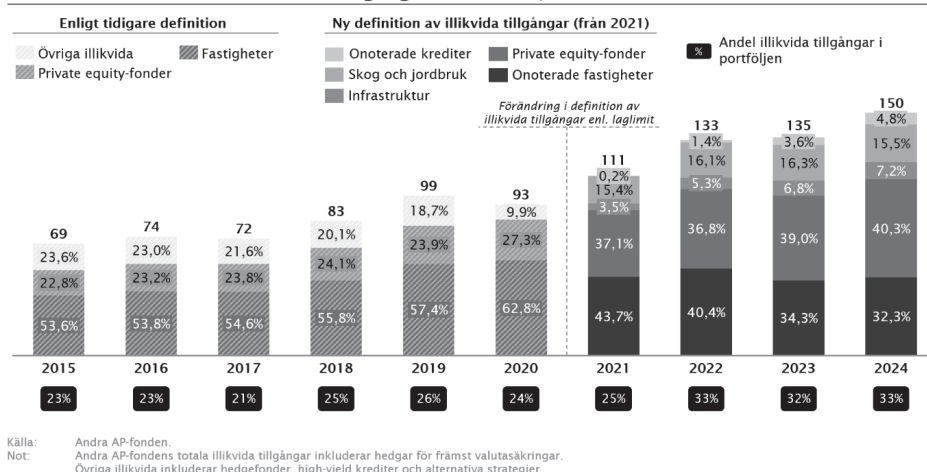
6.2.4 Illikvida tillgångar

Enligt lag får AP-fonderna ha maximalt 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, det vill säga tillgångar som inte är noterade på en marknadsplats med kontinuerlig prissättning och som därför inte kan likvideras relativt snabbt. Definitionen av illikvida tillgångar överlappar till stor del med Andra AP-fondens egen definition av alternativa tillgångar, men inte helt.

År 2021 förändrades definitionen av illikvida tillgångar då Första till Fjärde AP-fonderna enades om en gemensam klassificering. Denna definition skiljer sig från den tidigare, vilket bör beaktas vid historiska jämförelser.

År 2024 utgjorde illikvida tillgångar 33% av Andra AP-fondens totala portfölj, motsvarande 150 miljarder kronor. Jämfört med föregående år så har andelen illikvida tillgångar i portföljen ökat från 32% 2023 till 33% 2024. Den största delen bestod av private equity-fonder (40%), onoterade fastigheter (32%), skog och jordbruk (16%), infrastruktur (7%), samt onoterade krediter (4,8%). Andelen i onoterade fastigheter och skog och jordbruk har minskat under året, medan andelen private equity-fonder och infrastruktur har ökat.

Andra AP-fondens totala illikvida tillgångar 2015-2024, mdrSEK

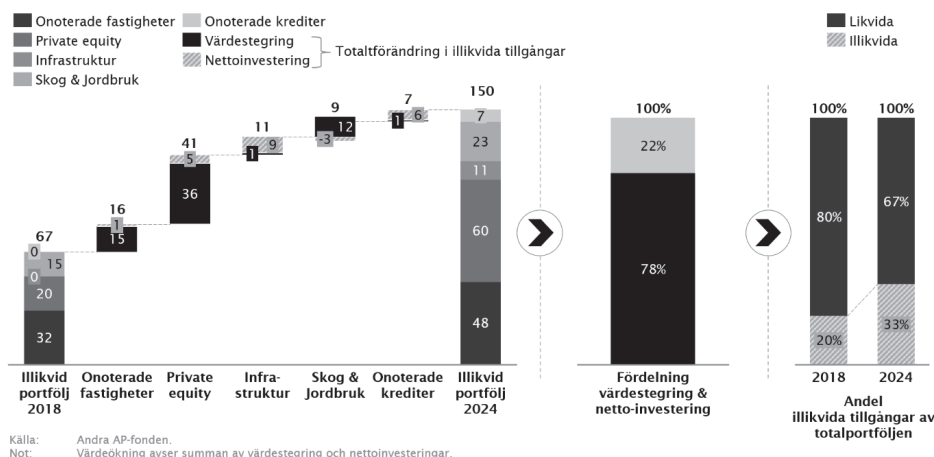


Figur 41: Andra AP-fondens totala illikvida tillgångar (enligt tidigare och ny definition), 2015-2024

För att möjliggöra en rättvis historisk jämförelse krävs en djupare analys av den illikvida portföljen, där de underliggande tillgångarna har omklassificerats enligt den nya definitionen från 2021. Som framgår av Figur 42 har portföljen, enligt denna definition, ökat från 67 miljarder kronor 2018 till 150 miljarder kronor vid slutet av 2024 – en tillväxt på 83 miljarder kronor.

Denna ökning drivs huvudsakligen av värdestegring, som står för 78% av tillväxten. Särskilt framträdande är utvecklingen inom onoterade fastigheter, onoterade aktier (private equity) samt skog och jordbruk. Andelen illikvida tillgångar i den totala portföljen har också ökat avsevärt, från 20% år 2018 till 33% vid utgången av 2024.

Andra AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsklasser 2018-2024, mdrSEK

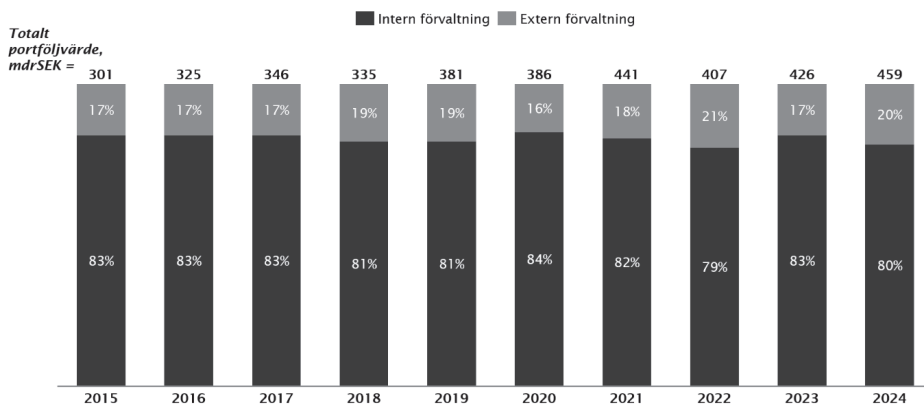


Figur 42: Andra AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018-2024

6.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

En majoritet av Andra AP-fondens kapital förvaltas internt där externa förvaltare används främst för illikvida tillgångsslag. År 2024 förvaltades 80% av kapitalet internt, en minskning med 3,0 procentenheter sedan 2023. På tio års sikt har denna andel förblivit relativt oförändrad. Detta illustreras i Figur 43.

Andra AP-fondens fördelning av externt och internt förvaltad kapital 2015-2024



Källa: Andra AP-fonden.

Figur 43: Andra AP-fondens kapital under intern och extern förvaltning, 2015-2024

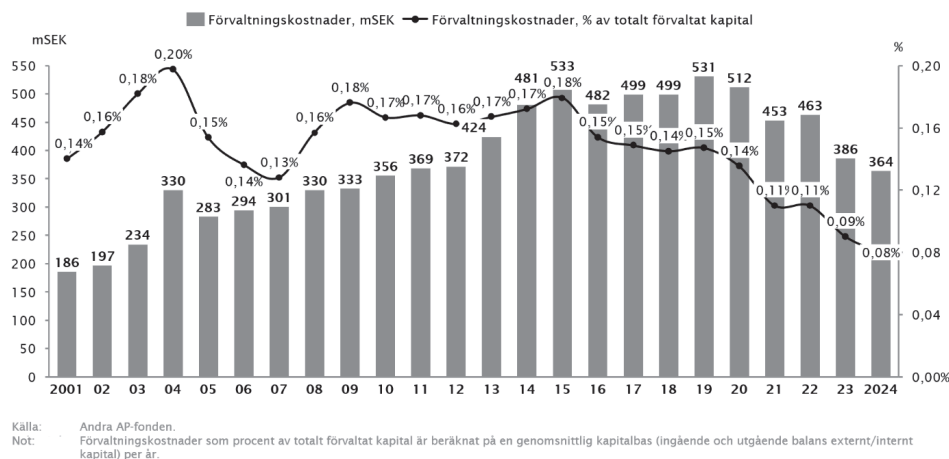
6.2.6 Förvaltningskostnader

Andra AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna förvaltningskostnaderna avser de utgifter som uppstår i samband med kapitalförvaltningen som hanteras av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna uppkommer när fonden anlitar externa förvaltare för specifika mandat och tillgångsslag, där kostnaderna styrs av kontraktuellt fastställda villkor. Exempelvis använder sig fonden av externa förvaltare inom onoterade aktier (private equity).

Under de senaste tio åren har fondens strategi att successivt internalisera kapitalförvaltningen haft en inverkan på kostnadsutvecklingen (illustrerad i Figur 44 nedan). Denna utveckling har bidragit till lägre totala förvaltningskostnader, vilket är en effekt av att intern förvaltning är mer kostnadseffektiv än extern. Dessutom har fonden kunnat dra nytta av stordriftsfördelar, vilket ytterligare har minskat kostnaden per förvaltat krona i takt med att en större andel av kapitalet hanteras internt. Sedan starten 2001 är den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvaltad kapital 0,15%.

Under 2024 uppgick förvaltningskostnaderna som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,08%, en minskning jämfört med 2023. De totala förvaltningskostnaderna uppgick till 364 miljoner kronor, också en minskning från föregående år. Sett över tio år är detta en minskning med 169 miljoner kronor. Jämfört med utländska pensionsfonders förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet är denna kostnadsnivå låg (se avsnitt 3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder).

Andra AP-fondens förvaltningskostnader (provision- och rörelsekostnader) 2001-2024



Figur 44: Andra AP-fondens förvaltningskostnader, 2001-2024

6.3 Andra AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2024

6.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Andra AP-fondens hållbarhetsarbete grundar sig i det lagstadgade uppdraget att förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande, där särskild vikt läggs vid att främja hållbar utveckling. Detta utan att göra avkall på det övergripande målet att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet. Hållbarhetsarbetet styrs av principen om dubbel väsentlighet, vilket innebär att både hållbarhetsrelaterade risker och möjligheter beaktas i investeringarna, samt fondens påverkan på människa och miljö. Detta integreras i hela organisationen, investeringsprocessen och förvaltningen, genom en hållbarhetsagenda fastställd av styrelsen.

Fonden har en hållbarhetspolicy baserad på svenska statens värdegrund och en strategi med sex fokusområden: (1) *integrering*, (2) *väsentlighet*, (3) *analys*, (4) *påverkansarbete*, (5) *samarbete* och (6) *transparens*. Hållbarhetsaspekter integreras på olika sätt beroende på tillgångsslag, exempelvis genom exkludering av bolag eller sektorer som inte uppfyller hållbarhetskriterier. Fonden fokuserar sina insatser på de mest väsentliga hållbarhetsfrågorna, där den har störst påverkan, och använder detaljerad, data-driven analys som grund för beslut.

Som ansvarsfull ägare arbetar fonden aktivt med påverkansarbete och positiv förändring i de bolag den investerar i. Vidare är samarbete med Etikrådet och andra investerare en viktig aspekt som förstärker påverkansarbetet och skapar en större hävstång. Slutligen är transparens centralt för fondens hållbarhetsarbete, vilket påvisar både engagemang och ansvar gentemot intressenter.

Arbetet fokuserar på fyra huvudområden: *klimat*, *biologisk mångfald*, *mänskliga rättigheter* och *bolagsstyrning*. Under 2024 integrerades det före detta fokusområdet mångfald in i bolagsstyrning. Dessa har valts för deras påverkan på portföljens långsiktiga avkastning och fondens möjlighet att göra skillnad genom aktiv förvaltning.

6.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2024

Andra AP-fonden har under året genomfört ett flertal aktiviteter kopplat till deras fokusområden.

- **Justering av fokusområden – mångfald integrerat i god bolagsstyrning:** Fokusområden minskas från fem till fyra 2024. Fokusområde ägarstyrning byter namn till bolagsstyrning.

Klimat:

- **Utökad rapportering av utsläppsdata:** Inkluderar nu även riskkapital (Scope 1–3)
- **Aktivt arbete med klimatplaner för fler tillgångsslag:** Nästan alla bolag i portföljen har numera klimatplaner.

Biologisk Mångfald:

- **Ny modell för bedömning av avskogningsrisk:** Ett steg mot att uppnå målet om en avskogningsfri portfölj till 2025. Ett samarbete med tysk fintech för att analysera hela portföljen. Modellen blir open source och tillgänglig för investerare och organisationer.

Mänskliga Rättigheter:

- **Framtagning av process för gottgörelse:** Har varit ett viktigt steg mot att implementera FN:s vägledande principer till 2025. Fokus har varit på ansvar, ersättning vid kränkning och effektiv klagomålshantering.
- **Integrering av mänskliga rättigheter i fler tillgångsslag:** Due diligence-process implementerad för private debt. Gjort riskanalyser av riskkapitalinvesteringar och identifierat högriskförvaltare.

Bolagsstyrning:

- **Röstning för fortsatt möjlighet till fysiska bolagsstämmor i Sverige:** Aktiv påverkan för att säkerställa att bolagsstämmor inte blir enbart digitala.

6.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Förutom den strategiska ambitionen att integrera hållbarhet i hela investeringscykeln och förvaltningsarbetet, genomför Andra AP-fonden även riktade hållbarhetsinvesteringar. Under året har andelen hållbara investeringar i portföljen ökat, från 39 miljarder kronor under 2023 till cirka 60 miljarder kronor under 2024. Detta är dock delvis drivet av en omkategorisering då jordbruk numera även är inkluderat inom riktade hållbarhetsinvesteringar.

Av de hållbara investeringarna utgjorde naturliga klimatinvesteringar (jord- och skogsbruk) den största andelen (39%), följt av gröna obligationer (27%), hållbar infrastruktur (18%), riskkapitalfonder (15%) samt sociala obligationer (1%).

6.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Andra AP-fondens noterade aktieportfölj (scope 1 och 2) uppgick till 0,3 miljoner tCO₂e under 2024, vilket innebär en minskning med 0,1 miljoner tCO₂e jämfört med 2023 då utsläppen var 0,4 miljoner tCO₂e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som visar fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag med, uppgick till 5,1 tCO₂e/mkr. Detta motsvarar en minskning med 0,6 tCO₂e från föregående år, vilket illustreras i Figur 45. Minskningen berodde främst på lägre koldioxidintensitet hos portföljbolagen,

vilket bidrog med en reduktion på -1,0 tCO₂e/mkr. Samtidigt motverkades denna effekt delvis av förändringar i portföljallokeringen, som ökade koldioxidintensiteten med 0,4 tCO₂e.

Andra AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp 2023-2024, tCO₂e per miljoner kronor



Källa: Andra AP-fonden.
Not: 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 45: Andra AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2023-2024

6.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Andra AP-fondens hållbarhetsmålsättningar är kopplade till fondens fyra fokusområden, vilka beskrivits ovan. Under 2024 genomförde fonden en justering av dessa fokusområden, där de tidigare fem områdena reducerades till fyra genom att mångfald och ägarstyrning slogs samman till det nya fokusområdet bolagsstyrning.

Under året har fonden även anpassat sina mätetal. För mål 4 har mätetalet justerats efter att en ny process och modell för identifiering av högriskbolag i portföljen införts. Dessutom har ett mål gällande aktiv påverkan på portföljbolagens strategier för mångfald, jämlikhet och inkludering tagits bort.

Vidare har mål 8 uppdaterats genom att mätetalet "Röstat på antal stämmor" tagits bort, eftersom fonden numera har en mer koncentrerade portfölj innebär det att färre bolagsstämmor är aktuella för röstning. I stället har målet förtydligats till att mäta andelen av portföljvärdet där röstning har skett, snarare än antalet bolag.

Fonden har formulerat sina mål med en medel- till långsiktig horisont. Samtliga mål är definierade utifrån kvantitativa mätetal och består av en kombination av aktivitets- och resultatmål. Aktivitetsmål avser exempelvis genomförandet av ett visst antal aktiviteter inom en given tidsram, medan resultatmål syftar till att uppnå en specifik nivå, exempelvis en viss utsläppsreduktion.

En sammanställning av fondens målsättningar och måluppfyllelse presenteras i Figur 46 och 47 nedan.

Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (I/II)

AP2

● Nytt för 2024 ● Uppdaterat för 2024 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
Klimat						
1	Nettonoll-utsläpp av växthusgaser i portföljbolagen senast 2045 2025: -35% 2030: 55%	Utläpp av växthusgaser, mtCO ₂ e (scope 1-3)	8,2 (-22%)	7,2 (-31%)	5,4 (-48%)	6,3 (-44%)
2	Alla tillgångsslag i linje med Parisavtalet 2025	% av strategisk portfölj i linje med Parisavtalet	60%	70%	76%	94%
Biologisk mångfald						
3	Bidra till en positiv nettoutveckling för naturen 2030. Målsättning och mätetal kommer utvecklas	Ännu odefinierat	n/a	n/a	n/a	n/a
4	En portfölj som inte bidrar till illegal avskogning 2025	% av högrisk-bolag med aktivt påverkansarbete	n/a	n/a	n/a	91%
Mänskliga rättigheter						
5	Implementering av FN:s vägledande principer 2025	% av strategisk portfölj med en DD-process i linje med principer	59%	59%	71%	100%
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 46: Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (I/II)

Andra AP-fondens hållbarhetsmål
och måluppfyllnad, 2021-2024 (II/II)



Nytt för 2024

Uppdaterat för 2024

Oförändrat

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
Bolagsstyrning						
7	Fondens noterade innehav ska i genomsnitt ha minst 40% av vardera kön i styrelsen 2030	Genom-snitt kvinnor i styrelsen, %	n/a	n/a	Sverige: 38% Utland: 29%	Sverige 37%, Utland 31%
8	Fonden ska agera aktivt genom röstning i relevanta frågor i samtliga noterade bolag	% av fondens ägande, stämmor man röstat på	n/a	n/a	Sverige: 87% Utland: 76%	Sverige: 96% Utland: 89%

Källa: Andra AP-fonden.

Figur 47: Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021–2024 (II/II)

6.4 Slutsatser och bedömningar

Denna utvärdering ska i huvudsak utgå från fondernas egna avkastningsmål och avkastningsförväntningar. För att ge en allsidig och nyanserad bild finns det dock en relevans i att även jämföra och analysera vissa delar av fonderna sinsemellan. Detta eftersom Första till Fjärde AP-fonden omfattas av samma lagstadgade uppdrag, ramverk och åtagande och eftersom Andra AP-fonden skiljer sig från övriga fonder.

6.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Andra AP-fonden saknar ett definierat avkastningsmål

Andra AP-fonden har inget tydligt definierat avkastningsmål utan en långsiktig förväntad avkastning. Detta skiljer sig från Första, Tredje och Fjärde AP-fonden, som har specifika kvantifierade och definierade avkastningsmål på lång och medellång sikt.

Den långsiktiga förväntade avkastningen är ett resultat av den portfölj som ALM-analysen genererar, vilket är portföljen som Andra AP-fonden anser bäst uppfyller uppdraget. Andra AP-fondens ALM-analys utgår från att Första till Fjärde AP-fonden fattar likartade allokeringsbeslut och gör samma tolkning av uppdraget, vilket inte är en realitet och de får därmed ett annat resultat från analysen än de övriga fonderna.¹⁴ Vidare är Andra AP-fondens förväntade avkastning högre än Första, Tredje och Fjärde AP-fondens avkastningsmål.

Arkwrights generella uppfattning är att pensionsfonder ska ha ett tydligt definierat, kvantitativt avkastningsmål anpassat efter fondens riskprofil, åtaganden och styrningskompetens. Enligt lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska verksamhetsplanen innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten inklusive strategier för hur målen ska uppnås. Detta inkluderar målet om att uppnå långsiktig hög avkastning till vald risknivå, vilket är en central del av buffertfondernas uppdrag.

Andra AP-fonden uppnår inte sin långsiktiga avkastningsförväntan

Andra AP-fondens portfölj har inte uppnått sin långsiktiga förväntade avkastning över de utvärderade tidsperioderna – vare sig sedan start när fonderna inledde verksamheten, under den senaste tio- eller femårsperioden. Däremot överträffade fonden sin avkastningsförväntan för 2024 och har överträffat inkomstindex under samtliga perioder.

Vidare har Andra AP-fonden haft den lägsta genomsnittliga avkastningen över samtliga mätperioder jämfört med Första, Tredje och Fjärde AP-fonden. Första till Fjärde AP-fonden inledde sina verksamheter 2001 med lika stora kapitalbaser och därmed i huvudsak likartade förutsättningar. Vid utgången av 2024 uppgick Andra AP-fondens förvaltade kapital till 459 miljarder kronor, medan Första, Tredje och Fjärde AP-fonden uppgick till 497 miljarder kronor, 549 miljarder kronor och 548 miljarder kronor. Denna utveckling visar på en betydligt lägre avkastning över en längre period jämfört med de övriga fonderna som har samma uppdrag, investeringsramar och utgångsläge.

Jämfört med de övriga AP-fondernas avkastningsmål, som också är baserade på respektive fonds tolkning av lagstiftning, uppdrag och mål, har Andra AP-fonden under de senaste tio och fem åren inte nått upp till de övriga tre AP-fondernas avkastningsmål. Dessa mål är dessutom lägre än Andra AP-fondens avkastningsförväntan.

¹⁴ Detta behöver i sig isolerat inte vara något anmärkningsvärt. Det understryker dock i detta fall att Andra AP-fonden har haft en längre period av svagare kapitalförvaltningsresultat.

I en internationell jämförelse har Andra AP-fonden också haft en lägre avkastning än genomsnittet för den internationella jämförelsegruppen som har använts i utvärderingen i flera år.¹⁵ Andra AP-fonden har en tioårsavkastning på 6,3% jämfört med snittet på 7,0%, och en femårsavkastning på 5,2% jämfört med 6,3%. Även i jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag har fondens avkastning varit lägre på femårssikt med en avkastning på 5,2% jämfört med 5,5%. På tioårssikt har Andra AP-fondens avkastning däremot varit högre med 6,3% mot snittet på 5,8%. AP-fonderna har dock ett relativt fritt investeringsmandat jämfört med flera av dessa aktörer, vars investeringsmöjligheter begränsas av faktorer såsom solvensregler, likviditetskrav och Finansinspektionens regelverk. Detta innebär att AP-fonderna har riskförmåga och utrymme att ta en högre risk och därmed en uppnå en högre förväntad avkastning.

Andra AP-fondens har en diversifierad portfölj

Andra AP-fondens portföljallokering skiljer sig från övriga buffertfonder genom en högre grad av diversifiering, både mellan och inom tillgångsslag. Fondens portföljkonstruktion baseras på en specifik tolkning av uppdraget, med högre betoning på målet att minimera den förväntade negativa effekten på framtida pensioner som en aktivering av den automatiska balanseringen medför.

Detta återspeglas bland annat i fondens andel av globala aktier samt en lägre vikt mot "Magnificent Seven". Andra AP-fonden har även en lägre andel svenska aktier än sina motsvarigheter och därmed en lägre så kallad home-bias.

En ytterligare indikator på fondens diversifiering är koncentrationen i de fem största innehaven. Vid utgången av 2024 uppgick dessa till 2,64% av det totala förvaltade kapitalet, betydligt lägre än motsvarande nivåer för Första, Tredje och Fjärde AP-fonden (9,15%, 8,24% respektive 6,23%). Sammantaget innebär detta att Andra AP-fondens aktieförvaltning är betydligt mer diversifierad än de övriga buffertfondernas.

Andra AP-fondens diversifierade portfölj har fram till 2024 varit en bidragande faktor till en lägre avkastning. Fondens strategi har bidragit till en ökad diversifiering inom buffertfondssystemet, vilket dock inte är ett uppdrag för någon av buffertfonderna.

6.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Andra AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

Arkwright anser att pensionsfonder ska ha tydliga styrningsramar med väl definierade mål, inklusive avkastningsmål, för att möjliggöra ansvarsutkrävande, säkerställa att investeringarna är anpassade till de långsiktiga åtagandena samt balansera risk och avkastning.

Vidare har den valda strategin uppvisat både styrkor och svagheter. Givet den relativt svaga avkastningen över samtliga mätperioder samt avsaknaden av avkastningsmål rekommenderar Arkwright att en genomgripande översyn av fondens valda mål, portföljstrategi samt styrning och inriktning av kapitalförvaltningen genomförs. Detta som en fortsättning på fondens arbete med implementering av en ny förvaltningsmodell och beslutsstruktur.

¹⁵ För en mer djupgående redogörelse för jämförelsen och förklaring till jämförbarheten mellan AP-fonderna och de utländska pensionsfonderna se avsnitt 3.4 *Jämförelse med utländska pensionsfonder*.

7. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

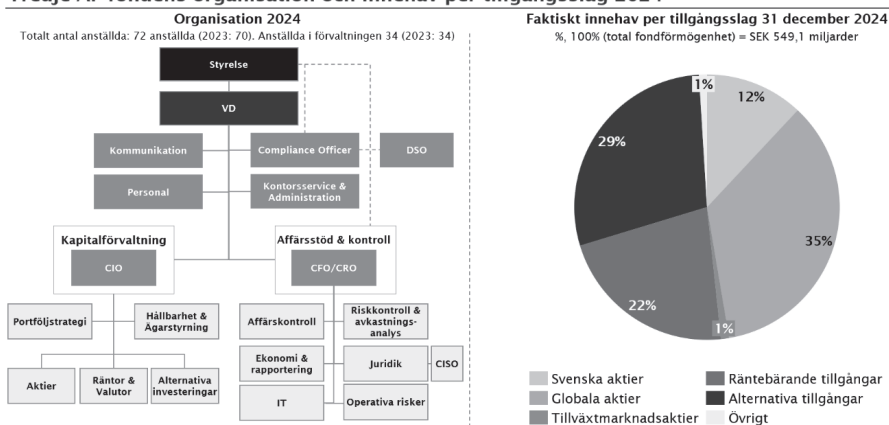
I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Tredje AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2024, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

7.1 Tredje AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2024

Tredje AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Organisationen bestod 2024 av 72 personer (2023: 70)¹⁶, varav 34 som arbetar inom kapitalförvaltning. Fonden fick en ny kapitalförvaltningschef som tillträdde i början av året. Den tidigare avdelningen CIO Office bytte namn under 2024 till portföljstrategi. I övrigt är organisationen i stort sett oförändrad från 2023.

Vid utgången av 2024 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 549,1 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 35% av globala aktier, 29% av räntebärande tillgångar, 22% av alternativa tillgångar, 12% av svenska aktier samt 1% vardera av tillväxtmarknadsaktier och övrigt (övriga strategier).

Tredje AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024



Figur 48: Tredje AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024

Tredje AP-fondens avkastningsmål

- Tredje AP-fonden har ett avkastningsmål om 3,5% real avkastning efter kostnader som mäts över löpande 10-årsperioder.

Tredje AP-fondens investeringsfilosofi

¹⁶ Inkluderar för 2024 tre anställda i AP-fondernas Etikråd och för 2023 en anställd i AP-fondernas Etikråd.
69

Tredje AP-fondens strategi för kapitalförvaltningen bygger på en ALM-analys, vilken utgör grunden för hur fonden ska uppnå målet "största möjliga nytta för det allmänna inkomstpensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå". Fondens investeringsstrategi präglas av ett pragmatiskt förhållningssätt med hög grad av individuellt och teambaserat ägandeskap, styrt av riktlinjer i den styrelsefastställda verksamhetsplanen och ägarpolicyen. Investeringsfilosofin bygger på fem övertygelser:

1. **Aktiv förvaltning** skapar mervärde
2. Utveckla samt säkerställa en **kompetent organisation med strukturerade processer**
3. **Diversifiering:** Balansera risker, tillgångar, förvaltare och portföljer
4. **Långsiktighet:** ALM-analysen sätter ramarna för AP3s portfölj så att den bidrar till att säkerställa pensionssystemets robusthet och skapar en hög avkastning till låg risk
5. **Hållbart värdeskapande:** Arbetet ska ha ett fokus på hållbarhet som ger förutsättningar att kunna öka avkastningen, reducera finansiell risk och bidra till hållbarutveckling

Kapitalförvaltningen bygger på en grundportfölj inom ALM-analysens riskram för att säkerställa att avkastningsmålet uppnås. På en övergripande nivå vilar strategin på fyra hörnstenar:

1. **Strategisk och taktisk kapitalförvaltning** – ALM-arbetet lägger grunden för portföljens struktur och riskhantering, medan taktiska beslut optimerar portföljen i förhållande till marknadsförhållanden.
2. **Delegerad aktiv förvaltning** – ansvar för risktagande fördelas inom organisationen.
3. **Delat ansvar för risk** – alla inom förvaltningsorganisationen bär ett ansvar för riskhantering.
4. **Fundamental analys och investeringsmetodik** – omfattar aktier, räntor, krediter, skog och fastigheter.

7.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2024

Under 2024 genomgick kapitalförvaltningen en omfattande översyn i och med tillträdet av en ny CIO. Arbetet med de strategiska fokusområdena för perioden 2024–2026 har även fortsatt enligt plan.

- **Ny CIO (Chef för kapitalförvaltningen):** En ny Chief Investment Officer (CIO) tillträdde under året med uppdraget att stärka fondens portföljstrategi och investeringsprocesser.
- **Förbättrade strukturer och processer inom kapitalförvaltningen:** Kapitalförvaltningen har genomfört en omfattande renodling av roller, arbetssätt och ansvarsområden för att förbättra transparens och uppföljning av portföljen. En tydligare distinktion mellan taktisk och strategisk allokering har implementerats genom definierade mandat, limiter och rapporteringsstrukturer. Ändrade mandat för ränta- och valutagrupper har bland annat lett till stora förändringar i hantering av valuta.
- **Översyn och förenkling av benchmark-struktur:** Fonden har genomfört en genomgripande förändring av sin benchmark-struktur för att förenkla och harmonisera uppföljningen av portföljens avkastning. Tidigare användes ett internt operativt benchmark parallellt med styrelsens benchmark (LSP - styrelsens utvärderingsportfölj). Det operativa benchmarket har nu tagits bort, vilket gör att fonden endast följer ett benchmark. Detta med syftet att skapa en enklare och mer enhetlig prestationsmätning samt öka transparensen inom organisationen.
- **Återgång till investeringar i tillväxtmarknader efter analys av risker relaterat till ett lands styrelseskick:** Efter en noggrann riskanalys relaterad till ett lands styrelseskick har fonden återupptagit sina investeringar i tillväxtmarknader. Samtliga investeringar i denna kategori avvecklades 2022 till följd av det geopolitiska läget. Som en del av arbetet lanserades en

modell för systematisk bedömning av risker, baserad på tre parametrar: 1) demokratisk utveckling, 2) rättssäkerhet och 3) mänskliga rättigheter. Inledningsvis har investeringarna återupptagits i Asien och i länder som uppfyller fondens kriterier.

- **Ny framtidssäker systemplattform:** Tillsammans med Fjärde AP-fonden har Tredje AP-fonden upphandlat en ny systemplattform som ska ersätta sex nuvarande system. Projektet är ett omfattande utvecklingsinitiativ som syftar till att skapa en mer framtidssäker plattform för hantering av investeringsportföljen samt risk- och avkastningsberäkning. Implementeringen pågår och förväntas vara slutförd mitten av 2025. Förväntade effekter inkluderar ökad effektivitet, minskade operationella risker och förbättrad anpassningsförmåga i en dynamisk marknadsmiljö.
- **Ökat allokeringsintervall för aktieexponering:** Styrelsens allokeringsintervall för aktieexponering har utökats från max 50% till max 53% under året.

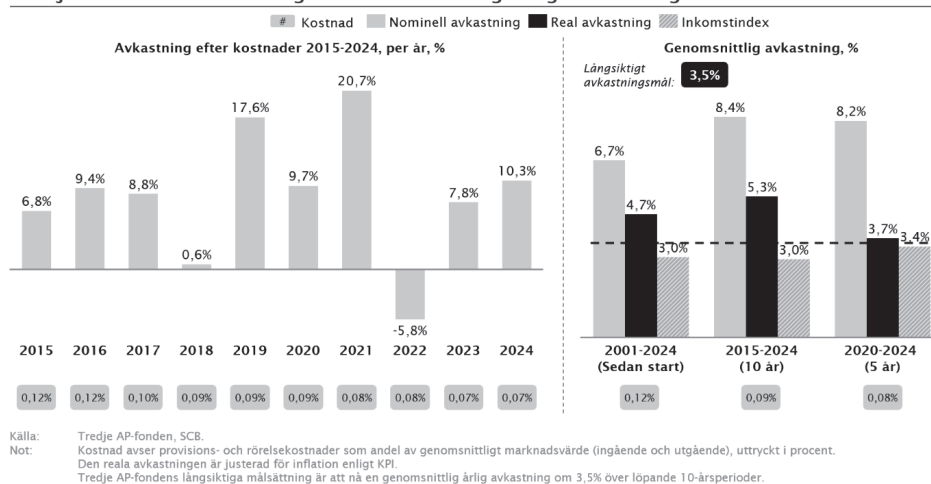
7.2 Tredje AP-fondens portfölj och resultat 2001–2024

7.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Tredje AP-fonden har ett avkastningsmål på 3,5% real avkastning, mätt över löpande 10-årsperioder. Målet reviderades 2019, då det sänktes från 4%. Avkastningsmålet fastställs utifrån en helhetsbedömning av fondens möjligheter att göra största möjliga nytta i sin roll som buffertfond i inkomstpensionssystemet utan att kapitalet utsätts för risker som medför att generationsneutraliteten äventyras. En viktig del i denna bedömning är ALM-analysen, som fonden genomför vart tredje år. Avkastningsmålet fastställs av Tredje AP-fondens styrelse.

Under 2024 uppgick avkastningen till 10,3% efter kostnader, motsvarande 9,4% reellt justerat för inflation. Avkastningen översteg därmed det långsiktiga reala avkastningsmålet på 3,5%.

Tredje AP-fondens avkastning 2001-2024 och långsiktig målsättning



Figur 49: Tredje AP-fondens avkastning och långsiktiga avkastningsmål

Sedan 2001 har fonden, i reala termer, överträffat sitt avkastningsmål, med en genomsnittlig avkastning på 4,7% jämfört med målet om 3,5%, vilket framgår av Figur 49 ovan. I nominella termer

har fonden uppvisat en genomsnittlig årlig avkastning på 6,7% sedan starten. Fonden har även överträffat inkomstindex, som fungerar som en måttstock för reallöneökningar under samma period.

Under de senaste tio åren har fonden uppnått en genomsnittlig real avkastning på 5,3%, vilket överstiger målet. Detta främst drivet av stark nominell avkastning i kombination med mycket låg inflation som i flera år låg under inflationsmålet om 2%.

Sett till de senaste fem åren har den genomsnittliga reala avkastningen varit 3,7%, vilket överstiger det långsiktiga avkastningsmålet.

7.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Under 2024 uppgick Tredje AP-fondens avkastning till 51,5 miljarder kronor (10,3%) efter kostnader. Avkastningen drevs huvudsakligen av investeringar i globala aktier, vilket tillsammans med alternativa tillgångar utgör fondens största tillgångsslag. Svenska aktier hade också en positiv påverkan, om än i något mindre utsträckning jämfört med föregående år. Den totala aktieexponeringen bidrog med en avkastning på 6,7 procentenheter från globala aktier och 1,0 procentenheter från svenska aktier. Tillväxtmarknadsaktier var den enda tillgångsklassen som hade en negativ inverkan på avkastningsbidraget under året med -0,1 procentenheter. Tillsammans motsvarade detta ett avkastningsbidrag på 38,1 miljarder kronor inom aktieportföljen.

Fonden har under året varit aktiv i den modellstyrda taktiska allokeringen. Modellerna har merpart av året indikerat positiv miljö för risk och fonden har därför utnyttjat det utrymme som funnits för allokering till aktiemarknaden.

Av portföljens totala avkastningsbidrag från aktier på 7,6 procentenheter stod den taktiska allokeringen för 2,6% av dess bidrag, motsvarande cirka 1 miljard kronor. Tillgångsslaget aktier avkastade 17,44% under 2024 varav den taktiska allokeringen stod för 0,45 procentenheter. Denna strategi har tillämpats under en längre tidsperiod men redovisas nu för att öka transparensen och kunna härleda vad som har bidragit till avkastningen.

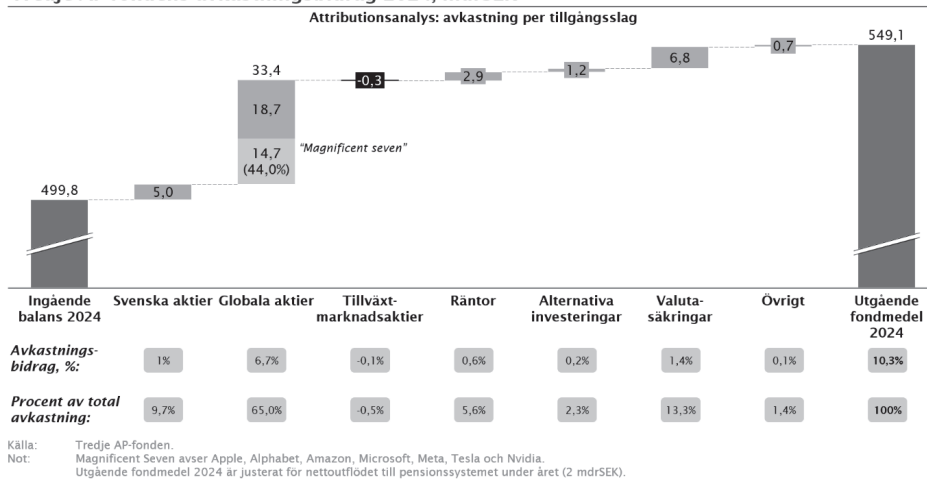
En betydande del av avkastningen inom globala aktier kom från de så kallade "Magnificent Seven", en vedertagen benämning på de sju största amerikanska teknikbolagen. Dessa aktier genererade ett avkastningsbidrag på 14,7 miljarder kronor, vilket motsvarar 44% av det totala bidraget från globala aktier samt 29% av det totala avkastningsbidraget.

Fondens ränteförvaltning bidrog positivt till avkastningen med 2,9 miljarder kronor, motsvarande 0,6 procentenheter avkastningsbidrag. Investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, bidrog också positivt med 1,2 miljarder kronor, motsvarande 0,2 procentenheter.

Även valutasäkringar gav ett positivt avkastningsbidrag på 6,8 miljarder kronor, motsvarande 13,3% av fondens totala avkastning. Den positiva avkastningen på valutasäkringar tyder på att Tredje AP-fonden har en effektiv säkringsstrategi som möjliggjorde optimerad valutahantering samt en balanserad säkringsandel, där fonden löpande anpassat säkringsnivåerna.

Figur 50 visar en fullständig attribution av tillgångsslagens bidrag till den totala fondvärderingen före kostnader per den 31 december 2024.

Tredje AP-fondens avkastningsbidrag 2024, mdrSEK



Figur 50: Tredje AP-fondens avkastningsbidrag i alla tillgångsklasser, 2024

7.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Tredje AP-fondens portfölj bestod vid utgången av 2024 av 48% aktier, 24% räntebärande tillgångar och 29% alternativa tillgångar. Aktierna i total portföljen utgörs av 35% globala aktier, 12% svenska aktier och 1% tillväxtmarknadsaktier.

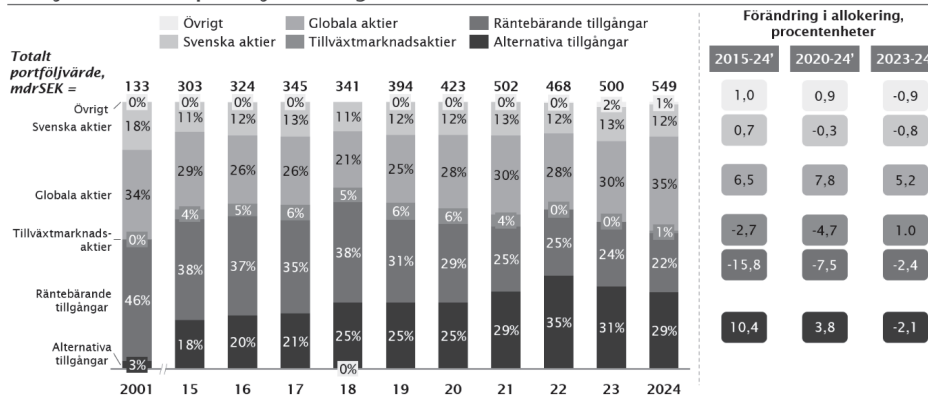
Under 2024 ökade fondens exponering mot globala noterade aktier, en utveckling som drevs både av taktiska omallokeringar och av den starka relativa avkastningen inom tillgångsslaget. Detta resulterade i växande positioner under året. Dessutom har styrelsens allokeringsintervall för aktieexponering utökats från 50% till 53% under året, vilket har möjliggjort en högre aktieexponering inom organisationen. Aktieexponeringen har varierat under året mellan 44,2% som lägst och 52,8% som högst. LSP, styrelsens utvärderingsportfölj, är en global indexerad portfölj som består av 55% aktier och 45% räntor.

Sett till både de senaste fem och tio åren har exponeringen mot globala aktier ökat successivt. Samtidigt har andelen svenska aktier minskat, både under det senaste året och sett över de senaste fem åren.

Exponeringen mot räntebärande tillgångar har fortsatt att minska, med 2,4 procentenheter jämfört med 2023 – en nedgång i linje med den långsiktiga trenden över de senaste fem och tio åren.

Allokeringen inom alternativa tillgångar minskade med 2,1 procentenheter jämfört med 2023, främst till följd av den starka utvecklingen för aktier. Trots denna kortsiktiga nedgång har fondens allokering inom alternativa tillgångar ökat med cirka 26 procentenheter sedan starten 2001. Även under de senaste tio åren har andelen alternativa tillgångar vuxit successivt.

Tredje AP-fondens portföljallokering 2001-2024



Källa: Tredje AP-fonden.
Not: Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i fastigheter, PE och infrastruktur. Alternativa tillgångar, så som de definieras i fondens investeringsarbete, överlappar till stor del – men inte helt – med definitionen av illikvida tillgångar.

Figur 51: Tredje AP-fondens tillgångsallokering, 2001-2024

7.2.4 Illikvida tillgångar

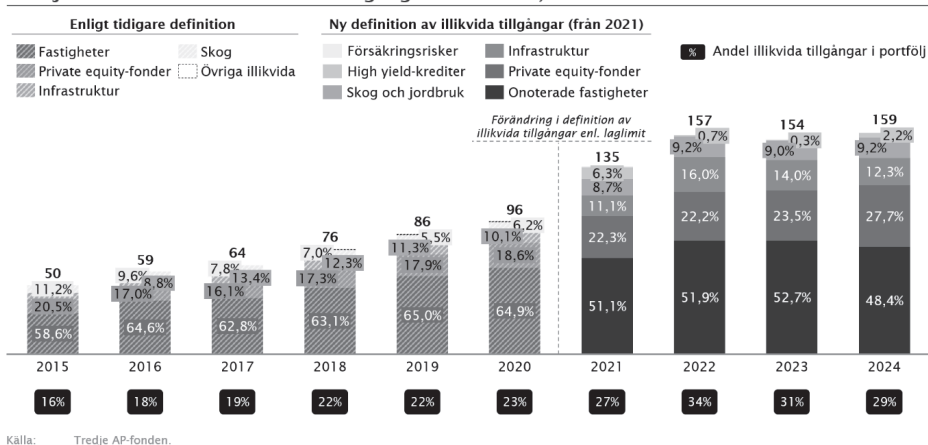
Enligt lag får AP-fonderna ha maximalt 40 % av sina tillgångar i illikvida tillgångar, det vill säga tillgångar som inte är noterade på en marknadsplats med kontinuerlig prissättning och som därför inte kan likvideras snabbt.

I Tredje AP-fonden överlappar illikvida tillgångar till stor del med fondens egen definition av alternativa tillgångar, men inte helt. Exempelvis betraktas innehav i noterade fastighetsbolag som alternativa tillgångar men är däremot inte en del av illikvida tillgångar av anledningen att bolaget är noterat.

År 2021 enades Första till Fjärde AP-fonderna om en gemensam definition av illikvida tillgångar, vilket innebar en viss förändring jämfört med tidigare klassificeringar. Denna revidering kan påverka jämförelser över tid och bör beaktas vid analys av fondens tillgångsallokering.

År 2024 utgjorde illikvida tillgångar 29% av Tredje AP-fondens totala portfölj, motsvarande 159 miljarder kronor. Jämfört med föregående år så har andelen illikvida tillgångar i portföljen minskat från 31% år 2023 till 29% år 2024. Den största delen bestod av onoterade fastigheter (48%), private equity-fonder (28%), infrastruktur (12%), skog och jordbruk (9%) samt försäkringsrisker (0,1%). Andelen i onoterade fastigheter och infrastruktur har minskat under året, medan andelen private equity-fonder har ökat.

Tredje AP-fondens totala illikvida tillgångar 2015-2024, mdrSEK



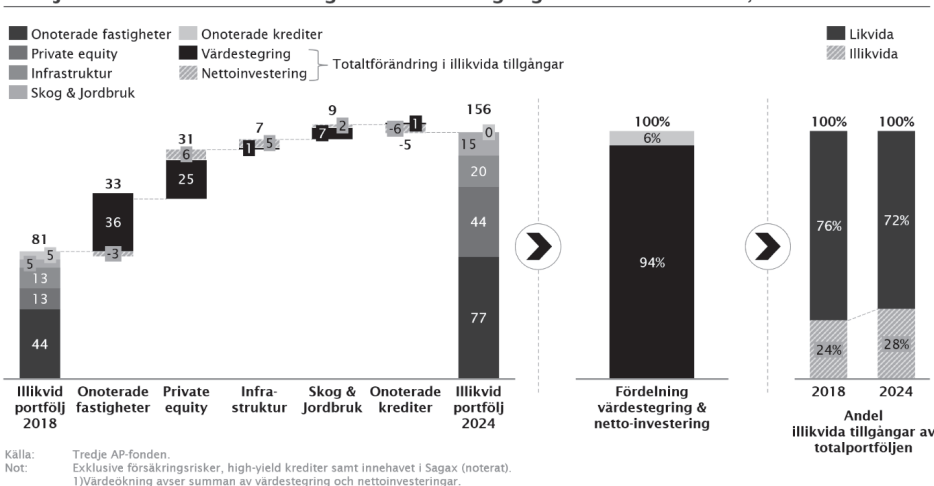
Källa: Tredje AP-fonden.

Figur 52: Tredje AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2015-2024

För att möjliggöra en rättvis historisk jämförelse krävs en djupare analys av den illikvida portföljen, där de underliggande tillgångarna har omklassificerats enligt den nya definitionen från 2021. Som framgår av Figur 53 har portföljen, enligt denna definition och exklusive försäkringsrisker samt high-yield-krediter, ökat från 81 miljarder kronor 2018 till 156 miljarder kronor vid slutet av 2024 – en tillväxt på 75 miljarder kronor.

Denna ökning beror nästan uteslutande på värdestegring, som står för 94% av tillväxten. Den främsta drivkraften har varit värdestegring inom onoterade fastigheter, onoterade aktier (private equity) samt skog och jordbruk. Andelen illikvida tillgångar i den totala portföljen har också ökat något, från 24% år 2018 till 28% år 2024. Det är dock viktigt att notera att vissa kompatibilitetsdiskrepanser kan påverka jämförelsen, eftersom vissa tillgångsslag har exkluderats.

Tredje AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsklasser 2018-2024, mdrSEK

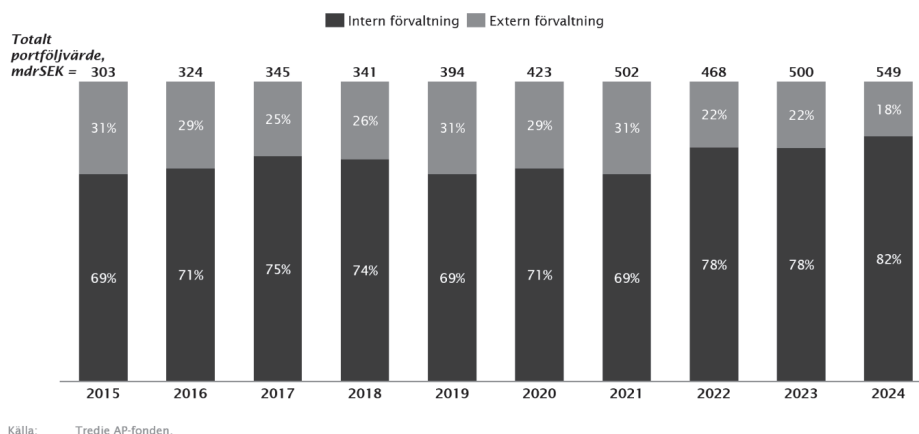
Källa: Tredje AP-fonden.
Not: Exklusive försäkringsrisker, high-yield krediter samt innehavet i Sagax (noterat).
1) Värdeökning avser summan av värdestegring och nettoinvesteringar.

Figur 53: Tredje AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018-2024

7.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Tredje AP-fonden har en majoritet av sitt kapital förvaltad internt. År 2024 förvaltades 82% av kapitalet internt, den högsta andelen internt förvalt kapital under de senaste tio åren och en ökning med 4,0 procentenheter sedan 2023. På tio års sikt har denna andel ökat stadigt, från 69% år 2015 till 82% år 2024. Detta illustreras i Figur 54.

Tredje AP-fondens fördelning av externt och internt förvaltad kapital 2015-2024



Figur 54: Andel av Tredje AP-fondens kapital under extern och intern förvaltning, 2015-2024

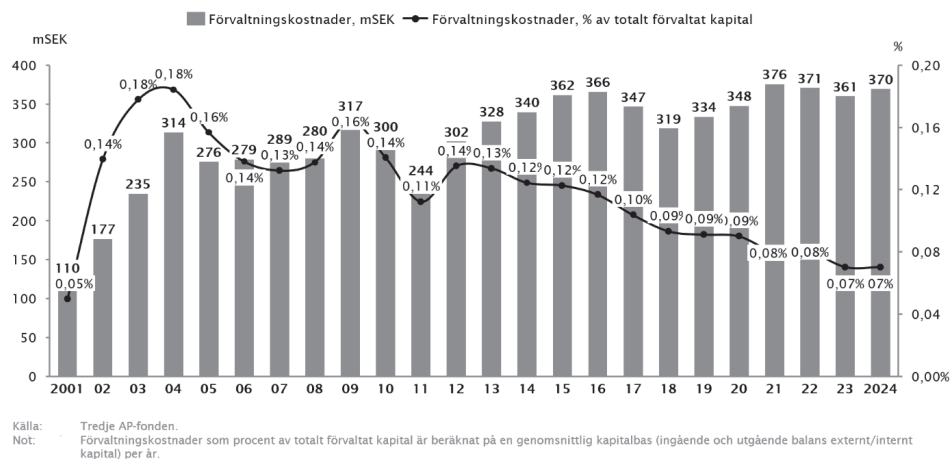
7.2.6 Förvaltningskostnader

Tredje AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna kostnaderna avser de kostnader som uppstår i kapitalförvaltningen, som utförs av fondens egna anställda inom de olika förvaltningsteamerna. De externa kostnaderna uppstår när fonden väljer att anlita externa förvaltare för specifika mandat och tillgångsslag, vilket innebär att kostnaderna styrs av de kontraktuellt fastställda villkoren med respektive extern förvaltare. Ett exempel på detta är användningen av externa förvaltare inom onoterade aktier (private equity).

Under den senaste tioårsperioden har fondens strategiska beslut att internalisera kapitalförvaltningen påverkat kostnadsutvecklingen för både interna och externa kostnader. Förvaltningskostnaderna i absoluta tal är in princip oförändrade under denna period medan förvaltningskostnaderna som andel av det totalt förvaltade kapitalet har minskat markant, vilket framgår av Figur 55 nedan. Detta kan förklaras av en kombination av ökad intern förvaltning och skalfördelar som har bidragit till högre kostnadseffektivitet. Detta innebär att kostnaden per förvaltat krona har minskat i takt med att en större del av förvaltningen har skötts internt och att fondens totala förvaltade kapital har ökat. Sedan starten 2001 är den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvaltad kapital 0,12%.

Under 2024 uppgick förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,07%. Det totala förvaltningskostnaderna uppgick till 370 miljoner kronor. Tredje AP-fondens förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet är låga sett ur ett internationellt perspektiv (se avsnitt 3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder).

Tredje AP-fondens förvaltningskostnader (provision- och rörelsekostnader) 2001-2024



Figur 55: Tredje AP-fondens förvaltningskostnader, 2001-2024

7.3 Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2024

7.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete är förankrat i fondens lagstadgade uppdrag och strävar efter att hållbarhet ska vara integrerad i verksamheten, såväl i investeringsverksamheten som i den löpande verksamheten. Hållbarhet är integrerad i fondens arbete för att säkerställa en föredömlig förvaltning och ansvarsfullt ägande. Efter förändringen av AP-fondslagen 2019, som gav fonden en mer ambitiös hållbarhetsagenda, har hållbarhetsarbetet blivit en central drivkraft i hela organisationen. Det operativa arbetet leds av fondens Hållbarhetsgrupp (SCG), som arbetar nära de olika förvaltningsteamerna för att säkerställa att hållbarhets- och ägarstyrningsarbetet genomsyrar hela investerings- och förvaltningsprocessen.

Fonden styr sitt hållbarhetsarbete genom en policy för ansvarsfulla investeringar, som årligen revideras och fastställs av styrelsen. Styrelsens ställningstaganden inom bolagsstyrning, klimat, mänskliga rättigheter och biologisk mångfald utgör grunden för fondens fokusområden. Dessa inriktar sig på områden som bedöms ha störst materiell påverkan på investeringarna och på områden där Tredje AP-fonden har bäst möjlighet att bidra till en positiv utveckling. VD:n har det övergripande ansvaret för att policyn för ansvarsfulla investeringar och handlingsplaner för de fyra fokusområdena efterlevs och omsätts i den operativa verksamheten. Tredje AP-fondens Investment Committee (IC) beslutar i hållbarhetsfrågor av materiell karaktär och arbetet med att integrera mänskliga rättigheter görs i förvaltningen. Chefen för hållbarhet och ägarstyrning ska kvartalsvis redogöra för frågor kopplade till hållbarhetsrisker till fondens Risk Management Committee (RMC). Gruppen för hållbarhet och ägarstyrning ansvarar för arbetet och stöttar förvaltningen med löpande utvärdering av risker och uppföljning av mål.

Dessa fokusområden utgör basen för fondens olika hållbarhetsmål, som är beskrivna översiktligt i Figur 55 och 56 under avsnittet *Mål och måluppfyllnad*. Utöver dessa mål genomför fonden också en löpande utvärdering för att identifiera bolag som, baserat på en materialitetsanalys, faller utanför förutbestämda hållbarhetsgränser och därmed exkluderas från investeringsuniverset.

7.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2024

Under 2024 har Tredje AP-fonden genomfört en rad hållbarhetsaktiviteter med särskilt fokus på utbildning, kunskapsdelning och dialog.

- **Översyn av risklinjer för hållbarhet:** En omfattande genomgång av hållbarhetsrisker vid investeringar har genomförts och implementerats över samtliga tillgångsslag. Detta har resulterat i att hållbarhet inkluderas mer i förvaltningen
- **Utbildning och certifiering av samtliga medarbetare:** För att stärka den interna kompetensen har samtliga medarbetare genomgått en utbildning inom hållbarhet och blivit hållbarhetscertifierade.
- **Globalt engagemang och kunskapsdelning:** Fonden har haft en aktiv närvaro vid internationella hållbarhetsforum där medarbetare både deltagit och talat på konferenser, inklusive Climate Week i New York, PRI in Person i Toronto och Mining Indaba i Sydafrika.
- **Fördjupad dialog med bolag som inte uppfyller hållbarhetsmålen:** Under året har fonden intensifierat dialogen med portföljbolag som ännu inte når upp till fondens hållbarhetskrav. Genom aktivt ägande och påverkansarbete har målet varit att driva förändring och stärka bolagens arbete inom områden som klimat, mänskliga rättigheter och bolagsstyrning. Vid utebliven förbättring utvärderas vidare åtgärder, inklusive potentiell exkludering av investeringar.

7.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Utöver den strategiska ambitionen att integrera hållbarhet i hela investeringscykeln och förvaltningsarbetet genomför Tredje AP-fonden även riktade hållbarhetsinvesteringar. Dessa investeringar sker inom ramen för fondens policy för ansvarsfulla investeringar och i linje med principen om ansvarsfullt ägande. Under 2024 allokerade fonden cirka 60 miljarder kronor till tematiska hållbarhetsinvesteringar, med syfte att främja långsiktig värdeskapande och stödja omställningen till en mer hållbar ekonomi.

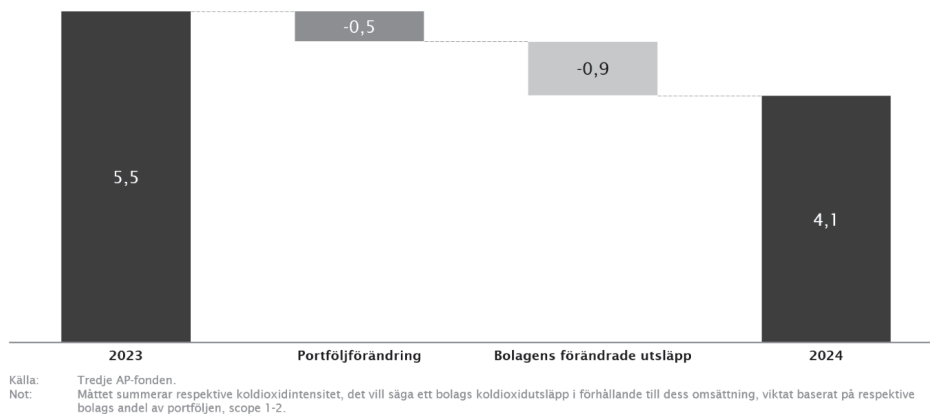
Av de hållbara investeringarna utgjorde räntor och krediter den största andelen (55%), följt av alternativa investeringar (55%) och noterade aktier (2%).

7.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Tredje AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 0,4 miljoner tCO₂e under 2024, en minskning med 0,2 miljoner tCO₂e jämfört med 2023, då utsläppen var 0,6 miljoner tCO₂e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som mäter fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, minskade med 1,4 tCO₂e och uppgick till 4,1 tCO₂e/mkr under 2024 vilket illustreras i Figur 56. Detta motsvarar en minskning på 25% under året. Den positiva utvecklingen drevs huvudsakligen av lägre koldioxidintensitet hos portföljbolagen, samtidigt som förändringar i portföljallokeringen också bidrog till att minska koldioxidintensiteten.

Tredje AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp 2023-2024, tCO₂e per miljoner kronor



Figur 56: Tredje AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2023-2024

7.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Tredje AP-fondens hållbarhetsmål förblev i stort sett oförändrade från 2023, med undantag för en ny beräkningsmetodik för mål 4, vilket påverkar årets utfall.

Alla mål är kopplade till kvantitativa mätetal och består av en kombination av aktivitets- och resultatmål. Aktivitetsmål innebär exempelvis genomförandet av ett visst antal definierade åtgärder inom en given tidsperiod, medan resultatmål syftar till att uppnå specifika nivåer, såsom en viss utsläppsreduktion. Målen har en medel- till långsiktig horisont och saknar därför specifika gränsvärden för 2024.

En sammanställning av fondens målsättningar och måluppfyllelse presenteras i Figur 57 och 58 nedan.

Tredje AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (I/II)

AP3

● Nytt för 2024 ● Uppdaterat för 2024 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
Bolagsstyrning						
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	39%	39%	43%
2	Andel Svenska bolag i portföljen med hållbarhetskriterier i incitamentsprogram ska fördubblas från 20% till 40% 2025	Hållbarhetskriterier i incitamentsprogram	n/a	20%	20%	41%
Klimat						
3	Halverat CO2-avtryck i den direktagda aktieportföljen 2019-2025	CO2-avtryck, scope 1 och 2, mtCO2e	0,8 mtCO2e	0,8 mtCO2e	0,7 mtCO2e	0,6 mtCO2e
		Utvecklingen basår 2019	-18%	+7%	-32%	-43%
4	100% av portföljbolag ska vara i linje med 1,5-gradersmålet till 2040	Andel av bolag	n/a	28%	38%	20% ¹⁾
5	AP3 ska föra påverksdialog med bolag som står för 70% av utsläppen 2023, och 90% 2030	Andel initierade påverkansdialoger	n/a	n/a	Dialoger initierade	Dialoger pågår
6	25% av ränteportföljen ska vara investerad i hållbara obligationer senast 2025	% av ränte-Portföljen	n/a	21%	22%	25%

Källa: Tredje AP-fonden.
Not: 1) Förändrad metodik.

Figur 57: Tredje AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021-2024 (I/II)

Tredje AP-fondens hållbarhetsmål
och måluppfyllnad, 2021-2024 (II/II)

AP3

● Nytt för 2024 ● Uppdaterat för 2024 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
Biologisk mångfald						
7	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	59%	59%
8	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	22%
Mänskliga rättigheter						
9	Andel bolag i sektorer med förhöjd risk med policy för mänskliga rättigheter ska uppgå till 100% 2030	Andel av bolag med policy	n/a	n/a	91%	97%
10	Andel bolag i sektorer med exponering mot utsatta grupper med genomlysning-process ska uppgå till 100% 2030	Andel av bolag med genomlysning-process	n/a	n/a	60%	57%

Källa: Tredje AP-fonden.

Figur 58: Tredje AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021-2024 (II/II)

7.4 Slutsatser och bedömningar

7.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Tredje AP-fonden uppnår sitt långsiktiga reala avkastningsmål för samtliga utvärderade tidsperioder: sedan start, den senaste tioårsperioden, den senaste femårsperioden samt under 2024.

Fondens avkastning 2024 påverkades i hög grad av den positiva utvecklingen på de globala aktiemarknaderna, som utgör fondens största tillgångsslag. Avkastningen från globala aktier stod för 65% av det totala avkastningsbidraget. Framför allt var det amerikanska teknikaktier som stod för en stor del av uppgången, i linje med utvecklingen för globala index i stort. En viktig aspekt att beakta är att av fondens fem största innehav utgörs samtliga av bolag inom "Magnificent Seven", vilket innebär en koncentrerad sektor- och marknadsrisk.

Utökat allokeringsintervall för aktieexponering

Under året beslutade styrelsen att utöka allokeringsintervallet för aktieexponering från maximalt 50% till 53%. Vid årets början var fondens aktieandel ungefär 44% och höjdes sedan till över 50% under sommaren i samband med att intervallet utökades. I och med detta kunde fonden agera på de marknadstrender som bidrog till starka börsuppgångar.

Utökningen av allokeringsintervallet framstår främst som en taktisk åtgärd snarare än en strategisk förändring. Således ger det intrycket att styrelsen har anpassat aktievikten drivet av taktiska önskemål från investeringsverksamheten. För en mer detaljerad redogörelse kring detta se bilaga *Tilläggsuppdrag*.

Synliggjort taktisk allokering i investeringsprocessen

Under året har Tredje AP-fonden visat en ökad aktivitet inom den modellstyrda taktiska allokeringen, vilket har möjliggjorts av det utökade allokeringsintervallet. Aktieandelen har successivt ökat i linje med modellens signaler. Taktisk allokering har använts tidigare men har blivit en tydligare del av investeringsprocessen genom att den nu särredovisas. Det återstår att se vilket långsiktigt genomslag denna förändring kommer att ha.

Styrelsens utvärderingsportfölj (LSP) är inte möjlig att replikera med en neutral position

Styrelsens utvärderingsportfölj (LSP) är en global indexportfölj som har en allokering på 55% aktier och 45% räntor. I och med att exponeringen är begränsad till 53% är det inte möjligt att replikera LSP via en neutral position. För att uppnå en avkastning i nivå med LSP krävs det att man tar en högre risk genom investeringar i alternativa tillgångar. I dess nuvarande form är utvärderingsportföljen därför inte möjlig att realisera. För en vidare analys kring detta se bilaga *Tilläggsuppdrag*.

7.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Tredje AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

8. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden

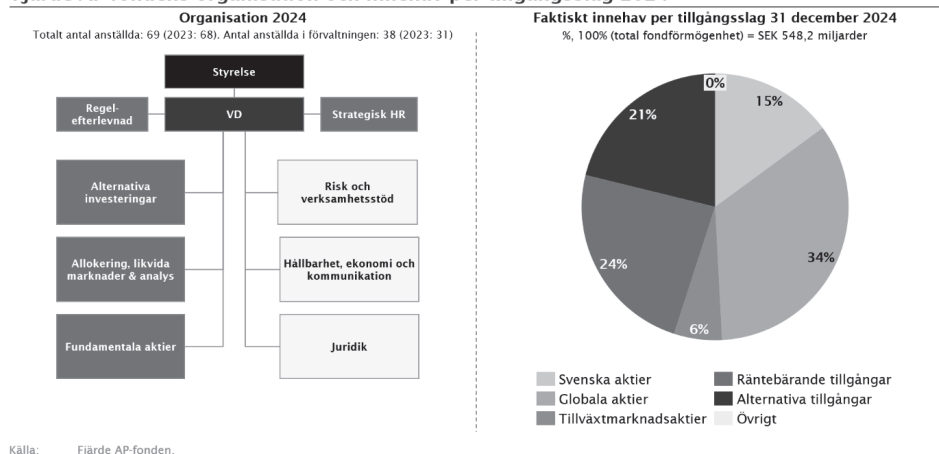
I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2024, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

8.1 Fjärde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2024

Fjärde AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod 2024 av 69 personer (2023: 68), varav 38 som arbetar inom kapitalförvaltning. Kapitalförvaltningsorganisationen omorganiserade vid ingången till 2024 och under året har man arbetat med att implementera den nya organisationsstrukturen.

Vid utgången av 2024 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 548,2 miljarder kronor. Av det totala förvaltrade kapitalet bestod 34% av globala aktier, 24% av räntebärande tillgångar, 21% av alternativa tillgångar, 15% av svenska aktier och 6% av tillväxtmarknader.

Fjärde AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024



Figur 59: Fjärde AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024

Fjärde AP-fondens avkastningsmål

- Fjärde AP-fonden har ett långsiktigt reallt årligt avkastningsmål på 3,5% över 40-årsperioder, samt ett medelsiktigt avkastningsmål på 3,0% real årlig avkastning över 10-årsperioder.

Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi

Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi grundar sig i tre förutsättningar, eller särdrag, som vägleder fonden i sitt strategiska arbete för att uppnå målet om en god långsiktig avkastning med väl avvägd risk. Denna är avsedd för hela fonden och nyttjas sedan inom de olika specifika portföljerna. Investeringsfilosofin är oförändrad från föregående år.

- **Möjlighet att agera långsiktigt.** Fondens långa investeringshorisont gör det möjligt att investera med en långsiktighet som innebär att den kan tänka annorlunda än andra investerare när det bedöms långsiktigt gynnsamt.
- **Stora frihetsgrader att utforma förvaltningen.** Inom ramen för de lagstadgade placeringsreglerna kan Fjärde AP-fonden utforma strategi och portföljstruktur samt välja investeringar som gör att fonden kan dra nytta av sina komparativa fördelar, diversifieringsmöjligheter och proaktivt anpassa portföljen vid marknadsförändringar.
- **Lagom portföljstorlek.** En lagom storlek på 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

8.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2024

Under 2024 har Fjärde AP-fonden genomfört flera viktiga förändringar och fortsatt arbetet med att bygga robusthet i sin portfölj genom bland annat utveckling av tillgångsslaget defensiva aktier. Samtidigt har fonden fortsatt arbeta med sin verksamhetsstrategi för 2023–2025 och dess definierade förflyttningsområden.

- **Omorganisation inom kapitalförvaltningen:** För att effektivisera verksamheten har fonden genomfört en omorganisation inom kapitalförvaltningen. Enheterna Räntor & Valuta samt Strategisk Allokering och Kvantitativ Analys (SAKA) har slagits samman till den nya enheten Allokering, Likvida Marknader och Analys. Inom enheten Fundamentala Aktier har resurser samordnats genom att den fundamentala svenska aktieförvaltningen och den globala fundamentala aktieförvaltningen inom SAKA har integrerats i en gemensam enhet.
- **Översyn av Dynamisk Normalportfölj (DNP):** Utifrån ALM-analysen och de aktuella marknadsförutsättningarna har fonden under 2024 gjort den regelbundna översynen av DNP (den referensportfölj som styrelsen beslutar om), som genomförs vartannat år. De viktigaste förändringarna inkluderar: (1) Ökad andel defensiva aktier med 2 procentenheter, motsvarande minskning av räntebärande tillgångar. (2) Ökad duration i globala ränteportföljen med 1 år för att anpassa till marknadsutvecklingen. (3) Höjt medelfristigt realt avkastningsmål från 3,0% till 3,5%, baserat på marknadsanalys över ett 10-årsperspektiv.
- **Implementering av framtidssäkrat portföljsystemstöd:** För att minska infrastrukturens komplexitet och minska beroendet av enskilda personer arbetar fonden med att implementera en ny, integrerad och flexibel systemplattform. Projektet genomförs i samarbete med Tredje AP-fonden för att säkerställa en kostnadseffektiv och långsiktigt hållbar systemförvaltning.

Implementeringsarbetet har pågått under 2024 och systemet befinner sig nu i acceptanstestfasen, med planerad driftsättning 2025.

- **Arbete med pensionsutredningar:** Under året har fonden arbetat internt med och bistått i tre parallella utredningar av pensionssystemet, ett arbete som har krävt omfattande resurser och stort engagemang.

8.2 Fjärde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2024

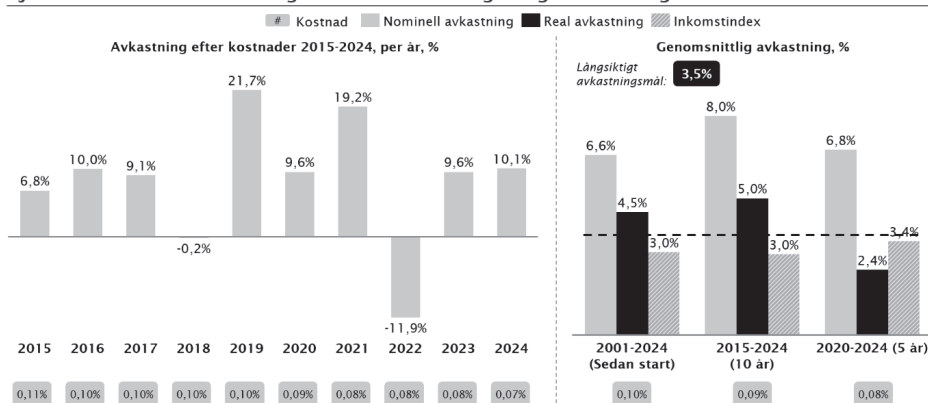
8.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Fjärde AP-fonden har ett långsiktigt reallt avkastningsmål på 3,5% per år över 40-årsperioder. Detta mål speglar den risk- och avkastningsprofil som anses mest lämplig för pensionssystemet och fungerar som en vägledning för fondens arbete med att bidra till dess långsiktiga stabilitet och utveckling.

Utöver det långsiktiga målet har fonden även ett medelsiktigt avkastningsmål på 3,0% real avkastning per år över 10-årsperioder. Det medelsiktiga målet är mer dynamiskt och kan revideras utifrån makroekonomiska faktorer som marknadstillväxt och inflation. En genomgång av detta mål görs vartannat år eller vid behov. Efter årets översyn kommer målet att höjas till 3,5% inför 2025. Samtliga avkastningsmål fastställs av Fjärde AP-fondens styrelse.

Under 2024 uppgick fondens avkastning efter kostnader till 10,1%, vilket motsvarar 9,2% real avkastning efter inflationsjustering. Avkastningen översteg därmed både de medel- och långsiktiga avkastningsmålen under 2024.

Fjärde AP-fondens avkastning 2001–2024 och långsiktig målsättning



Källa: Fjärde AP-fonden, SCB.

Not: Kostnad avser provisions- och rörelsekostnader som andel av genomsnittligt marknadsvärde (ingående och utgående), uttryckt i procent.

Den reala avkastningen är justerad för inflation enligt KPI.

Fjärde AP-fondens långsiktiga målsättning är att nå en genomsnittlig årlig avkastning om 3,5% över 40 år.

Figur 60: Fjärde AP-fondens avkastning 2001–2024 och långsiktiga målsättning

Sedan 2001 har Fjärde AP-fonden överträffat sitt långsiktiga reala avkastningsmål, med en genomsnittlig real avkastning på 4,5% per år, jämfört med målet på 3,5% (se Figur 60 ovan). I nominella termer har fonden uppnått en genomsnittlig årlig avkastning på 6,6% sedan start. Utöver detta har fonden även överträffat inkomstindex, som fungerar som ett riktmärke för reallöneutvecklingen under motsvarande period.

De senaste tio åren har den genomsnittliga reala avkastningen varit 5,0%, vilket överstiger målet. Den starka utvecklingen drevs främst av hög nominell avkastning i kombination med flera år av låg inflation.

Sett till de senaste fem åren har den genomsnittliga reala avkastningen varit 2,4%, vilket är 1,1 procentenheter under det långsiktiga målet. Dessa år har varit präglade av högre inflation och ett mer volatilt marknadsklimat vilket har påverkat avkastningen.

8.2.2 Avkastning per tillgångsslag

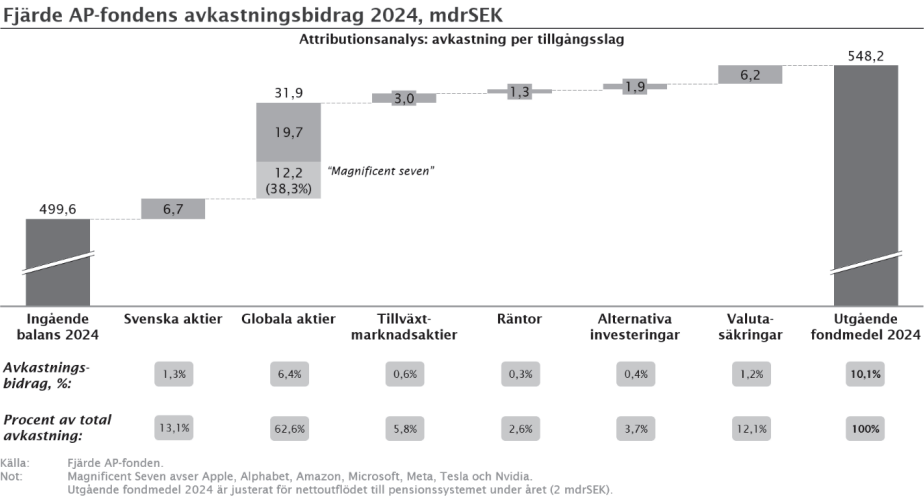
Under 2024 uppgick Fjärde AP-fondens totala avkastning till 51 miljarder kronor (10,1%) efter kostnader. Den starka utvecklingen drevs främst av investeringar i globala aktier vilket även är det tillgångsslag som står för högst andel av fondens förvaldade kapital. Denna tillgångsklass bidrog med till den totala avkastningen med 6,4 procentenheter, motsvarande 31,9 miljarder kronor. Svenska aktier bidrog med 1,3 procentenheters avkastning, motsvarande 6,7 miljarder kronor samt aktier inom tillväxtmarknader bidrog med 0,6 procentenheters avkastning motsvarande 3 miljarder kronor. Tillsammans motsvarade detta ett avkastningsbidrag på 41,6 miljarder kronor inom aktieportföljen.

En betydande del av avkastningsbidraget kom från investeringar i de så kallade "Magnificent Seven" – de sju ledande amerikanska teknikbolag – som ensamt stod för 12,2 miljarder kronor av avkastningsbidraget. "Magnificent Seven" stod därmed för 38% av avkastningsbidraget inom globala aktier och 24% av det totala avkastningsbidraget.

Fondens ränteförvaltning bidrog positivt till avkastningen med 1,3 miljarder kronor, motsvarande 0,3 procentenheter i avkastningsbidrag. Även investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, hade en positiv påverkan och bidrog med 0,4 procentenheters avkastningsbidrag, motsvarande 1,9 miljarder kronor.

Slutligen hade även den öppna valutaexponeringen ett positivt avkastningsbidrag på 6,2 miljarder kronor, motsvarande 1,2 procentenheter i avkastningsbidrag. Genom en optimerad valutahantering och en flexibel säkringsandel har fonden kunnat anpassa säkringsnivåerna löpande för att balansera risk och avkastning.

En fullständig översikt av tillgångsslagens bidrag till fondens värdeutveckling före kostnader per den 31 december 2024 presenteras i Figur 61.



Figur 61: Fjärde AP-fondens avkastningsbidrag 2024 i alla tillgångsklasser

8.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

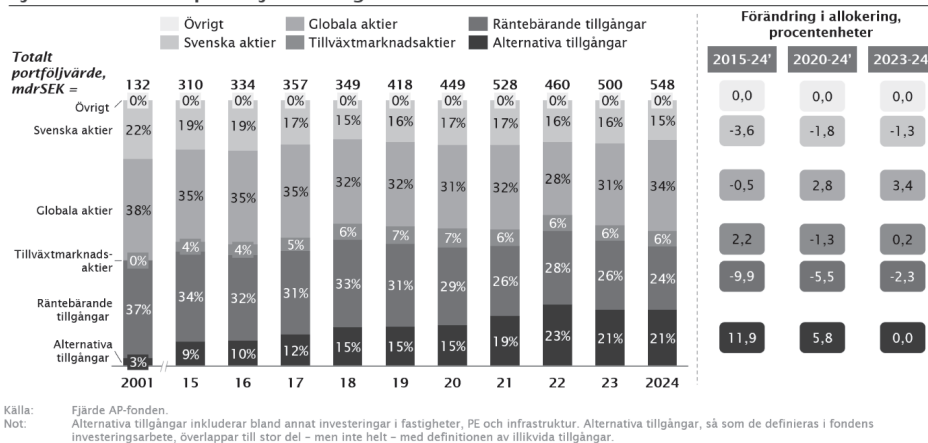
Fjärde AP-fondens portfölj bestod 2024 av 55% aktier, 24% räntebärande tillgångar och 21% alternativa tillgångar. Aktierna utgörs av 34% globala aktier, 15% svenska aktier och 6% tillväxtmarknadsaktier, vilket illustreras i Figur 62.

Jämfört med 2023 ökade andelen globala aktier under året, delvis genom taktiska omallokeringar men också till följd av den starka avkastningen inom noterade aktier. Samtidigt minskade andelen svenska aktier något, medan tillväxtmarknadsaktier förblev relativt oförändrade.

Allokeringen till räntebärande tillgångar minskade med 2,0 procentenheter jämfört med 2023, i linje med fondens strategi att stärka portföljen genom defensiva aktier snarare än räntor. På längre sikt har andelen räntebärande tillgångar minskat med 13 procentenheter sedan fondens start 2001.

Alternativa tillgångar stod för samma andel som under 2023, däremot sett från starten 2001 har fondens allokering inom alternativa tillgångar ökat med cirka 18 procentenheter. Även under de senaste tio åren har andelen alternativa tillgångar ökat successivt.

Fjärde AP-fondens portföljallokering 2001-2024



Figur 62: Fjärde AP-fondens portföljallokering, 2001–2024

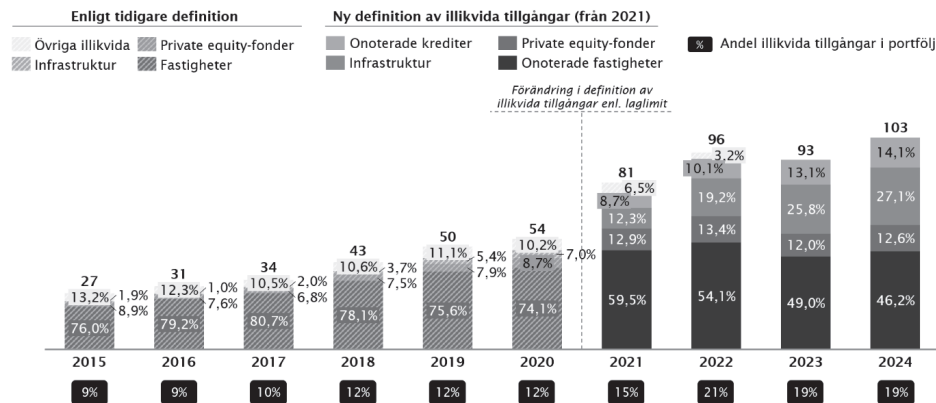
8.2.4 Illikvida tillgångar

AP-fonderna får enligt lag ha högst 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, det vill säga tillgångar som inte är noterade på en marknadsplats med kontinuerlig prissättning och som därför inte kan likvideras snabbt.

År 2021 enades Första till Fjärde AP-fonderna om en gemensam definition av illikvida tillgångar, vilket medförde vissa förändringar jämfört med tidigare definitioner. Detta bör beaktas vid jämförelser över tid.

Sedan 2015 har Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar ökat med 280%, motsvarande 76 miljarder kronor. År 2024 utgjorde illikvida tillgångar 19% av Fjärde AP-fondens totala portfölj, och uppgick till 103 miljarder kronor. Den största delen bestod av onoterade fastigheter (46%), följt av infrastruktur (27%), onoterade krediter (14%) och private equity-fonder (13%). Under året har andelen i onoterade fastigheter minskat med 2,8 procentenheter medan övriga tillgångsslag har ökat.

Fjärde AP-fondens totala illikvida tillgångar 2015-2024, mdrSEK

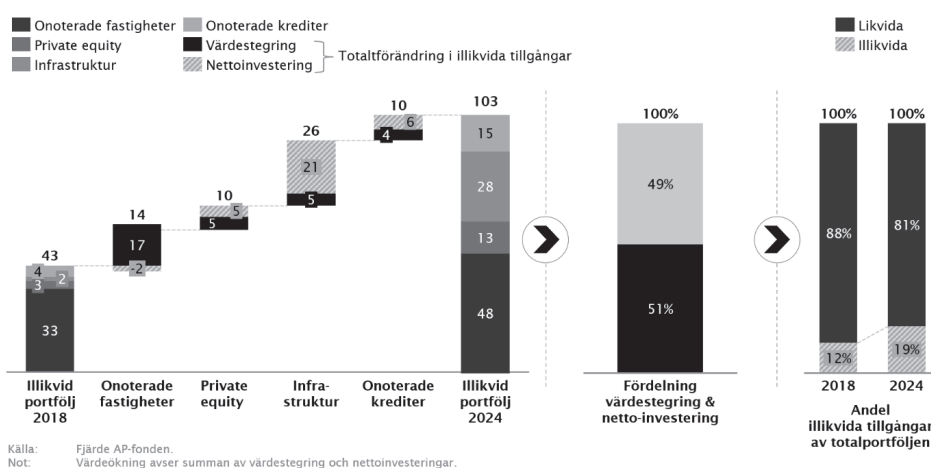


Källa: Fjärde AP-fonden.
Not: Kategorin övriga illikvida inkluderar hedgefonder, high-yield krediter och alternativa strategier. Private equity-fonder är exklusive aktier som avser notering inom kommande 12 månader.

Figur 63: Fjärde AP-fondens totala illikvida tillgångar (enligt tidigare och nuvarande definition), 2015-2024

För att möjliggöra en rättvis historisk jämförelse krävs en djupare analys av den illikvida portföljen, där de underliggande tillgångarna har omklassificerats enligt den nya definitionen från 2021. Figur 64 nedan visar att de illikvida tillgångarnas tillväxt, från 43 miljarder kronor år 2018 till 103 miljarder kronor i slutet av 2024, främst drivits av värdestegring (51%), särskilt inom onoterade fastigheter och onoterade aktier (private equity). Samtidigt har nettoinvesteringar, framför allt inom infrastruktur, också haft en betydande inverkan på utvecklingen. Andelen illikvida tillgångar i portföljen har även ökat från 12% av fondkapitalet 2018 till 19% år 2024.

Fjärde AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsklasser 2018-2024, mdrSEK



Källa: Fjärde AP-fonden.
Not: Värdeökning avser summan av värdestegring och nettoinvesteringar.

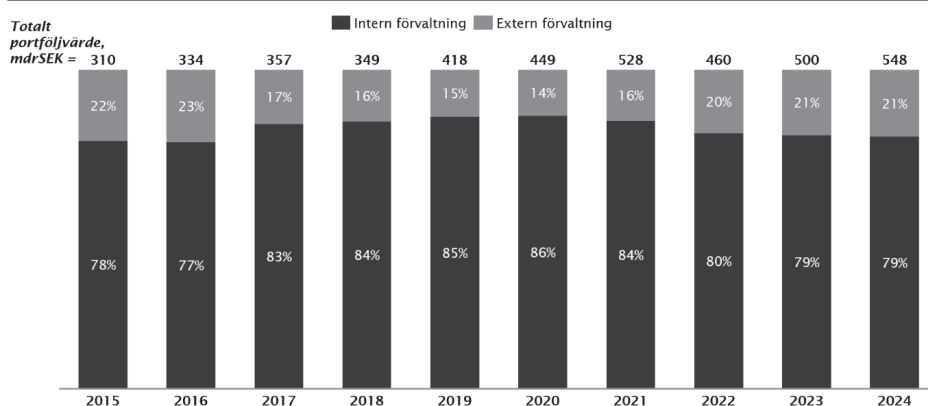
Figur 64: Fjärde AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018-2024

8.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Fjärde AP-fonden har en majoritet av sitt kapital förvalt internt. Fondens fördelning mellan interna och externa förvaltningsmandat baseras på vad som bedöms ge högst nettoavkastning efter kostnader.

År 2024 förvaltades 79% av kapitalet internt, samma andel som 2023. På tio års sikt har denna andel varit oförändrad, medan det externt förvaltrade kapitalet har ökat på fem års sikt – från 14% år 2020 till 21% år 2024. Detta illustreras i Figur 65.

Fjärde AP-fondens fördelning av externt och internt förvalt kapital 2015-2024



Källa: Fjärde AP-fonden.

Figur 65: Andel av Fjärde AP-fondens kapital under extern och intern förvaltning, 2015-2024

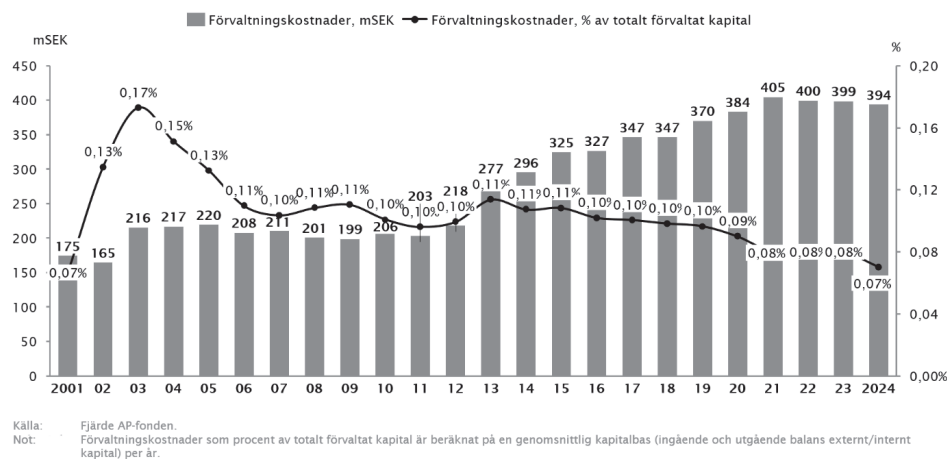
8.2.6 Förvaltningskostnader

Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna förvaltningskostnaderna avser utgifter för kapitalförvaltning som hanteras av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna uppstår vid användning av externa förvaltare inom specifika mandat och tillgångsslag, där kostnaderna regleras av kontraktuella villkor. Externa förvaltare används exempelvis inom onoterade aktier (private equity), tillväxtmarknader, Asien och Europa.

Under den senaste tioårsperioden har förvaltningskostnaderna som andel av totalt förvalt kapital minskat, särskilt de senaste fem åren. Denna utveckling speglar ett ökat fokus på kostnadseffektivitet, där reala kostnader förblivit i stort sett oförändrade medan fondkapitalet vuxit. Med andra ord har värdet av de totala tillgångarna som förvaltas internt ökat snabbare än de förvaltningsrelaterade kostnaderna. Sedan starten 2001 är den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvalt kapital 0,10%.

År 2024 uppgick förvaltningskostnaderna till 0,07% av totalt förvalt kapital, en minskning från föregående år. De totala förvaltningskostnaderna uppgick till 394 miljoner kronor under 2024 och har under de senaste tio åren successivt ökat. Kostnadsökningarna är framför allt kopplade till inflation samt investeringar inom IT. Sett ur ett internationellt perspektiv har Fjärde AP-fonden låga förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltrade kapitalet (se avsnitt 3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder).

Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader (provision- och rörelsekostnader) 2001-2024



Figur 66: Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader, 2001-2024

8.3 Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2024

8.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete bygger på statens värdegrund och fondens uppdrag om föredömlig förvaltning, med fokus på ansvarsfulla investeringar och ansvarfullt ägande. Hållbarhet är en central del av investeringsstrategin, där fonden strävar efter att öka andelen investeringar som bidrar till hållbar omställning – utan att kompromissa med avkastningskrav eller risknivåer. Således är Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete integrerat i alla delar av organisationen och det löpande förvaltningsarbetet. Fonden har även strukturerade processer kring uppföljning av hållbarhet i förvaltningen, utvecklingen av aktiva mandat samt hållbarhetsrapporteringen.

Hållbarhetsarbetet styrs av fondens hållbarhetspolicy, som årligen revideras och fastställs av styrelsen. Det är också inom denna som Fjärde AP-fondens målsättningar formuleras och följs upp. Inom ramen för policyn tillämpas fem implementeringsstrategier:

- **Mäta och rapportera kring hållbarhet** – kontinuerlig uppföljning och analys av hållbarhetsdata.
- **Integrera hållbarhet i alla investeringsprocesser** – anpassat till olika tillgångsslag.
- **Påverka som ägare, investerare och samhällsaktör** – dialoger med bolag, deltagande i valberedningar, röstande på bolagsstämmor samt samarbete med initiativ som *Climate Action 100+* och *Transition Pathway Initiative*.
- **Reducera hållbarhetsrisker i portföljen** – minskad exponering mot tillgångar med höga hållbarhetsrisker och konventionsbaserad exkludering.
- **Investera i starka hållbarhetstrender** – riktade tematiska investeringar.

Fonden har två övergripande fokusområden för hållbarhetsarbetet: ägarstyrning och klimat & miljö. Dessa bedöms ha en påverkan på portföljens långsiktiga avkastnings- och riskegenskaper samt även vara investeringsbara.

Inom ägarstyrning prioriteras frågor som styrelsesammansättning, kapitalstruktur, hållbarhetsincitament och transparens med målet att bidra till god utveckling i bolagen och bättre riskjusterad avkastning. Arbetet med klimat och miljö omfattar identifiering av systematiska risker med global påverkan på samhälle, ekonomier och förväntad avkastning. Därutöver berörs frågor rörande klimatförändringar, klimatomställning, resurseffektivitet och biologisk mångfald, med målet att minska globala utsläpp.

Fjärde AP-fonden har som strategi att välja bort bolag inom vissa högrisk sektorer om de inte uppfyller 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.

8.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2024

Under 2024 har Fjärde AP-fonden genomfört flera initiativ för att stärka sitt hållbarhetsarbete och integrera klimathänsyn i kapitalförvaltningen.

- **Fördjupad klimatscenarioanalys:** En analys av portföljens känslighet för klimatomställning, där omställningsrisker på kort sikt och fysiska risker på längre sikt har kartlagts, inklusive regioners sårbarhet. Syftet är att ge förvaltningsteamets insikter om hur dessa faktorer påverkar deras portföljer.
- **Förbättrad kvantitativ klimatmodell för aktieinvesteringar:** Modellen för systematiska globala aktier har uppdaterats med en ny leverantör och en förändrad metod för att analysera bolagsurval. Den inkluderar nu även Scope 3-utsläpp och bidrar till en lägre systematisk risk kopplad till klimatomställningen.
- **Översyn av färdplaner för klimatintensiva sektorer:** Förvaltningsteamets inom energi, kraft och transporter genomförde, med stöd av externa konsulter, en omfattande analys av hur klimatomställningen påverkar dessa sektorer. Utifrån detta tog teamet fram en egen aktiemarknadsanalys, och färdplanerna uppdaterades för att bättre hantera omställningsrisker.
- **Utökad CO2-rapportering:** Rapporteringen inkluderar nu även statsobligationer.
- **Integrering av hållbarhetsdata i portföljhantering:** SFDR och taxonomidata nu en del av portföljsystemprojektet, inklusive utvärdering av nya leverantörer.
- **Uppdatering av tematisk hållbarhetsanalys:** En omfattande genomgång av fondens fokusområden inom hållbarhet ledde till höjd bevakningsnivå av intelligenta energisystem, kärnkraft och hållbar gruvdrift.

8.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Fjärde AP-fonden definierar tematiska hållbarhetsinvesteringar som proaktiva investeringar baserade på en bred analys av hållbarhetstrender. Syftet är att identifiera investeringsteman med potential för god avkastning samtidigt som de bidrar till en hållbar omställning.

Under 2024 uppgick fondens tematiska investeringar till 4,6 miljarder kronor, vilket är något mindre än föregående år. De hållbara investeringarna utgörs till största delen av riskkapital (46%), gröna och sociala obligationer (24%), noterade aktier (22%) samt infrastruktur (9%).

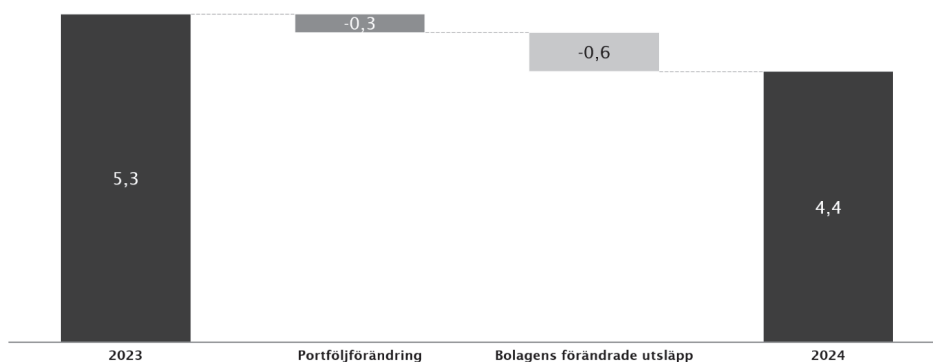
Totalt har fonden sedan 2020 investerat 43 miljarder kronor i tematiska hållbarhetsprojekt. Målet är att successivt öka andelen investeringar som både bidrar till och gynnas av hållbarhetsomställningen.

8.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Fjärde AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 0,66 miljoner tCO₂e under 2024. Detta är en minskning med 0,14 miljoner tCO₂e jämfört med 2023 då de totala utsläppen uppgick 0,8 miljoner tCO₂e. Sedan mätningarna började 2010 har portföljens utsläpp reducerats med 70%.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten – ett mått på fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag – sjönk med 0,9 tCO₂e till 4,4 tCO₂e/mkr, som illustreras i Figur 67. Detta motsvarande en 16% minskning under året. Denna utveckling drevs främst av lägre koldioxidintensitet hos portföljbolagen, men även förändringar i portföljallokeringen bidrog till en minskning.

Fjärde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2023-2024, tCO₂e per miljoner kronor



Källa: Fjärde AP-fonden.
 Not: Måttet summerar respektive koldioxidintensitet, det vill säga ett bolags koldioxidutsläpp i förhållande till dess omsättning, viktat baserat på respektive bolags andel av portföljen, scope 1-2.

Figur 67: Fjärde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2023-2024

8.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål, utformade i enlighet med fondens hållbarhetspolicy och fokusområden, är i stort sett oförändrade från 2023. För mål 6 har mätetalet justerats för att bättre spegla betydelsen av arbetet i valberedningar i relation till portföljvärdet. Målet kring att intervjua hela eller delar av styrelsen vid styrelseutvärderingar har också tagits bort. Detta då det numera betraktas som praxis och därmed inte längre kräver en separat målsättning.

De flesta målen är kvantitativt definierade och kombinerar både aktivitets- och resultatmål. Aktivitetsmål innebär genomförandet av specifika åtgärder inom en fastställd tidsram, medan resultatmål avser exempelvis uppnådda utsläppsminskningar eller andra mätbara effekter. Målen har en medel- till långsiktig horisont, men i de fall då kortsiktiga delmål satts för 2024 har samtliga uppnåtts under året. En sammanställning av samtliga målsättningar och fondens måluppfyllelse återfinns i Figur 68 och 69.

Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (I/II)



● Nytt för 2024 ● Uppdaterat för 2024 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
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 CO2-utsläpp under året	-23%	-3%	-11%	-15%
		Förändring CO2-utsläpp sedan 2010	-60%	-61%	-65%	-70%
2	Göra investeringar som minskar klimatriskerna i portföljen	CO2-utsläpp som andel av globalt aktieindex	39%	45%	41%	41%
		CO2-intensitet som andel av globalt aktieindex	40%	40%	41%	43%
3	Göra proaktiva investeringar som bidrar till och drar fördel av klimatomställning	Genomförda investeringar	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått
			13,7 mdrSEK i nya hållbarhets-tematiska investeringar	7,4 mdrSEK i nya hållbarhets-investeringar, betydande utfästelser inom föreningse-bart	7,6 mdrSEK i nya hållbarhets-investeringar, primärt inom onoterade portföljen	4,6 mdrSEK i nya hållbarhets-investeringar, primärt inom onoterade aktier, svenska aktier och gröna obligationer
4	Utvärdera möjliga förvaltningsstrategier baserat på kartlagda indikatorer	Kvalitativ bedömning	Målet uppmått	Målet uppmått	Målet uppmått	Målet uppmått
5	Påverka för klimat omställning	CO2-utsläpp (portfölj-mix)	n/a	n/a	-9%	-11%
		CO2-utsläpp (bolagens utsläpp)			-2%	-4%

Källa: Fjärde AP-fonden.

Figur 68: Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (I/II)

Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (II/II)



● Nytt för 2024 ● Uppdaterat för 2024 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
Ägarstyrning						
6	Arbeta aktivt i valberedningar i kraft av ägarandel	Antal valberedningar	40	47	56	46
		Andel av portföljvärdet där AP4 är representerad i valberedningar	n/a	n/a	n/a	53%
7	Arbeta för ökad mångfald i styrelserna, särskilt med avseende jämnare könsfördelning	Andel kvinnor av nyvalda ledamöter	20%	39%	54%	45%
8	Utöva rösträtten vid svenska stämmor	Antal svenska stämmor där fonden röstat	147	125	131	136
		Andel stämmor där fonden röstat av antal innehav	69%	88%	74%	79%
9	Utöva rösträtten vid utländska stämmor	Antal utländska stämmor där fonden röstat	1064	1267	1216	1221
		Andel stämmor där fonden röstat av antal innehav	77%	100%	100%	100%
10	Stötta initiativ som verkar för aktieägares rättigheter och bolagens arbete med hållbarhet	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått

Källa: Fjärde AP-fonden.

Figur 69: Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (II/II)

8.4 Slutsatser och bedömningar

8.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Fjärde AP-fonden har uppnått sitt reala avkastningsmål över flera utvärderade tidsperioder: sedan start, under den senaste tioårsperioden samt för 2024. Däremot har fonden inte nått sitt avkastningsmål över den senaste femårsperioden.

Under 2024 var, liksom för övriga buffertfonder, Fjärde AP-fondens globala aktier en avgörande faktor bakom den goda avkastningen. Fondens exponering mot "Magnificent Seven", har varit en stark drivkraft inom tillgångsslaget. Dessa sju aktier stod vid utgången av 2024 för 38% av avkastningsbidraget inom globala aktier, vilket dock är en minskning från 2023 trots deras starka avkastning. Stora delar av fondens avkastning kan därmed härledas till ett fåtal aktieinnehav. Fjärde AP-fonden har däremot den näst lägsta koncentrationen av sina fem största aktieinnehav (6,23%) jämfört med Första till Tredje AP-fonderna. Detta understryker fondens strategi att upprätthålla en hög grad av diversifiering.

Fjärde AP-fonden har under flera år arbetat för att öka portföljens robusthet genom en strategisk allokering mot tillgångsslaget defensiva aktier. Syftet har varit att minska beroendet av räntetillgångar genom en global aktiesammansättning som kan prestera relativt väl även i mer utmanande ekonomiska miljöer. Fonden har således lyckats väl med denna strategi och lyckats diversifiera utan att kompromissa med avkastningen.

8.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Fjärde AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

9. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2024, avkastning, tillgångsallokering, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

9.1 Sjätte AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2024

Sjätte AP-fonden är en av de fem buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet men skiljer sig från Första till Fjärde AP-fonderna i flertalet avseenden, bland annat i dess uppdrag, förvaltningsmodell och avkastningsmål. Sjätte AP-fonden följer dessutom en egen lag. Fondens lagstadgade uppdrag är att förvalta anförtrödda medel genom placeringar i riskkapitalmarknaden¹⁷ med målet att generera långsiktigt hög avkastning med en väl avvägd riskspridning.

En avgörande skillnad gentemot de övriga buffertfonderna är att Sjätte AP-fonden är en stängd fond, vilket innebär att den varken tar emot inbetalningar eller gör utbetalningar till pensionssystemet. Denna struktur ger fonden andra förutsättningar jämfört med övriga buffertfonder. Fonden måste aktivt planera sin likviditet för att möta neddragningar av utfäst kapital till fonderna, tilläggsinvesteringar i portföljbolag och hantera likviditetsfluktuationer i investeringsportföljen. Fonden har även en striktare begränsning avseende valutaexponering, där minst 90% av fondens värde måste vara valutasäkrat, vilket periodvis kan skapa omfattande likviditetspåverkan.

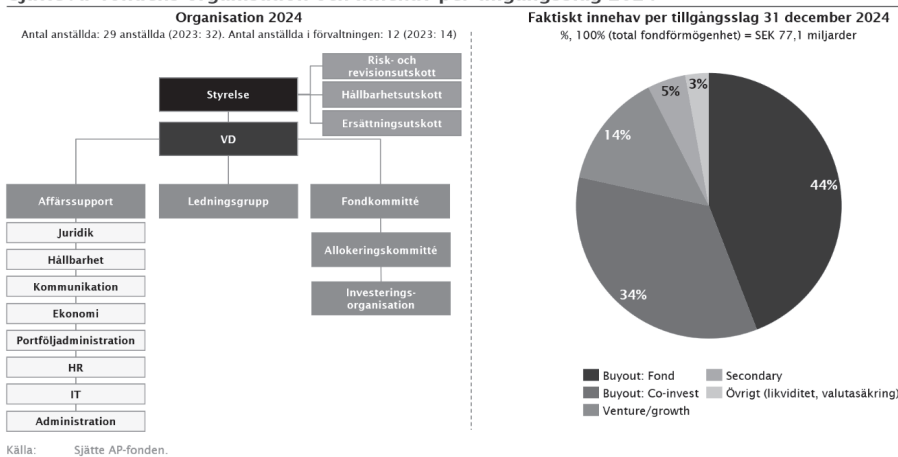
Fonden fortsätter att arbeta konsekvent utifrån den strategiska grund som etablerades 2012 och som förtydligades ytterligare 2020. Strategins inriktning är att bygga en internationell riskkapitalportfölj (private equity) genom fondinvesteringar och co-investeringar (indirekt investering i ett bolag tillsammans med en förvaltare som fonden utfäst kapital till).

Sjätte AP-fondens organisation bestod 2024 av 29 personer (2023: 32). 12 personer arbetar inom investeringsorganisationen och en portföljstrateg rapporterar direkt till VD. Inga organisatoriska förändringar har skett under året.

Vid utgången av 2024 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 77,1 miljarder kronor. Det sysselsatta kapitalet uppgick till 74,9 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 44% av buyout fondinvesteringar, 34% av buyout co-investeringar, 14% av venture/growth fondinvesteringar, 5% av secondary fondinvesteringar samt 3% övrigt.

¹⁷ 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))

Sjätte AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024



Figur 70: Sjätte AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2024

Sjätte AP-fondens avkastningsmål

- Sjätte AP-fondens avkastningsmål representerar avkastningen för en medianfond som investerar inom onoterat. För att vara jämförbar med fondens nettoavkastning så har målet justerats för uppskattat likviditetsbehov om 10%.
- Avkastningsmålet utgörs av:
 - 90% av målavkastning för den onoterade portföljen, över senaste femårsperioden (Burgiss)¹⁸
 - 10% av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill)
- Sjätte AP-fondens mål utvärderas över femårssikt. För senaste femårsperioden var avkastningsmålet 7,0%. För 2024 är benchmark -3,0%.

Sjätte AP-fondens investeringsfilosofi

Sjätte AP-fondens strategiska inriktning utgår från uppdraget att investera i onoterade tillgångar inom följande områden:

- Fondinvesteringar inom mogna företag (buyout)
- Fondinvesteringar inom företag i tidig utvecklings- och tillväxtfas (venture/growth)
- Fondinvesteringar inom andrahandsmarknaden för onoterade fondandelar (secondaries)
- Co-investeringar inom mogna företag (buyout), där fonden investerar indirekt i företag tillsammans med en investerare som den har åtaganden gentemot.

Investeringarna sker genom riskkapitalfonder (private equity), där fonden enbart gör indirekta investeringar i samarbete med etablerade förvaltare. Fonden gör inga direktinvesteringar. Sjätte AP-fonden investerar heller inte i kreditfonder (private debt).

Fondens investeringsfilosofi bygger på att skapa en väldiversifierad portfölj genom utvalda förvaltare inom respektive investeringsområde. Diversifiering sker genom att sprida kapitalet mellan förvaltare

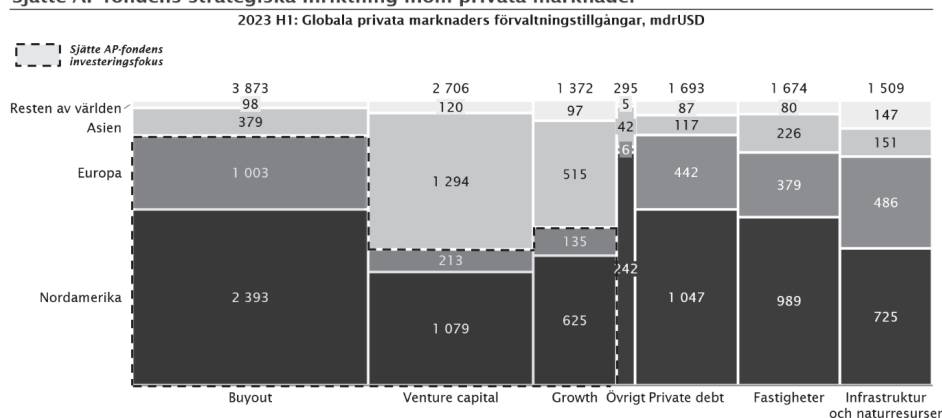
¹⁸ Avkastningsmålet beräknas utifrån data levererat av Burgiss som är ledande inom insamlande och tillhandahållande av data för onoterade investeringar. Numera en del av MSCI.

med olika fondstorlekar och strategier, snarare än genom geografisk allokering. Resultatet blir en bred exponering mot underliggande portföljbolag i fonderna.

En viktig del av strategin är även att hålla en jämn investeringstakt över tid, vilket bidrar till en mer balanserad och uthållig avkastning. Genom att tillämpa denna strategi sedan 2012 har Sjätte AP-fonden byggt upp ett starkt strukturkapital, vilket är avgörande för att säkra tillgång till de mest attraktiva investeringarna. Framgång inom onoterade tillgångar mäts i stor utsträckning genom fondens rykte som investerare (Limited Partner, LP).¹⁹ Att vara en välrenommerad investerare ger möjligheten att samarbeta med förvaltare som har en dokumenterad förmåga att leverera avkastning i de övre kvartilerna över tid.

Sjätte AP-fondens strategiska inriktning är främst inom mogna företag (buyout), följt av tidig utvecklings- och tillväxtfas (venture/growth) samt andrahandsmarknaden för onoterade fondandelar (secondaries) inom Europa och Nordamerika, som illustreras i Figur 71. Fondens strategi och investeringsfördelning är anpassad för att uppnå långsiktigt hög riskjusterad avkastning. Investeringarna begränsas till områden där den förväntade avkastningen överensstämmer med fondens avkastningsmål. Som en följd av detta exkluderas exempelvis infrastruktur, som generellt har en lägre förväntad avkastning.

Sjätte AP-fondens strategiska inriktning inom privata marknader



Källa: McKinsey Global Private Markets Review, 2024.
Not: Övrigt innefattar turnaround PE-fonder och PE-fonder med ospecificerad strategi.

Figur 71: Sjätte AP-fondens strategiska inriktning inom privata marknader

9.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2024

Under 2024 har Sjötte AP-fonden genomfört flera initiativ för att utveckla verksamheten och stärka samarbeten inom organisationen.

- **Intern verksamhetsutveckling:** Ett omfattande utvecklingsprogram har genomförts med fokus på ledarskap, medarbetarskap och specialistkompetens, från ledningsnivå och genom hela organisationen.

¹⁹ LP står för *Limited Partner* och är en benämning för en investerare i en riskkapitalfond såsom private equity- (PE) eller venture capital (VC) fonder

- **Automatisering av rapportering:** Effektiviseringen av rapportering har fortsatt genom Power BI, vilket nu omfattar valutarapporter, fondrapporter och hållbarhetsuppföljning för bättre beslutsstöd och uppföljning.
- **Stärkt samarbete inom investeringsverksamheten:** Arbetssättet har blivit mer tvärfunktionellt för att optimera användningen av kompetens och resurser inom investeringsverksamheten.
- **Tidskrävande AP-fondsutredning:** Under året har AP-fondsutredningen krävt betydande resurser och fokus.
- **Aktiva externt i olika sammanhang:** Fonden har varit efterfrågad i Private Equity-sammanhang, särskilt inom hållbarhet, portföljstrategi och juridik. Den har också mottagit flera inbjudningar att delta i paneler och presentationer.

9.2 Sjätte AP-fondens portfölj och resultat 2001–2024

9.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Som en naturlig del av Sjätte AP-fondens unika placeringsregler har fonden ett avkastningsmål som skiljer sig från de övriga buffertfondernas. Målet är att utvärdera fondens långsiktiga förvaltningsresultat jämfört med andra investerare inom onoterade tillgångar över en femårsperiod.

För extern jämförelse används avkastningsdata från Burgiss (sedan 2023 en del av MSCI), en av marknadens ledande leverantörer av data för onoterade investeringar. Fondens nettoavkastning – det vill säga avkastning efter kostnader – jämförs med avkastningen för medianfonden inom onoterade investeringar. Eftersom Sjätte AP-fondens resultat omräknas till svenska kronor så konverteras datan för avkastningsmålet till samma valuta. Detta innebär dock att målet påverkas fullt ut av valutaeffekter medan fondens tillgångar enligt lag måste valutasäkras till 90%.

Eftersom Sjätte AP-fonden är stängd och därmed varken kan avropa eller distribuera kapital, krävs en planerad likviditetsbuffert för att säkerställa framtida investeringsåtaganden. För en rättvis jämförelse av nettoavkastningen justeras målet för denna buffert, vars omfattning uppskattas till cirka 10% av fondkapitalet vid full investeringsgrad. Avkastningsmålet för likviditetsbufferten är OMRX T-Bill, vilket är intern benchmark för fondens likviditetsförvaltning.

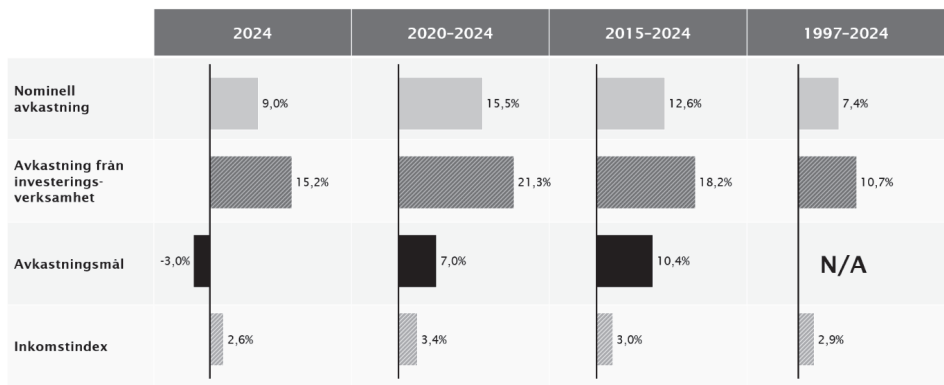
Sammanfattningsvis beräknas avkastningsmålet som en viktad kombination av: 90% av målavkastningen för den onoterade portföljen (Burgiss) och 10% av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill). Denna struktur säkerställer en rättvis och relevant utvärdering av fondens avkastning inom sitt specifika investeringsområde.

Under den senaste femårsperioden har Sjätte AP-fonden haft en genomsnittlig årlig nominell avkastning på 15,5%, vilket överträffar avkastningsmålet på 7,0%. Avkastningen från själva investeringsverksamheten – exklusive effekter från valutasäkring och likviditetshantering – uppgick till 21,3% i genomsnitt per år under samma period. Därmed har fonden tydligt överträffat sitt långsiktiga avkastningsmål.

Även om målet är definierat på en femårsperiod kan jämförelser göras över både kortare och längre tidsserier. Vid längre tidsserier påverkas dock resultaten delvis av innehav från tidigare strategier. Sett till 2024 har fonden haft en genomsnittlig nominell avkastning på 9,0%, medan avkastningen från investeringsverksamheten uppgick till 15,2%. Även detta överträffar benchmark som för 2024 var -3,0%, dvs negativt.

Då Sjötte AP-fonden har strikta krav kring valutasäkring och likviditet analyseras avkastningen inom investeringsverksamheten separat, det vill säga exklusive effekterna av valutasäkring och likviditetsförvaltning. Detta görs internt för att ge en mer exakt bild av fondens prestation inom olika investeringssegment.

Sjötte AP-fondens årliga nominella avkastning 1997-2024 och avkastningsmål

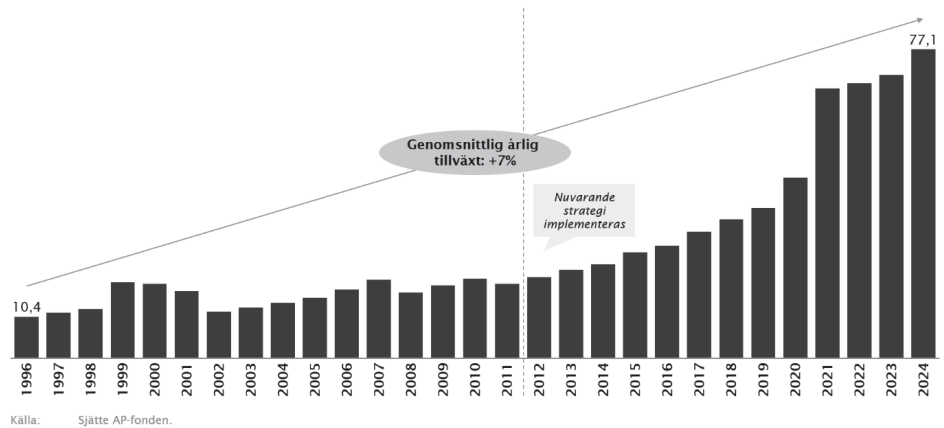


Källa: Sjötte AP-fonden.
Not: Avkastning från investeringsverksamheten är Sjötte AP-fondens avkastning exklusive effekter av valutasäkringar och likviditetshantering. Avkastningsmålet utgörs av 90% Burgiss All (avkastning i en onoterad medianfond) samt 10% OMRX T-bill (representerar fondens likviditetsbehov). Avkastningsmålet avser rullande femårsperioder.

Figur 72: Sjötte AP-fondens avkastning 1997-2024 och avkastningsmål

Tack vare den starka avkastningen under det senaste decenniet och den strategiska omställning som inleddes 2012 – med fokus på en kombination av fondutfästelser och co-investeringar i stället för privata direktinvesteringar i onoterade bolag – har fondkapitalet ökat avsevärt över tid. Detta är en markant kontrast mot fondens tidiga år, då avkastningen var betydligt lägre, vilket illustreras i Figur 73.

Sjötte AP-fondens tillväxt i fondkapital 1996-2024, mdrSEK



Figur 73: Sjötte AP-fondens tillväxt i fondkapital, 1997-2024

9.2.2 Avkastning per tillgångsslag

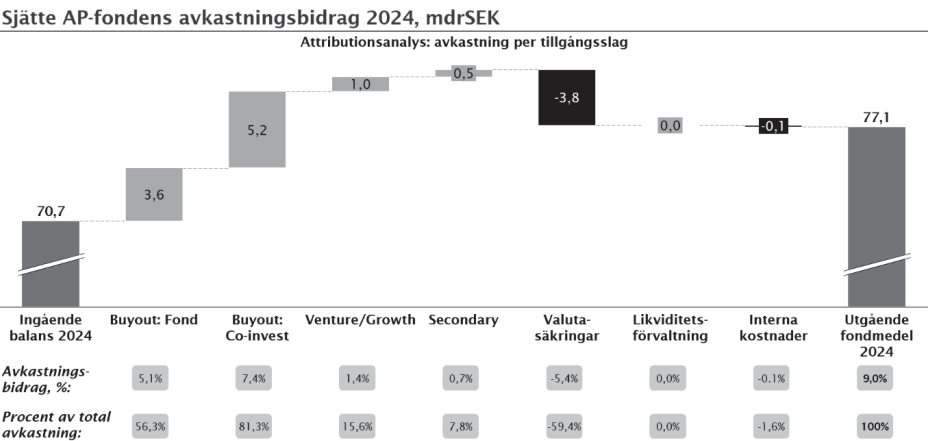
Det totala avkastningsbidraget under 2024 uppgick till 6,4 miljarder kronor efter kostnader, motsvarande 9,0% avkastning.

Avkastningen var främst driven av buyout-investeringar, både via co-investeringar och fondinvesteringar, som bidrog med 7,4 procentenheter respektive 5,1 procentenheter i avkastningsbidrag. Även venture/growth-segmentet hade ett positivt bidrag på 1,4 procentenheter trots den historiska volatiliteten inom detta område. Secondaries bidrog också marginellt positivt med 0,7 procentenheter i avkastningsbidrag. Målet om 10% långsiktig likviditet uppnåddes inte, vilket begränsade co-investeringar och nya investeringar. Fokus låg därmed på tilläggsinvesteringar i befintliga innehav.

De lagbundna valutasäkringarna hade en betydande negativ inverkan på avkastningsbidraget under 2024, med ett avkastningsbidrag på -5,4 procentenheter, motsvarade -3,8 miljarder kronor. Denna påverkan beror på att den svenska kronan försvagades mot flera av de större valutorna, särskilt den amerikanska dollarn och euron.

Eftersom Sjätte AP-fonden enligt lag måste valutasäkra 90% av sitt kapital, medför detta att fonden gått miste om den positiva effekten av en försvagad krona på de utländska investeringarnas värde. Till skillnad från fonder utan lika strikta krav på valutasäkring, som kan dra nytta av en svagare krona genom ökade värden på sina utländska innehav, tvingas Sjätte AP-fonden i stället täcka upp för valutafluktuationer, vilket resulterar i ett negativt bidrag till den totala avkastningen.

Denna effekt har blivit särskilt tydlig under de senaste åren, då kronans långsiktiga trend av försvagning har inneburit att valutasäkringarna successivt minskat fondens potentiella avkastning. Detta illustrerar den strukturella utmaning som fondens valutasäkringskrav innebär, särskilt i ett marknadsläge där den svenska kronan tenderar att röra sig i en negativ riktning mot fondens dominerande investeringsvalutor.



Källa: Sjätte AP-fonden.

Figur 74: Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag 2024 i alla tillgångsklasser

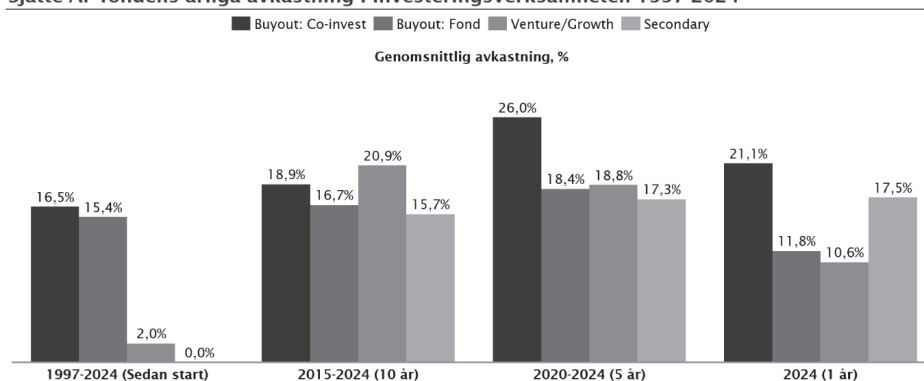
Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet och det sysselsatta kapitalet – det vill säga avkastningen exklusive effekter av valutasäkringar och likviditetshantering – är det mått som fonden själv kan

Arkwright

påverka och som ger en mer rättvisande bild av den faktiska avkastningen. Sett enbart till investeringsverksamheten har co-investeringar inom buyout genererat den högsta avkastningen under den senaste femårsperioden med 26%, följt av secondaries med 18,8% och fondinvesteringar inom buyout med 18,4%.

Överlag har fondens investeringsverksamhet uppvisat stabilt hög avkastning över samtliga tidsperioder, vilket illustreras i Figur 75. Under 2024 var dock avkastningen för fondinvesteringar inom buyout samt venture/growth något lägre än den historiska genomsnittsnivån, vilket reflekterar de rådande marknadsförhållandena med långsammare transaktionsaktivitet än normalt och därmed färre distributioner, färre nyinvesteringar och längre fondresningscykler.

Sjätte AP-fondens årliga avkastning i investeringsverksamheten 1997-2024

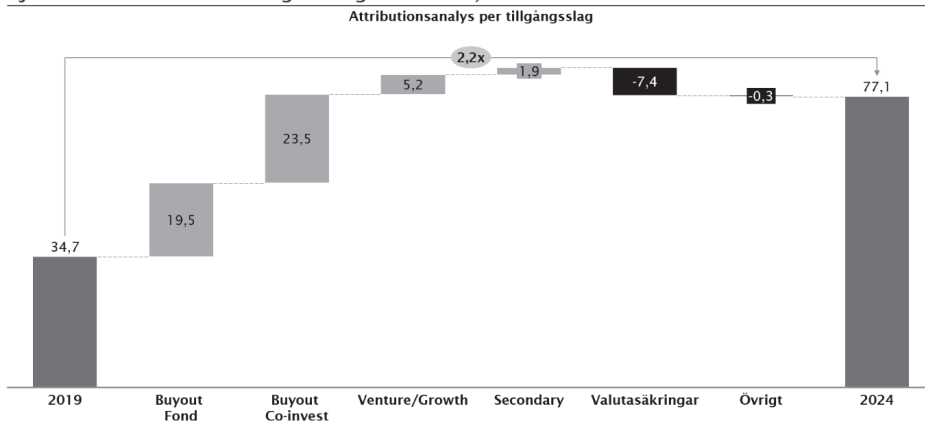


Källa: Sjätte AP-fonden.
Not: Avkastning i investeringsverksamheten avser Sjätte AP-fondens avkastning exklusive effekter av valutasäkringar och likviditetshantering.

Figur 75: Sjätte AP-fondens årliga avkastning i investeringsverksamheten

Sett över de fem senaste åren i termer av avkastningsbidrag (se Figur 76 nedan) har denna avkastning genererat en multipelavkastning på 2,2x (cirka 122%), starkt drivet av fondinvesteringar och co-investeringar inom buyout som enskilt genererade ett avkastningsbidrag på 19,5 miljarder och 23,5 miljarder. Därtill har venture/growth- och secondary placeringar enskilt bidragit med 5,2 respektive 1,9 miljarder kronor. Valutasäkringar ger en negativ resultateffekt om -7,4 miljarder kronor.

Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag 2019-2024, mdrSEK



Källa: Sjätte AP-fonden.
Not: Övrigt inkluderar likviditetsförvaltningen och interna kostnader.

Figur 76: Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag, 2019–2024

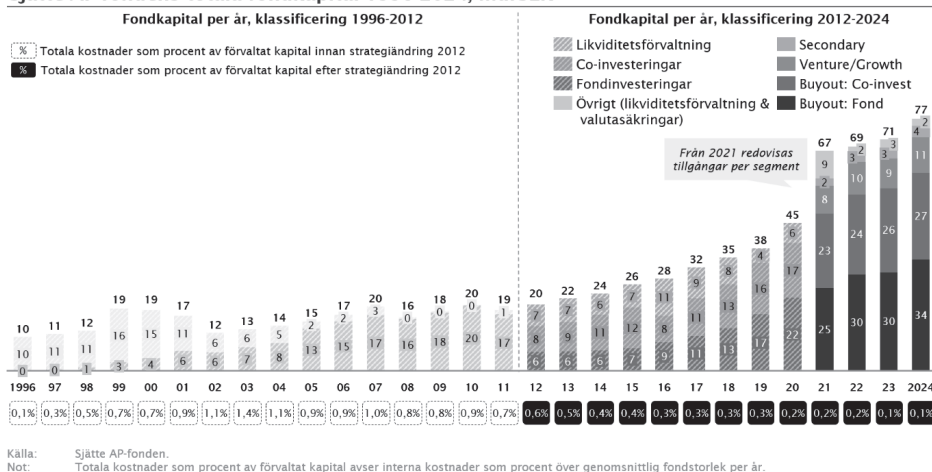
9.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Under 2024 bestod Sjätte-AP fondens portfölj av 44% (34 miljarder kronor) buyout fondinvesteringar, 34% (26,5 miljarder kronor) buyout co-investeringar, 14% (10,8 miljarder kronor) venture/growth, 5% (3,6 miljarder kronor) secondaries och 3% (2,2 miljarder kronor) övriga tillgångar.

I absoluta termer har fonden ökat sina innehav inom samtliga tillgångsklasser, vilket innebär att fondkapitalet fortsätter att växa efter den markanta ökningen som skedde under 2021, som illustreras i Figur 77.

Portföljen och tillgångsallokeringen förblir tydligt viktad mot buyout, där fond- och co-investeringar tillsammans utgjorde 60,5 miljarder SEK (78%) av det totalt 77,1 miljarder kronor under förvaltning 2024. Den höga andelen buyout-investeringar förklaras av den generellt sett lägre riskprofilen hos de underliggande bolagen i dessa fonder. Detta reflekterar fondens strategiska inriktning, aktiva förvaltningsarbete och uppdrag att generera långsiktigt hög avkastning med en tillfredsställande riskspridning.

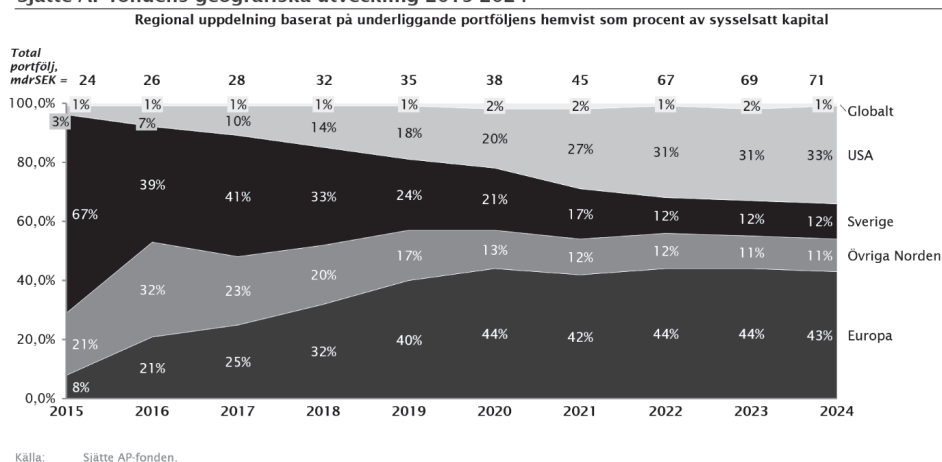
Sjätte AP-fondens totala fondkapital 1996-2024, mdrSEK



Figur 77: Sjätte AP-fondens totala fondkapital, 1996-2024

Sjätte AP-fondens geografiska tillgångsallokering har förändrats avsevärt mellan 2015 och 2024 (se Figur 78 nedan). Andelen kapital investerat i företag med svensk hemvist har minskat från 67% år 2015 till endast 12% år 2024.²⁰ Samtidigt har exponeringen mot USA och Europa ökat markant. Denna förändring innebär att en betydligt större del av portföljen idag kräver valutasäkring.

Sjätte AP-fondens geografiska utveckling 2015-2024



Figur 78: Sjätte AP-fondens geografiska utveckling, 2015-2024

²⁰ Notera att även om den relativa andelen i Sverige har minskat (Figur 76) så har den, räknat i absoluta tal, ökat under den korresponderade perioden

9.2.4 Förvaltningskostnader

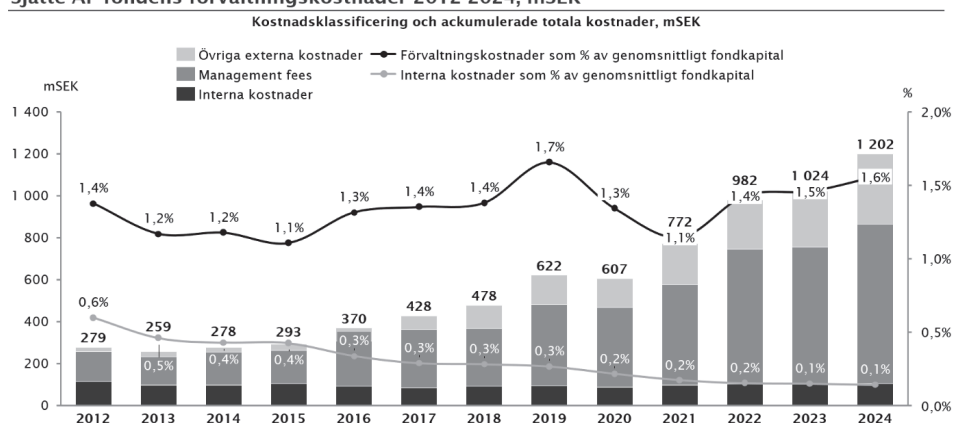
Sjätte AP-fondens investeringsfilosofi bygger på att välja ut högkvalitativa förvaltarteam med en bevisad förmåga att skapa långsiktigt värde i sina investeringar. Utöver detta investerar fonden selektivt i co-investeringar. Förvaltarteamen arbetar aktivt med att utveckla och driva de bolag de investerar i, vilket är resurskrävande och skiljer sig avsevärt från förvaltning av noterade aktier.

Fonden har tre huvudsakliga kostnadsposter:

1. Interna kostnader – relaterade till den interna verksamheten, såsom löner och administration.
2. Externa kostnader – den största kostnadsposten, som består av ersättningar till externa fonder dit utfästelser har gjorts för att investera AP6:s kapital, främst i form av management fees.
3. Övriga externa kostnader, som även här avser ersättningar till externa fonder, – inkluderar exempelvis kostnader för kreditlinjer, uppstart av fonder och utgifter kopplade till avbrutna affärer.

Denna struktur reflekterar fondens aktiva investeringsstrategi, där en betydande andel av kostnaderna är kopplade till att säkerställa att investeringarna hanteras av erfarna och välrenommerade förvaltare.

Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader 2012-2024, mSEK



Källa: Sjätte AP-fonden.
Not: Grafen startar 2012 då grunden till nuvarande strategi fastställdes.

Figur 79: Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader, 2012–2024

Sjätte AP-fondens totala förvaltningskostnader har ökat i takt med att portföljen har vuxit under den senaste tioårsperioden och uppgick till 1 202 miljoner kronor under 2024, där ökningen främst drivits av högre management fees och andra externa kostnader. Trots denna ökning har förvaltningskostnaderna i relation till fondens kapital varit relativt stabila, med endast mindre fluktuationer över tid. Under 2024 motsvarade förvaltningskostnaderna 1,6% av det totala förvaltade kapitalet, en marginell ökning jämfört med 2023.

Den ökade andelen externa kostnader är i linje med fondens växande kapitalbas, då kostnaden för extern förvaltning i stor utsträckning är proportionell mot mängden förvaltad kapital. Detta speglar fondens strategiska inriktning mot externa förvaltare och co-investeringar som primära investeringsmetoder.

De interna förvaltningskostnaderna har däremot varit relativt oförändrade i absoluta tal, trots att fondens förvaltade kapital har vuxit avsevärt. Sett som andel av förvaltad kapital har de interna kostnaderna haft en tydligt nedåtgående trend sedan 2012, vilket signalerar en skalbar och kostnadseffektiv organisation.

9.3 Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2024

9.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete syftar både till att skydda och skapa långsiktigt värde i portföljen samt att uppfylla externa krav och förväntningar. Inom det onoterade tillgångsslaget är hållbarhetsrelaterade risker särskilt viktiga att hantera, då riskkapitalinvesteringars (private equity) långsiktiga och illikvida karaktär gör att avyttringsmöjligheter är begränsade. Dessutom kan det koncentrerade ägandet innebära att fonden hamnar i fokus vid hållbarhetsrelaterade incidenter.

De senaste åren har de externa kraven på hållbarhet ökat, främst genom ändringar i Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden, som numera omfattar kravet på föredömlig förvaltning, vilket fonden tolkar som en skyldighet att både skydda och skapa värde genom hållbarhetsintegration samt att uppfylla externa krav och förväntningar.

Fondens hållbarhetsarbete bygger på en helhetssyn inom ESG och vägleds av en årlig väsentlighetsanalys, som identifierar områden som kräver särskilt fokus. För 2024 var områden som bedömdes väsentliga i stort samma som tidigare år. Nya frågeställningar som framkom var bland annat ansvarsfull AI och frågor kopplade till global säkerhet. Investeringsorganisationen ansvarar för att integrera hållbarhet i det operativa arbetet med att utvärdera och följa upp investeringar, medan hållbarhetsfunktionen tillhandahåller expertis och utvecklar metoder och verktyg för detta.

Fonden investerar endast i onoterade tillgångar och gör enbart indirekta investeringar i riskkapitalfonder och co-investeringar. Denna strategi, i kombination med private equity-investeringars illikvida natur, gör att noggrann granskning inför investeringar är avgörande. Därför samarbetar hållbarhetsteamet tätt med investeringsorganisationen.

Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete vilar på två centrala principer:

1. Integrera hållbarhetsfrågor i utvärderings- och uppföljningsprocesserna kopplat till investeringsarbetet.
2. Verka för ökad transparens inom ESG och uppmuntra ökad transparens hos förvaltarna.

En viktig del av detta är att systematiskt dela hållbarhetsinformation och tydliggöra fondens interna processer och riktlinjer.

Vidare har Sjätte AP-fonden genom intressentdialog och väsentlighetsanalys identifierat tre prioriterade fokusområden för hållbarhetsarbetet: (1) klimat, (2) jämställdhet och mångfald och (3) mänskliga rättigheter. Dessa fokusområden arbetar fonden aktivt med tvärs hela portföljen och tillgångsslag.

De två centrala principerna, tillsammans med de tre hållbarhetsfokusområdena, utgör grunden för fondens mål och uppföljningsarbete.

9.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2024

Under 2024 har Sjätte AP-fonden genomfört en rad initiativ för att stärka sitt hållbarhetsarbete.

- **Fortsatt fokus på mänskliga rättigheter:** Fonden utvecklade under 2023 en ny modell för att utvärdera förvaltarnas arbete med mänskliga rättigheter. Under 2024 har modellen integrerats i befintliga processer. 2024 är också det första året då det kvantitativa målet, som sattes 2023, följs upp. Målet syftar till att främja positiv utveckling och motivera förvaltare att intensifiera sina insatser inom området.
- **Förbättrade digitala verktyg för hållbarhetsanalys:** Ett nytt digitalt gränssnitt har utvecklats för att tydligare visualisera hållbarhetsdata per förvaltare. Gränssnittet finns tillgängligt för investeringsorganisationen och stärker befintliga verktyg för löpande utvärdering och uppföljning av portföljen.
- **Utforskning av hållbarhetstematiska investeringar:** En intern kartläggning och analys har genomförts för att utveckla utökad kompetens inom tematiska investeringar, med särskilt fokus på "föredömlig förvaltning" inom ramen för uppdraget.
- **Analys av naturrelaterad påverkan:** Fonden har granskat portföljens exponering mot naturrelaterade risker och identifierat de sektorer och bolag med störst påverkan eller beroende av naturresurser. Fortsatt pågående projekt.
- **Värdegrundsarbete och antikorrup­tion:** Som en del av fondens övergripande riskanalys har, i samarbete med Statskontoret, en intern korrupsionsriskanalys och utbildning inom området genomförts.
- **Nya medlemskap och samarbeten:** Fonden har anslutit sig till nätverket Diversity in Action, som arbetar för att främja jämställdhet och mångfald inom riskkapital branschen. Fonden har även samarbetat med organisationer som jobbar med frågeställningar relaterat till mänskliga rättigheter.

9.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

För Sjätte AP-fonden är integreringen av hållbarhetsprinciper en central del av investeringsverksamheten för att säkerställa en avkastning som är väl avvägd i förhållande till risken. Sedan den strategiska omläggningen 2012 har fonden konsekvent integrerat hållbarhetsaspekter i samtliga investeringsstrategier. Genom sin ordinarie investeringsverksamhet har fonden därmed allokerat kapital till fonder med ett tydligt hållbarhetsfokus. Ett resultat är att investeringarna i den befintliga portföljen, utöver att skapa avkastning, arbetar aktivt med att minimera hållbarhetsrelaterad påverkan. Det finns också bolag som genererar mätbara och positiva effekter för både samhälle och miljö.

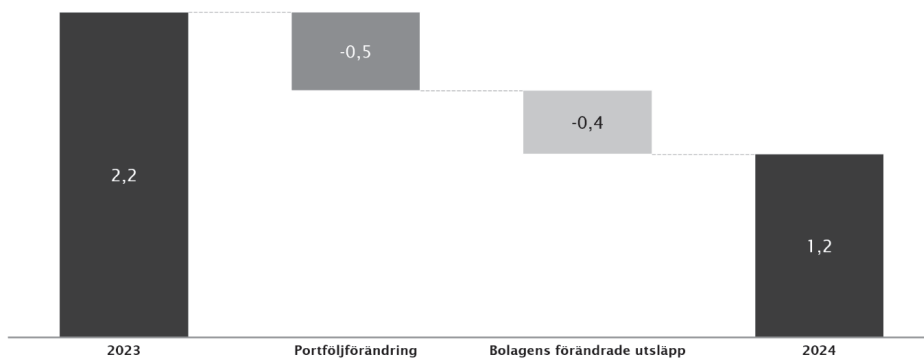
Under de senaste åren har fonden dessutom noterat ett växande engagemang bland portföljens förvaltare för investeringar med specifika hållbarhetsteman, vilket signalerar en ökad medvetenhet och vilja att integrera hållbarhet i investeringsbesluten. Kombinationen av denna trend, ett ökande utbud av specifika hållbarhetstematiska produkter på marknaden, pågående hållbarhetsrelaterade utmaningar i samhället och relaterad omställning, samt uppdraget om föredömlig förvaltning, var bakgrunden till fondens fördjupningsprojekt i hållbarhetstematiska investeringar under 2024.

9.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Sjötte AP-fondens innehav (Scope 1 och 2) uppgick till 42 tusen tCO₂e under 2024. Detta är en minskning med 21 tusen tCO₂e jämfört med 2023 då de totala utsläppen uppgick 63 tusen tCO₂e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, ett mått på fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, uppgick till 1,2 tCO₂e/mkr, en minskning med 1,0 tCO₂e jämfört med föregående år, vilket illustreras i Figur 80. Minskningen drevs av både lägre koldioxidintensitet hos portföljbolagen samt förändringar i portföljallokeringen.

Sjötte AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2023-2024, tCO₂e per miljoner kronor



Källa: Sjötte AP-fonden.
Not: 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 80: Sjötte AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2023-2024

9.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Sjötte AP-fondens målsättningar utvärderas inom ramen för PE-specifika ramverk, vilket säkerställer en måluppföljning med tydligt branschfokus. Fondens hållbarhetsmål är i stort sett oförändrade från 2023, med två huvudsakliga justeringar. Målet kopplat till betyg i PRI:s utvärdering har utgått, eftersom PRI:s rapporteringsramverk genomgår förändringar som gör uppföljningen svår. Mål 10, som rör mänskliga rättigheter, har kvantifierats och mäter numera förändringar i betygsättning av förvaltare vid den årliga utvärderingen.

Samtliga mål är kvantifierade resultatmål (till exempel uppnå en specifik nivå av utsläppsminskning). Målen har tidsbestämda gränsvärden för kort-, medellång- och lång sikt.

En sammanställning av fondens målsättningar och uppfyllelse presenteras i Figur 81 och 82 nedan.

Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (I/II)

AP6

● Nytt för 2024

● Uppdaterat för 2024

● Oförändrat

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
ESG-integrering						
1	Positiv trend i årlig ESG-utvärdering i förändring av betygsättning bland förvaltare	Förändring av betygsättning bland förvaltare	+4 % i hela portföljen + 3 % i befintliga innehav	+2 % i hela portföljen + 1 % i befintliga innehav	+1 % i hela portföljen (med ett totalt resultat om 85%) +3% i befintliga innehav	+4% i hela portföljen (med ett totalt resultat om 89%) +1% i befintliga innehav
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	100 % av signifikanta minoritetsinvesteringar ska ha en handlingsplan för hållbarhet	Andel minoritetsinvesteringar	n/a	100%	100%	100%
Transparens						
4	Förvaltare motsvarande 100% av investerat kapital ska hållbarhetsrapportera enligt relevant ramverk (t. ex., GRI eller PRI) till 2025	Andel av investerat kapital	71% ¹⁾	78%	84%	86%
5	Förvaltare motsvarande 65% av investerat kapital ska redovisa ESG-KPI:er på portföljbolagsnivå enligt relevant standard eller rapporteringsinitiativ till 2025	Andel av investerat kapital	n/a	63%	75%	74%

Källa: Sjätte AP-fonden.

Not: 1) Målsättningen var annorlunda formulerad för 2020 och 2021, därför är resultaten för 2022 och 2023 inte jämförbara mot tidigare år.

Figur 81: Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad 2021-2024 (I/II)

Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (II/II)

AP6

Nytt för 2024

Uppdaterat för 2024

Oförändrat

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
Klimat						
6	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	47%	59%	69%
		2040: 100%				
7	Innehav motsvarande 65% av förvaltat kapital ska redovisa växthusgasutsläpp till	Andel av investerat kapital	n/a	52%	70%	75%
		2025 (2030: 100%)				
Jämställdhet och mångfald						
8	Jämställd fördelning mellan kvinnor och män i förvaltarens partnergrupp och investeringsteam ¹⁾	Andel av den underrepresenterade gruppen	Invest.team: 27%	Invest.team: 27%	Invest.team: 29%	Invest.team: 29%
			Partnernivå: 12%	Partnernivå: 14%	Partnernivå: 17%	Partnernivå: 17%
2025: Invest.team 2030: Partnernivå						
9	10% ökning mot föregående år av representationen av den underrepresenterade gruppen	Förändring i procent mot fjolår	Invest.team: 8%	Invest.team: 0%	Invest.team: 7%	Invest.team: 0%
			Partnernivå: 20%	Partnernivå: 17%	Partnernivå: 10%	Partnernivå: 0%
Mänskliga rättigheter						
10	Positiv trend i årlig utvärdering av mänskliga rättigheter	Förändring av betyg-sättning bland förvaltare	n/a	n/a	n/a	+1% i hela portföljen (med ett totalt resultat om 39%)
						+3% i befintliga innehav

Källa: Sjätte AP-fonden.

Not: 1) Fördelning i procent och definierat som minst 40% representation av den underrepresenterade gruppen.

Figur 82: Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad 2021-2024 (II/II)

9.4 Slutsatser och bedömningar

9.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Sjätte AP-fondens kapitalförvaltning bedöms vara effektivt utformad. Fondens avkastning har överträffat fondens avkastningsmål över den senaste femårsperioden (15,5% mot 7,0%) samt tioårsperioden (12,6% mot 10,4%). Under 2024 avkastade Sjätte AP-fondens mål -3,0%, medan fondens faktiska avkastning uppgick till 9,0%.

Fonden har också en god avkastning i jämförelse med internationella pensionsfonder, där den uppvisar den högsta avkastningen inom jämförelsegruppen både på fem och tio års sikt. Det är dock viktigt att beakta att Sjätte AP-fondens tillgångsallokering skiljer sig avsevärt från de andra fonderna i jämförelsegruppen.

Årets avkastning drevs främst av co-investeringar och fondinvesteringar inom buyout, vilket är de områden som utgör en majoritet av det förvaltade kapitalet. Vidare hade venture/growth samt secondaries också ett positivt avkastningsbidrag under året.

Under 2024 bidrog fondens valutasäkringar negativt med -3,8 miljarder kronor, då den svenska kronan försvagades under året mot flera internationella valutor. Sjätte AP-fonden är enligt lag begränsad till en maximal öppen valutaexponering på 10%, vilket är den striktaste begränsningen bland samtliga buffertfonder. Valutakursförändringar har därmed en betydande påverkan på fondens avkastning, som mäts i svenska kronor.

Tidigare utvärderingar har lyft frågan om kravet på valutasäkring bör förändras eller avskaffas, då det kan anses begränsande. Med tanke på AP-fondernas långa investeringshorisont, som sträcker sig över flera valutakurscykler, och särskilt för Sjätte AP-fonden, innebär kravet att fonden måste upprätthålla en omfattande likviditetshantering för att kunna möta framtida åtaganden. Arkwright rekommenderar att diskussionen om en förändring av valutasäkringskravet bör fortsätta, samt att en analys genomförs av vilka konsekvenser en sådan förändring skulle ha för fondens långsiktiga avkastning och måluppfyllelse.

Vidare eftersom Sjätte AP-fonden är en stängd fond utan in- och utbetalningar, innebär det att fonden inte kontinuerligt tar in nytt kapital eller löpande betalar ut medel. En stängd fond som Sjätte AP-fonden måste därmed i förväg planera och optimera sina resurser vilket skapar en specifik utmaning i form av likviditetsplanering. Denna likviditetsplanering medför en alternativkostnad i form av potentiellt lägre avkastning eller ökad risk vid oförutsedda händelser.

Överlag har den omfattande strategiomläggningen som genomfördes 2012 visat sig vara framgångsrik för att skapa långsiktigt god avkastning. Sjätte AP-fonden har därmed etablerat sig som en skicklig och välrenommerad investerare inom onoterade tillgångar.

9.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Sjätte AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

10. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fondens fondförvaltning. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2024, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning och förvaltningskostnader. Vidare följer en jämförelse med globala aktiefonder samt diskussion kring generationsfundsmodellen följt av en genomgång av fondens hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

10.1 Sjunde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2024

Sjunde AP-fonden huvudsakliga uppdrag är att vara förvaltare av det statliga förvalsalternativet inom premiepensionssystemet och skiljer sig från buffertfonderna genom att den inte är en del av i inkomstpensionssystemet.

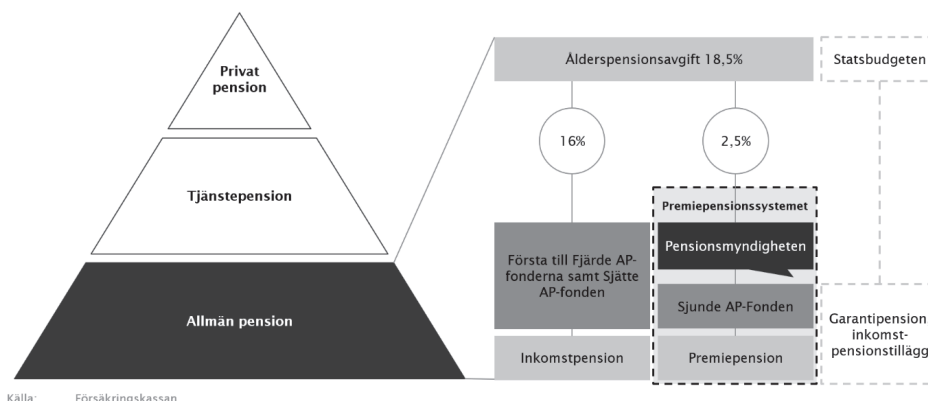
Syftet med premiepensionen är att möjliggöra högre avkastning genom investeringar på kapitalmarknaden och att bidra till riskspridning inom den allmänna pensionen. Ett annat syfte är att göra det möjligt för enskilda sparare att själva kunna påverka sin pension genom egna val av fonder på premiepensionens fondtorg²¹. Eftersom individuella behov, riskpreferenser och ekonomiska förutsättningar varierar, krävs en flexibel pensionslösning där spararna kan anpassa sina investeringar efter egna förutsättningar.

Sjunde AP-fonden är för pensionsspararna som inte gör ett aktivt val. Fondens huvudsakliga produkt, AP7 Såfa, är det statliga förvalsalternativet i premiepensionssystemet och den fond där den enskilde spararens kapital placeras automatiskt om inget aktivt val görs. Pensionsmedlen fonden förvaltar kommer därmed från sparare som antingen avstått från att välja fonder, eller från dem som aktivt valt någon av Sjunde AP-fondens produkter.

Av de 18,5% från den pensionsgrundande inkomsten som årligen avsätts till den allmänna pensionen går 2,5% till premiepensionen, där spararen själv kan välja fonder, medan resterande 16% går till inkomstpensionen, vilket illustreras i Figur 83.

²¹ Marknadsplats där individer kan välja bland ett stort antal fonder för att placera en del av sin premiepension

Översikt av pensionssystemet



Figur 83: Översikt av pensionssystemet

Sjunde AP-fonden består av två fonder: **AP7 Aktiefond** och **AP7 Räntefond**. Utöver dessa finns fyra ytterligare alternativ som kombinerar de två fonderna i olika proportioner.

Fondens huvudsakliga produkt, **AP7 Såfa** (Statens årsskullsförvaltning), är det statliga förvalsalternativet inom premiepensionssystemet. Den följer en så kallad generationsmodell, vilket innebär att allokeringen mellan aktier och räntor justeras automatiskt beroende på spararens ålder. Fram till 55 års ålder består AP7 Såfa till 100% av AP7 Aktiefond. Därefter sker en successiv omfördelning från aktier till räntor, och vid 75 års ålder utgör AP7 Aktiefond 33% medan AP7 Räntefond står för 67%.

Under 2023 fick Sjunde AP-fonden ett regelverk som bättre harmoniserar med övriga AP-fonder. En av de största förändringarna var att fondens mandat att investera i illikvida tillgångar utökades från 10% till 20% av det förvaltade kapitalet. Samtidigt tydliggjordes fondens uppdrag att investera ansvarsfullt genom lagstiftning, med skärpta krav på hur investeringsbeslut fattas, dokumenteras och följs upp.

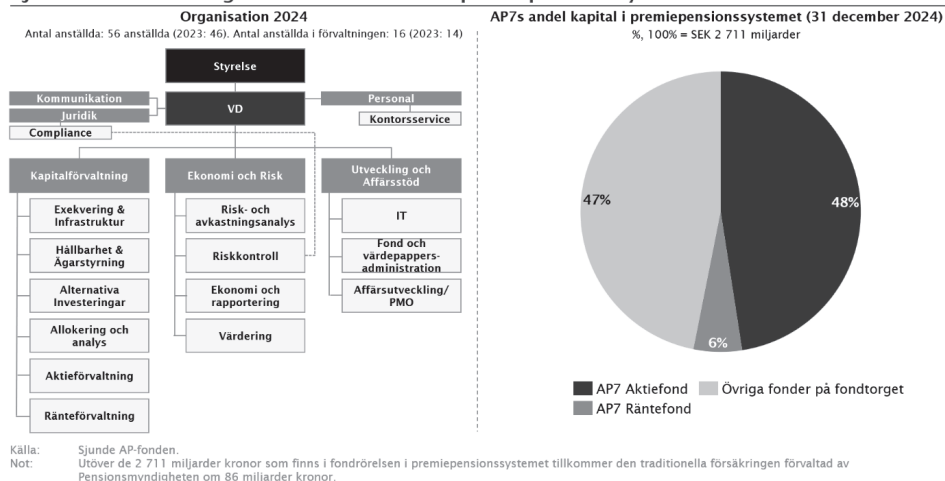
I AP7 Aktiefond kan Sjunde AP-fonden tillämpa hävstång på sin globala aktieportfölj, vilket innebär att fondens värdeutveckling förstärks i förhållande till utvecklingen på den underliggande marknaden. För närvarande uppgår hävstången till 15%, vilket innebär att om den underliggande marknaden avkastar 10%, kommer AP7 Aktiefond att avkasta 11,5%, minus räntekostnaden för de derivat som används för att uppnå hävstången. Detta innebär således också att om marknaden värdeutveckling är negativ, kommer hävstången att förstärka nedgången i motsvarande grad.

Sjunde AP-fonden bestod 2024 av 56 (2023: 46 i medeltal) medarbetare, varav 16 personer inom kapitalförvaltning. Under året genomfördes en omfattande omorganisation, där bland annat fondens hållbarhetsteam flyttades till kapitalförvaltningen för att ytterligare integrera hållbarhetsarbetet i förvaltningsprocessen.

Vid utgången av 2024 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 1 439,9 miljarder kronor, varav 1 289 miljarder kronor i AP7 aktiefond och 151 miljarder kronor i AP7 räntefond.

Det totala förvaltade kapitalet inom premiepensionssystemet, inkluderat fonderna på fondtorget och det förvaltade kapitalet inom Sjunde AP-fondens aktie- och räntefond, uppgick vid årets utgång till 2 711 miljarder kronor. Av det totala kapitalet stod AP7 aktiefond för 48% medan AP7 räntefond stod för 6% och övriga fonder på fondtorget stod för 47%.

Sjunde AP-fondens organisation och andel av premiepensionssystemet 2024



Figur 84: Sjunde AP-fondens organisation och andel av premiepensionssystemet 2024

Sjunde AP-fondens avkastningsmål

- AP7 Såfa har ett långsiktigt avkastningsmål om en överavkastning på minst 2 procentenheter över avkastningen i inkomstpensionen.
- AP7 Aktiefond har som mål att generera en överavkastning på minst 1 procentenhet per år jämfört med det globala aktieindexet MSCI ACWI SEK över en rullande 5-årsperiod.
- AP7 Räntefond ska, vid den valda risknivån, sträva efter att uppnå en långsiktigt hög avkastning.

Sjunde AP-fondens investeringsfilosofi

Sjunde AP-fondens investeringsfilosofi bygger på två primära källor till avkastning: systematisk exponering mot riskpremier och aktiv förvaltning. Dessa komponenter är vägledande för att skapa en långsiktigt hög och hållbar avkastning, vilket bidrar till en trygg pension för framtida generationer.

Investeringsfilosofin delas in i fem huvudkategorier med totalt åtta grundläggande övertygelser:

Rishtagande:

1. Risknivån bör väljas utifrån ett helhetsperspektiv och ett generationstänkande.
2. Hög avkastning kräver rishtagande.

Riskspridning:

3. Diversifiering minskar effekten av negativa händelser och ger en högre riskjusterad avkastning, till gagn för spararna.

Riskhantering och strategisk positionering:

4. Aktiv förvaltning och dynamisk allokering kan öka det riskjusterade värdet för spararna.
5. Priset på risk varierar över tid på världens kapitalmarknader.

Kostnadseffektivitet:

6. Låga kostnader är avgörande för ett långsiktigt bra resultat för spararna.

Ägarstyrning och hållbarhet:

7. Som en aktiv och universell ägare säkerställer Sjunde AP-fonden både nuvarande och framtida sparares finansiella intressen.
8. Investeringar i lösningar på klimatproblem kan ge god avkastning och samtidigt bidra till en mer hållbar utveckling.

10.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2024

Under 2024 har Sjunde AP-fonden genomfört flera initiativ för att stärka och utveckla sin verksamhet. Arbetet med att de strategiska målen (2023–2027) och har fortsatt enligt plan under året. Utöver detta genomför för närvarande Sjunde AP-fonden och dess styrelse en översyn av den befintliga generationsmodellen i AP7 Såfa-konstruktionen i ljuset av att det förvaltade kapitalet som är hänförligt till pensionärer kommer att öka under de närmaste åren.

- **Omfattande omorganisation i hela verksamheten:** Hållbarhetsteamet har integrerats i kapitalförvaltningen, som nu är organiserad enligt en mer klassisk struktur med separata aktie- och räntegrupper och en ny enhet för exekvering och infrastruktur. Avdelningen Ekonomi och Risk har etablerats och avdelningen Administration har bytt namn till Utveckling och Affärsstöd.
- **Flera nyrekryteringar:** Fonden har rekryterat flera seniora förvaltare inom kapitalförvaltningen med specialkompetens inom alternativa investeringar, globala aktier, räntor, handel och allokering.
- **Utveckling av AP7:s ränteförvaltning:** Räntefonden har vuxit, och eftersom den svenska marknaden är relativt liten har fonden breddat sina investeringsmöjligheter. Nu kan investeringar göras i obligationer utgivna i utländsk valuta, inklusive EUR och USD och valutasäkra till SEK. Under året har testhandel genomförts, och fonden har även fått tillgång till nya ränteinstrument för att effektivisera förvaltningen.
- **Avyttring av kinesiska innehav:** På grund av geopolitiska skäl har fonden avyttrat sina innehav i Kina, vilket motsvarade 2,5 % av aktieindexportföljen vid tidpunkten.
- **Reducerad exponering mot tillväxtmarknader:** Fonden har minskat sin tidigare övervikt i tillväxtmarknader och justerat sin exponering till en neutral vikt, med en omfördelning av kapital till andra marknader utöver Kina.
- **Fortsatt utveckling inom alternativa investeringar:** Fonden har under året påbörjat arbetet med att bygga upp portföljen för alternativa investeringar. System och processer har etablerats och de första direkta fondinvesteringarna inom onoterade aktier (private equity) har genomförts.
- **Ökad ägarandel i Urban Escape:** Fonden har ökat sin ägarandel i bolaget Urban Escape i Stockholm till drygt 49%.

10.2 Sjunde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2024**10.2.1 Avkastning och måluppfyllnad**

Sjunde AP-fonden skiljer sig helt från de övriga AP-fonder genom sitt uppdrag som förvalsalternativ inom premiepensionen samt att de har individuella pensionssparare, till skillnad från de andra AP-fonderna som förvaltar kapitalet för inkomstpensionen. Fondens avkastningsmål är därför anpassat för att ge en relevant avkastning för svenska pensionssparare.

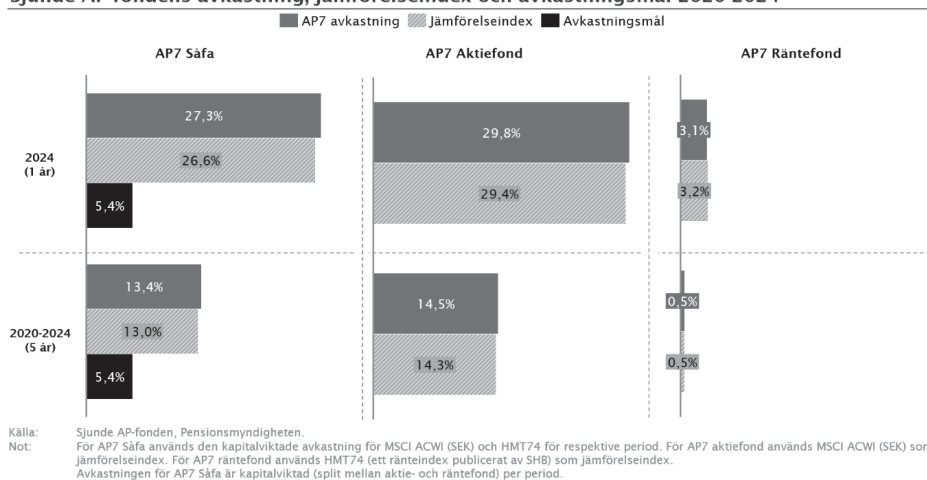
Styrelsen har fastställt att fonden ska sträva efter en överavkastning på 2 procentenheter över inkomstpensionen (vilket motsvarar inkomstindex), den årliga genomsnittliga ökningen av svenska löner. Inkomstindex utgör även grunden för Pensionsmyndighetens beräkningar av uppräknings inom inkomstpensionen.

Detta mål innebär en årlig målavkastning på 5,4%, där 3,4% utgörs av genomsnittlig inkomstindexering. Under 2024 uppnådde AP7 Såfa²² en totalavkastning på 27,3%. Avkastningen överträffade därmed det långsiktiga avkastningsmålet med betydande marginal.

AP7 Såfa består av två underliggande fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, som båda har specifika jämförelseindex. AP7 Aktiefond jämförs med det globala aktieindexet MSCI ACWI (SEK), vilket omräknas till svenska kronor från amerikanska dollar. Detta innebär att kronförsvagningen har haft en betydande effekt på avkastningen under 2024. AP7 Räntefond utvärderas mot HMT74, ett ränteindex framtaget av Handelsbanken, som består av svenska statsobligationer och säkerställda obligationer med en genomsnittlig duration på tre år.

Avkastningen för AP7 Aktiefond under 2024 uppgick till 29,8% efter kostnader, vilket reflekterar den starka utvecklingen på de globala aktiemarknaderna. Jämfört med den senaste femårsperioden är årets avkastning 15,3 procentenheter högre än det årliga genomsnittet. AP7 Räntefond noterade en avkastning på 3,1% under samma period, vilket främst drevs av uppgången på obligationsmarknaden till följd av de sänkta räntorna. Sett till den senaste femårsperioden är årets avkastning för AP7 Räntefond 2,6 procentenheter högre än det årliga genomsnittet.

Sjunde AP-fondens avkastning, jämförelseindex och avkastningsmål 2020-2024



Figur 85: Sjunde AP-fondens avkastning, jämförelseindex och avkastningsmål, 2020-2024

Under 2024 överträffade AP7 Aktiefond sitt jämförelseindex med 0,4 procentenheter (se Figur 85). Överavkastningen i AP7 Aktiefond kan framför allt förklaras av Sjunde AP-fondens hävstång mot aktiemarknaden samt försvagning av svenska kronan. Även på fem års sikt överträffar AP7 Aktiefond sitt jämförelseindex.

²² Avkastningen för AP7 Såfa är kapitalviktad (enligt kapitalfördelning mellan aktie- och räntefond) per 31 december 2024. Denna avkastning motsvarar inte nödvändigtvis någon enskild individs verkliga avkastning.

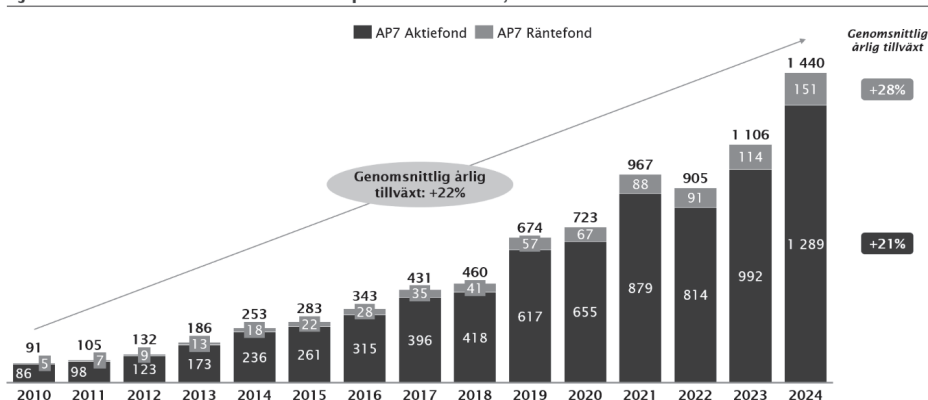
Aktiefonden är en global aktiefond, vilket därmed innebär att amerikanska teknikaktier, särskilt de som ingår i de så kallade "Magnificent Seven", har varit en betydande drivkraft bakom avkastningen under 2024. Vid utgången av året bestod de fem största aktieinnehaven i AP7 Aktiefond av Apple, Nvidia, Microsoft, Amazon och Meta, alla en del av "Magnificent Seven". Tillsammans utgjorde dessa fem aktier 17% av det totala förvaltade kapitalet i AP7 Aktiefond.

AP7 Räntefond uppvisade en avkastning om 3,1% för 2024, vilket var 0,1 procentenheter under jämförelseindex. Detta beror på avgifter och periodiseringar, annars ligger fonden i linje med jämförelseindexet. Avkastningen för 2024 är avsevärt högre än det femåriga genomsnittet på 0,5%. På femårssikt har AP7 Räntefond en avkastning i linje med sitt jämförelseindex.

När respektive fonds avkastning viktas mot det förvaltade kapitalet inom AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, resulterar detta i en kapitalviktad aggregerad avkastning för AP7 Såfa på 27,3% för 2024, vilket är 0,7 procentenheter över jämförelseindex. Sett till de senaste fem åren är avkastningen 13,4%, 0,4 procentenheter över jämförelseindex. Båda dessa noteringar överträffar även AP7 Såfas avkastningsmål, se Figur 85 ovan. Den kapitalviktade avkastningen för AP7 Såfa innebär däremot att över tid kan avkastningen förväntas bli lägre i och med en ökad ränteandel och att fler individer kommer in i avtrappningsfasen av den nuvarande generationsmodellen.

Sedan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond etablerades 2010 har det förvaltade kapitalet vuxit avsevärt (Se Figur 86). Från 91 miljarder kronor till 1 440 miljarder kronor 2024, med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 21,8%. För AP7 Aktiefond motsvarar detta en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 21,3% och för AP7 Räntefond en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 27,5%.

Sjunde AP-fondens tillväxt i fondkapital 2010-2024, mdrSEK



Källa: Sjunde AP-fonden.
 Not: 2010 avvecklades Premiesparfonden och Premievals-fonden och ersattes av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond.

Figur 86: Sjunde AP-fondens tillväxt i fondkapital, 2010-2024

10.2.2 Avkastning per värdeskapande komponent

Under 2024 uppgick AP7 Aktiefonds totala avkastning till 295,5 miljarder kronor, motsvarande en avkastning på 29,8% efter kostnader.

Sjunde AP-fonden har en hög exponering mot amerikanska aktier, vilket motsvarar cirka 66% av MSCI ACWI. Denna exponering är i sin tur koncentrerad till tekniksektorn, vilket har varit en starkt

bidragande faktor till den höga avkastningen under året. Av den totala avkastningen kan 29,4 procentenheter hänföras till jämförelseindexet MSCI ACWI (SEK), där "Magnificent Seven"-bolagen bidrog med hela 45% till den totala avkastningen. Jämförelseindexet motsvarar fondens "Miniminivå marknadsrisk" i Figur 87.

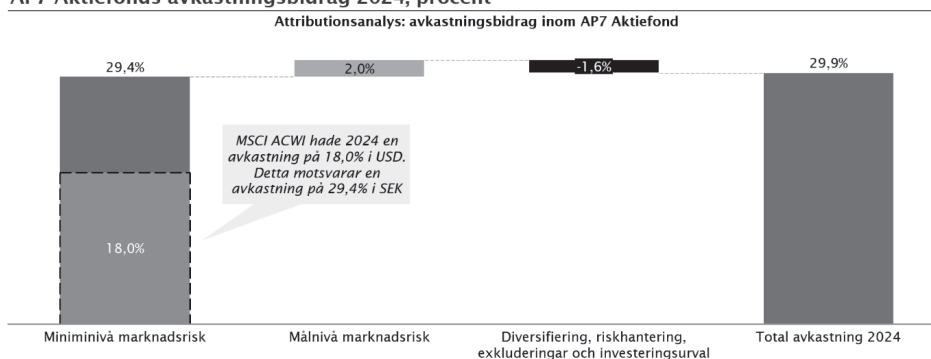
Som illustreras i Figur 87 hade MSCI ACWI 2024 en avkastning på 18,0% i USD och 29,4% i SEK, detta innebär att avkastningen för indexet i svenska kronor har påverkats av valutakursrörelser. Den högre avkastningen i SEK beror i huvudsak på att den svenska kronan har försvagats mot den amerikanska dollarn under året. När en valuta försvagas i relation till en annan ökar värdet på investeringar denominerade i den andra valutan, vilket leder till en högre avkastning när de omräknas till den svagare valutan. Denna utveckling har varit gynnsam för fonden under året, men det är viktigt att beakta att valutakurser kan förändras i motsatt riktning och därmed ha en mindre fördelaktig effekt på fondens framtida avkastning.

Därutöver bidrog hävstången positivt och adderade ytterligare 2,02 procentenheter till avkastningen, detta motsvarar fondens "Målnivå marknadsrisk". Hävstången förstärker fondens värdeutveckling i relation till den underliggande marknaden i både uppgång och nedgång. Eftersom den globala aktiemarknaden hade en stark utveckling under 2024, resulterade detta i en positiv effekt för fonden. Även valutakursförändringar påverkade avkastningen. Den svenska kronan försvagades mot flera större valutor, vilket gynnade fondens avkastning då en betydande del av AP7 Aktiefonds innehav är utländska tillgångar.

Fondens diversifierande inslag, exkluderingar och investeringsurval²³ hade däremot ett negativt bidrag med -1,55 procentenheter för 2024. Främst var det den övervikten i tillväxtmarknadsaktier i kombination med exkludering av kinesiska bolag som bidrog negativt. Diversifieringarna har därmed tagit bort en stor del av effekten från hävstången.

Figur 87 visar avkastningen per värdeskapande komponent per den 31 december 2024.

AP7 Aktiefonds avkastningsbidrag 2024, procent



Källa: Sjunde AP-fonden.

Not: Minimnivå marknadsrisk motsvarar fondens jämförelseindex MSCI ACWI (SEK). Målnivå marknadsrisk motsvarar fondens effekt av hävstången.

Figur 87: AP7 Aktiefond, avkastningsbidrag 2024

²³ Detta inkluderar "Svarta Listan" dvs. exkluderingar, övervikt i tillväxtmarknader samt övriga mandat och avvikelser.

10.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

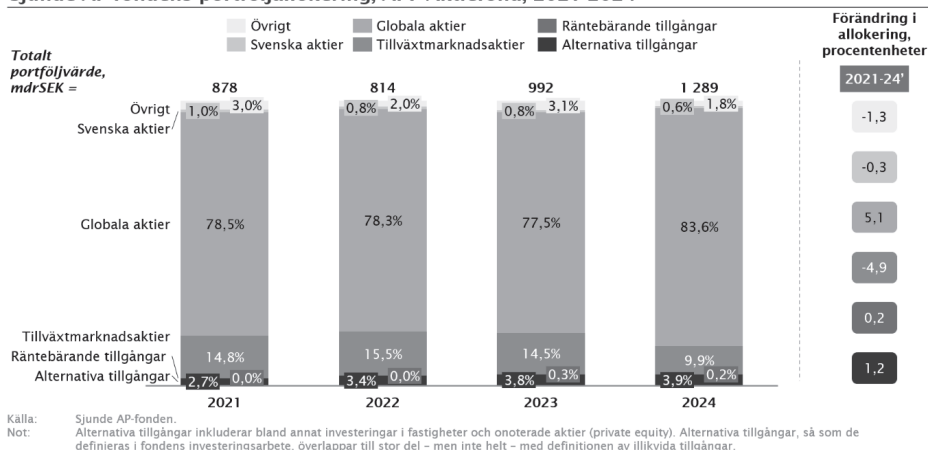
Sjunde AP-fondens tillgångar är fördelade mellan två fonder: AP7 Aktiefond, som investerar globalt i aktier och alternativa tillgångar, och AP7 Räntefond, som placerar i svenska obligationer samt andra räntebärande värdepapper.

AP7 Aktiefonds portfölj bestod 2024 av cirka 84% globala aktier, 10% tillväxtmarknadsaktier, 4% alternativa tillgångar, 2% övrigt, 0,6% svenska aktier och 0,2% räntebärande tillgångar (Se Figur 88 nedan). Det är värt att notera att Sjunde AP-fondens aktieportfölj är fullt ut globalt diversifierad och kapitalviktad, utan någon övervikt mot den svenska marknaden, så kallad home-bias. Detta innebär att fonden inte har en särskild exponering mot svenska aktier, utan i stället speglar den globala marknadsfördelningen.

Under 2024 ökade fondens viktning mot globala aktier, till stor del på grund den starka avkastningen inom tillgångsslaget samtidigt som exponeringen mot tillväxtmarknadsaktier minskades, bland annat genom exkludering av kinesiska innehav.

I samband med lagändringarna som trädde i kraft 2023 har Sjunde AP-fonden också ökat sin exponering mot alternativa tillgångar, från 2,7% år 2021 till 3,9% av de totala förvaltade tillgångarna 2024.

Sjunde AP-fondens portföljallokering, AP7 Aktiefond, 2021-2024

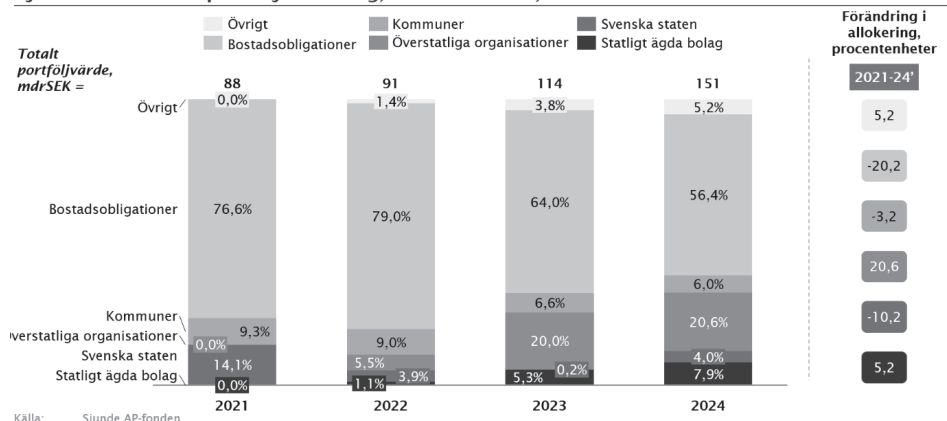


Figur 88: AP7 Aktiefond portföljallokering, 2021-2024

AP7 Räntefonds portfölj bestod 2024 av 56% bostadsobligationer, 21% överstatliga organisationer, 8% statligt ägda bolag, 6% kommuner, 5% övrigt samt 4% svenska staten (Se Figur 89 nedan).

Bostadsobligationer fortsätter att utgöra den största andelen av det förvaltade kapitalet men har minskat med 20 procentenheter sedan 2021 och med 8 procentenheter under det senaste året. Samtidigt har allokeringen till överstatliga organisationer ökat och ersatt delar av det tidigare innehavet i svenska staten. En ny tillgångskategori som tillkommit under de senaste åren är investeringar i obligationer utgivna av statligt ägda bolag, vilka vid utgången av 2024 uppgick till 7,9 % av det totala kapitalet.

Sjunde AP-fondens portföljallokering, AP7 Räntefond, 2021-2024



Figur 89: AP7 Räntefond portföljallokering, 2021-2024

10.2.4 Illikvida tillgångar

I slutet av 2022 beslutade riksdagen om nya placeringsregler för Sjunde AP-fonden, vilka trädde i kraft 2023. Tidigare var fondens investeringar i illikvida tillgångar begränsade till högst 10% av det förvaltade kapitalet och endast inom riskkapital. Från och med 2023 har investeringsgränsen höjts till 20%, och fonden har nu möjlighet att investera i ett bredare spektrum av illikvida tillgångar, såsom fastigheter och infrastruktur.

År 2024 utgjorde illikvida tillgångar 3% av Sjunde AP-fondens totala portfölj, motsvarande 50,1 miljarder kronor. De bestod av 91% riskkapital-fonder och 9% onoterade fastigheter. Under året ökades andelen i kvarteret Urban Escape, som samägs med AMF, till drygt 49%.

10.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Sjunde AP-fonden förvaltar sitt kapital genom en kombination av intern och extern förvaltning, där majoriteten av kapitalet hanteras externt av ett begränsat antal noggrant utvalda förvaltare.

AP7 Räntefond förvaltas till 100% internt, medan en betydande del av AP7 Aktiefonds förvaltning sker externt. Vissa aspekter av fondens strategi befinner sig dock i en gråzon mellan intern och extern förvaltning. Ett exempel är hävstångsexponeringen, som utgör cirka 15% av fondens totala exponering. Beslutet att använda hävstång fattas internt liksom genomförandet och valet av underliggande som styr den exakta sammansättningen av tillgångarna. Hävstångsexponeringen sker genom derivatinstrument, såsom total return swaps, där fonden inte äger de underliggande tillgångarna direkt utan erhåller avkastning baserat på deras utveckling, samtidigt som en ränta betalas på det nominella beloppet.

Förvaltningen av fondens likviditet, motsvarande cirka 2% av kapitalet, innefattar både kortfristig placering av kassa hos olika motparter och exponering mot indexterminer, vilket skapar en dynamik mellan interna beslut och externa marknadsförhållanden.

Därtill hanteras valutahanteringen inom fondens dagliga administration, medan investeringar i fastigheter och onoterade aktier (private equity), som utgör en mindre del av portföljen illustrerar hur

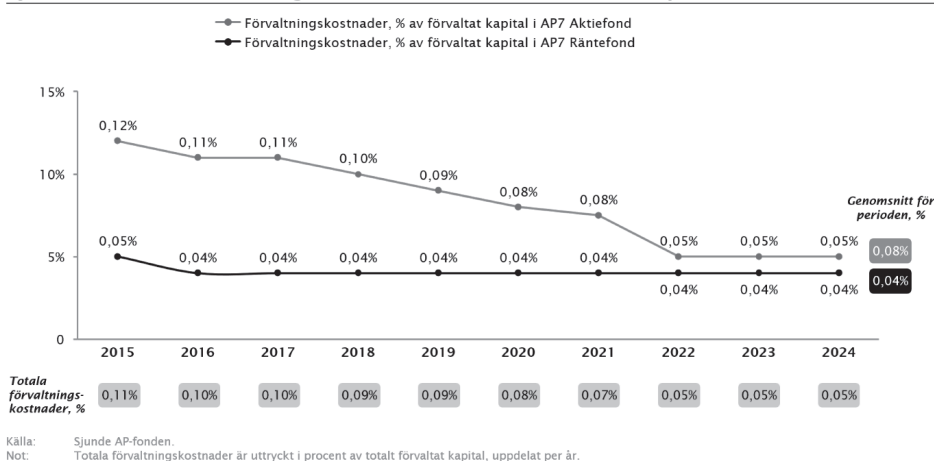
fonden balanserar mellan interna strategier och externa partnerskap för att optimera sina investeringsmål.

10.2.6 Förvaltningskostnader

Givet att AP7 Räntefond förvaltas helt internt och AP7 Aktiefond hanteras externt (förutom den aktiva förvaltningen med bland annat hävstångsstrategier) kan kostnadsstrukturen för förvaltningen bäst förstås genom att analysera förvaltningskostnaderna för de respektive fonderna. Denna uppdelning av förvaltningskostnader presenteras i Figur 90 nedan.

Under de senaste 10 åren har Sjunde AP-fonden uppvisat en nedåtgående trend i förvaltningskostnader, mätt som en procentuell andel av det totala förvaltade kapitalet. Denna trend är särskilt tydlig inom AP7 Aktiefond, där kostnadsnivån har minskat från 0,12% 2015 till 0,05% 2024, med ett genomsnitt för hela tioårsperioden på 0,08%. Eftersom majoriteten av förvaltningen inom AP7 Aktiefond hanteras externt, förklaras denna kostnadsminskning inte av en internalisering av förvaltning eller investeringsarbete, utan snarare av stordriftsfördelar. De externa förvaltningsavgifterna har ökat i långsammare takt än den goda avkastningen och det växande kapitalet, vilket har gjort den externa förvaltningen mer kostnadseffektiv per förvaltat krona. När det gäller AP7 Räntefond, som förvaltas helt internt, har kostnadsutvecklingen varit stabil och legat på 0,04% i genomsnitt under de senaste 10 åren.

Sjunde AP-fondens förvaltningskostnader som andel av förvaltat kapital, 2015-2024



Figur 90: Förvaltningskostnader som andel av förvaltat kapital i AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, 2015-2024

10.2.7 Jämförelse mellan AP7 Aktiefond och globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg

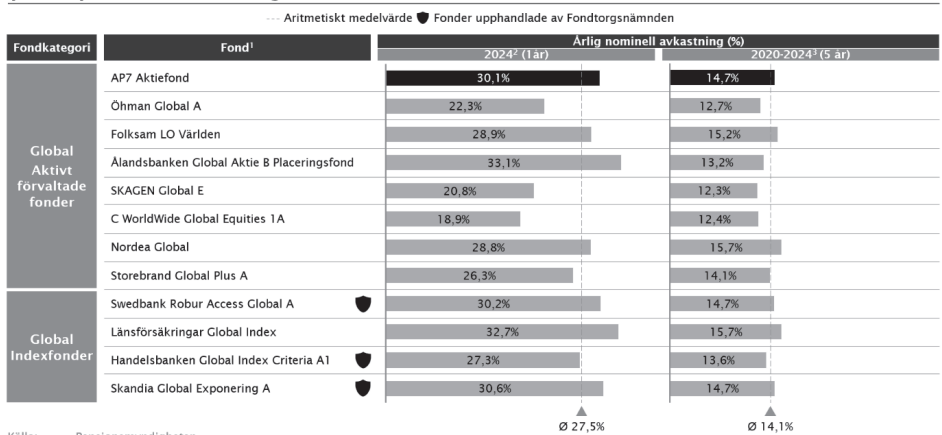
AP7 Aktiefonds avkastning kan sättas i perspektiv mot globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg (Se Figur 91). En direkt jämförelse ska dock göras med viss försiktighet på grund av vissa skillnader i placeringsinriktningar. I jämförelsen ingår de fonder med flest antal fondval per 2024-12-31 på premiepensionens fondtorg inom fondkategorin Global, samt ett urval av upphandlade indexfonder av Fondtorgsnämnden, exkluderat fonder med placeringsinriktningar som inte bedöms

vara jämförbara. Jämförelsen är relevant eftersom Sjunde AP-fonden konkurrerar på premiepensionens fondtorg.

Under 2024 överträffade AP7 Aktiefonds avkastning (efter avdrag för Pensionsmyndigheten rabatt) den genomsnittliga avkastningen för alla utvalda fonder i jämförelsen (inklusive AP7 Aktiefond), 30,1% jämfört med 27,5%. På fem års sikt överträffar också AP7 Aktiefonds genomsnittliga årliga avkastning de utvalda fondernas genomsnittliga avkastning. Samtidigt har en aktivt förvaltd fond och tre indexfonder högre avkastning än AP7 Aktiefond under 2024. På fem år sikt är det två aktivt förvaltda fonder och en indexfond som har en högre genomsnittlig avkastning än AP7 Aktiefond.

Trots att AP7 Aktiefond har en hävstång överträffar avkastningen för 2024 inte den genomsnittliga avkastningen för enbart indexfonderna (30,2%) samtidigt som den genomsnittliga avkastningen på fem års sikt motsvarar den genomsnittliga avkastningen för indexfonderna (14,7%). AP7 Aktiefonds diversifierande inslag har haft en negativ relativ inverkan på avkastningen under 2024 men sannolikt till en lägre risk än jämförelsegruppen.

AP7 Aktiefond i jämförelse med globala aktivt förvaltda fonder och indexfonder på premiepensionens fondtorg 2020-2024



Källa: Pensionsmyndigheten.
Not:
1) I jämförelsen ingår de fonder med flest antal fondval per 2024-12-31 på premiepensionens fondtorg inom kategorin Global, samt upphandlade fonder, exkluderat fonder med placeringsinriktningar som inte bedöms vara jämförbara.
2) Avkastning efter Pensionsmyndighetens rabatt per sista handelsdag 2024, avkastning 2024 för AP7 redovisas i övrigt i rapporten för helåret.
3) Genomsnittlig årlig avkastning efter Pensionsmyndighetens rabatt, beräkning baserad på rabatt per 2024-12-3.

Figur 91: AP7 Aktiefonds avkastning i jämförelse med globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg, 2020-2024

10.2.8 Generationsfondsmodellen i AP7 Såfa

I föregående års utvärdering analyserades och diskuterades generationsfondsmodellen i AP7 Såfa utförligt. De centrala slutsatserna var följande:

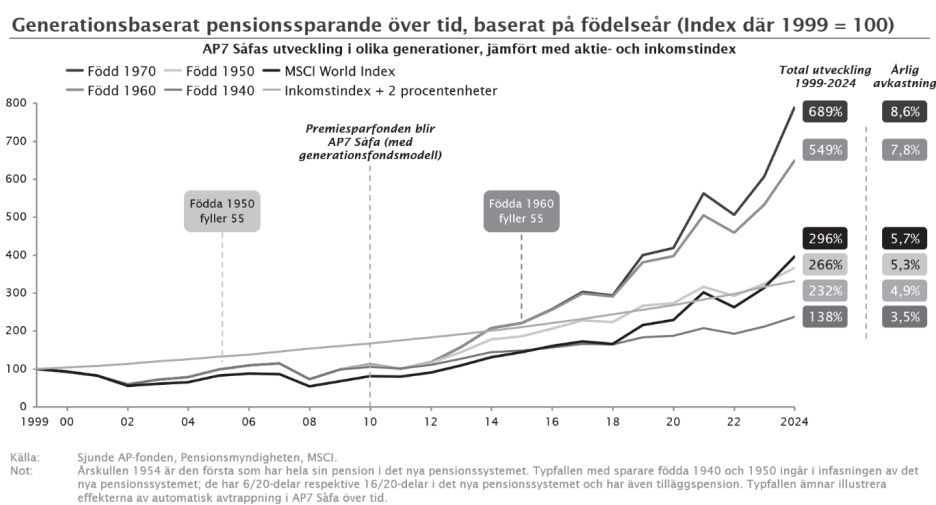
Kapitalviktad avkastning kan vara missvisande. Avkastningen som används för att analysera AP7 Såfa speglar inte enskilda sparares faktiska avkastning, eftersom deras kapitalallokering varierar beroende på ålder.

Automatisk avtrappning påverkar avkastningen och pensionen. Från 55 års ålder ökar andelen AP7 Räntefond i portföljen, vilket historiskt har lett till lägre avkastning för äldre sparare. Mellan 2009 och 2024 avkastade AP7 Räntefond i genomsnitt 0,9% per år, medan AP7 Aktiefond avkastade 14,9% per

år. Vidare illustrerar Figur 92 hur generationsmodellen bidrar till en spridning av utfall snarare än en utjämning beroende på födelseår. Detta motsvarar inte den intuitiva uppfattningen av modellen.

Risk för suboptimal strategi. Den automatiska och regelstyrda avtrappningen i AP7 Såfa, som baseras på spararens ålder, kan anses vara suboptimal, särskilt inom premiepensionen och utifrån att betrakta inkomstpensionen och premiepensionen som en helhet. Dessutom då den inleds redan vid 55 års ålder. Vidare eftersom avtrappningen inte tar hänsyn till övriga pensionskällor kan den leda till en ökad risk för en lägre total pension.

För en mer detaljerad analys av generationsfondsmodellen i AP7 Såfa, se föregående års utvärdering: "Utvärdering av AP-fondernas förvaltning till och med 2023" - Avsnitt 9.3.3 Generationsfondsmodellen i AP7 Såfa.



Figur 92: Generationsbaserat pensionssparande över tid, baserat på födelseår

10.3 Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2024

10.3.1 Principer för hållbarhetsarbetet

Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete grundar sig i det lagstadgade uppdraget om ansvarsfulla investeringar och ägande, vilket förstärktes genom en lagändring den 1 januari 2023. Hållbarhet är en integrerad del av fondens investeringsfilosofi, där fonden verkar som pådrivare, möjliggörare och kunskapsspridare för en hållbar utveckling. Arbetet syftar till att skapa verkliga förändringar i realekonomin, med ett långsiktigt och universellt ägarperspektiv. Styrningen av fondens ESG-arbete utgår från riktlinjerna för placeringsverksamheten, som revideras årligen av styrelsen.

Fonden tillämpar aktivt och universellt ägande genom fem huvudsakliga metoder: (1) dialog med bolag, (2) investeringar med hög hållbarhetspåverkan, (3) aktivt deltagande och röstning vid bolagsstämmor, (4) samverkan med aktörer med liknande ambitioner och (5) svartlistning av bolag som bryter mot internationella normer.

Klimatfrågan är ett av fondens mest prioriterade hållbarhetsområden, och klimathandlingsplanen, uppdaterad 2024, är ett centralt verktyg. Den bygger på internationella hållbarhetsramverk och vägleder fondens arbete med att integrera klimataspekter i ägarstyrning, investeringar och normutveckling, med målet att nå netto noll utsläpp till 2050. Utöver klimat har fonden identifierat biologisk mångfald och tillgång till färskvatten som fokusområden.

För att komplettera ägarstyrningsarbetet och stärka den interna kompetensen driver fonden temaarbeten på rullande treårsbasis. De aktuella temana är styrelseansvar (2023–2025), natur (2024–2026) och hållbart byggande (2025–2027). Under 2024 avslutades temat universell ägarstyrning (2022–2024).

10.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2024

Under 2024 har Sjunde AP-fonden genomfört ett flertal aktiviteter för att fortsätta utveckla och stärka sitt hållbarhetsarbete.

- **Integrering av hållbarhetsteamet i kapitalförvaltningen:** I samband med omorganisationen flyttades fondens hållbarhetsteam till kapitalförvaltningen, vilket var ett steg mot att fullt ut integrera hållbarhetsarbetet i förvaltningen.
- **Målet om 50% gröna obligationer i AP7 Räntefond uppnått i förtid:** Fonden nådde sitt mål att ha 50% av ränteportföljen investerad i gröna obligationer redan under 2024, ett år tidigare än planerat.
- **Accelerering av arbetet med omställningsportföljen:** Fonden har ökat investeringarna i bolag med outvecklade klimatarbeten genom ett externt förvaltad omställningsmandat. Genom aktivt ägande strävar fonden efter att påskynda dessa företags omställning mot mer hållbara affärsmodeller. Dessutom har arbetet påbörjats för att bygga upp en internt förvaltd aktieportfölj med fokus på klimatomställning, vilken beräknas starta under 2025.
- **Avslutat temaarbete om universell ägarstyrning:** Ett treårigt initiativ kring hur fonden bäst nyttjar rollen som global ägare och använda sina resurser avslutades.
- **Uppdatering av klimathandlingsplanen:** Klimathandlingsplanen har reviderats och uppdaterats för att säkerställa att fondens strategier är i linje med de senaste klimatvetenskapliga rönen och hållbarhetsramverken.

10.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Sjunde AP-fonden strävar efter att integrera riktade investeringar för hållbar utveckling inom alla tillgångsslag.

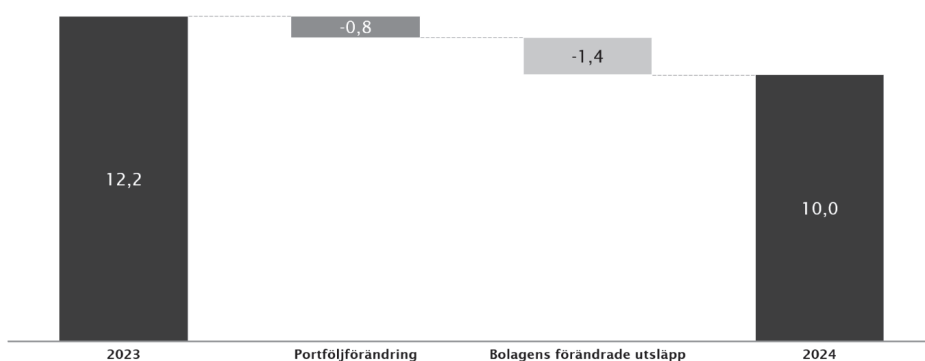
Omställningsportföljen som förvaltas externt av kapitalförvaltaren Legal & General Investment Management (LGIM), fokuserar på investeringar i stora och medelstora bolag med stor potential för utsläppsminskningar. Under 2024 uppgick omställningsportföljen till 12,2 miljarder kronor inom noterade innehav. Fonden investerar även inom sin räntefond i gröna obligationer vilket uppgick till 76,4 miljarder kronor (51% av AP7 Räntefond) i slutet av 2024. Utöver omställningsportföljen och räntefondsinvesteringarna har fonden även gröna mandat inom alla tillgångsslag, inklusive noterade och onoterade aktier, till ett totalt värde av 5,3 miljarder kronor.

10.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Sjunde AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 4,0 miljoner tCO₂e under 2024. Detta är en minskning med 0,3 miljoner tCO₂e jämfört med 2023 då de totala utsläppen uppgick 4,3 miljoner tCO₂e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som mäter fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, sjönk med 2,2 tCO₂e till 10,0 tCO₂e/mkr, som illustreras i Figur 93. Detta motsvarande en 18% minskning under året. Denna utveckling drevs främst av lägre koldioxidintensitet hos portföljbolagen, men även förändringar i portföljallokeringen bidrog till minskningen.

Sjunde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2023-2024, tCO₂e per miljoner kronor



Källa: Sjunde AP-fonden.
Not: 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 93: Sjunde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2023-2024

10.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål bygger på Global Compacts tio principer och FN:s Agenda 2030, med fokus på aktivt ägande, hållbara investeringar och ägarstyrning för klimatomställning. Målen är i stort sett oförändrade från 2023, förutom att mål 5 – att AP7:s omställningsmandat ska utgöra 10% av aktiefonden – har senarelagts från 2025 till 2027. Dessutom har mål 6 om 50% gröna obligationer uppnåtts i förtid.

Målsättningarna är huvudsakligen kvantitativa, och är en kombination av aktivitets- (exempelvis genomförande av ett definierat antal aktiviteter inom en given tidsperiod) och resultatmål (exempelvis att uppnå en förutbestämd nivå av exempelvis utsläppsnivåer).

Samtliga målsättningar och en översikt av fondens måluppfyllelse presenteras i Figur 94 och 95 nedan.

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (I/II)						
Nytt för 2024 Uppdaterat för 2024 Oförändrat						
Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
Aktivt ägande						
1	AP7 ska rösta på minst 95% av bolagstämorna i portföljen	Andel av bolag i portföljen	99% (4648 av 4687 stämmor)	99% (4523 av 4578 stämmor)	99% (4353 av 4409 stämmor)	99% (3565 av 3582 möjliga bolagsstämmor)
2	2025 ska alla prioriterade bolag ¹⁾ i AP7:s portfölj vara föremål för fördjupat aktivt ägande för att nå netto-noll utsläpp till 2050	Andel av bolag i portföljen	n/a	69%	84%	92%
3	2025 ska minst 50% av de prioriterade bolagen bedriva ett trovärdigt omställningsarbete 2030: 100%	Andel av bolag i portföljen	n/a	26%	36%	34%
Hållbarhetsinvesteringar						
4	AP7 ska ha gröna mandat i samtliga investerade tillgångsslag. Fördubbla andelen gröna investeringar till 2025	mdrSEK	2,0 mdrSEK i gröna obligationer 3,4 mdrSEK i gröna investeringar 1,6 mdrSEK investerat i cleantech	9,2 mdrSEK i gröna obligationer 3,2 mdrSEK i gröna mandat listade aktier 1,5 mdrSEK investerat i cleantech	34,5 mdrSEK i gröna obligationer 3,2 mdrSEK i gröna mandat listade aktier 1,5 mdrSEK investerat i cleantech	76,4 mdrSEK i gröna obligationer 4,2 mdrSEK i gröna mandat noterade bolag 1,1 mdrSEK i gröna investeringar onoterade bolag
5	AP7:s omställningsmandat ska utgöra 10% av aktiefonden 2027.	Andel av fonden	n/a	Första investeringen gjordes	Ingick partnerskap med LGIM om gemensam omställningsstrategi	Mål senareläggs för att möjliggöra uppbyggnad av en intern omställningsförvaltning
6	Öka andelen gröna obligationer i räntefonden till 50% 2025	Andel i portföljen	n/a	10%	33%	50% Målet uppfyllt i förtid

Källa: Sjunde AP-fonden.
Not: 1) Bolag vars utsläpp står för 70% av fondens CO2-utsläpp (scope 1 & 2).

Figur 94: Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021-2024 (I/II)

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2024 (II/II)



● Nytt för 2024 ● Uppdaterat för 2024 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål			Resultat			
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024
Etablera hållbara normer						
7	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
Bidra till ökad kunskap						
8	AP7 ska sprida kunskap om hållbara investeringar och ägarstyrning	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått
Bidra till en trygg pension						
9	Ett kontinuerligt sparande i förvaltningsalternativet ska ge en långsiktig överavkastning om minst 2 procentenheter per år i förhållande till inkomstpensionen	Avkastning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått

Källa: Sjunde AP-fonden.

Figur 95: Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021-2024 (II/II)

10.4 Slutsatser och bedömningar

10.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllelse

Sjunde AP-fondens kapitalförvaltning bedöms vara välstrukturerad och effektiv utifrån vald strategi och förvaltningsmodell, med en stark avkastning som överträffat fondens långsiktiga mål.

Under 2024 uppnådde AP7 Såfa en totalavkastning på 27,3%, vilket betydligt översteg det långsiktiga målet på 5,4%. Denna positiva utveckling har i hög grad påverkats av en gynnsam global aktiemarknad och en försvagning av den svenska kronan mot den amerikanska dollarn. Växelkursförändringen har bidragit positivt till fondens avkastning, men det är viktigt att beakta att valutakurser kan fluktuera i motsatt riktning och därmed ha en mindre fördelaktig effekt på fondens framtida avkastning. Det är också viktigt att påpeka att denna valutafördel inte är ett resultat av aktiv förvaltning utan snarare en konsekvens av att inga specifika åtgärder vidtagits.

Vidare är det värt att notera att fonden under året har avvecklat användningen av fonderna på premiepensionens fondtorg (index för fondrörelsen) som jämförelse med Sjunde AP-fonden, i enlighet med rekommendationer från föregående års utvärdering.

Ålderbaserad allokering i AP7 Såfas generationsmodell

Arkwright vidhåller sin bedömning avseende AP7 Såfas generationsmodell från föregående års utvärdering och konstaterar att även i år påverkas avkastningen av vilken ålderskategori en sparare tillhör, vilket kommer återspeglas när enskilda sparare går i pension. Problemet med generationsmodeller är att ålder som variabel är en begränsande faktor vad gäller en pensionssparares faktiska riskprofil och pensionsmål.

Ålder används som ett förenklat verktyg för att skapa en standardiserad produkt för den breda allmänheten. Ålderbaserade allokeringsmodeller anförs ofta som ett alternativ som passar de flesta, men i praktiken innebär detta att de främst är anpassade för genomsnittliga sparare. Pension är en högst individuell fråga då ekonomiska förutsättningar, besparingar, skulder samt mål avseende både kapital och pensioneringstidpunkt varierar kraftigt mellan individer. Dessa faktorer påverkar investeringsbehov och risktolerans på ett sätt som inte fångas upp av en modell baserad enbart på ålder, som den Sjunde AP-fonden använder.

Vidare ska det noteras att det sedan 2023 är en höjd riktålder för uttag av den allmänna pensionen, den nya riktåldern är 66 år och ökar år 2026 till 67 år. AP7 Såfa har inte uttryckligen anpassat sin ålderbaserade avtrappning utefter detta.

Arkwright menar därmed att det är värt att överväga att utvärdera och ompröva Paragraf 5, stycke 1a, punkt 2 "fördelas mellan fonderna efter pensionsspararens ålder" i Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder.

Arkwright vidhåller sin tidigare rekommendation om AP7 Såfas generationsmodell kring att effekterna av den nuvarande modellen bör utvärderas, särskilt i termer av utgående pension och premiepensionens roll för individens totala pension.

Givet att modellen utgör en grundläggande komponent i det svenska allmänna pensionssystemet och att dess resultat har betydande inverkan på cirka 5,7 miljoner pensionssparare i AP7 Såfa rekommenderar Arkwright att en djupgående översyn och analys av konsekvenserna och effekter av generationsmodellen genomförs.

AP7 Aktiefond har en betydande koncentration

AP7 Aktiefond har en betydande koncentration i sin portfölj, främst på grund av sin betydande exponering mot amerikanska aktier, vilka utgör cirka 66% av jämförelseindexet MSCI ACWI. Under 2024 stod "Magnificent Seven" för 45% av indexets totala avkastning och samtliga av AP7 Aktiefonds fem största innehav tillhörde denna grupp. De fem största innehaven utgjorde 17% av det totala förvaltade kapitalet i AP7 Aktiefond.

Denna koncentration är en konsekvens av fondens indexnära förvaltning, där stora bolag med hög avkastning får en allt större vikt i portföljen. Eftersom indexnära förvaltning speglar den underliggande marknadsutvecklingen, leder den till en hög exponering mot ett fåtal aktier. Detta ökar koncentrationsrisken och därmed fondens sårbarhet för marknadsförändringar, särskilt vid en nedgång på den amerikanska aktiemarknaden, inom tekniksektorn eller en korrigering av värderingarna för de specifika bolagen.

Vidare förstärks denna effekt av fondens användning av hävstång, vilket innebär att marknadsrörelser får en större inverkan på avkastningen, både i uppgångs- och nedgångsperioder. Detta gör att fonden har en högre volatilitet än traditionella globalfonder och därmed är mer känslig för svängningar i de bolag som har störst vikt i portföljen.

Begränsade verktyg för att parera marknadsnedgångar med indexförvaltning

AP7 Aktiefonds nuvarande förvaltningsstrategi, som baseras på indexnära förvaltning, har varit gynnsam under den senaste tidsperioden men saknar verktyg för att hantera volatilitet och nedgångar på marknaden.

En viktig aspekt att beakta är att marknadsindex inte är framtaget för att vara en optimal sparportfölj, utan snarare för att spegla den underliggande marknadsvärderingen. Det första indexet, Dow Jones Industrial Average (DJIA), lanserades 1896 med syftet att ge en övergripande marknadsöversikt av industrisektorns utveckling och identifiera trender. Dagens användning av index som grund för exempelvis ETF:er och passiva fonder var dock inte den ursprungliga avsikten. Det var först på 1970-talet som index började användas aktivt inom portföljförvaltning. Ursprungligen skulle de fungera som en analytisk referenspunkt – ett verktyg för att mäta marknaden snarare än att replikera den.

Eftersom marknadsindex skapades som en enkel och effektiv metod för att fånga aktiemarknadens övergripande utveckling, saknar de flexibilitet att anpassa sig till förändrade marknadsförhållanden eller specifika riskhanteringsbehov. En indexnära förvaltning innebär därmed att fonden alltid är exponerad för både marknadens upp- och nedgångar, utan verktyg för att vidta åtgärder för att minska risken vid nedgångar.

AP7 Räntefond utgör en utökad andel av Sjunde AP-fondens totala fondkapital

Sedan 2010 har AP7 Räntefond haft en högre genomsnittlig årlig tillväxt än AP7 Aktiefond och har blivit en betydande andel av Sjunde AP-fondens kapital. AP7 Räntefonds andel av det totala kapitalet har ökat från cirka 5% år 2010 till cirka 10% år 2024.

Detta medför utmaningar relaterat till avtrappningen i generationsmodellen på grund av den svenska räntemarknadens begränsade storlek. Vidare i och med att räntefondens andel ökar i takt med att fler personer kommer in i avtrappningen kommer den framtida förväntade avkastningen på AP7 Såfa successivt att minska.

God avkastning i jämförelse med globala aktiefonder

Jämfört med globala aktivt förvaldade fonder och indexfonder på premiepensionens fondtorg har AP7 Aktiefonds avkastning överträffat den genomsnittliga årliga avkastningen för fonderna i jämförelsen (inklusive AP7), både under 2024 och över den senaste femårsperioden. Trots att fonden använder hävstång har några både aktivt förvaldade fonder och indexfonder högre avkastning.

En av orsakerna till att hävstångseffekten inte gett en ännu större fördel är att fondens diversifierande inslag har begränsat dess genomslag. Vidare är det viktigt att beakta att hävstången även innebär en omvänd effekt vid en nedgång – om marknaden skulle vända ner, förstärks den negativa effekten.

10.4.2 Arkwrights samlade bedömning

Arkwrights samlade bedömning är att Sjunde AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

Som förvalsalternativ inom det statliga allmänna pensionssystemet har fondens resultat varit anmärkningsvärt starkt. Sjunde AP-fonden skiljer sig avsevärt från internationella jämförelser utifrån vald strategi och är unik även inom Sverige.

11. Övergripande observationer och förslag

11.1 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet

Samtliga buffertfonder har samlat bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga syfte och stabilitet under både 2024 och över längre tidsperioder. Arkwright påpekar dock att det finns en komplexitet i att exakt mäta hur mycket och på vilket sätt enskilda fonder har bidragit. Komplexiteten uppstår när man ska analysera de efterföljande implikationerna för pensionssystemets långsiktiga stabilitet. Detta beror främst på två faktorer: den inneboende osäkerheten i pensionssystemets skuldsida som genomförs oberoende av var och en av buffertfonderna, samt de fördröjda effekterna av demografiska och makroekonomiska förändringar på systemet.

Fondernas ALM-analys syftar till att optimera portföljen för att minimera risken för att bromsen ska aktiveras i ett negativt scenario. Det är dock viktigt att notera att varje AP-fond är en del av ett större system av buffertfonder, där det saknas en samordnad styrning på högre nivå för att säkerställa ett enhetligt bidrag till pensionssystemets stabilitet. Detta gör det svårt att exakt bedöma en enskild fonds specifika bidrag till det samlade systemets riskprofil.

Den andra faktorn, de fördröjda effekterna av demografiska och makroekonomiska förändringar, gör ytterligare bedömning av fondens prestation i relation till pensionssystemet mer utmanande. Ekonomiska chocker och trender kan ha omedelbara effekter på fondens avkastning men deras fullständiga påverkan på pensionssystemet kan ta år, om inte decennier, att fullt ut uppenbara sig. Detta skapar en osäkerhetsmarginal när fondens kort- till medellånga prestation ska relateras till långsiktiga systemeffekter.

Arkwright vill påpeka att det kvarstår frågor kring hur och i vilken utsträckning fondernas kapitalförvaltning och resultat faktiskt bidrar till pensionssystemets långsiktiga stabilitet. En djupare förståelse för sambandet mellan fondernas resultat och systemets övergripande och samlade tillstånd kräver en noggrann analys av dessa osäkerhetsfaktorer och deras potentiella påverkan på framtida pensioner.

11.2 Samordnad ALM-analys för buffertfonderna

I nuläget genomför Första till Fjärde AP-fonden separata ALM-analyser, vilket innebär att fonderna optimerar sina portföljer utan att beakta helheten i systemet. Eftersom dessa fonder utgör en del av samma pensionssystem så skulle en samordnad ALM-analys möjliggöra en mer heltäckande översyn av systemets riskprofil. En gemensam ALM-analys skulle förbättra samordningen av riskhanteringen och därigenom bidra till en mer robust strategi för att hantera framtida ekonomiska chocker och förändringar.

En samordnad ALM-analys skulle också kunna ge ökad transparens och ansvarstagande, både för interna och externa intressenter. En enhetlig analys gör det tydligare hur de olika fonderna individuellt bidrar till systemets långsiktiga stabilitet och ger en bättre grund för att utvärdera deras prestationer och riskhantering. För en fördjupad analys kring ALM-analysens betydelse i allokeringsbeslut se bilaga *Tilläggsuppdrag*.

Arkwright anser att om man ska nyttja ALM-analyser för allokeringsbeslut och riskbudgetering så är en samordnad och gemensam ALM-process nödvändig för att skapa en meningsfull och robust strategi

med ett helhetsperspektiv av pensionssystemets riskprofil. Dessutom bör Sjätte AP-fonden, som i nuläget inte arbetar med ALM-analyser, inkluderas i den samordnade analysen.

11.3 Begränsade nettoinvesteringar i illikvida tillgångar trots ökade möjligheter

Sedan 2019 medger lagstiftningen att Första till Fjärde AP-fonden får investera upp till 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, trots detta har denna möjlighet endast utnyttjats i begränsad omfattning. Under perioden 2018–2024 ökade andelen illikvida tillgångar med endast 5 procentenheter. Av denna ökning kan cirka 85% tillskrivas värdestegring, medan endast cirka 15% beror på nettoinvesteringar, vilket indikerar att AP-fonderna inte aktivt har allokerat mer kapital till denna tillgångsklass i någon större utsträckning.

Sjätte AP-fonden, vars uppdrag är att förvalta onoterade tillgångar, har under den senaste femårsperioden haft en genomsnittlig årlig nominell avkastning på 15,5%. Om effekter från valutasäkring och likviditetshantering exkluderas uppgår avkastningen till 21,3% per år, sett i relation till världsindex MSCI World som avkastade 13,5% under samma period, understryker detta hur god avkastning segmentet har haft.

Det framgår därmed som att Första till Fjärde AP-fonden inte utnyttjat möjligheten inom illikvida tillgångar och därmed gått miste om potentiell avkastning inom detta segment.

En möjlig förklaring till den begränsade ökningen av illikvida tillgångar inom Första till Fjärde AP-fonden kan vara strategiska investeringsbeslut men även de begränsade resurserna som fonderna har. Att investera i illikvida tillgångar kräver betydande intern kompetens och relevanta resurser. Till exempel hade en möjlighet kunnat vara att ingå samarbete med Sjätte AP-fonden. Sjätte AP-fonden har en etablerad organisation med lång erfarenhet av att investera i onoterade aktier (private equity) och hade möjligen kunnat fungera som en plattform för att skala upp investeringar i illikvida tillgångar även för Första till Fjärde AP-fonden. Detta hade kunnat möjliggöra en snabbare och mer effektiv exponering mot tillgångsslaget utan att kräva intern uppbyggnad av kompetens och organisation. En ökad andel illikvida tillgångar hade dock inneburit en förändrad riskprofil, det vill säga en annan balans mellan förväntad avkastning och risk.

11.4 Diversifiering var inte gynnsamt för avkastningen under 2024

Diversifiering är en central strategi för att minska risk genom att sprida investeringar över olika tillgångsslag och marknader. Detta bidrar över tid till en stabilare avkastning och lägre volatilitet.

Under 2024 präglades marknaden av kraftiga uppgångar inom en begränsad del av investeringsuniverset där den globala aktiemarknaden dominerade, medan många andra tillgångsslag utvecklades svagare. Särskilt de så kallade "Magnificent Seven" och amerikanska teknikaktier levererade exceptionell avkastning, medan bredare aktieindex hade en mer dämpad utveckling. När marknaden domineras av ett fåtal vinnande tillgångsslag kan en bred diversifiering leda till en relativt lägre avkastning. Under 2024 var det tydligt att en koncentrerad strategi med övervikt i amerikanska teknikaktier överträffade avkastningen för en mer diversifierad portfölj.

Trots detta förblir diversifiering en grundläggande strategi för att hantera risk och skapa långsiktig stabilitet. Året 2024 illustrerade dock hur vissa marknadsförhållanden kan göra att diversifiering tillfälligt missgynnar avkastningen.

11.5 Buffertfonderna uppvisar god avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder

En jämförelse med de internationella pensionsfonderna (Se avsnitt 3.4 *Jämförelse med utländska pensionsfonder*) visar att de svenska buffertfonderna, trots utmanande marknadsförhållanden, avkastat väl i ett globalt perspektiv. Över både fem- och tioårsperioder har de svenska buffertfonderna haft en högre genomsnittlig avkastning än de utländska pensionsfonderna. De har uppvisat konkurrenskraftiga avkastningsnivåer, vilket delvis kan förklaras av en bred och välbalanserad tillgångsallokering, där exponeringen mot aktiemarknaden har bidragit positivt. De svenska buffertfonderna har utnyttjat riskmandatet som generellt sett tillåter en högre andel aktier. Jämfört med många utländska pensionsfonder kännetecknas de svenska buffertfonderna också av en kostnadseffektiv förvaltningsstruktur. Förvaltningskostnaderna som andel av totalt förvaltad kapital är relativt låga, vilket bidrar till att en större andel av kapitalet kan arbeta för att generera avkastning.

Arkwright menar därmed att buffertfonderna har en god avkastning i relation till utländska pensionsfonder och står sig väl i internationella jämförelser. Vidare uppmuntrar Arkwright fortsatta samarbeten och dialoger med utländska pensionsfonder för att ta del av framgångsrika metoder och arbetssätt inom kapitalförvaltning, hållbarhetsintegration och riskhantering. Det kan också ge en ökad förståelse för hur andra pensionsfonder hanterar utmaningar kopplade till demografiska förändringar, makroekonomiska skiften och hållbarhetsrelaterade risker.

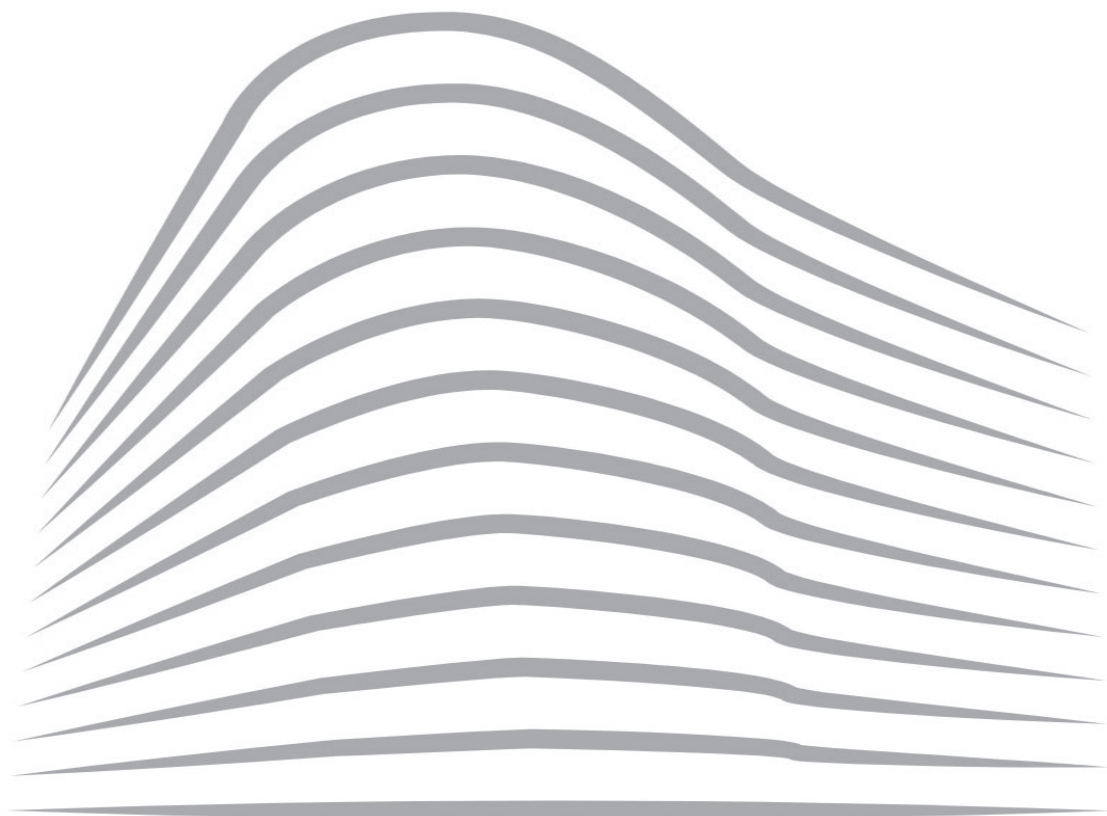
11.6 Utökat hållbarhetsarbete och målsättningar

AP-fonderna har intensifierat sitt hållbarhetsarbete genom ökad transparens, mer omfattande rapportering och en tydligare ESG-integration. Hållbarhet har blivit en kärnkomponent i investeringsanalyser, och fonderna har stärkt sitt aktiva ägande genom ökad bolagsdialog och röstning vid stämmor.

Fonderna har även utvecklat sina metoder för att mäta och redovisa hållbarhetspåverkan. Allt fler redovisar mer detaljerad utsläppsdata och inkluderar fler tillgångsslag i sina analyser, vilket ökar transparensen gentemot intressenter. Dessutom har hållbarhetsarbetet i allt större utsträckning integrerats direkt i kapitalförvaltningen, snarare än att hanteras som en separat funktion. Detta skapar bättre förutsättningar för att hållbarhetsfaktorer beaktas i alla investeringsbeslut. Parallellt har flera fonder reviderat sina hållbarhetsmål, både genom att uppdatera mätetal och revidera målsättningar.

AP-fondernas Etikråd har från och med 2024 blivit fullt etablerat och har förstärkts med seniora hållbarhetsspecialister. Etikrådet har därmed kunnat intensifiera sitt arbete genom fler dialoger inom sina fokusområden.

Sammantaget har AP-fonderna gjort betydande framsteg inom hållbarhet men det finns fortsatt utvecklingsmöjligheter. En central utmaning är att ytterligare förbättra analyskapaciteten genom mer omfattande datainsamling och avancerad modellering av hållbarhetsrisker. Vidare kan fonderna fortsätta att stärka sin rapportering för att ge en ännu tydligare bild av hur hållbarhetsarbetet påverkar portföljens finansiella utveckling och bidrar till en hållbar omställning. Det är även viktigt att fonderna fortsätter deras arbete med aktivt ägande och påverkan på portföljbolagen.



Bilaga Tilläggsuppdrag:

**Fördjupad beskrivning och analys av
buffertfondernas allokeringsbeslut,
positionstagning i utländsk valuta samt
investeringar i illikvida tillgångar**

Finansdepartementet

14 mars 2025

Arkwright

Innehåll

1	Introduktion.....	4
1.1	Bakgrund	4
1.2	Syfte	5
1.3	Disposition	6
1.4	Metod.....	6
2	Sammanfattning.....	8
2.1	Allokering	8
2.2	Valuta	13
2.3	Illikvida investeringar	16
2.4	Slutsatser och bedömningar	18
3	Yttre ramverk	25
3.1	Första–Fjärde AP-fonderna.....	25
3.2	Sjätte AP-fonden	26
4	Första AP-fonden	27
4.1	Allokering	28
4.2	Valuta	34
4.3	Illikvida investeringar	36
4.4	Slutsatser och bedömningar	40
5	Andra AP-fonden.....	42
5.1	Allokering	43
5.2	Valuta	50
5.3	Illikvida Investeringar	52
5.4	Slutsatser och bedömningar	54
6	Tredje AP-fonden.....	56
6.1	Allokering	57
6.2	Valuta	62
6.3	Illikvida investeringar	64
6.4	Slutsatser och bedömning	68
7	Fjärde AP-fonden	71
7.1	Allokering	72
7.2	Valuta	80
7.3	Illikvida investeringar	84
7.4	Slutsatser och bedömningar	87

8	Sjätte AP-fonden.....	88
8.1	Allokering	89
8.2	Valuta	98
8.3	Slutsatser och bedömningar	100
9	Research.....	102
9.1	Vikten av god styrning och Governance Alpha	102
9.2	Definition av god styrning och nedbrytning av dess komponenter.....	102
10	Referenslista.....	108
11	Begreppslista.....	109

1 Introduktion

1.1 Bakgrund

AP-fonderna har ett centralt samhällsuppdrag och spelar en avgörande roll för pensionssystemets långsiktiga hållbarhet. Styrningen av tillgångsallokeringen är av fundamental betydelse för att säkerställa systemets stabilitet och uppfylla de åtaganden som gjorts gentemot både sparare och pensionärer. För att garantera att buffertfonderna lever upp till de krav och förväntningar som ställs, har styrningsdirektiv fastställts av olika instanser. På den mest övergripande nivån utgör lagstiftningen det yttre ramverket för AP-fondernas verksamhet. AP-fondslagen fastslår att fondernas placeringsverksamhet ska bedrivas på ett sätt som skapar största möjliga nytta för försäkringen av inkomstgrundad pension. Enligt lag uppnås detta bland annat genom låg risk, god avkastning, ansvarsfulla investeringar samt främjande av hållbar utveckling. Utöver övergripande målsättningar innehåller lagstiftningen även specifika begränsningar avseende tillgångsallokering och riskexponering. För Första–Fjärde AP-fonderna är de mest framträdande specifika begränsningarna ett krav på minst 20 procents allokering till räntebärande tillgångar, en maximal exponering på 40 procent mot illikvida tillgångar samt en övre gräns på 40 procent för valutarisk.

Enligt lag har buffertfonderna ett betydande handlingsutrymme att utforma sina portföljer och fatta allokeringsbeslut. Detta mandat innehas av respektive fonds styrelse, som utgör det centrala beslutsorganet för verksamhetsstyrning, kapitalförvaltning och tillgångsallokering. Regeringen är enligt lag inte involverad i styrningen av fondernas förvaltning. I stället utser regeringen styrelserna, som styr buffertfonderna inom ramen för lagens bestämmelser.

Styrelsen kan anses ha ett mandat som spänner över tre olika områden. På den mest övergripande nivån i) ansvarar styrelsen för att verksamheten bedrivs i enlighet med lagstiftningens intentioner, mål och uppdrag (huvudmannaroll). ii) Därtill har styrelsen det yttersta ansvaret för styrningen av en pensionsreservfond, vilket inkluderar de allokeringsbeslut som implementeras inom AP-fondernas förvaltning, iii) samt för kapitalförvaltningsverksamheten, inklusive utformningen av förvaltningsmandatet som tilldelas VD och vidaredelegeras inom organisationen. Därmed ställs höga krav på styrelsens förmåga att holistiskt balansera dessa tre perspektiv samtidigt. På grund av styrelsens tredelade uppgift finns även en risk att ansvaret avseende ii) allokeringsbeslut inte ges tillräcklig uppmärksamhet. Det är dock centralt att detta undviks, då allokeringsbeslut utgör stommen i fondernas verksamhet och är en central möjliggörare för uppfyllnad av AP-fondernas lagstadgade mål.

För att uppnå det lagstadgade målet och uppdraget genomför Första–Fjärde AP-fonderna ALM-analyser (Asset Liability Management-analyser), vilka utgör grunden för deras allokeringsbeslut och riktlinjer som fastställs på styrelsenivå. Syftet med dessa analyser är att skapa en djupare förståelse för hur fonderna kan maximera sin nytta för pensionssystemet. Baserat på denna analys genomförs en tillgångsallokeringsprocess, vilken följer olika iterativa cykler som balanserar riskhantering på kort och lång sikt.

På ett övergripande plan inleds processen med att styrelsen fastställer policys och investeringsmål, utifrån externa regelverk och resultatet av ALM-analysen. Dessa riktlinjer utgör sedan grunden för VD:s mandat att fatta strategiska allokeringsbeslut, inklusive fastställande av benchmarknivåer och diversifieringsstrategier. Därefter implementeras investeringsbesluten genom en förvaltningsstruktur

baserad på en delegationsordning, där rebalanseringsregler och acceptabla avvikelseintervall definieras. De tagna positionerna följs regelbundet upp, både inom den operativa kapitalförvaltningen och på styrelsenivå. Processen för allokeringsbeslut fortlöper enligt denna struktur fram till dess att en omvärdering påkallas, antingen av fastställda rutiner eller av större marknadsförändringar. ALM-analysen ska genomgå en grundlig översyn vart tredje år.

Investeringsprocessen är sofistikerad och involverar ett flertal aktörer, beslutsnivåer, analyser och perspektiv. Detta medför utmaningar som påverkar allokeringsbesluten, särskilt i fråga om effektiv vidaredelegering, kommunikation mellan olika beslutsnivåer och potentiella intressekonflikter mellan förvaltarnas kortsiktiga incitament och ägarnas långsiktiga målsättningar. Processen ställer även krav på utvärdering och återkoppling av allokeringsbeslut mellan samtliga aktörer och beslutsnivåer. Den ökade samhälleliga debatten kring hållbarhet har dessutom lett till ytterligare krav på att integrera hållbarhetsaspekter i investeringsbeslut. Det är därför avgörande att säkerställa en balans mellan dessa perspektiv, avkastningsmålen och fondens övergripande riskaptit.

Processen för allokeringsbeslut inom tillgångsslaget illikvida tillgångar har särskilda förutsättningar, då dessa medför både illikviditetspremier och illikviditetsrisker, samt kräver specialistkompetens och specifika förmågor. Den långsiktiga karaktären hos dessa investeringar innebär även att justeringar av allokeringar, till exempel till följd av förändrade marknadsförhållanden, tar lång tid att genomföra. Därtill kan beteendemässiga fallgropar, såsom motstånd mot att avveckla underpresterande investeringar på grund av psykologiska faktorer (eng: sunk cost fallacy), utgöra hinder för en effektiv kapitalallokering.

Även positionstagning i valuta och valutasäkringar tillför ytterligare komplexitet i allokeringsbeslut och riskhantering. Geopolitisk osäkerhet och förändringar i det makroekonomiska läget kan leda till kort- och medelfristiga felprissättningar av valutakurser, vilket skapar utmaningar men också möjligheter på portföljnivå. För AP-fonderna innebär detta en särskild utmaning då de måste hantera fluktuerande valutavärderingar inom lagstadgade begränsningar – där Första till Fjärde AP-fonden får ha maximalt 40 procents valutaexponering och Sjätte AP-fonden högst 10 procent.

I en tid präglad av ränterisker, demografiska förändringar och ökade krav på hållbarhet blir balansen mellan avkastningssträvan, riskhantering och ansvarsfullt ägande alltmer komplex. För att hantera utmaningar och osäkerheter inom allokeringsbeslut krävs en tydlig styrning med strukturerade beslutsramverk och protokoll, samt en tydlig rollfördelning mellan ansvarsområden, inte minst avseende uppdelningen mellan strategi och utförande. Denna rapport belyser nyckelfrågor avseende AP-fondernas styrning, med fokus på hur strategiska allokeringsbeslut, inklusive inom valuta och illikvida investeringar, utformas, implementeras och övervakas för att möta både tekniska krav och samhälleliga förväntningar.

1.2 Syfte

Denna rapport syftar till att ge en fördjupad analys av Första–Fjärde samt Sjätte AP-fondens verksamhet vad gäller deras allokeringsbeslut, positionstagning i valuta respektive investeringar i illikvida tillgångar. Ett syfte är att beskriva i vilken utsträckning AP-fondernas styrelser, regeringen och riksdagen får ta del av den information, analys och slutsatser som fonderna tar fram inom de tre områdena. Rapporten ämnar även att kritiskt analysera dessa tre områden för att identifiera såväl

styrkor som möjligheter till förbättrade styrningsprocesser och strukturer som ytterligare optimerar AP-fondernas kapitalförvaltning.

Rapporten behandlar följande aspekter inom respektive område:

- **Allokeringsbeslut:** En avgörande faktor för avkastningen är de allokeringsbeslut som bestäms av styrelsen och VD. Rapporten undersöker hur dessa allokeringsbeslut, tillsammans med de snävare mandat som fördelas inom organisationen, dokumenteras och används i utvärderingen av den egna verksamheten på ett systematiskt sätt.
- **Positionstagning i utländsk valuta inklusive valutasäkring:** AP-fonderna tar positioner i utländsk valuta och genomför valutasäkringar inom det lagstadgade kravet. Beslut om dessa positioner inklusive valutasäkringar fattas av specifika beslutsfattare inom organisationen. Tilläggsuppdraget undersöker vilka som fattar dessa beslut, hur de följs upp och hur de har påverkat förvaltningen under de senaste åren.
- **Investeringar i illikvida tillgångar:** Investeringar i illikvida tillgångar är en process som kräver gedigen analys, due diligence och marknadsbevakning. Rapporten undersöker hur investeringsbeslut i noterade aktier dokumenteras och utvärderas i efterhand, bland annat i fråga om resultat av förvaltningen.

1.3 Disposition

Rapporten för Tilläggsuppdraget följer en struktur med 11 övergripande avsnitt med följande innehåll:

- **Kapitel 1:** Rapportens bakgrund och syfte presenteras, tillsammans med dess disposition och metod.
- **Kapitel 2:** En sammanfattning av Första–Fjärde AP-fondernas och Sjätte AP-fondens allokeringsbeslut, valutapositionering och investeringar i illikvida tillgångar. Varje delavsnitt avslutas med Arkwrights övergripande slutsatser och bedömningar.
- **Kapitel 3:** Beskrivning av Första–Fjärde AP-fondernas och Sjätte AP-fondens yttre ramverk, vilket omfattas av lagens bestämmelser.
- **Kapitel 4–8:** Fondspecifika analyser och beskrivningar av allokeringsbeslut, valutapositionering och investeringar i illikvida tillgångar. Kapitlen behandlar även delegationsordning, beslutsprocesser och uppföljning inom respektive område. Valutaavsnittet inkluderar en analys av dess påverkan på kapitalförvaltningen. Varje kapitel inleds med en kort sammanfattning och avslutas med Arkwrights fondspecifika slutsatser och bedömningar.
- **Kapitel 9:** Forskning om styrning av pensionsfonder samt konceptet "Governance Alpha"
- **Kapitel 10:** Referenslista
- **Kapitel 11:** Begreppslista

1.4 Metod

Vid genomförandet av uppdraget har Arkwright använt en metod baserad på intervjuer med nyckelpersoner på samtliga AP-fonder samt två till tre styrelseledamöter från varje fond. Intervjuerna med nyckelpersonerna syftade främst till att kartlägga AP-fondernas interna delegationsordningar, beslutsstrukturer, allokeringsprocesser inklusive valuta, investeringsprocesser i illikvida tillgångar samt uppföljningsrutiner. För att säkerställa en heltäckande och representativ bild av verksamhetens

styrning inom de tre analysområdena har medarbetare från olika beslutsnivåer och organisationsfunktioner intervjuats. Intervjuerna med styrelseledamöter har primärt syftat till att skapa en övergripande förståelse av styrelsens roll, bidra med reflektioner kring styrelsearbetet samt ge insikter i relationen mellan styrelsen och uppdragsgivaren, det vill säga staten, som utser styrelseledamöterna.

I den empiriska datainsamlingen ingår styrdokument och annan intern dokumentation. Av särskild vikt har varit deskriptiva dokument som detaljerat redogör för delegationsordningar, mandatfördelning, arbetsbeskrivningar, investeringsprocesser samt uppföljningsstrukturer på olika beslutsnivåer. Externa data har använts i begränsad utsträckning och har vid behov hämtats från publika informationskällor.

2 Sammanfattning

I detta avsnitt presenteras en sammanfattning med utvalda delar från kapitel 4 till 8 som Arkwright bedömer skapa en övergripande förståelse för buffertfondernas verksamhet och styrning. För allomfattande beskrivningar hänvisas läsaren till kapitel 4 till 8.

Sammanfattningen i kapitel 2 presenterar Första–Fjärde AP-fonderna gemensamt, medan Sjätte AP-fonden behandlas separat. Kapitlet behandlar delegationsordningen och uppföljningen av allokeringsbeslut (avsnitt 2.1), delegationsordningen och uppföljningen av valuta samt dess påverkan på förvaltningen (avsnitt 2.2) och investeringsprocessen för illikvida tillgångar samt uppföljningen av tillgångsslaget (avsnitt 2.3). Kapitlet avslutas med Arkwrights observationer, analyser och rekommendationer (2.4).

En mer ingående analys av illikvida tillgångar finns i föregående års tilläggsuppdrag, *Fördjupad analys av AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar*.

2.1 Allokering

2.1.1 Styrelsebeslut och VD-mandat

Första–Fjärde AP-fonderna har egna beslutsstrukturer och allokeringsmandat, men uppvisar vissa likheter på en övergripande nivå. Figur 1 sammanfattar icke uttömmande exempel på allokeringsbeslut och tillhörande beslutsunderlag på respektive nivå, vilka beskrivs mer ingående i detta avsnitt.

		AP1	AP2	AP3	AP4	AP6
Styrelsen	Beslut	Övergripande tillgångsallokering (ÖT) som referensportfölj	Strategisk Allokering som referensportfölj samt strategisk riskram	LSP som utvärderingsportfölj, samt allokerings- och exponeringslimiter	Dynamiska normalportföljerna DNP och DNP+ som referensportföljer	Strategisk plan och allokering samt investeringsramar
	Underlag	Pensions-systemets krav och behov	ALM-analys	Partiell ALM-analys	ALM-analys (för mål och spann), scenarioanalys (för DNP) & marknadsanalys (för DNP+)	Portföljanalyser (för Strategisk plan) & likviditetsanalyser (för investeringsramar)
VD	Beslut	Strategisk Tillgångsfördelning (ST) som operationaliserar styrelsens referensportfölj	Operativ portfölj (OP) som operationaliserar styrelsens referensportfölj	Strategisk allokering (SA) som operationaliserar styrelsens referensportfölj	Operativa portföljen som operationaliserar DNP & DNP+.	Investeringsbeslut fattas i Allokeringskommittén (AK) och Fondkommittén (FK) där VD har veto
	Underlag	ÖT & fondens förvaltningsförsäkringar	Strategisk allokering & portföljförsäkringar	ALM- & portföljanalyser	DNP & rådande marknadsförsäkringar	Investeringsanalyser
Allokerings-ansvar	Beslut	Allokeringsgruppen (AC) fattar beslut om den Strategiska portföljen	CIO medverkar i beslut om OP och beslutar om den dynamiska allokeringen (DA) via Strategikommittén (SK)	CIO operationaliserar SA samt Taktisk allokering (TAA) i investeringsportföljen	Allokering, Likvida Marknader och Analys (ALMA) fattar allokeringsbeslut	
	Underlag	ÖT, ST & marknadsanalyser	SA, OP & Marknads- och portföljanalyser	VD:s beslut om SA. TAA grundas i modellanalyser	DNP & tillgångs- och marknadsanalyser	
Operativa förvaltningen	Beslut	Specifika investeringsmandat tilldelas Förvaltare	Förvaltare tilldelas beslutsmandat för värdepappersval	Samtliga förvaltare tilldelas ett strategiskt allokeringsmandat	Inom ALMA delegeras mer fokuserade investeringsmandat	
	Underlag	Beslut av AG & kortsiktiga marknadsanalyser	OP & marknadsanalyser	SA & marknadsanalyser	Samma som för ALMA	

Figur 1: Översikt allokeringsbeslut med icke uttömmande exempel på vad besluten omfattar samt underlag

Första-Fjärde AP-fonderna

Gemensamt för Första–Fjärde AP-fonderna är att styrelsen fastställer de övergripande riktlinjerna för den strategiska allokeringen. Besluten grundas på AP-fondernas uppdrag och det lagstadgade målet att maximera nyttan för pensionssystemet. För att identifiera pensionssystemets behov och optimera nyttan genomför samtliga fonder ALM-analyser, dock med viss variation i utsträckning och utformning. Bland buffertfonderna utmärker sig Andra AP-fonden genom en särskilt tydlig koppling mellan ALM-analysen, avkastningsmålen och den strategiska allokeringen.

Styrelserna för Första, Andra och Fjärde AP-fonderna fastställer referensportföljer som fungerar som ramverk för VD:s mandat och kapitalförvaltningens utformning av den faktiska portföljen. Förvaltningsorganisationen tar fram beslutsunderlag för dessa portföljer, vilka styrelsen godkänner. Vid sällsynta tillfällen beslutar styrelsen om förändringar i riktlinjerna. Mandatet att operationalisera referensportföljen genom strategiska allokeringsbeslut delegeras till VD. Ett element i detta är att VD tenderar att anpassa portföljutformningen efter AP-fondens unika förvaltningsförutsättningar.

Tredje AP-fondens allokeringsbeslut på styrelsenivå inkluderar inte en referensportfölj. Däremot beslutar styrelsen om en utvärderingsportfölj (LSP). För att utforma VD:s kapitalförvaltningsmandat fastställs exponerings- och allokeringsintervall inom vilka den strategiska portföljen ska hållas. Inom dessa ramar utformar VD en strategisk allokering som informerar delegationsordningen inom organisationen.

På en generell nivå vidaredelegerar VD:arna i Första–Fjärde AP-fonderna ett övergripande allokeringsmandat till en individ, beslutskommitté eller avdelning, som ansvarar för att operationalisera styrelsens och VD:s riktlinjer genom strategiska allokeringsbeslut. Mer detaljerade beskrivningar av buffertfondernas specifika delegationsordning återfinns i kapitel 4 till 8. Samtliga fonder har en taktisk eller dynamisk dimension i sin placeringsverksamhet, med beslut på kort- eller medelfristig sikt som ofta baseras på kvantitativa marknadsanalyser. Inom Första och Andra AP-fonderna fattas majoriteten, eller samtliga, allokeringsbeslut av beslutskommittéer, antingen genom kommitténs samlade beslut eller enskilda deltagares mandat. Fjärde AP-fonden fattar investeringsbeslut om illikvida tillgångar via en beslutskommitté. Tredje AP-fonden har en beslutsstruktur där allokeringsbeslut inom illikvida investeringar kan fattas av relevant kommitté. Övriga allokeringsbeslut hanteras av relevant kommitté men beslutas av enskilda förvaltare.

Allokeringsmandatet vidaredelegerar mer specifika investeringsmandat till enskilda förvaltare inom respektive buffertfond. Portföljförvaltarnas mandat är därmed en förlängning av allokeringsmandatet som i högre grad fokuserar på värdepappersurval och mer avgränsade tillgångsslag. Inom Första, Andra och Fjärde AP-fonderna tillämpar portföljförvaltarna både en långsiktig och kortsiktig tidshorisont, vilket möjliggör såväl strategiska som taktiska eller dynamiska investeringsbeslut. Tredje AP-fonden tillämpar en allokeringsmetodik där det taktiska mandatet hanteras som ett "overlaymandat"¹ på CIO²-nivå. De vidaredelegerade mandat som tilldelas portföljförvaltare längre ut i organisationen är därmed primärt inriktade på långsiktiga strategiska allokeringsbeslut.

¹ Overlaymandat är ett investeringsmandat där förvaltaren använder derivat eller andra instrument för att hantera övergripande risker eller specifika marknadsexponeringar för en portfölj utan att direkt påverka förvalta de underliggande tillgångarna.

² Kapitalförvaltningschef (eng: Chief Investment Officer, förkortat CIO)

Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fondens styrelsebeslut skiljer sig från övriga buffertfonder, vilket är en naturlig konsekvens av fondens uppdrag att enbart investera i onoterade aktier. I stället för att fastställa en fördelning mellan tillgångsslag beslutar styrelsen om allokeringsstrategier samt investeringsramar, vilket utgör VD:s mandat. Av ramarna framgår att styrelsen ska godkänna samtliga nya relationer till fondförvaltare samt beslut som avviker från fondens övergripande strategi. VD och kapitalförvaltningen har därmed mandat att fatta investeringsbeslut om befintliga fondförvaltare inom strategins ramar. Förvaltningsorganisationen tillämpar en kommittéstruktur baserad på en dualitetsprincip. Den första instansen, Allokeringskommittén, granskar och godkänner investeringsbeslut innan de förs vidare till Fondkommittén för slutligt beslut, förutsatt att Fondkommittén har mandat att fatta beslutet. I det fall att beslutet överskrider Fondkommitténs mandat hänskjuts ärendet till styrelsen.

2.1.2 Uppföljning

AP-fondernas uppföljningsstruktur kan övergripande kategoriseras i nivåer som liknar deras delegationsordningar. De förvaltare och mandat som är närmast investeringsbesluten samt den löpande uppföljningen och rapporteringen sammanställer och tar fram material. Därefter eskaleras materialet till högre beslutsinstanser och paketeras i relevant format för respektive nivå. Figur 2 ger en övergripande bild av buffertfondernas uppföljningsstruktur och inkluderar ett icke fullständigt urval av uppföljningsområden. Den övergripande uppföljningsstrukturen inom Första–Fjärde AP-fonderna respektive Sjätte AP-fonden beskrivs mer ingående i följande avsnitt.

	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6
Styrelsen	- Årlig uppföljning av resultat och investeringsövertyg- elser. Även kvartals- och halvårsrapporter - Löpande uppföljning av bl.a. risk, avkastning och portfölj	Löpande uppföljning av VD-brev, makroläget och styrelserapport	- Portföljgenomgång från CIO vid samtliga sammanträden (inkl. risk och avkastning) - Månatlig risk- och resultatrapport från riskkontroll - Månadsbrev	- Löpande uppföljning av bl.a. VD:s rapport, Marknadssyn och positionstagande samt Avkastning och risk - Delges kvartals-, halvårs- och årsrapporter	- Tertial- & årsvis: Resultat och Investeringspolicy - Halvårs- & årsvis: Prognos, underlag investeringsramar och likviditet - Löpande: portföljen, ESG och investeringsbeslut. Även VD:s månadsbrev
VD	- Ansvarar för rapportering till styrelse, bl.a. års-, halvårs, kvartals- och månadsrapport - Följer upp portföljen löpande, bl.a. via AG	- Delar material till styrelsen - Löpande uppföljning av portföljen - Annual Partner Review (APR) och Manager Review (MR)	- Delar mötesunderlag och månadsbrev till styrelsen - Löpande uppföljning av portföljen, bl.a. från CIO och kommittéer - Årlig riskrapport	- Rapporteringsansvar gentemot styrelsen "Löpande utveckling av aktiva mandat" - Löpande portfölj- uppföljning, bl.a. från ALMA	- Tar fram material till styrelseuppföljning - Löpande uppföljning via internt datasystem och AK - Månatligt stormöte
Allokering- ansvar	Allokeringsgruppen följer upp positioner 3 gånger i veckan	SK följer löpande upp avkastning, risk, allokering och exponering samt MR	- CIO följer löpande upp mandat inom SA, bl.a. Via kommittéer - Rapporterar TAA- positioner	ALMA följer upp OP löpande och tar fram material kvartalsvis till Strategiska Portföljmöten,	
Operativa förvaltningen	Löpande uppföljning via "Liven" (fondens analysystem)	- Löpande uppföljning av portföljen via analysystem - Måndagsfikor där resultatet diskuteras	Löpande uppföljning av portföljens via fondens analysystem	- Löpande uppföljning av positioner - Risk och Verksamhets- stöd följer upp limiter via trafikljus	

Figur 2: Översikt av uppföljningsstrukturer med icke uttömmande exempel på vad uppföljningen omfattar

Första-Fjärde AP-fonderna

Förvaltare i samtliga buffertfonder övervakar portföljens avkastning och risk löpande. För att säkerställa en kontinuerligt uppdaterad rapportering har fonderna implementerat digitala analys- och rapporteringssystem. Dessa system är tillgängliga på samtliga organisationsnivåer, vilket främjar transparens och sprider kunskap om portföljens resultat inom förvaltningsorganisationen.

Det övergripande allokeringsmandatet, som tilldelas VD och vidaredelegeras internt till beslutskommittéer, enskilda beslutsfattare eller avdelningar, omfattar ett löpande uppföljningsansvar för den operativa portföljen. Uppföljningen baseras vanligtvis på framtaget material som på den mest grundläggande nivån presenterar portföljens tillgångsslag, risk och avkastning. För Första-Tredje AP-fonderna sker uppföljningen inom organisationens kommittéer. Inom Fjärde AP-fondens genomförs mandatet för Allokering, Likvida Marknader och Analys (ALMA) kvartalsvisa Strategiska Portföljmöten där avkastning, risk och mandatuppföljning behandlas.

På ett övergripande plan rapporterar och informerar allokeringsmandatet VD om portföljens resultat. Utöver detta har VD, liksom övriga organisationsmedlemmar, tillgång till de löpande digitala rapporter som genereras av AP-fondernas analys- och rapporteringssystem. Därmed tillämpar VD:arna i samtliga fonder en aktiv uppföljning av portföljen och förvaltningsverksamheten, både genom direkta samtal med allokeringsansvariga och digitala verktyg. På en mer detaljerad nivå skiljer sig dock sättet som VD delges information från förvaltningen. I Första och Tredje AP-fonderna deltar VD i kommittéer som löpande följer upp portföljens positioner. På liknande sätt får VD:arna för Andra och Fjärde AP-fonderna regelbunden rapportering, bland annat om respektive fonds allokeringsmandat. Fjärde AP-fonden har en särskild uppföljningsprocess, "Löpande utveckling av aktiva mandat", som syftar till att analysera och förbättra allokeringsmandaten. Andra AP-fonden har en liknande utmärkande, där externa och interna mandat granskas genom "Annual Partner Review" och "Manager Review".

En annan övergripande likhet mellan AP-fondernas uppföljningsstrukturer är VD:arnas informations- och rapporteringsskyldighet gentemot sina styrelser. Detta ansvar omfattar bland annat framtagande av material och beslutsunderlag i samarbete med kapitalförvaltningen. Materialet utgör grunden för styrelsernas löpande uppföljning av portföljens risk och avkastning vid samtliga sammanträden. Utöver den kontinuerliga uppföljningen behandlar styrelserna specifika områden vid olika tillfällen, ofta enligt ett förutbestämt årshjul. Exempelvis kan kvartals-, halvårs- eller årsrapporter föranleda en något avvikande styrelseuppföljning.

Sjätte AP-fonden

Till följd av att Sjätte AP-fonden enbart förvaltar onoterade aktier (eng: private equity) skiljer sig dess uppföljningsstruktur från övriga buffertfonder. Den mest framträdande uppföljningen sker mellan VD och styrelsen och följer ett förutbestämt årshjul. Styrelsen får tertial- och halvårsrapporter om portföljens avkastning i förhållande till investeringspolicyn, samt halvårs- och årsrapporter som redovisar fondens långsiktiga prognos, likviditet och investeringsramar. På löpande basis presenteras portföljens avkastning, ESG-resultat och investeringsbeslut. Utöver detta mottar styrelsen ett månadsbrev från VD.

Förvaltningsorganisationen följer dagligen upp portföljens avkastning via Sjätte AP-fondens analys- och rapporteringssystem, som uppdateras i realtid. Vid månadsvisa monitoreringsmöten kan

verksamheten extrahera färdiga rapporter över portföljens resultat från detta system. Portföljens utveckling följs även upp vid Allokeringskommitténs sammanträden.

2.1.3 Information som delges regeringen och riksdagen

Styrelsen utgör länken mellan AP-fondernas verksamhet och regeringen, där styrelseordföranden för dialoger med Regeringskansliet. Kommunikationen mellan styrelsen och Regeringskansliet är dock begränsad både i frekvens och omfång, i enlighet med lagens krav på AP-fondernas självständiga styrning. Årligen deltar styrelseordförande och VD för respektive AP-fond i ett möte med Regeringskansliet, där fondens resultat för det gångna året rapporteras. Utöver detta publicerar AP-fonderna sina årsredovisningar som är tillgängliga för regeringen och riksdagen. Sjätte AP-fonden publicerar dessutom en årlig styrelseutvärdering.

Regeringen tar även fram en årlig utvärdering av AP-fonderna, "Redovisning av AP-fondernas verksamhet", som rapporteras till riksdagen.

2.2 Valuta

2.2.1 Styrelsebeslut och VD-mandat

Beslut om valutaexponering och säkring följer samma delegationsordning som tillgångsallokeringen. Figur 4 sammanfattar buffertfondernas övergripande beslutsstrukturer avseende valuta på respektive nivå, vilka beskrivs mer ingående i följande avsnitt. Sammanfattningen är ett icke uttömmande urval av de uppföljningsområden som beskrivs i kapitel 4 till 8.

	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6
Styrelsen	- Valuta är ett medel för att justera portföljens diversifiering och risk - Valutaexponering fastställs i ÖT och uppgår till ~50% av lagens limit	- Mål med valutabeslut är att minimera risk - Modeller identifierar riskminimerande nivå - Beslut om valutaexponering i SA och strategisk Riskram	- Valuta är en risk som kan generera avkastning på kort sikt - Beslut om ett exponeringsintervall samt valutaexponering i LSP	- Mål med valutabeslut är att minimera risk - Modeller identifierar riskminimerande spann, som styrelsen godkänner - Långsiktigt benchmark i DNP	Uteslutande fokus på valutasäkringar till följd av lagens begränsning
VD	VD beslutar inte om valuta i ST utan tillämpar samma exponering som ÖT	OP tillämpar samma nivå av valutaexponering som den SA	- Beslut om valuta i OP - VD delegerar mandat till CIO	Beslut om Strategisk valutahantering i OP	- VD:s instruktion för valutasäkring - Valutasäkrar utifrån känd exponering och endast i den mån lagen kräver
Allokeringsansvar	- ÖT:s viktiger informerar SP - AG:s beslut om SP grundas i analyser av växelkurser	DA tar aktiva valutapositioner utifrån värderingsmässiga nyckeltal	- Aktivt absolutavkastande mandat tilldelas TAA - Valutasäkringsmandat delegeras till treasuryfunktionen via chef Räntor och Valuta	Beslutar om värderingsdrivna positioner eller positioner med hög konfidens (som inte ryms i individuella mandat)	
Operativa förvaltningen	Valutamandat tilldelas chef för Exponering. Dock fattas samtliga valutabeslut av AG	Förvaltningen har ett mer begränsat valutamandat att nyttja kortsiktiga felprissättningar	- Treasuryfunktionen tillämpar (den nya) valutasäkringsmetodik - Tre aktiva valutamandat	- Taktisk valutaallokering tillfaller valutadivisionen som ett overlaymandat - Implementeringsmandat hanterar drift	

Figur 4: Beslutsstruktur med icke uttömmande exempel på syn på valuta, ramar och hantering på olika nivåer

Första-Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fonderna delar uppfattningen att valutaexponering utgör en risk som inte förväntas ge långsiktig avkastning. Därför fastställer respektive styrelse exponeringslimiter för att begränsa valutarisken till en rimlig nivå. Andra och Fjärde AP-fonderna betonar användningen av optimeringsmodeller för att identifiera ett riskminimerande spann för valutaexponeringen. Första AP-fondens styrelse tillämpar en strategi där valutasäkringen motsvarar hälften av den lagstadgade gränsen. Tredje AP-fonden vägleds av LSP:s aktievikt samt av styrelsens exponeringsintervall för valuta.

Styrelsens övergripande riktlinjer utgör VD:s mandat att besluta om strategisk valutahantering inom ramen för den operativa portföljen. För Första och Andra AP-fonderna tillämpar VD:arna den valutaexponeringsnivå som styrelsen fastställt, vilket motiveras av att valutarisk inte förväntas ge en långsiktig riskpremie.

Nästföljande beslutsnivå, det övergripande allokeringsansvaret, har en framträdande roll i Första–Fjärde AP-fondernas valutahantering. Allokeringsansvaret innefattar taktiska eller kortsiktiga

allokeringsbeslut, vilka tillämpar en kortare tidshorisont än strategiska beslut. Positionstagnung i valuta lämpar sig väl för denna tidshorisont, då tillfälliga felprissättningar av valuta kan generera avkastning på kort sikt. Därmed blir valutapositioner en naturlig och central del av den taktiska eller dynamiska allokeringen. Beslut på denna nivå grundas vanligtvis på kvantitativa analyser av valutakurser.

Utöver det övergripande allokeringsansvaret tilldelas specifika valutamandat till portföljförvaltare, vars omfattning och utformning varierar mellan AP-fonderna. Inom Första AP-fonden tilldelas valutamandatet till chefen för Exponering, men samtliga valutabeslut fattas inom Allokeringsgruppen (AG). Andra AP-fonden har ett relativt begränsat mandat för portföljförvaltare att ta aktiva positioner i valuta, då de flesta valutabeslut fattas inom ramen för den Dynamiska Allokeringen, via Strategikommittén. Tredje och Fjärde AP-fonden skiljer sig från Första och Andra AP-fonden genom att beslut om valuta fattas inom enskilda portföljförvaltares mandat. Inom Tredje AP-fonden finns både ett aktivt valutaplaceringsmandat och ett valutasäkringsmandat, som tilldelas enskilda förvaltare. Portföljförvaltare i Tredje AP-fonden har även ett overlaymandat för valutasäkring, inom ramarna för fondens valutastrategi och riktlinjer.

Sjätte AP-fonden

Givet lagens begränsning om maximalt 10 procent valutaexponering tar Sjätte AP-fonden inga aktiva valutapositioner, utan fokuserar uteslutande på valutasäkring. Styrelsen inför inga ytterligare begränsningar utöver lagkravet utan delegerar beslut om valutasäkring till VD, som upprättar en Instruktion för valutasäkring. Instruktionen fastställer att valutasäkring endast genomförs utifrån portföljens kända exponering. Vidare anges att valutaexponeringen bestäms av fondförvaltarnas underliggande bolagsinnehav, vilket fastställs genom en så kallad "Level 2"-analys av Sjätte AP-fondens portfölj. Av VD:s instruktion framgår att valutasäkring enbart ska ske i den omfattning som lagen kräver.

2.2.2 Uppföljning

Första-Fjärde AP-fonden

Valuta följs upp på motsvarande sätt som tillgångsallokeringen, då den är en integrerad del av portföljens avkastning och risk. Därmed inkluderas valuta i uppföljningen på samtliga nivåer: styrelse, VD, allokeringsmandatet och den operativa förvaltningen.

På styrelsenivå berörs valuta i den löpande rapporteringen i samtliga buffertfonder. Första och Fjärde AP-fonderna tillämpar även fördjupade genomgångar av valutaförvaltningen och dess investeringsprocess. Utöver styrelserapporteringen betonas valuta i allokeringsmandatets uppföljning av den taktiska eller dynamiska allokeringen i respektive AP-fond. Detta är en naturlig följd av att beslut om valutapositioner fattas inom ramen för dessa kortsiktiga allokeringsbeslut. Den specifika uppföljningen av valuta sker enligt följande:

- **Första AP-fonden:** Uppföljning sker inom Allokeringsgruppens (AG) uppföljning av SP.
- **Andra AP-fonden:** Strategikommittén och CIO följer upp den Dynamiska Allokeringen.
- **Tredje AP-fonden:** Investeringskommittén och CIO följer upp den taktiska valutaallokeringen.
- **Fjärde AP-fonden:** Löpande uppföljning av taktiska allokeringsbeslut sker inom ALMA och dess valutamandat.

Sjätte AP-fonden

Till följd av valutans centrala roll i Sjätte AP-fondens förvaltning följs den upp frekvent på samtliga organisationsnivåer. Hedgeportföljen³ granskas veckovis av VD och CFO, där uppföljningen omfattar både exponering och likviditetseffekter. Valutasäkringen rapporteras även tertialvis till Risk- och revisionsutskottet (RU), där den först granskas och kommenteras innan den presenteras för styrelsen. Utöver detta behandlas valutafrågor regelbundet i VD:s månadsbrev.

2.2.3 Påverkan på förvaltningen

Första-Fjärde AP-fonderna

För Första-Fjärde AP-fonderna är den lagstadgade gränsen för valutaexponering 40 procent. Hur denna limit påverkar buffertfonderna varierar beroende på deras investeringsfilosofi, styrning och förvaltningsstrategi.

Första AP-fondens förvaltning påverkas i relativt hög utsträckning av den lagstadgade valutaexponeringslimiten, då den begränsar portföljens möjlighet att optimera risktagandet. Trots välutvecklade processer för limituppföljning och hantering kan lagens restriktioner leda till framtvingade investerings- och avyttringsbeslut som inte nödvändigtvis gynnar portföljens totala avkastning. Dessutom har Första AP-fondens valutasäkring under de senaste åren gjort avkall på avkastningen. Portföljens resultat hade därmed kunnat stärkts ytterligare om den lagstadgade begränsningen togs bort.

Till skillnad från Första AP-fonden anser Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden att den lagstadgade exponeringslimiten har en mer begränsad påverkan på deras förvaltningsverksamhet. Andra AP-fonden baserar sin valutaexponering på optimeringsmodeller som identifierar den nivå som minimerar portföljrisken. Eftersom den optimala valutaexponeringen understiger 40 procent, bedöms lagens limit ha en begränsad effekt på portföljförvaltningen. På samma sätt har Fjärde AP-fonden identifierat ett riskminimerande spann för valutaexponering, där den övre gränsen på 40 procent överensstämmer med lagens limit. Därutöver justerar DNP ner den övre exponeringsgränsen med 5 procentenheter. Då det optimala spannet fastställts oberoende av externa regleringar, bedöms Fjärde AP-fondens strategi och målnivåer för valutaexponering sannolikt förbli oförändrade om lagens limit togs bort. Slutligen har Tredje AP-fondens styrelse fastställt ett valutaexponeringsspann på 10 till 30 procent, baserat på den önskade risknivån i portföljen.

Lagens valutaexponeringslimit kan antas ha påverkat Första AP-fonden. Däremot har Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna inte uttryckt någon tydlig påverkan från lagens restriktioner på deras förvaltningsverksamheter.

Sjätte AP-fonden

För att inte överstiga 10 procent valutaexponering valutasäkrar Sjätte AP-fonden sin globala portfölj. Detta hämmar dock fondens likviditet, vilket i praktiken innebär att valutarisken konverteras till en likviditetsrisk. Eftersom Sjätte AP-fonden är en stängd fond påverkas investeringsverksamheten i hög grad av den nuvarande laglimiten av valutaexponering, särskilt vid de tidvis kraftigt fluktuerande

³ Hedgeportföljen refererar till portföljen i utländsk valuta som valutasäkras

valutakurser. Konsekvenserna av detta har blivit framträdande de senaste åren då fonden har behövt nyttja sin likviditetsbudget till valutaterminer. Portföljens likviditet hade därmed kunnat stärkts om lagens limiter togs bort, vilket i sin tur hade kunnat öka fondens möjligheter till co-investeringar.

2.3 Illikvida investeringar

2.3.1 Investeringsprocessen

Första-Fjärde AP-Fonderna

Investeringsprocessen för illikvida tillgångar bygger på en strukturerad metodik för att säkerställa välgrundade beslut och en effektiv kapitalförvaltning. Trots vissa variationer mellan fonderna följer Första–Fjärde AP-fondernas processer en liknande struktur: 1) Marknadskartläggning och urval, 2) Screening och initial analys, 3) Due diligence och riskbedömning samt 4) Investeringsbeslut och avtalsskrivning.

Processen inleds med en marknadskartläggning där potentiella investeringsmöjligheter identifieras. Kartläggningen sker internt och kompletteras med propäer från externa aktörer. Inom framför allt deltagsslaget onoterade aktier föranleds investeringar av långtgående dialoger och utvärderingar av potentiella fondförvaltare (eng: General Partners, GP). Potentiellt intressanta investeringsmöjligheter registreras och dokumenteras i listformat.

I nästa steg analyseras och utvärderas investeringsmöjligheterna i ett initialt urval, där Första och Andra AP-fonderna utgår utifrån en lista med fördefinierade kriterier i utvärderingen. Investeringsalternativ som bedöms intressanta och strategiskt lämpliga går vidare till en formell genomlysning (eng: due diligence). Denna genomlysning omfattar en detaljerad analys av avkastningsförväntningar, risker, bolagsstyrning, hållbarhet samt finansiella och legala aspekter. Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden genomför genomlysningen internt för samtliga tillgångsslag och investeringsstrukturer. Första AP-fonden genomför genomlysning av direktinvesteringar internt men samarbetar med en extern aktör för genomlysning inom tillgångsslaget onoterade aktier. Tredje AP-fonden särskiljer sig genom att anpassa genomförandeprocessen beroende på om motparten är ny eller befintlig. Vid både direktinvesteringar och fondutfästelser krävs godkännande från Risk Management Committee (RMC) vid nya motparter.

Den formella genomlysningen resulterar i beslutsunderlag som granskas och presenteras för fondernas investeringskommittéer.

- **Andra och Fjärde AP-fonden** fattar investeringsbeslut i illikvida tillgångar inom sina investeringskommittéer.
- **Första AP-fonden** presenterar investeringsmöjligheter i sin beslutande kommitté, där beslut fattas om investeringar i samtliga illikvida tillgångsslag, med undantag för onoterade aktier.
- **Tredje AP-fonden** presenterar också samtliga investeringsmöjligheter i den ansvariga kommittén, som har mandat att fatta investeringsbeslut.

För beslut som överskrider mandatet för kommittén eller ansvarig förvaltare, eskaleras ärendet i regel till styrelsen för slutgiltigt investeringsbeslut. Därefter inleds en avtalsprocess där villkor förhandlas med stöd av en intern eller extern jurist. Efter ett signerat avtal förs tillgången in i portföljen och

registreras i interna system. Väl i Första–Fjärde AP-fondernas portföljer monitorernas investeringar löpande.

Sjätte AP-Fonden

Investeringsprocessen för Sjätte AP-fonden kännetecknas av en bottom-up-ansats som tillämpas på samtliga fondutfästelser och co-investeringar. Likt Första–Fjärde AP-fonderna följer processen en strukturerad metodik som omfattar följande steg: 1) Sourcing, 2) Urval, 3) Due diligence, 4) Investeringsbeslut och onboarding samt 5) Monitorering av program.

Merparten av Sjätte AP-fondens fondutvärderingar görs med befintliga relationer (eng: re-ups). I tillägg utvecklar Sjätte AP-fonden kontinuerligt sin portfölj och utvärderar löpande nya fondrelationer i en sourcing-fas. De investeringsmöjligheter som bedöms relevanta i denna fas registreras i fondens pipeline och utvärderas genom möten med fondförvaltare. Intressanta investeringar förs därefter in i Sjätte AP-fondens portföljssystem, vilket bildar det initiala urvalet av relevanta fonder. För att säkerställa en strategisk portföljsammansättning används datadrivna modeller som analyserar investeringsbehov utifrån parametrar såsom geografi, exponering och tidsram (eng: vintage).

Nästa steg är formell genomlysning (eng: due diligence), som är uppdelad i beslutspunkter eller "gates", G1 till G3. Vid G1 avgörs om vidare analys krävs, medan G2 används för att utreda specifika frågor som kan avgöra huruvida en fullständig genomlysning ska initieras. Investeringar som godkänns efter G1 och G2 går vidare till due diligence-fasen, där en djupgående granskning av finansiella, juridiska och hållbarhetsrelaterade aspekter genomförs. Resultaten sammanfattas i ett scorecard, som poängsätter investeringen. Detta inkluderas sedan i G3, vilket innefattar investeringens beslutsunderlag.

Det slutgiltiga godkännandet ges av Allokeringskommittén och Fondkommittén. Godkända fondutfästelser och co-investeringar monitoreras löpande för att säkerställa en konsekvent hög kvalitet i förvaltningen.

2.3.2 Uppföljning

Första-Fjärde AP-fonderna

Rapporterings- och uppföljningsprocessen för illikvida tillgångar följer i stora drag den generella rapporteringsstrukturen inom Första–Fjärde AP-fonderna. Dock skiljer sig rapporteringen i vissa avseenden, på grund av tillgångarnas specifika karaktär och krav på uppföljning. Nedan presenteras en kortare sammanfattning av utvalda uppföljningsområden per fond. Mer ingående beskrivningar återfinns i kapitel 4 till 8.

Mot styrelsen rapporteras den illikvida portföljen och dess avkastning löpande. Rapporteringen föregås i regel av ett beredande utskott, som granskar och förbereder presentationsmaterialet inför styrelsens sammanträden. Den illikvida portföljen inkluderas även i kvartals-, halvårs- och helårsrapporter. Första AP-fonden presenterar en djupgående halvårsrapport om den illikvida portföljen och dess marknadsläge. Andra AP-fonden genomför årligen en Annual Partner Review (APR), som presenteras för styrelsen. Tredje AP-fonden rapporterar årligen de investeringar som har genomförts. Fjärde AP-fonden tillämpar fördjupade diskussioner om tillgångsslaget i styrelsen en till

två gånger per. Därtill bjuder Tredje och Fjärde AP-fonderna in representanter från de direktägda innehaven till styrelsemöten för att ge ytterligare insikter om förvaltningen.

Förvaltningsverksamheten inom Första–Fjärde AP-fonderna följer upp illikvida investeringar löpande.

- **Andra och Tredje AP-fonderna** har kommittéer som hanterar uppföljningen av illikvida tillgångar, där även kvartalsrapporter om tillgångsslaget presenteras.
- **Andra AP-fonden** genomför dessutom en Annual Partner Review (APR) årligen.
- **Första och Fjärde AP-fonderna** har avdelningar och dedikerade förvaltningsmandat som ansvarar för förvaltningen och den kontinuerliga uppföljningen av illikvida tillgångar.
- **Fjärde AP-fondens** ansvariga mandat fastställer en årlig strategi för illikvida tillgångar, vilken också följs upp med samma frekvens.

Sjätte AP-fonden

Givet att Sjätte AP-fonden uteslutande förvaltar onoterade aktier (eng: private equity) tillämpas den uppföljningsstruktur som beskrivs i avsnitt 2.1.2 konsekvent inom hela verksamheten. Därmed presenteras ingen ytterligare uppföljningsstruktur i detta avsnitt.

2.4 Slutsatser och bedömningar

I detta avsnitt presenteras Arkwrights övergripande slutsatser, bedömningar och rekommendationer inom allokeringarbeslut, positionstagning i valuta och valutasäkring samt illikvida investeringar. För fondspecifika slutsatser, bedömningar och rekommendationer hänvisas läsaren till kapitel 4 till 8.

2.4.1 Slutsatser och bedömningar avseende allokeringarbeslut

På en övergripande systemnivå är tre aspekter av strategiska allokeringarbeslut särskilt centrala att belysa: i) beslutsprocessen för och uppföljning av tillgångsallokering, ii) Första–Fjärde AP-fondernas oberoende och självständiga ALM-analyser samt iii) kompetenskontinuitet i Första–Sjätte AP-fondernas styrelser. Dessa tre områden fördjupas i följande avsnitt.

Arkwrights rekommendationer avseende allokeringarbeslut

- Djupgående analysera beslutsstrukturen och framtagandeprocessen för ALM-analysen samt överväga en konsolidering av denna process för buffertfonderna.
- För att säkerställa en långsiktig kompetensförsörjning i styrelserna rekommenderar Arkwright en översyn och anpassning av styrelseledamöternas arvodesnivåer.

Beslutsprocesserna för, och uppföljning av, allokeringarbeslut i Första–Sjätte AP-fonderna

Samtliga buffertfonder har unika allokeringarprocesser som till varierande grad liknar varandra. Trots strukturella skillnader kan det konstateras att respektive fond har gedigna processer för allokeringarbeslut, som faciliterar efterlevnad av fondernas strategier och möjliggör välgrundade investeringsbeslut. Vidare föreligger en tydlig ansvarsfördelning där samtliga centrala organisationsnivåer är involverade. På samma sätt bedömer Arkwright att samtliga buffertfonder

tillämpar en välstrukturerad uppföljning och rapportering, som på ett allomfattande och kontinuerligt sätt behandlar centrala aspekter av respektive fonds kapitalförvaltning. Sammantaget anser Arkwright att buffertfondernas processer och uppföljning inom allokeringsbeslut är av god kvalitet och stämmer väl överens med önskvärda styrningsriktlinjer som identifierats av forskning.

De senaste åren har en utveckling observerats bland AP-fonderna, där styrelsen generellt har delegerat större allokeringsansvar till VD med organisation. Första AP-fondens kapitalförvaltning tilldelades ett större allokeringsmandat i samband med implementering av VD:s referensportfölj, ST. Allokeringsmandatet breddades ytterligare av den nyliga utökningen av aktiv risk. Även Sjätte AP-fondens styrelse utökade organisationens allokeringsmandat när VD tillträdde och införde fondens nuvarande kommittéstruktur. Det senaste exemplet på denna trend är Andra AP-fonden, som under 2024 överlät ett större kapitalförvaltningsansvar till organisationen. Fram till 2024 beslutade Andra AP-fondens styrelse om delar av den operativa portföljen, ett ansvar som numera tillfaller VD. För Tredje och Fjärde AP-fonderna tillfaller också en stor del av ansvaret organisationen, trots att ett tydligt skifte inte har påvisats.

Arkwright ser positivt på trenden av utökat mandat som delegeras från styrelsen till VD och kapitalförvaltningsorganisationen. Denna ståndpunkt finner stöd i forskning och låter styrelsen få en tydligare roll i styrning och uppföljning, samt mer tonvikt på övergripande strategiska frågor.

Betydelse av ALM inom Första-Fjärde AP-fondernas allokeringsbeslut

Enligt det lagstadgade målet för placeringsverksamheten ska Första-Fjärde AP-fonderna förvalta fondmedlen på ett sådant sätt att de bidrar till största möjliga nytta för pensionssystemet. För att lyckas med detta krävs att AP-fondernas strategiska tillgångsallokering bidrar till att pensionssystemets totala tillgångar överstiger skulderna, det vill säga att balanstalet hålls över 1. När avkastningen på buffertfondernas kapital är högre än tillväxten i genomsnittsinkomsten (inkomstindex) bidrar fonderna till att stärka balanstalet. I ett scenario där pensionssystemets skulder överstiger dess tillgångar aktiveras den automatiska balanseringsmekanismen, den så kallade "bromsen", vilket medför en temporär nedjustering av utbetalda pensioner. Pensionssystemets balanstal kan liknas vid de ömsesidiga livförsäkringsbolagens mått på solvens i form av kollektiv konsolideringsgrad, det vill säga värdet på dess tillgångar i relation till de pensionsåtaganden som garanterats och villkorats i försäkringsbolagen. Vid en konsolideringsgrad under 100 är värdet på tillgångarna lägre än värdet på pensionsskulden, vilket innebär att livbolaget är underfonderat.

För att uppnå en avkastning som bidrar med maximal nytta till pensionssystemet måste avkastningsmål balanseras mot en risknivå som säkerställer en utbetalningsförmåga enligt AP-fondernas förpliktelser. En hög avkastning begränsas ofta av en ovilja att ta alltför stora risker, vilket kan leda till betydande kapitalförluster. Att fastställa mål innebär därmed att prioritera mellan avkastning och risk, för att säkerställa att balanstalet överstiger 1. På lång sikt krävs en högre risknivå för att stärka balanstalet, medan en lägre risk kan vara fördelaktig på kort sikt. Förmågan att hantera dessa, delvis motstridiga, faktorer inom den strategiska tillgångsallokeringen bygger på djupgående analyser av kassaflöden, inflation och skuldduration. För ändamålet nyttjar Första-Fjärde AP-fonderna sina egna Asset Liability Management (ALM)-modeller. Dessa modeller analyserar pensionssystemets finansiella ställning, generellt med utgångspunkt i negativa marknads- och demografiska scenarier. Analysens utfall ligger till grund för riskaptiten som fastställs av respektive fond.

Första–Fjärde AP-fonden genomför egna ALM-analyser som grund för allokeringsbeslut. Arkwright anser att respektive fond genomför gedigna ALM-analyser som är väl anpassade till deras uppdrag. Däremot leder separata analyser oundvikligen till skilda uppfattningar av åtagandebilden mellan fonderna. Arkwright bedömer att detta medför vissa fördelar, men att nackdelarna väger tyngre. Fördelarna kan inkludera en diversifiering av strategisk risk, där fler analyser minskar sårbarheten för enskilda felaktiga antaganden. Dessutom leder de olika utfallen och tolkningarna av ALM-analyserna till distinkta strategiska allokeringar och mål, vilket skulle kunna anses skapa en diversifieringseffekt för pensionssystemet som helhet. Den autonomi som innehas av respektive fond skulle även kunna främja innovation och utveckling av nya metoder inom ALM-modellen, vilket bidrar till en kontinuerlig förbättring av analysarbetet.

De diversifierande fördelarna bör beaktas i relation till risken för en okoordinerad och isolerad ALM-analys mellan buffertfonderna som motverkar uppfyllelse av pensionssystemets samlade mål. När Första–Fjärde AP-fonderna utför egna ALM-analyser med antagandet att övriga fonder följer samma slutsatser – utan att detta är koordinerat – uppstår risker vid allokeringsbeslut. Detta blir särskilt påtagligt då buffertfonderna tillsammans endast förvaltar cirka 18 procent av pensionssystemets totala åtaganden. Riskerna av att AP-fonderna genomför fyra separata ALM-analyser kan sammanfattas i två övergripande punkter:

- **Begränsad systemöversikt:** En meningsfull ALM-analys förutsätter en holistisk syn på tillgångar och skulder. Isolerade antaganden om demografiska trender, marknadsrisk och skulddynamik riskerar dock att leda till en fragmenterad systemförståelse. Detta kan resultera i felaktiga premisser för ALM-analysen samt oförutsedda systemeffekter, särskilt med hänsyn till buffertfondernas begränsade andel av det totala pensionssystemet. Exempelvis kan buffertfonderna underskatta den övergripande systemrisken om ALM-analyserna inte beaktar de andra fondernas riskprofiler och allokeringsstrategier.
- **Risk för felaktig tillgångsfördelning:** Skilda ALM-analyser kan leda till divergerande målsättningar och motstridiga strategier mellan AP-fonderna. Detta kan till exempel leda till olika betoningar på långsiktiga realavkastningar och kortsiktig likviditet, där durationsproblem kan uppstå till följd av att buffertfondernas fokus på kortsiktiga kassaflöden inte matchar pensionsåtagandenas långsiktiga löptider. Vidare kan separata ALM-analyser och strategier för allokeringsbeslut skapa korrelationseffekter där fonderna oberoende ökar sin exponering mot samma tillgångsslag, vilket förstärker systemets sårbarhet för markandsvolatilitet.

Den autonomi som Första–Fjärde AP-fonderna har att självständigt utforma ALM-analyser, som underlag för sina allokeringsbeslut, har resulterat i delvis varierande synsätt på det lagstadgade målet och uppdraget. Arkwright har observerat två huvudsakliga betoningar i tolkningen av målet: att minimera pensionsbortfallet av en broms samt att generera en avkastning som väsentligt överstiger inkomstindex. Dessa olika betoningar har lett till fundamentala skillnader i styrning, investeringsfilosofi och kapitalförvaltning mellan AP-fonderna.

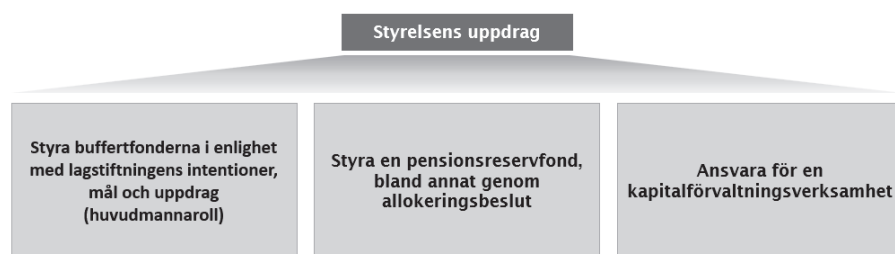
Den diversifieringseffekt som följer av att Första–Fjärde AP-fonderna genomför separata ALM-analyser bör även sättas i relation till buffertfondernas andel av det totala pensionssystemet. År 2024 motsvarade det förvaltade kapitalet inom Första–Sjätte AP-fonderna cirka 18 procent av pensionssystemets totala tillgångar. Därmed är relevansen av Första–Fjärde AP-fondernas ALM-analyser för systemets övergripande stabilitet att betrakta som begränsad. Därtill leder en analys som enbart omfattar 18 procent av systemet till en fragmenterad bild, där centrala aspekter exkluderas

och den samlade systemrisken riskerar att underskattas. En förutsättning för en framgångsrik ALM-analys är att den genomförs som en holistisk bedömning av pensionssystemets hela balansräkning, där buffertkapitalet utgör en delkomponent. Slutligen bör det understrykas att pensionssystemet har en enhetlig skuldstruktur som är objektiv snarare än subjektiv. Mot denna bakgrund bedömer Arkwright att en diversifiering av skuldsidan varken är nödvändig eller motiverad.

Sammantaget bedömer Arkwright att ALM-modellen fortsatt utgör ett centralt verktyg för att balansera avkastning och risk. Dess effektivitet begränsas dock av att Första–Fjärde AP-fonderna agerar isolerat, analyserar en begränsad del av systemets kapital och exkluderar nyckelkomponenter såsom de övriga fondernas riskprofiler. Mot denna bakgrund rekommenderar vi att det genomförs en djupgående analys av beslutsstrukturen och framtagandeprocessen för ALM-analysen, samt att en konsolidering av denna process för buffertfonderna övervägs. En sådan samordning skulle bidra till en mer heltäckande bild av fondernas samlade åtaganden och därigenom skapa tydligare och mer enhetliga riktlinjer för styrning och allokeringsbeslut.

Kontinuitet i Första–Sjätte AP-fondernas styrelser kompetens

Samtliga buffertfonder bedriver en kvalificerad och komplex kapitalförvaltning och har ett samhällsviktigt uppdrag. Styrelsen för respektive fond bär det yttersta ansvaret för verksamheten och dess resultat. Därmed har styrelseledamöterna ett centralt uppdrag gentemot såväl fonderna som pensionssystemet och samhället. Styrelsens uppdrag kan anses vara tredelat. På den mest övergripande nivån i) ansvarar styrelsen för att verksamheten bedrivs i enlighet med lagstiftningens intentioner, mål och uppdrag (huvudmannaroll). ii) Därtill har styrelsen det yttersta ansvaret för styrningen av en pensionsreservfond, vilket inkluderar de allokeringsbeslut som implementeras inom AP-fondernas förvaltning, iii) samt för kapitalförvaltningsverksamheten, inklusive utformningen av förvaltningsmandatet som tilldelas VD och vidaredelegeras inom organisationen (Figur 3).



Figur 3: Illustration av buffertfondernas styrelser tredelade uppdrag

För att styrelsen och dess ledamöter ska kunna utföra sitt uppdrag effektivt och säkerställa att pensionsfonderna bidrar med största möjliga nytta för pensionssystemet, är det avgörande att styrelsen besitter stark kompetens inom relevanta områden. Denna aspekt lyfts även fram i forskning inom styrning av pensionssystem, där styrelsens kompetens benämns som en kritisk faktor för att uppnå god styrning (Clark & Urwin, 2008).

Arkwright bedömer att samtliga buffertfonder i huvudsak har kompetenta styrelseledamöter och styrelser med kompletterande kunskaper och erfarenheter, vilket möjliggör en effektiv styrning av verksamheterna. Däremot finns begränsningar i mandatperiodens längd, och det är inte ovanligt att styrelseledamöter byts ut med relativt korta intervall. För att upprätthålla styrelsens kompetens och

kontinuitet ställs därför krav på rekryteringsprocessen att kontinuerligt identifiera och rekrytera kvalificerade kandidater. Däremot bedömer Arkwright att de aktuella ersättningsnivåerna kan utgöra hinder för rekryteringen på sikt, vilka inte kan uppvägas av andra drivkrafter hos potentiella styrelseledamöter, såsom exempelvis det samhällsuppdrag är en del av att leda en pensionsfond. Värt att notera är att datainsamlingen inte gav någon indikation på att ersättningsnivåerna påverkade nuvarande styrelseledamöters arbetsinsats eller engagemang negativt.

För att säkerställa långsiktig kontinuitet i styrelsens kompetens rekommenderar Arkwright en översyn och anpassning av styrelseledamöternas ersättningsnivåer.

2.4.2 Slutsatser och bedömningar avseende valuta

Beslutsprocessen för valutapositioner och valutasäkring följer i stora drag den för tillgångsallokering. Däremot bör valutaförvaltningen analyseras i ljuset av de lagstadgade limiterna om maximalt 40 procent exponering för Första–Fjärde AP-fonderna och 10 procent för Sjätte AP-fonden. I följande avsnitt analyseras exponeringslimiterna samt lämpliga beslutsinstanser för att fastställa dessa.

Arkwrights rekommendationer avseende positionstagning i valuta och valutasäkring

- För att ge större flexibilitet i kapitalförvaltningen och möjliggöra en mer effektiv valutahantering bör inte styrelsens mandat inom valutaexponering vara begränsat i lag.

Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fonderna har ett enhetligt förhållningssätt till valuta, som i huvudsak bygger på ett långsiktigt riskminimeringsperspektiv i kombination med en taktisk eller dynamisk allokering för att hantera kortsiktiga valutakursfluktuationer. Fondernas valutastrategi förenar därmed en långsiktig strategisk syn med möjligheten att utnyttja kortsiktiga felprissättningar, vilket bedöms vara en ändamålsenlig hantering av valuta i linje med det lagstadgade målet för placeringsverksamheten. Beslut och delegation av valutahantering följer samma processer som övriga allokeringsbeslut, vilket beskrivs i avsnitt 2.1.

En central aspekt av valutahanteringen är den lagstadgade begränsningen på maximalt 40 procent valutaexponering. Andra–Fjärde AP-fonderna anser inte att denna limit haft någon betydande inverkan på kapitalförvaltningen, medan Första AP-fonden har uttryckt kritik mot exponeringsgränsen och dess negativa effekter på portföljens avkastning. Oavsett valutaregleringens påverkan på förvaltningen kan det konstateras att den svenska kronans betydande fluktuationer de senaste åren har påverkat både portföljens drift och avkastning. Detta har medfört ökade krav på valutasäkring, vilket i sin tur har inneburit en utmaning för AP-fondernas portföljförvaltning och resulterat i ett ökat resursbehov för att säkerställa att lagens gränser efterlevs.

Arkwright anser att en begränsning på 40 procent valutaexponering i sig inte kan anses orimlig, men betonar att beslutet för detta bör tillfalla styrelsen. Att reglera gränsen i lag gör den rigid och oflexibel, vilket begränsar möjligheten att anpassa valutahanteringen vid extrema marknadsförhållanden. De senaste årens kraftiga svängningar i den svenska kronans valutakurs har illustrerat valutamarknadens volatilitet och behovet av tillfälligt ökad flexibilitet i valutahanteringen. Mot denna bakgrund rekommenderar Arkwright att ansvaret för instruktioner om valutaexponering bör tillfalla respektive

buffertfond snarare än vara lagstadgat. Denna rekommendation förstärks av att Första–Fjärde AP-fonderna och deras styrelser i praktiken redan utformar sin valutastrategi oberoende av den lagstadgade gränsen, vilket innebär att lagens styrande effekt är begränsad.

Sjätte AP-fonden

Även för Sjätte AP-fonden rekommenderar Arkwright att beslut om valutaexponeringslimit bör ligga hos styrelsen snarare än vara reglerat i lag. Detta motiveras ytterligare av att Sjätte AP-fonden, som en stängd fond, är särskilt känslig för fluktuationer i valutakurser och de efterföljande effekterna av valutasäkringar. Dessa påverkar fondens begränsade likviditet och medför ett utökat behov av flexibilitet i valutahanteringen. Det bedöms även som lämpligt att nuvarande limit på 10 procent höjs, vilket förväntas ske i samband med konsolideringen av AP-fonderna.⁴

2.4.3 Slutsatser och bedömningar avseende illikvida investeringar

Buffertfonderna bedöms ha lämpliga investeringsprocesser inom illikvida tillgångar, där Sjätte AP-fonden sticker ut med en särskilt välutvecklad beslutsstruktur, strategi och organisation. Till skillnad från Sjätte AP-fonden innehar Första–Fjärde AP-fonderna relativt smala organisationer inom detta tillgångsslag, vilket analyseras i avsnittet nedan.

Arkwrights rekommendationer avseende illikvida investeringar

- För att stärka sin förmåga att investera i och förvalta illikvida tillgångar rekommenderas Första–Fjärde AP-fonderna att tillsätta utökade organisationsresurser till tillgångsslaget.

Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fonderna tillämpar på ett övergripande plan liknande beslutsprocesser för investeringar i illikvida tillgångar, vilka bedöms som välstrukturerade och lämpliga. Arkwright anser vidare att avdelningarna för noterade tillgångar inom respektive fond besitter adekvat kompetens inom tillgångsslaget. Däremot bedömer vi att kapaciteten inom dessa team är begränsad och i behov av ytterligare resurser, särskilt eftersom AP-fonderna i stor utsträckning hanterar betydande delar av investeringsprocessen internt. Föregående års bedömning kvarstår därför: det är anmärkningsvärt att endast 6 till 7 personer per fond arbetar med investeringar i illikvida tillgångar, motsvarande cirka 10 procent av den totala personalstyrkan per fond.

Investeringar i noterade tillgångar är en komplex process som ställer höga krav på både intern kompetens och tillräckliga resurser i samtliga faser. Initialt mottar AP-fonderna ett stort antal olika investeringsförslag som kräver noggrann analys och utvärdering. Parallellt sker en systematisk marknadskartläggning för att identifiera intressanta investeringsmöjligheter. För att generera önskad avkastning är det avgörande att Första–Fjärde AP-fonderna gör välgrundade val av investeringar och förvaltare, vilket ställer krav på organisationens utvärderingsförmåga. Detta är särskilt viktigt med

⁴ Lagrådsremiss, "En effektivare förvaltning av buffertkapitalet": Efter sammanslagningen kan Andra AP-fonden behålla dessa valutasäkringar alternativt avveckla dem eftersom den gräns om 40 procent som gäller för Andra AP-fonden är betydligt högre, både som andel i procent och i absoluta tal (sid. 76).

tanke på illikvida investeringars långsiktiga karaktär, som begränsar möjligheterna att avyttra innehav som inte presterar enligt förväntningarna.

Senare i processen genomförs en omfattande formell genomlysning (eng: due diligence), som inkluderar kommersiella, legala och operativa analyser. Därefter ställs höga krav på löpande uppföljning och aktiv ägarstyrning av innehaven, särskilt för de större fastighets- och infrastrukturinnehaven i AP-fondernas portföljer. I kombination med den betydande andel illikvida tillgångar som återfinns i portföljerna föreligger ett behov om större organisationer med tillräcklig kompetens och kapacitet för att hantera dessa investeringar effektivt.

Arkwright bedömer att de nuvarande, relativt smala, organisationerna inom Första–Fjärde AP-fonder behöver utökade resurser för att stärka sin förmåga att investera i och förvalta illikvida tillgångar. Detta är även en nödvändig förutsättning för att möjliggöra fortsatt tillväxt och utveckling inom tillgångsslaget. Behovet av en större organisation blir särskilt tydligt i jämförelse med Sjätte AP-fonden, som genom sin mer omfattande kapacitet, strukturerade processer och specialistkompetens har etablerat sig som en av de ledande investerarna i onoterade aktier i Norden.

Sjätte AP-fonden

Arkwright bedömer att Sjätte AP-fondens investeringsprocess är välutvecklad och underbyggs av en relevant nivå på egen kompetens och resurser. Samtliga processteg är tydligt utformade och förankrade i dokumentation och beslutsunderlag, vilket möjliggör effektiva analyser och utvärderingar. Även fondens uppföljningsprocess anses vara gedigen och skapa förutsättningar för en proaktiv hantering av oväntade portföljförändringar. Särskilt framträdande är fondens Level-2-analys, där förvaltarnas bolagsinnehav utgör grunden för uppföljning och utvärdering. Denna metod möjliggör en djupgående analys av portföljen och bidrar till välinformerade investeringsbeslut.

3 Yttre ramverk

Detta avsnitt sammanfattar centrala lagstadgade limiter och bestämmelser som buffertfonderna behöver förhålla sig till. Första–Fjärde AP-fonderna samt Sjunde AP-fonden regleras i Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL), medan Sjätte AP-fonden regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Utvalda lagstadgade bestämmelser för Första–Fjärde AP-fonderna presenteras i avsnitt 3.1. Motsvarande bestämmelser för Sjätte AP-fonden redogörs för i avsnitt 3.2.

3.1 Första–Fjärde AP-fonderna

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL) ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Detta ska ske på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet för placeringsverksamheten. Den totala risknivån ska vara låg och vid vald risknivå ska fondmedel placeras på ett sådant sätt att långsiktig hög avkastning uppnås. I regeringens proposition (1999/2000:46) anges att tillgångsallokeringen bör bestämmas efter en analys av pensionssystemets skuldsida, exempelvis genom en så kallad Asset Liability Management (ALM) -analys. Första–Fjärde AP-fonderna ska vidare fastställa en verksamhetsplan årligen. Denna ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag samt en riskhanteringsplan.

Styrelsen företräder fonden enligt lag och ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel. Dess ledamöter utses av regeringen på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Styrelsen ska även utse en person som tar hand om den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar. Denne ska, precis som styrelsen, utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Av lagens formulering framgår att regeringen och Regeringskansliet står utanför fondernas operativa förvaltning.

Lagen reglerar även exponering och allokering till olika tillgångsslag samt placeringar. Ett område som omfattas är valutakursrisk, vilken får uppgå till högst 40 procent av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar, värderade till marknadsvärde. Då lagen trädde i kraft den 1 maj 2000 begränsades valutaexponeringen till högst 10 procent av fondernas totala tillgångar. Nästkommande år ökade den högsta tillåtna valutaexponeringen med 5 procentenheter årligen, fram till att den slutgiltiga nivån om 40 procent av fondens tillgångar nåddes.

Även illikvida tillgångar omfattas av lagens reglering, med en högsta tillåten allokeringsgräns på 40 procent. Detta beslutades om 1 januari 2019 då lagstiftningen för Första–Fjärde AP-fonderna ändrades och därmed gav fonderna ett större spelrum att investera i illikvida tillgångar. Tidigare begränsades investeringar i detta tillgångsslag av bland annat en maximal andel onoterade tillgångar om 5 procent av fondernas portföljer. Den 11 Mars 2020 beslutade Riksdagen även om nya placeringsregler för fonderna avseende flexibiliteten att allokera kapital till onoterade direktinvesteringar. Beslutet innebar att den högsta rösträttsandel i ett riskkapitalföretag höjdes från 30 till 35 procent samt att dessa företag fick möjlighet att 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.

Vid lagändringen som beslutades 2019 minskades även kravet på Första–Fjärde AP-fondernas placeringsandel i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk. Förändringen innebär att andelen räntebärande värdepapper behövde uppgå till minst 20 procent av portföljens totala tillgångar, jämfört med den tidigare gränsen på 30 procent.

3.2 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 anförtrödda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Fondmedel ska placeras så att kraven på långsiktig hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses. Därtill ska Sjätte AP-fonden förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltning ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på målet för placeringsverksamheten. Vidare anges att Sjätte AP-fonden ska fastställa mål för sin placeringsverksamhet. Fonden ska även ha en värdegrund för förvaltningen av fondmedel och riktlinjer för vilka tillgångar som fondmedel inte bör placeras i. Av lagens formulering framgår att regeringen och Regeringskansliet står utanför fondernas operativa förvaltning.

Sjätte AP-fonden ska ha en styrelse med fem ledamöter, som förordnas av regeringen, och 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. Av Sjätte AP-fondens totalt förvaltade kapital får högst 10 procent vara utsatt för valutakursrisk.

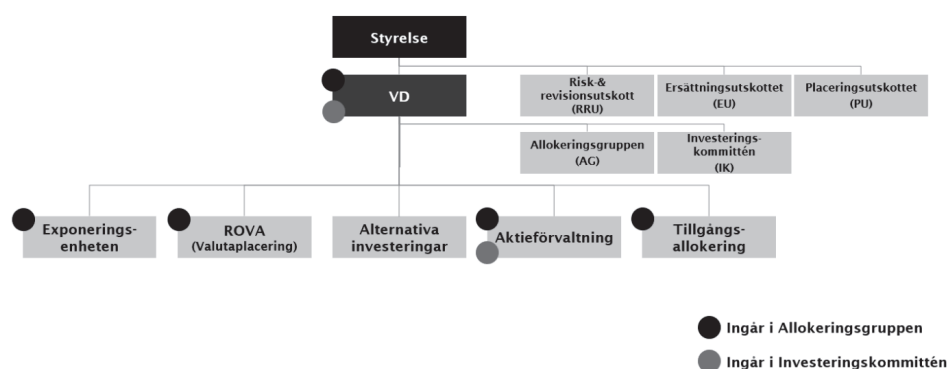
4 Första AP-fonden

I detta kapitel beskrivs beslutsordningen för tillgångsallokering, valutaexponering och investeringar i illikvida tillgångar i Första AP-fonden, samt vilken information, analyser och slutsatser som kommer styrelsen till del. Vidare beskrivs hur uppföljning och utvärdering sker på ett systematiskt sätt inom verksamheten, samt hur positionstagnning i utländsk valuta inklusive valutasäkring har påverkat förvaltningen. Kapitlets beskrivande avsnitt (4.1–4.3) sammanfattas i texttrutan nedan. Arkwrights bedömningar och slutsatser presenteras i avsnitt 4.4.

- Styrelsen fattar årligen beslut om målsättning för Första AP-fondens avkastning och den Övergripande Tillgångsallokeringen (ÖT), vilken omfattas av likvida tillgångar och utgör styrelsens referensportfölj. Verksamheten förser styrelsen med beslutsunderlag, information, analyser och slutsatser som bereds i Placeringsutskottet (PU) före styrelsens behandling.
- Styrelsen tilldelar VD mandat att utforma en egen referensportfölj, Strategisk Tillgångsfördelning (ST), som syftar till att operationalisera de övergripande långsiktiga förutsättningar som styrelsen beslutat om i ÖT. VD delegerar ansvaret för den Strategiska Portföljen (SP) till Allokeringsgruppen (AG), med syfte att implementera fondens investeringsövertygelser samt dynamiskt hantera risk och exponeringar. Den operativa förvaltningen beslutas av Första AP-fondens portföljförvaltare, som har tilldelats specifika investeringsmandat av VD eller AG.
- Uppföljning och utvärdering sker systematiskt över fler nivåer och tidsperspektiv:
 - Styrelsen erhåller en större årlig uppföljning omfattande resultat, avkastning, jämförelse mot ST och ÖT, risk, likviditet, diversifiering och hållbarhet. Enligt styrelsens årshjul behandlas finansiell rapportering, portföljrapport, marknadsbedömning och portföljstrategi, genomgång av onoterade tillgångar, samt avrapportering från PU.
 - I verksamheten sker uppföljning löpande; AG har tre möten i veckan där portföljens positioner följs upp, det sker en löpande monitorering av marknaden, samt en daglig uppföljning av portföljen. I uppföljnings- och analyssystemet "Liven", som är tillgänglig för hela verksamheten och styrelsen, uppdateras portföljens allokeringar över samtliga beslutsnivåer och tillgångsslag i realtid, med en bred uppsättning risk- och avkastningsmått
- Styrelsen beslutar årligen om graden av valutasäkring inom ramen för ÖT. Mandat delegeras på liknande sätt som för tillgångsallokeringen. Dock speglas ÖT:s valutasammansättning i nuläget ST, där den ingår som en diversifierande variabel. ÖT har i nuläget en valutaexponering om 20 procent, men portföljens faktiska positionstagnning i valuta har fluktuerat över åren. Trots välutvecklade styrprocesser kan lagens exponeringslimit begränsa portföljens möjlighet att optimera risktagandet, vilket kan resultera i framtvingade investerings- och avyttringsbeslut. De senaste årens valutasäkring har gjort avkall på avkastningen och det totala förvaltningsresultatet hade kunnat stärkas ytterligare om fonden hade givits större möjlighet att ta positioner i utländsk valuta.

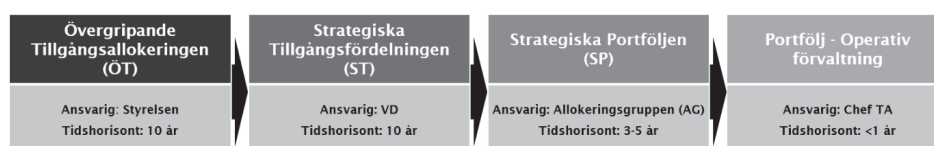
4.1 Allokering

Första AP-fonden fattar allokeringsbeslut på olika organisationsnivåer. På den högsta nivån fastställer styrelsen en referensportfölj utifrån lagens yttre ramverk och AP-fondernas uppdrag. Därefter får VD mandat att operationalisera referensportföljen och vidaredelegerar ett mer avgränsat investeringsmandat till avdelningschefer. Slutligen delegeras specifika investeringsmandat till portföljförvaltare. Allokeringsbeslut fattas i förvaltningsorganisationens Allokeringsgrupp och Investeringskommitté. Figur 5 visar en översikt av delegationsordningen och beslutskommittéerna vad avser allokering inom Första AP-fonden.



Figur 5: Första AP-fondens delegationsordning för allokeringsbeslut och beslutande kommittéer

Allokeringsbesluten inom respektive mandatnivå tar sig uttryck i fyra portföljer. Den Övergripande Tillgångsallokeringen (ÖT) utgör styrelsens referensportfölj. Denna operationaliseras genom VD:s referensportfölj, den Strategiska Tillgångsfördelningen (ST). Därefter beslutar Allokeringsgruppen (AG) om den Strategiska Portföljen (SP) på en månadsbasis. Slutligen implementerar den operativa förvaltningen AG:s dynamiska allokeringsbeslut. Portföljnivåerna sammanfattas i Figur 6 och beskrivs mer djupgående i nästföljande avsnitt.



Figur 6: Första AP-fondens portföljstruktur

4.1.1 Styrelsen

Övergripande tillgångsallokering

Första AP-fondens styrelse ansvarar för den holistiska styrningen av Första AP-fonden och beslutar om dess övergripande strategi och mål. Styrelsen sammanträder vid sju ordinarie tillfällen per år samt vid eventuella ytterligare tillfällen om det påkallas av omständigheterna. Vid samtliga sammanträden ska den aktuella placeringsinriktningen (portföljstrategin) samt risk- och avkastningsrapport (portföljrapport) redogöras för. Verksamheten ansvarar för att ta fram information, analys och slutsatser som styrelsen får ta del av, samt underlag för beslut om allokering.

Styrelsen fattar årligen beslut om målsättningen för Första AP-fondens avkastning. Målformuleringen grundas på den Övergripande Tillgångsallokeringen (ÖT) som utgör styrelsens referensportfölj. Denna representerar styrelsens tolkning av en lämplig riskpreferens givet uppdraget och består av tillgångsslagen aktier (svenska, utvecklade länder och utvecklingsländer) samt obligationer (statsobligationer). ÖT tas fram med datadrivna modeller och optimeras med beaktning av bästa möjliga måluppfyllelse gentemot pensionssystemet samt risken att understiga pensionsmyndighetens årliga avkastningskrav på 1,8 procent⁵. Därutöver tillämpar ÖT en tidshorisont på 10 år och är utformad för att motivera ett ambitiöst avkastningsmål.

Inför styrelsens årliga beslut om ÖT sammanställer verksamheten underlag om systemets krav och behov. Detta underlag ligger till grund för en bedömning av huruvida förändringar i ÖT bör rekommenderas. Det framtagna materialet tas upp i Placeringsutskottet (PU) som kvalitetssäkrar det mot jämviktsavkastningar och kapitalmarkandsantaganden, varefter eventuella fördjupningar och förtydliganden kan krävställas mot Första AP-fondens organisation. Efter att materialet har beretts i PU tas det upp till styrelsen som beslutsunderlag för ÖT. Styrelsens beslut om ÖT, inklusive eventuella förändringar i portföljen, protokollförs. Däremot bör portföljen lämnas oförändrad om inte yttre faktorer, såsom förändrade marknadsförutsättningar och regleringar, föranleder ett behov av justering. Motiveringen till detta är att ÖT ska utgöra ett stadigt verktyg som förhindrar kortsiktiga förändringar i styrelsens riskaptit i respons till föränderliga marknadsförhållanden.

Första AP-fonden har endast genomfört ett fåtal förändringar av ÖT sedan dess processer uppdaterades 2015. Ett sällsynt exempel är den ökade aktieriskenivån från 65 till 75 procent som beslutades om 2021. Denna förändring var en följd av lagförändringen 2019, som möjliggjorde en högre andel aktier genom att minska kapitalkravet för investeringar i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk. Inför beslutet säkerställde styrelsen att organisationen var väl rustad för ett ökat aktierisktagande och att robusta processer för riskbudgetering, utvärdering och återrapportering var etablerade. Ett annat exempel på förändringar av ÖT dateras till 2022 och motiverades av att dåvarande ramverk inte var anpassat till Första AP-fondens relativt stora andel onoterade tillgångar. Till följd av detta inleddes en omfattande utvärdering av den aktiva risken (eng: Tracking Error, förkortat TE) som delegerades till VD. Utredningen resulterade initialt i en tillfällig höjning av limiten för aktiv risk från 4 till 5 procent, vilket senare följdes av en permanent höjning till 10 procent. För att balansera det utökade mandatet infördes även större krav på återrapportering och närmre dialoger kring portföljens totalrisk mellan styrelsen och verksamheten.

Utöver ÖT fattar styrelsen beslut om övergripande förutsättningar för förvaltningsverksamheten. Detta innefattar uppdragsallokering, investeringsfilosofi och övertygelser, målformuleringar samt övriga förutsättningar givna av riskhanteringsplanen, såsom riskmandat och investeringsuniversum.

Utskott

Styrelsen har tre utskott: Risk och Revisionsutskottet (RRU), Ersättningsutskottet (EU) och Placeringsutskottet (PU). Beslutet om att inrätta PU fattades under 2023 med syftet att skapa ett forum för fördjupade diskussioner kring placeringsverksamheten. PU möjliggör en djupare organisatorisk kunskap kring placeringsfrågor och en ökad intern transparens inom fonden. Detta främjar en djupare förståelse för hur den nuvarande portföljen, grundad i ÖT och

⁵ 1,8 procent utgör den årliga reala utvecklingen i inkomstindex som används av Första AP-fonden
29

investeringsövertygelser, har bildats. Därtill skapar PU utrymme för diskussioner kring placeringsfrågor som ges begränsad tid i styrelsemöten. Vid behov beslutar PU om att eskalera frågor till styrelsen. Genom ett uttalat fokus på kompetens i sammansättningen av PU bildas ett organ som stärker organisationens placerings- och allokationsförmåga. Detta exemplifieras i den årliga beslutsprocessen av ÖT (se ovan). PU sammanträder vid behov men minst fyra gånger årligen och protokollförs.

4.1.2 VD-mandatet

Portföljer

Strategisk Tillgångsfördelning (ST)

Efter att styrelsen fattat beslut om ÖT tilldelas VD mandat att utforma en egen referensportfölj. Denna benämns Strategisk Tillgångsfördelning (ST) och syftar till att operationalisera de övergripande långsiktiga förutsättningar som styrelsen beslutat om i ÖT. VD:s beslut om ST utgör en långsiktig förvaltningsinriktning för fonden som ligger till grund för förvaltningsbeslut med en kortare tidshorisont. ST utgör dels ett riktmärke för effektiv mätning av risk och avkastning, dels en målbild för organisationen som uppnås av den operativa utformningen av organisationen.

Målsättningen för ST är att i ett 10-årsperspektiv utgöra den bästa representationen av viktiga egenskaper:

- Hög avkastning givet volatilitetsnivån i ÖT
- Låg känslighet mot skattningsfel i förväntad avkastning, korrelation och volatilitet
- Robusthet över olika marknadsregimer och klimatscenarier

Förutsättningar för framtagande av ST omfattas av:

- Styrelsens beslut om riskpreferens och ÖT
- Styrelsens riskmandat till VD
- Styrelsens beslut om investeringsuniversum
- Styrelsens investeringsfilosofi och övertygelser
- Fondens kapitalmarknadsantaganden
- Fondens kostnads- och budgetram

Framtagandet av ST är en iterativ process som inleds med en önskvärd portfölj som enbart tar hänsyn till lagstadgade och styrelsebeslutade begränsningar. Därefter inkorporeras portföljens begränsningar främst rörande likviditet, organisatorisk kompetens och tillgänglighet av resurser, vilket resulterar i en stegvis mer begränsad och verklighetsförankrad ST. För att säkerställa att ST är välargumenterad och långsiktigt realistisk diskuteras portföljen internt för att identifiera vilka aspekter som inte är praktiskt möjliga att genomföra. Med detta arbetssätt skapas också en transparens kring vilka operativa restriktioner och diskretionära beslut som begränsar ingångsvärdena och skapar den slutgiltiga portföljen.

Förutom att beakta portföljens begränsningar tar utformningen av ST även hänsyn till de områden där Första AP-fonden långsiktigt har möjlighet att skapa mervärde. Därmed har portföljförvaltningens kumulativa kompetens och särskiljande styrkor en betydande inverkan på ST:s utformande.

Exempelvis kan VD besluta om en större andel onoterade fastigheter i referensportföljen om organisationen bedöms ha särskild kunskap och kompetens inom denna typ av förvaltning.

Vid utformningen av ST fattas flertalet successiva beslut under processens gång. Däremot läggs den slutgiltiga versionen fram för Investeringskommittén (IK) för godkännande. VD:s beslut om ST protokollförs av chefsjuristen. Därefter presenterar VD sin referensportfölj för styrelsen och redogör för hur styrelsens ramar har integrerats i dess utformning. Eftersom ST baseras på investeringsövertygelser som är förankrade i styrelsen, ska dess innehåll vara välbekant och i linje med styrelsens syn på portföljförvaltningen. Styrelsen fattar inte beslut om ST men har däremot alltid möjlighet att neka referensportföljen och investeringsövertygelserna. Ett sådant beslut skulle dock vara ovanligt och innebära en inskränkning av VD:s mandat.

Strategiska portföljen (SP)

VD delegerar ansvaret för den Strategiska Portföljen (SP) till Allokeringsgruppen (AG). Syftet med SP är att implementera fondens investeringsövertygelser samt dynamiskt hantera risk och exponeringar för att uppnå en årlig överavkastning på 1 procent jämfört med ST och ÖT. Tidshorisonten för SP varierar mellan 6 månader och 3 år, jämfört med ST:s och ÖT:s mer långsiktiga tidshorisont på 10 år.

SP omfattar dynamisk allokering mellan och inom tillgångsslag, dynamisk valutahantering samt möjlighet till mer specifika indexval som reflekterar förvaltningsinriktningen. AG:s beslut om SP grundas till stor del på marknads- och konjunkturanalyser samt riskbudgetering med fördjupade indexval, inklusive strategi- och faktorindex, samt medelfristiga portfölj- och scenarioanalyser. För att uppnå SP:s målsättning om en årlig överavkastning på 1 procent har AG mandat att agera på en bestående underavkastning i portföljen. Till exempel kan AG kompensera för en underprestation i en del av SP genom att besluta om ökad risk i en annan del. AG sammanträder regelbundet tre gånger per vecka för löpande uppföljning av marknadsutveckling och SP:s resultat. Dessutom hålls ett längre möte varje månad där majoriteten av beslut kring dynamisk allokering fattas. Vid samtliga möten diarieförs beslutsmaterial och vid AG:s längre möten förs även minnesanteckningar.

Portfölj – Operativ förvaltning

Den operativa förvaltningens exponerings- och risknivå förvaltas av den så kallade Taktiska allokeringsgruppen, och operationaliseras av exponeringsgruppen och Första AP-fondens portföljförvaltare, som tilldelats specifika investeringsmandat av VD eller AG. Likt SP har den operativa förvaltningen ett mandat att överträffa ST och ÖT med ett årligt överavkastningsmål på 1 procent. Målet uppnås genom en dynamisk hantering av risk och exponering på allokeringsnivå av den Taktiska allokeringsgruppen, samt genom tillgångsmandat som förvaltas av respektive portföljförvaltare inom tilldelade riskramar. Detta sker med en investeringshorisont på 0 till 3 år. Investeringsbeslut grundas till stor del på kortsiktiga marknadsanalyser som informerar allokeringsbeslut och enskilda värdepappersval inom förvaltade mandat. Portföljförvaltares köp och försäljningar av värdepapper inom investeringsmandaten i den operativa förvaltningen dokumenteras i fondens värdepapperssystem

Beslutsfattande kommittéer

Investeringskommittén

Investeringskommittén (IK) kan liknas vid Första AP-fondens interna styrelse och ansvarar för att godkänna fondövergripande förvaltningsbeslut. IK fattar bland annat beslut om ST samt om nya och särskilda investeringar som faller utanför risktagares mandat. Kommittén sammankallas av VD och sammanträder vid behov. IK består av VD, Chef Aktier och Strategi (CAS), Riskchefen (eng: Chief Risk Officer, eller CRO) samt andra eventuella roller som är relevanta för ärendet i fråga. VD är ordförande och beslutsfattare i kommittén. Därutöver deltar chefsjuristen vid samtliga IK sammanträden utan att vara medlem. Chefsjuristen ansvarar för att protokollföra VD:s beslut samt övriga medlemmars bifall eller reservationer.

Första AP-fonden har även tydliga krav på beslutsärenden som tas upp i IK. Av Arbetsordningen framgår att ett skriftligt beslutsunderlag krävs och att detta ska skickas ut till samtliga medlemmar inför mötet. När det är möjligt ska beslutsunderlaget baseras på förutbestämda mallar samt inkludera följande punkter:

- Förslag till beslut
- Beskrivning av förslaget
- Internt resursbehov från andra funktioner än den närmast berörda och dessa enheters bedömning av möjligheterna att uppfylla behovet
- Riskanalys i alla riskapitramverkets relevanta dimensioner. Vanligtvis inkluderas en beskrivning av vilken finansiell risk och motpartsrisk fonden utsätts för. Vid transaktioner som överstiger 10 miljarder kronor nämns hur portföljens totala risk relativt ÖT påverkas
- Vilka andra alternativ som har övervägts

Allokeringsgruppen

Allokeringsgruppens (AG) fattar dynamiska allokeringsbeslut utanför övriga riskmandat, grundat på en löpande intern portföljanalys samt externa marknads- och omvärldsanalyser. Vidare har AG en väl etablerad investeringsprocess med tre möten per vecka, eller vid behov, där samtliga fem röstande och en ordförande deltar. De fem röstande deltagarna är Chef Aktier och Strategi, Chef Räntor, Chef Exponering, Chef Taktisk Allokering och Kvant samt Förvaltare Makro och Strategi. VD ingår även i AG som observatör, utan beslutsmandat, i syfte att vara insatt i diskussionerna och kunna rapportera relevanta beslut till styrelsen. Vid överväganden som påverkar andra delar av portföljen är VD skyldig att delta i mötet där beslut fattas. Slutligen deltar även Chef för Värderings-, Avkastnings- och Riskanalys. Chef Alternativa Tillgångar ingår inte i AG, givet den långsiktiga och illikvida karaktären hos de tillgångsslag som förvaltas inom detta område.

Möten med AG innefattar tre huvudsakliga beslutspunkter:

1. Aktieandel
2. Öppen valutaexponering
3. Duration

Därutöver finns tre övriga beslutspunkter:

1. Regionsammansättning aktier

2. Sammansättning valutaexponering
3. Sammansättning duration

Inför varje beslut ges tillfälle för samtliga röstande deltagare att presentera sina respektive ståndpunkter för gruppen. Därefter dokumenterar samtliga beslutsfattare sina åsikter i en rekommendationsfil. Dessa filer sammanställs och kondenseras ned till två eller tre beslutsförslag (avyttra, oförändrat läge, utöka investeringen) som sedan är föremål för omröstning. Ordförande fattar beslut baserat på röstningens utfall. Vid varje mötestillfälle har AG möjlighet att besluta om dynamisk allokering. Däremot fattas majoriteten av besluten på det månatliga större allokeringsmötet. Vid samtliga möten diarieförs beslutsmaterial och vid längre möten förs även minnesanteckningar. Efter varje större allokeringsmöte med AG rapporterar VD de beslut som fattats till styrelsen, som ges möjlighet att ställa frågor kring investeringsbesluten. Däremot saknar styrelsen mandat för den operativa verksamheten och deltar därmed inte i AG:s beslutsfattande.

4.1.3 Uppföljning

Styrelse

Första AP-fondens styrelse sammanträder enligt ett årshjul som beslutas om i februarimötet. Samma möte innehåller även en större årlig uppföljning som omfattar en resultatuppföljning och återrapportering av föregående års investeringsövertygelse samt en avrapportering från oberoende kontrollfunktioner. Den årliga uppföljningen av resultat och investeringsövertygelse innefattar fondens avkastning de senaste 10 åren, inklusive årets resultat, och jämförs mot ST och ÖT. Även risk, mätt i volatilitet och aktiv risk (eng: Tracking Error, förkortat TE), följs upp mot ST och ÖT. Därutöver adresseras områden såsom likviditet, diversifiering och hållbarhetsarbete. Uppföljningen sammanställs i en rapport som tas fram av enheterna för Värderings-, Avkastnings- och Riskanalys samt ESG och delges styrelsen inför mötet.

Av årsplanen framgår att olika styrelsemöten riktar fokus till något varierande uppföljningsområden under sina sammanträden. Däremot har årshjulet ett antal återkommande punkter som benämns nedan.

- Finansiell rapportering behandlas på följande möten: februari (årsrapport, granskad av externa revisorer), april (kvartalsrapport), juli (halvårsrapport) och oktober (kvartalsrapport).
- Portföljrapport samt marknadsbedömning och portföljstrategi behandlas på samtliga möten om inte styrelseordförande i samråd med VD överenskommer något annat i ett enskilt fall.
- Onoterade tillgångar (genomgång av portföljbolag) avrapporteras i april och oktober i halvårsrapporten.

Styrelsens utskott rapporterar med varierande frekvens enligt följande struktur:

- EU avrapporterar preliminärt på följande möten: februari och december
- PU avrapporterar preliminärt på följande möten: april, juni, oktober, december
- RRU avrapporterar preliminärt på följande möten: februari, juni, oktober, december.

Med undantag för augustimötet går styrelsen igenom föregående protokoll vid samtliga ordinarie sammanträden. Material kopplat till respektive punkt på dagordningen skickas ut till styrelsen en vecka före styrelsemötet. Ordförande i respektive utskott sammanfattar även avrapporteringar som förekommit i utskotten. Efter varje styrelsemöte uppdateras dokumentet Uppföljning styrelsebeslut med utestående frågor, ansvariga personer samt eventuell återrapporering till styrelsen och tidpunkt för denna. Uppföljningsdokumentet distribueras sedan tillsammans med det övriga styrelsematerialet.

Löpande uppföljning

Det sker även en daglig uppföljning av portföljen som också är tillgänglig för styrelsen. I ett uppföljnings- och analysystem som kallas "Liven" uppdateras portföljens allokeringar över samtliga beslutsnivåer och tillgångsslag i realtid. Liven rapporterar ett brett antal risk- och avkastningsmått för att skapa en allomfattande bild av portföljens prestation. Detta skapar en transparens inom förvaltningsorganisationen där samtliga divisioner har kännedom om och diskuterar hur det går för respektive tillgångsslag. Uppföljningen kondenseras även i månadsmöten där avkastningen presenteras över olika tidshorisonter, inklusive den senaste månaden, innevarande år (eng: year-to-date, eller YTD), över tre år samt sedan start. Månadsrapporten delges sedan styrelsen löpande.

I tillägg till denna uppföljning har AG tre möten i veckan där portföljens positioner inom räntor, valuta och aktier följs upp. Mer specifikt följer AG upp de beslut som fattades under kommitténs månadsmöte och avgör huruvida justeringar i positionerna behöver göras. För att fatta informerade allokeringsbeslut sker även en löpande monitorering av marknaden. Trots att AG inte fokuserar på taktiska allokeringsbeslut ger den kontinuerliga uppföljningen möjlighet för Första AP-fonden att snabbt anpassa sig till förändrade marknadsförutsättningar.

4.2 Valuta

4.2.1 Styrelsen

Valutaexponering utgör en risk, men följs inte av en förväntad avkastning (riskpremie) på lång sikt. Däremot påverkar valutaexponeringen fondens totalavkastning, särskilt på kort sikt, utan någon garanti för att en återgång till ursprungsläget (eng: mean reversion) är möjlig. Samtidigt skapar valutaexponering förutsättningar för diversifiering och påverkar fondens totala avkastningsström över tid. Mot bakgrund av detta betraktar inte Första AP-fonden valuta som en tillgångsklass som är föremål för kapitalallokering utan som ett medel för att justera portföljens diversifiering och risk. Styrelsen har beslutat att endast valutor utgivna av utvecklade länder omfattas av säkringsåtgärder, medan valutor från tillväxtländer i huvudsak ses som en integrerad del av den risk och avkastning som följer av att investera i tillgången.

Styrelsen beslutar årligen om graden av valutasäkring inom ramen för ÖT, där en lämplig nivå fastställs genom en avvägning mellan risken för utebliven avkastning (eng: regret aversion) och riskaversion (förmågan att hantera osäkerhet i utfall) för både totalrisk samt likviditetsrisk. Av ÖT framgår att den öppna valutaexponeringen mot utvecklade marknaders valutor ska uppgå till 20 procent av fondens totala tillgångar. Vidare har styrelsen beslutat att sammansättningen av valuta fastställs vid varje månadsskifte för att återspegla den rådande sammantagna valutafördelningen i ÖT. Därefter ombalanseras valutaexponeringen dagligen. Inom utvecklade marknader valutasäkras aktier och globala obligationer dagligen till svenska kronor.

Första AP-fondens strategi för valutaplacering faller under kategorin Strategic Asset Allocation (SSA) approach och kan liknas med Regret Aversion 50/50. Detta innebär att 50 procent av valutaexponeringen säkras, vilket är fallet för valutasäkringsgraden i ÖT som uppgår till 50 procent av den lagstadgade begränsningen om 40 procents exponering. Strategin kan implementeras när det saknas en tydlig uppfattning om valutaexponeringens riktning och en avkastningseffekt saknas.

4.2.2 VD-mandatet

Tidigare år har valutaexponering exkluderats från ST, vilket innebar att ÖT:s riktlinjer för valutaplaceringar direkt överfördes till SP. Detta förändrades dock under 2023 då Första AP-fonden introducerade förändringar i ST-processen i syfte att göra den mer robust och representativ för fondens strategiska inriktning. Processutvecklingen medförde bland annat att valuta inkluderades som en diversifierande tillgång i portföljoptimeringen. Däremot har ST antagit samma valutavikter som ÖT. Motivet till detta är att valuta betraktas som en passiv riskmitigering vars långsiktiga avkastningsförväntningar är noll. Därutöver är valutaexponeringens effekt på avkastningen över ÖT:s och ST:s tidshorisont om 10 år svår att isolera.

Eftersom ST speglar ÖT:s valutasammansättning överförs styrelsens riktlinjer för valutaexponering direkt till AG. Baserat på dessa riktlinjer fattar AG löpande beslut om SP, som fastställer Första AP-fondens strategiska inriktning för den öppna valutaexponeringen. Inom ramen för SP fattas även dynamiska allokeringsbeslut rörande öppen valutaexponering samt beslut av valutahantering som inte ingår i övriga riskmandat. Besluten baseras på robusta analyser som utgår från att växelkurser uppvisar tydliga medelfristiga cykliska fluktuationer kring en jämviktsnivå. Den främsta drivkraften bakom dessa avvikelser är förändringar i räntedifferenserna mellan länder. Däremot är det inte tillräckligt att enbart analysera aktuella räntedifferenser (så kallad carry-strategi) för att uppnå en stabil avkastning genom dynamisk valutaförvaltning. En framgångsrik strategi kräver en djupgående analys av de makroekonomiska faktorer som påverkar framtida räntedifferenser, kombinerat med en god förståelse för centralbankernas reaktionsmönster. Denna typ av analys är särskilt relevant vid en placeringshorisont på 12 till 18 månader. Med djupgående analyser som grund fattar AG månadsvisa beslut om valutahantering och eventuella kompletterande beslut under löpande veckomöten.

Samtliga beslut inom valutaexponering fattas av AG. Däremot har vissa medlemmar i AG ett mandat som omfattar hantering och beslut om valutaexponering. En av dessa är Chef Exponering som ansvarar för den operativa förvaltningen av hedgeboken⁶ med syfte att upprätthålla den strategiska valutaexponeringen i fonden. Övergripande ges Exponeringsenheten ett riskmandat att avvika från de beslutade vikterna i SP, inom riskmandates ramar. Målsättningen för denna enhet är att effektivt och operativt förvalta fondens öppna valutaexponering, så som beslutad i SP index, samt bidra med avkastning som stämmer överens med uppdragets riskmandat. Exponeringsenheten för valuta har även krav på att stämma av beslut med VD om dessa är av särskild betydelse för fonden eller medför en risk för större marknadspåverkan. Ytterligare en medlem i AG som har mandat inom valutahantering är Chef för Räntor och Valuta (ROVA). Däremot har ränteförvaltningen valt att nedmontera sitt valutamandat, vilket medför att det endast är Chef Exponering som för närvarande innehar ett aktivt valutamandat.

⁶ Hedgeboken utgörs av finansiella instrument för valutasäkring och valutapositioner
35

4.2.3 Uppföljning

Styrelsen följer löpande upp den operativa portföljen, inklusive dess valutaexponering, mot ST och ÖT i den finansiella rapporteringen. I februarimötets resultatuppföljning och återrapportering av investeringsövertygelser följs valuta upp mot ÖT, både från ett avkastnings- och diversifieringsperspektiv. Utöver den finansiella rapporteringen sker en årlig fördjupad genomgång av fondens arbete med valutasäkring i styrelsen. Inför den fördjupade genomgången tar ansvariga förvaltare fram mötesunderlag och håller i en presentation som bland annat redovisar fondens ansats till valuta, vad som styr valet av öppen valuta, nettoresultat från öppen valutaexponering samt en överblick av fondens valutaexponering efter valutasäkring. Vid mötestillfället ges styrelsen möjlighet att fördjupa sig i ämnet och ställa kompletterande frågor.

Detaljerad information finns tillgänglig löpande i "Liven", där placeringar uppdateras i realtid, inklusive valutatransaktioner. Samtliga avdelningar och nivåer i förvaltningsorganisationen har tillgång till Liven och kan följa upp valutaexponeringen och säkringen dagligen. Det löpande nettoresultatet från valuta, tillsammans med analyser av prognostiserade räntedifferenser, utgör ett löpande besluts- och uppföljningsmaterial som regelbundet tas upp i AG. Den dynamiska naturen av AG:s förvaltning och dess frekventa sammanträden bidrar till en kontinuerlig uppföljning av valuta.

4.2.4 Påverkan på förvaltningen

Den lagstadgade limiten om maximalt 40 procents valutaexponering har fått en betydande effekt på Första AP-fondens förvaltning. Trots att ÖT har en valutaexponering på 20 procent har portföljens faktiska positionstagning i valuta fluktuerat över åren och vid sin högsta nivå legat på mindre än en procentenhets avstånd från 40 procent. För att säkerställa att lagens limit inte överskrids följer Första AP-fonden upp sin valutaexponering löpande, bland annat i AG. Därutöver kan AG fatta snabba allokeringsbeslut inom valutaexponering och säkring för att undvika att lagens limit överträds. Första AP-fonden har även en etablerad rapporteringsprocess till styrelsen om gränsen skulle överskridas.

Trots välutvecklade styrningsprocesser kan lagens exponeringslimit begränsa portföljens möjlighet att optimera risktagandet. Sannolikheten för detta ökar om portföljens värdeutveckling förflyttar valutaexponeringen närmare 40 procent. Detta kan resultera i framtvingade investerings- och avyttringsbeslut som främst syftar till att undvika en överträdelse av limiten. Det finns en överhängande risk att sådana beslut inte beaktar portföljens övergripande målsättning eller avkastning. Därutöver har Första AP-fondens valutasäkringar de senaste åren gjort avkall på avkastningen. Portföljens totala avkastning hade därmed kunnat stärkas ytterligare om fonden gavs större möjligheter att ta positioner i utländsk valuta.

4.3 Illikvida investeringar

VD delegerar mandat till avdelningen för Alternativa Investeringar att investera i illikvida tillgångar inom de ramar och restriktioner som följer av lagen samt ÖT och ST. Avdelningen består av totalt sex medarbetare, varav två uteslutande arbetar med investeringar i onoterade aktier (PE) och tre uteslutande arbetar med investeringar i reala tillgångar (RT), vilket till största delen innefattar fastigheter och infrastruktur. Den tydliga arbetsfördelningen grundas i att Första AP-fonden värderar spetskompetens inom respektive tillgångsslag. Avdelningen leds av Chefen för Alternativa Investeringar, som ansvarar för att koordinera arbetet mellan de olika tillgångsslagen och säkerställa

ett enhetligt arbetssätt inom gruppen. Avdelningschefen håller veckovisa möten med respektive team för att följa upp arbetet med befintliga och nya investeringar. Utöver detta leder avdelningschefen även gemensamma möte med båda teamen var tredje eller fjärde vecka, där bland annat nyuppkomna investeringsmöjligheter diskuteras och eventuella synergier mellan tillgångsslagen identifieras.

4.3.1 Investeringsprocessen

Första AP-fonden har utarbetat en investeringsprocess som omfattar sju faser, nämligen: 1) Sourcing, 2) Screening, 3) Pre Due diligence, 4) Full Due diligence, 5) Investment decision, 6) Monitorering/ Operational Reporting och 7) Exit (Figur 7). Dessa faser efterföljs av både PE- och RT-teamen. Däremot finns vissa skillnader i aktiviteterna inom respektive fas för de olika tillgångsslagen, vilket beskrivs nedan.



Figur 7: Första AP-fondens investeringsprocess för illikvida tillgångar

Onoterade aktier

Investeringsprocessen för onoterade aktier (eng: private equity) leds av två medarbetare inom avdelningen för Alternativa investeringar. Till följd av det resurskrävande förarbete som krävs för onoterade aktier vilar investeringsprocessen delvis på ett partnerupplägg med Hamilton Lane som samarbetspartner. På så sätt säkerställer AP-fonden tillgång till kompetens och analyskapacitet, vilket skapar förutsättningar för en hög processkvalitet som skapar förutsättningar för välgrundade investeringsbeslut. Trots partnerupplägget behåller Första AP-fonden kontrollen över samtliga beslut som fattas för dess räkning.

Investeringsprocessens första steg, sourcing, börjar med marknadskartläggning, som görs internt av fonden. För att säkerställa kontinuerlig tillgång till investeringsmöjligheter fokuserar PE-teamet på att bygga upp och underhålla sitt nätverk av förvaltare (eng: General partner, förkortat GP), investerare och placeringsombud. Därutöver blir Första AP-fonden kontaktade av ett stort antal propåer inom onoterade aktier, som år 2024 uppgick till cirka 100 stycken. Investeringsmöjligheter dokumenteras i en "bruttolista" som sparas i en mappstruktur.

Efter sourcing följer av en screeningfas där samtliga dokumenterade investeringsmöjligheter i "bruttolistan" utvärderas mot en checklista med ett antal investeringskriterier. Utvärderingen baseras bland annat på övergripande presentationsmaterial ("pitch book"), inskickade frågeformulär (eng: Due Diligence Questionnaire eller DDQ, respektive Private Placement Memorandum eller PPM), preliminära analyser av hållbarhet och avkastning samt en genomgång av avtalskriterier. De investeringar som bedöms vara intressanta blir föremål för en förberedande genomlysning (eng: Pre-due diligence), där PE-teamet träffar GP samt granskar och analyserar övrig relevant information. Arbetet resulterar i en lista ("short list") som Första AP-fonden kontinuerligt uppdaterar och anpassar till förändrade marknadsförutsättningar under de kommande 6 till 18 månaderna.

Nästkommende steg i investeringsprocessen, genomlysning (eng: due diligence), genomförs tillsammans med samarbetspartnern Hamilton Lane som ansvarar för att ta fram en investeringsrapport. Rapporten inkluderar analyser kring avkastning, investeringsstrategi och hållbarhet, en operativ due diligence samt legala och skattemässiga frågor. Därutöver träffar Första

Arkwright

AP-fonden fondförvaltare och gör referenstagningar. Den framtagna informationen ligger sedan till grund för Första AP-fondens utvärdering av huruvida investeringsobjektet uppfyller kraven på hållbarhet, investeringskriterier samt portföljanpassning.

För de investeringar som passerat due diligence-fasen och bedömts som relevanta för Första AP-fonden och ligger inom befintligt mandat fattas ett investeringsbeslut av PE-teamet, som har mandat att självständigt fatta investeringsbeslut i onoterade aktier. Däremot ska Chef för Alternativa Investeringar kontinuerligt hållas informerad om PE-teamets lista ("pipeline" eller "short list") över aktuella investeringsbeslut. Ett investeringsbeslut som fattats av PE-teamet följs av en legal förhandling och avtalssignering i samverkan med Hamilton Lane. Väl i AP-fondens portfölj sker kontinuerlig monitorering och operationell rapportering av verksamheten fram till en eventuell avyttring.

Reala tillgångar

Jämfört med onoterade aktier (eng: private equity) internaliseras en större del av investeringsprocessen för fastigheter och infrastruktur, Reala Tillgångar (RT). Investeringsprocessen leds av ett sourcing och underwriting (uw) team som består av tre medarbetare. En av dessa teammedlemmar tilldelas det övergripande ansvaret för att leda och driva investeringsprocessen för reala tillgångar. Ansvaret innefattar projektledning, allokering av analysresurser, prioritering och kvalitetssäkring.

Investeringsprocessen inleds med en screeningfas där samtliga teammedlemmar ansvarar för att kontinuerligt kartlägga marknaden. För att identifiera investeringsmöjligheter utnyttjar teamet sitt nätverk av investerare och investeringsförmedlare (eng: placement agents) samt den befintliga portföljen. Därutöver deltar teamet i årsmöten och konferenser där investeringsmöjligheter kan presenteras. I tillägg till det aktiva kartläggningsarbetet approachas även sourcing och uw-teamet med flertalet propåer. Samtliga potentiellt intressanta investeringar loggas i Första AP-fondens bruttolista ("long list") i Excel. Därefter genomför teamet en initial utvärdering av investeringen baserad på ett faktablad eller investeringspresentation ("pitch book"). Givet den stora mängd investeringar som screenas (drygt 150 förslag under 2024) används en checklista med urvalskriterier i utvärderingen. De investeringsmöjligheter som uppfyller kriterierna flyttas till en nettolista ("short list") som diskuteras på veckovisa RT-möten. Vid dessa möten fattas beslut om förslagen ska läggas ned eller tas vidare till en initial formell genomlysning (eng: due diligence).

Vid en initial due diligence bokar teamet in möten med förvaltare och efterfrågar mer data och material om investeringen. Insikter från analysarbetet diskuteras på veckovisa RT-möten där deltagarna beslutar om att lägga ned eller gå vidare med en full due diligence. Sourcing och uw-teamet samt Chefen Alternativa Investeringar deltar i mötet.

En full due diligence innefattar en djupanalys som genomförs med både interna och externa resurser. Sourcing och uw-teamet genomför ytterligare möten med bolaget i fråga. Processen inkluderar även referenskontroller, en eventuell inspektion av tillgångar samt en djupanalys av samtliga relevanta aspekter av investeringen. Extern expertis anlitas för skattestrukturering och en juridisk förhandling sker med både interna och externa resurser. Due diligence-arbetet mynnar ut i ett investerings-PM med en investeringsrekommendation. Under processens gång lyfts även insikter kontinuerligt inom teamet.

Efter att en investeringsrekommendation tagits fram fattas det slutgiltiga investeringsbeslutet av tillgångsansvarige, alternativt av Första AP-fondens investeringskommitté om beslutet faller utanför tillgångsansvariges mandat. Detta är fallet om investeringen överskrider en miljard kronor, investeringen i fråga är en direktinvestering eller om investeringen innebär att ägarandelen i fonder eller joint ventures överskrider 25 procent. För samtliga investeringar i Sverige ska Första AP-fondens VD och informationschef informeras innan beslut fattas då investeringen kan väcka ett medialt intresse. I samband med beslutsfattandet genomförs även slutförhandlingar av skatte- och juridiska frågor. Påskrivna avtal sparas sedan i Första AP-fondens interna system. I vissa fall struktureras ett bolag där en styrelse tillsätts och styrdokument upprättas. En första dellikvid för investeringen (eng: cash call) kan även ske i denna fas.

Efter genomförd investering sker en löpande monitorering, utvärdering och rapportering i enlighet med förvaltningsplanen. Investeringen avyttras i ett sådant fall att det bedöms lämpligt. Beslut om avyttring fattas av den ansvariga förvaltaren och Chef Alternativa investeringar. Även vid avyttringar gäller ovan riktlinjer för beslut i Första AP-fondens Investeringskommitté.

Gemensamma investeringsprocesser och principer

Investeringsprocesserna för onoterade aktier (eng: private equity) och reala tillgångar delar många principiella och strukturella likheter. Två områden som däremot särskiljer dem åt är mandatfördelning och involvering av externa samarbetspartners. Gällande mandatfördelning behandlas PE-teamet mer som en separat entitet inom avdelningen för Alternativa Investeringar, vilket underbyggs av deras egna beslutsmandat. Däremot fattar avdelningschefen beslut om investeringar i fastigheter och infrastruktur för RT-teamets räkning. Processkillnader hänförs även till att PE-teamet har en mer omfattande erfarenhet samt en extern part, Hamilton Lane, i förarbetet till investeringen. I kontrast till detta saknar RT-teamet en tydlig involvering av externa samarbetspartners i investeringsprocessen.

4.3.2 Uppföljning

Fondens innehav inom Alternativa investeringar följs upp i en halvårsrapport som delges och presenteras för styrelsen. Denna innefattar avkastning inom fastigheter, infrastruktur respektive onoterade aktier (eng: private equity). Rapporten sammanfattar marknadsförhållanden, portföljaktivitet och avkastning under bestämda tidsperioder samt en bedömning av avkastningsmöjligheter och risker framåt för fastigheter och infrastruktur respektive onoterade aktier. Vidare sammanställer rapporten specifika aktiviteter för respektive innehav inom fastigheter och infrastruktur. Inom onoterade aktier presenteras en fördelning enligt tidsram (eng: vintage), sektorer och strategi. Därutöver kan ytterligare områden rapporteras som gruppen inom Alternativa investeringar anser viktiga att belysa.

Inför rapportering till styrelse sker även en utvärdering inom fastigheter, infrastruktur och onoterade aktier som rapporteras till PU. Rapporteringen behandlar den befintliga portföljen, inklusive dess historia, avkastning och strategi, möjligheter och målbilden framåt samt reflektioner, lärdomar och insikter som genererats av teamet. Utvärderingen exemplifierar Första AP-fondens strävan efter att vara en lärande organisation som aktivt justerar investeringsverksamheten utifrån lärdomar från tidigare erfarenheter.

I linje med att vara en lärande organisation som konstant utvecklas och förbättras tillämpar Första AP-fonden principen om inga eviga innehav. Denna princip gäller för samtliga innehav, även inom

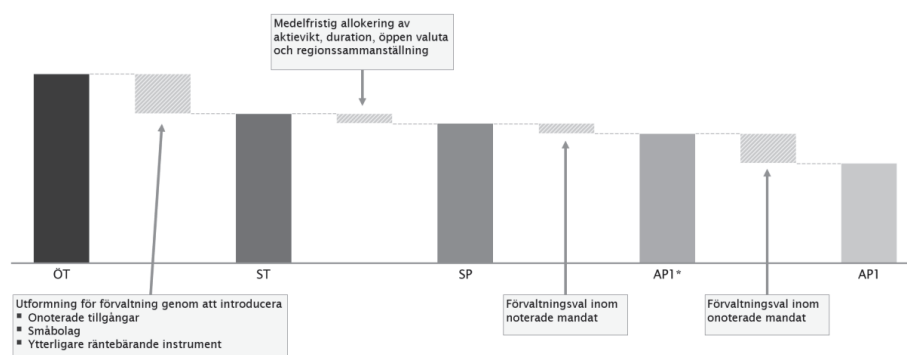
onoterade aktier och reala tillgångar. Mot bakgrund av detta sker analyser och utvärderingar av fondens innehav åtminstone ett par gånger per halvår. Utvärderingen omfattar framtidsutsikten för tillgången med hänsynstagande till Första AP-fondens strategi och dess möjlighet att addera värde som ägare, samt den alternativkostnad som uppstår av att inte investera medlen i andra tillgångar. Dessa faktorer ligger till grund för aktiva och kontinuerliga val om att antingen behålla eller avyttra tillgångar i portföljen. Däremot föreligger utmaningar i att snabbt avyttra illikvida tillgångar, vilket medför att ett avyttringsbeslut kan ske mer sällan inom detta tillgångsslag.

4.4 Slutsatser och bedömningar

Första AP-fonden har en robust beslutsstruktur som inkluderar samtliga beslutsnivåer inom organisationen, från styrelsen till portföljförvaltare. Styrelsens referensportfölj, ÖT, ger en tydlig riktlinje för VD vid utformning av ST. Däremot noteras att ÖT enbart omfattar aktier och räntebärande tillgångar, vilket för visso anses naturligt då styrelsens referensportfölj bildas utan beaktande av kapitalförvaltningens befintliga portföljinnehav. Till skillnad från styrelsen ska VD ta hänsyn till kapitalförvaltningens utgångsläge och förutsättningar vid utformningen av sin referensportfölj. Detta innebär att ST inkluderar portföljens onoterade tillgångar, och att resultatet och risken för dessa investeringar tillfaller VD. Majoriteten av Första AP-fondens onoterade portfölj består av fastigheter, där Vasakronan och Willhem utgör de största innehaven. En konsekvens av detta är att en betydande del av avkastningsdifferensen mellan ÖT och ST sannolikt kan hänföras till hur de illikvida tillgångarna presterar, särskilt de direktägda fastighetstillgångarna.

Detta väcker frågan om hur realistisk ÖT:s målsättning faktiskt är i relation till den operativa portföljen, och därmed hur styrande styrelsens referensportfölj är i praktiken. Under ett år då onoterade tillgångar, särskilt fastigheter, presterar sämre än aktier, är det sannolikt att ST inte kan uppnå ÖT:s avkastningsnivåer. Även om investeringshorisonten är betydligt längre än ett år, innebär detta att avkastningsgapet mellan styrelsen och VD ökar, utan att VD har reella möjligheter att påverka denna skillnad på ett meningsfullt sätt. Figur 8 illustrerar hur allokeringen kan förändras mellan Första AP-fondens olika portföljstrukturer och hur detta påverkar relationen mellan styrelsens målsättning och den operativa förvaltningen.

Illustrativt exempel på avkastningsutvecklingen mellan Första AP-fondens beslutsnivåer



Not: Denna graf är enbart ett exempel på hur avkastningen kan utvecklas mellan de olika beslutsnivåerna. Under ett år med annorlunda avkastningsmönster, exempelvis till följd av en starkare utveckling för onoterade tillgångar, kan ST och övriga portföljer likväl överträffa ÖT.

Figur 8: Indikativ avkastningsutveckling mellan Första AP-fondens beslutsnivåer

Av Figur 8 framgår att Första AP-fonden tillämpar fyra beslutsnivåer, där den operativa portföljen kan delas in i två beslutsportföljer, beroende på om onoterade tillgångar inkluderas eller exkluderas (AP1* och AP1). Dessa väldefinierade beslutsnivåer och portföljstrukturer utgör en stabil grund för välinformerade allokeringsbeslut. Arkwright ser överlag positivt på Första AP-fondens beslutsstruktur och de olika beslutsnivåerna. Samtidigt kan det ifrågasättas huruvida denna strukturella uppdelning skapar otydlighet i fondens styrning.

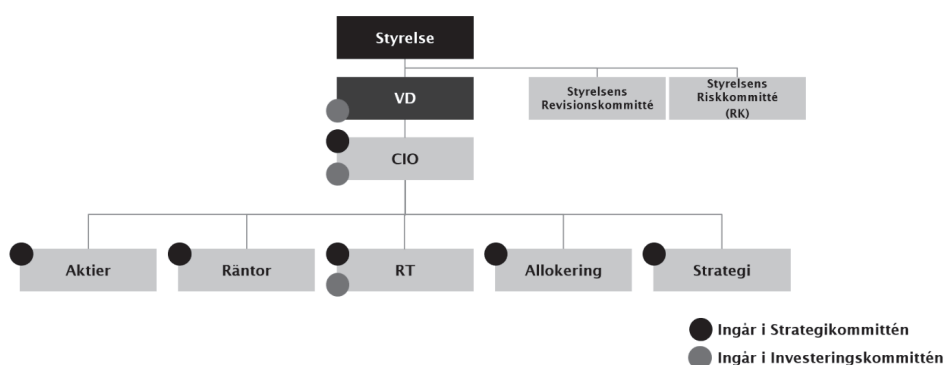
5 Andra AP-fonden

I detta kapitel beskrivs beslutsordning för tillgångsallokering, valutaexponering och investeringar i illikvida tillgångar i Andra AP-fonden, samt vilken information, analyser och slutsatser som kommer styrelsen till del. Vidare beskrivs hur uppföljning och utvärdering sker på ett systematiskt sätt i verksamheten, samt hur positionstagning i utländsk valuta inklusive valutasäkring har påverkat förvaltningen. Kapitlets beskrivande avsnitt (5.1–5.3) sammanfattas i texttrutan nedan. Arkwrights bedömningar och slutsatser presenteras i avsnitt 5.4.

- Styrelsen fattar årligen beslut om Andra AP-fondens Strategiska Allokering (SA), vilket utgör den övergripande tillgångsallokeringen, samt en strategisk riskram. SA omfattar såväl likvida som illikvida tillgångar. Beslutet utgår från en ALM-analys med målet att minimera framtida pensionsförluster på grund av automatisk balansering. Verksamheten förser styrelsen med beslutsunderlag, information, analyser och slutsatser som bereds i styrelsens Riskkommitté (RK) före styrelsens behandling.
- Styrelsen tilldelar VD mandat att utforma en Operativ Portfölj (OP) som syftar till att operationalisera SA och implementera styrelsens beslut genom att konstruera en faktisk portfölj. CIO har inom den Dynamiska Allokeringen (DA) mandat att nyttja möjligheter att förbättra avkastningen i det medelfristiga perspektivet, inom limiterna för den strategiska riskramen och VD:s riskramar. I den Operativa Förvaltningen (OF) delegeras portföljförvaltare mandat att fatta beslut om värdepappersval i syfte att förbättra totalavkastningen.
- Uppföljning och utvärdering sker systematiskt över fler nivåer och tidsperspektiv:
 - Styrelsen tillämpar en standardiserad uppföljningsstruktur. Samtliga styrelsemöten omfattar VD-brev, en styrelserapport samt presentation om makroläge, aktuell allokering, risk och avkastning. Innan dokumenten presenteras för styrelsen tas de upp i RK där en djupare genomgång av materialet och riskfrågor sker.
 - I organisationen sker uppföljning över alla beslutsnivåer. Vid samtliga möten går VD och fondledningen igenom risk och avkastning, samt fondinvesteringar och mandat för såväl noterade som onoterade tillgångar. Löpande uppföljning sker till Kapitalförvaltningschefen (eng: Chief Investment Officer, eller CIO) och Strategikommittén, där portföljens avkastning och risk går igenom på månatliga möten. Inom samtliga förvaltningsnivåer sker en daglig uppföljning av risk och avkastningsmått via Andra AP-fondens analys- och rapporteringssystem.
- Styrelsen fattar beslut om strategisk valutaexponering och säkring utifrån ett riskminimeringsperspektiv och mål om att maximera diversifieringsbidraget från valutaexponeringen. OP tillämpar desamma valutaexponeringsnivåer som i SA. Strategikommittén fattar, inom ramen för DA, löpande beslut om allokering, inklusive valuta, ur ett medelfristigt perspektiv. Andra AP-fondens portföljoptimering beaktar inte lagens limit om 40 procent valutaexponering, vilket innebär att den långsiktigt riskminimerande valutaexponeringsgraden om 35 procent inte hade förändrats av ett mer generöst lagutrymme.

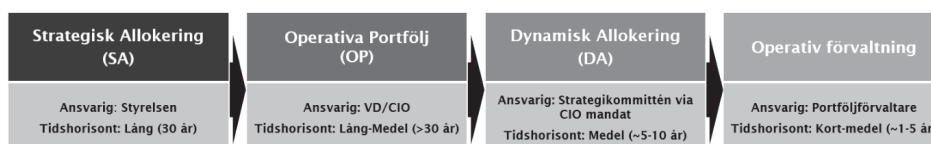
5.1 Allokering

Andra AP-fonden fattar allokeringsbeslut på olika organisationsnivåer. På den högsta nivån fastställer styrelsen övergripande allokeringsbeslut utifrån lagens yttre ramverk och AP-fondernas uppdrag. Därefter får VD mandat att skapa en portfölj enligt styrelsens riktlinjer. VD vidaredelegerar ett allokeringsmandat till Kapitalförvaltningschefen (eng: Chief Investment Officer, eller CIO), som i sin tur tilldelar mer avgränsade mandat till avdelningschefer. Slutligen delegeras specifika investeringsmandat till portföljförvaltare. I tillägg till detta har en Strategikommitté och Investeringskommitté etablerats som beslutande organ inom allokeringsfrågor. Figur 9 ger en översiktlig bild av delegationsordningen och beslutskommittéerna vad gäller allokering inom Andra AP-fonden.



Figur 9: Andra AP-fondens delegationsordning för allokeringsbeslut och beslutande kommittéer

Per den uppdaterade beslutsprocessen 2024 fastställer styrelsen beslut om den Strategiska Allokeringen. Därefter delegeras VD och CIO mandat att fatta beslut om den Operativa Portföljen. CIO delges även ett eget mandat att fatta beslut om den Dynamiska Allokeringen. Slutligen fattar enskilda portföljförvaltare inom den Operativa Förvaltningen beslut om värdepappersval. Beslutsnivåerna tillämpar olika tidshorisonter, där den Strategiska Allokeringen och den Operativa Portföljen har den längsta tidshorizonten om 30 år. Figur 10 illustrerar beslutsnivåerna.



Figur 10: Andra AP-fondens beslutsnivåer

5.1.1 Styrelsen

Styrelsen fattar årligen beslut om Andra AP-fondens Verksamhetsplan. I denna ingår fondens Placeringspolicy, Riskpolicy och Hållbarhetspolicy som tillsammans utgör den huvudsakliga styrningen av verksamheten. Denna verksamhetsstyrning uppdaterades under 2024 för att skapa en mer flexibel och ändamålsenlig styrning, där fler beslut flyttades från styrelsen till organisationen.

Innan förändringen fattade styrelsen beslut om den Strategiska Portföljen, vilket inkluderade tillgångsallokering, strategier inom tillgångsslag samt valutaexponering. Inom tillgångsallokeringen fattade styrelsen beslut om fördelning mellan tillgångsslag över förhållandevis många och specifika noder. Därutöver åtföljdes tillgångsallokeringen av ett rebalanseringsintervall samt en uppdelning mellan noterat och onoterat. I tillägg till Tillgångsallokering fattade styrelsen beslut om Strategier inom tillgångsslag, vilket bland annat innefattade indexval för noterade tillgångar samt strategibeskrivningar för onoterade tillgångar. Slutligen fastställde styrelsen säkringsgrader för enskilda valutor inom respektive tillgångsslag i syfte att minimera portföljens totala risk. Den strategiska portföljen och dess tre komponenter mynnade ut i ett dagligt beräknat benchmark för avkastning som delegerades till förvaltningsorganisationen med en relativ avkastning över 0,5 procent och en relativ risk under 3 procent.

Den tidigare beslutsstrukturen uppdaterades under 2024 i syfte att skapa flexibilitet och ge förvaltningsorganisationen ett större beslutsmandat. Den nya strukturen delade upp den Strategiska Portföljen i två delar: Strategisk Allokering och Operativ Portfölj. Beslut om den Strategiska Allokeringen, som omfattar den övergripande tillgångsfördelningen, förblev styrelsens ansvar. Däremot delegerades övriga beslut till den nybildade Operativa Portföljen, som ligger inom förvaltningsorganisationens mandat. Utöver den Operativa Portföljen förstärktes även närvaron av den Dynamiska Allokeringen. Tillsammans med den Operativa Förvaltningen bildades en beslutsstruktur med fem övergripande nivåer, var och en med distinkta särdrag och tidshorisonter. Nedan beskrivs den modifierade beslutsstrukturen på styrelsenivå och sedan inom ramarna för VD:s mandat.

Strategisk Allokering

Andra AP-fondens högsta beslutsnivå omfattar AP-fondernas lagstadgade uppdrag att bidra med största möjliga nytta för pensionssystemet. Med lagen som utgångspunkt har Andra AP-fonden formulerat en målsättning som betonar vikten av att skapa en väldiversifierad och defensiv portfölj som minimerar risken för att bromsen aktiveras:

”Målet för fondens verksamhet är att minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen på 30 års horisont genom att bedriva föredömlig förvaltning av kapitalet”.

Målformuleringen ligger även till grund för styrelsens årliga beslut om Strategisk Allokering, som styr fondens långsiktiga kapitalförvaltning och säkerställer pensionssystemets stabilitet. Den Strategiska Allokeringen fastställer hur fondkapitalet, i ett långsiktigt perspektiv, normalt ska fördelas över breda tillgångsslag samt vilken valutaexponering som ska tillämpas. Den formella tidshorisonten för den Strategiska Allokeringen är 30 år.

Den Strategiska Allokeringen består av två delar: Strategisk Tillgångsallokering och Strategisk Valutaallokering. Beslut om den Strategiska Tillgångsallokeringen grundas i Andra AP-fondens internt utvecklade ALM-modell, som optimeras för att undvika en aktivering av den automatiska balanseringen. Betoningen på att minimera pensionsbortfallet grundas i att AP-fondernas påverkan på framtida pensioner enbart sker indirekt via den så kallade ”bromsen”. Därmed uppfyller Andra AP-fonden sitt lagformulerade uppdrag genom att upprätta en stabil portfölj som minimerar pensionsbortfallet av en broms.

ALM-analysen utgår från ett, för pensionssystemet, pessimistiskt demografiskt scenario, som baseras på långsiktiga antaganden om låga födelsetal, låg nettoinvandring och en lång livslängd jämfört med ett basscenario. Med detta som utgångspunkt används ALM-modellen för att generera ett stort antal scenarier för inkomstpensionssystemet framtida balansräkning. Utifrån denna analys identifieras den portfölj som minimerar konsekvenserna av den automatiska balanseringen på 30 års sikt. Denna portfölj ligger till grund för styrelsens beslut om den Strategiska Allokeringen.

Andra AP-fonden har inget avkastningsmål per se, utan kommunicerar i stället en långsiktig förväntad avkastning. Denna förväntade avkastning mynnar ut från ALM-analysen och motsvarar avkastningen från den portfölj, eller Strategisk Allokering, som bedöms bidra störst nytta för pensionssystemet på 30-års sikt. Detta tillvägagångssätt stämmer överens med fondens verksamhetsmål: att minimera pensionsförluster från den automatiska balanseringen. För 2024 uppgick den förväntade avkastningen för den Strategiska Allokeringen till cirka 6 procent nominellt, eller 4 procent i reala termer. Beslutet dokumenteras i styrelseprotokoll med bilaga. Andra AP-fondens chefsjurist är styrelsens sekreterare och ansvarar för att protokoll förs vid styrelsens sammanträde. Sekreteraren, ordföranden och minst en styrelseledamot ska underteckna protokollet.

Till skillnad från övriga tillgångsslag optimeras inte valuta i ALM-analysen. Se avsnitt 6.2.1 för vidare förklaring av hur styrelsen fastställer graden av valutaexponering i den Strategiska Allokeringen.

Strategisk Riskram

Riskpolicyn beskriver styrelsens övergripande styrning av risktagandet inom placeringsverksamheten och konkretiseras genom en Strategisk Riskram, inom vilken den faktiska portföljen ska hållas. Den Strategiska Riskramen består av tre delar: allokeringsintervall, absolut risk och relativ risk. Allokeringsintervallen för Aktier, Räntor och Valuta utgör grunden för den Strategiska Riskramen och ska spegla en tillgångsfördelning som bedöms optimalt för pensionssystemet. För att säkerställa största möjliga nytta för pensionssystemet ska den faktiska portföljens allokering rimligt motsvara den Strategiska Riskramens allokeringsintervall. Styrelsen har beslutat om allokeringsintervall på 57 till 77 procent för aktier, 23 till 43 procent för räntebärande tillgångar och 10 till 40 procent för valutaexponering. VD ansvarar för att den slutliga portföljen hålls inom de övergripande intervallen.

För att underlätta riskstyrning, målformulering och den löpande uppföljningen anges så kallade Strategiska Utvärderingsindex för respektive tillgångsslag i den Strategiska Allokeringen. Det sammanvägda Strategiska Utvärderingsindexet beräknas med den Strategiska Allokeringens fasta vikter och varierar därmed inte över tid. Utgångspunkten är att det sammanvägda Strategiska Utvärderingsindexet rimligt väl ska fånga breda risk och avkastningsegenskaper hos tillgångsslagen i den Strategiska Allokeringen.

Strategiska Utvärderingsindex utgör inte investeringsinstruktioner utan ska betraktas som verktyg för uppföljning och utvärdering av den faktiska portföljens avkastning, risk- och hållbarhetsegenskaper. Mot bakgrund av detta fastställs de två andra delarna av den Strategiska Riskramen utifrån avvikelser från Strategiska utvärderingsindex. En av dessa delar utgör en begränsning av den förväntade totala volatiliteten av portföljen, det vill säga den absoluta risken. Den Strategiska Riskramen fastställer att den absoluta risken i den faktiska portföljen inte får överstiga den absoluta risk som följer av sammanvägt Strategiskt Utvärderingsindex med mer än 2,5 procent. Denna nivå utgör en limit för portföljens styrning och i nästa steg fastställer VD en mätmetod för detta i Riktlinjer för placeringsverksamheten.

Den tredje och sista delen i den Strategiska Riskramen tar fasta på att även den relativa risken mellan den faktiska portföljen och det sammanvägda Strategiska Utvärderingsindexet ska vara begränsad. Styrelsen har beslutat om att den relativa risken, mätt som den faktiska portföljens förväntade aktiva risk (eng: Tracking Error, förkortat TE), gentemot sammanvägt Strategiskt Utvärderingsindex, ska hållas under 5 procent på årsbasis. Av styrelsens riskramar framgår att följande områden ska rymmas inom denna limit:

- Den faktiska portföljens onoterade tillgångar
- Val av index inom noterade tillgångsslag
- Den variation som följer av Dynamiska Allokering
- Variation i värdepappersval inom ramen för den operativa förvaltningen.

Årshjul för styrelsemöten

Styrelsen tillämpar en struktur för beslut om den Strategiska Allokeringen. Beslutsprocessen inleds i april där styrelsen delges information om den aktuella ställningen i pensionssystemet. Organisationen har en styrgrupp för ALM som ansvarar för att ta fram beslutsunderlag och PM till styrelsemötena. Styrgruppen består av CIO, Chef Strategi samt Chef Räntor. Under aprilmötet diskuteras ställningen i pensionssystemet, och under augustimötet diskuteras förutsättningar i pensionssystemet samt fokusområden för årets ALM-analys. I oktober följer styrelsen upp dessa fokusområden och de avkastningsantaganden som presenteras av organisationen. Under samma månad håller styrelsen även sitt årliga strategimöte. Det slutgiltiga beslutet om verksamhetsplanen, inklusive Strategisk Allokering och Strategisk Riskram, fattas i december. Samtliga beslut som fattas under styrelsemöten protokollförs.

Beredande kommittéer

Styrelsen har tillsatt en Ersättningskommitté, en Riskkommitté (RK) och en Revisionskommitté. Frågor inom riskkontroll och riskhantering, inklusive allokering och strategi, tas upp i Riskkommittén innan de presenteras för styrelsen. Riskkommittén är rådgivande, bevakande och beredande åt styrelsen men fattar inte beslut på styrelsens vägnar. Minst två styrelsemedlemmar sitter i Riskkommittén. Andra AP-fondens VD och Chef Risk och Avkastningsanalys är föredragande i Riskkommittén.

5.1.2 VD-mandatet

Beslutsnivåer och förändringar under 2024

Den Strategiska Allokeringen utgör inte en implementerbar portfölj, utan snarare en övergripande allokeringsram för förvaltningsverksamheten. Till följd av fondens verksamhetsutveckling 2024 har mer detaljerade förvaltningstekniska beslut lämnats till organisationen som implementerar styrelsens beslut genom att konstruera en faktisk portfölj. Mot denna bakgrund har VD fått mandat att operationalisera den Strategiska Allokeringen. Målet med operationaliseringen är att skapa en totalavkastning som över tid överträffar det sammanvägda Strategiska Utvärderingsindexet med 1 procentenhet. För 2024 uppgick den förväntade avkastningen för den operativa förvaltningen till 7 procent.

Operativ portfölj

Den Operativa Portföljen utgör det första steget i operationaliseringen av styrelsens Strategiska Allokering. Inom ramen för den Operativa Portföljen fastställs en mer detaljerad tillgångsallokering över en lång till medelsiktig tidshorisont. Vidare inkluderar den Operativa Portföljen strategier för värdepappersval inom respektive tillgångsslag. För noterade tillgångar konkretiseras strategierna inom respektive deltillgångsslag genom valet av index. Dessa index är anpassade till Andra AP-fondens portföljförutsättningar och utgör en riktlinje för föredömlig förvaltning, vilket bland annat ställer krav på god riskspridning samt integrering av hållbarhet.

För onoterade tillgångsslag fattas beslut om strategidokument och enskilda investeringar i Investeringskommittén. VD godkänner beslutet och ansvarar för att konkretisera vision och värderingar, investeringsövertygelser, placeringsstrategi, hållbarhetsstrategi och riskhantering i Riktlinjer för Placeringsverksamheten. Styrgruppen för ALM ansvarar för att ta fram ett förslag till Operativ Portfölj. Därefter fattar Strategikommittén, genom CIO:s mandat, beslut om Operativ Portfölj varefter den godkänns av VD.

Dynamisk Allokering

Både den Strategiska Allokeringen och den Operativa Portföljen utgår från pensionssystemets behov ur ett långsiktigt perspektiv. Däremot bedömer Andra AP-fonden att det finns möjligheter att förbättra avkastningen i det medelfristiga perspektivet genom att löpande besluta om allokeringsavvikelser från den Operativa Portföljen. Till följd av detta introducerades en Dynamisk Allokering i samband med verksamhetsutvecklingen under 2024. CIO har mandat att fatta beslut om den Dynamiska Allokeringen inom limiterna för den Strategiska Riskramen samt VD:s riskramar. Beslut om Dynamisk Allokering fattas i Strategikommittén utifrån prediktiva nyckeltal samt en strukturerad analys av omvärlden. Den Dynamiska Allokeringen kan delas upp i tre kategorier. Den första kategorin benämns riskhantering och föranleds av att den faktiska portföljens vikter i onoterade tillgångsslag avviker från målvikter i den Operativa Portföljen. Den andra formen av Dynamisk Allokering utgörs av direkta avvikelser. Strategikommittén fattar beslut om direkta avvikelser från allokeringen när medelfristiga avkastningsförväntningar motiverar det. Den tredje och sista delen av Dynamisk Allokering är drift, det vill säga avvikelser från målvikter som följer av marknadsrörelser. Strategin för Dynamisk Allokering beskrivs i VD:s Riktlinjer för placeringsverksamheten.

Operativ förvaltning

Utifrån de index som fastställs i den Operativa Portföljen delegeras portföljförvaltare mandat att fatta beslut om värdepappersval i syfte att förbättra totalavkastningen. Inom den Operativa Förvaltningen anpassas allokeringen till enskilda värdepappersinnehav baserat på förväntad avkastning på medellång till kort sikt. Därmed har portföljförvaltarna möjlighet att vikta innehav avvikande från index. Bedömningar av förväntad avkastning sker utifrån en fundamental ansats eller en systematisk kvantitativ ansats. Dessutom ingår derivatdrivna mandat som en del av den operativa förvaltningen.

Styrdokumentet för den Operativa Förvaltningen benämns Investment Guidelines och fastställs av CIO efter upprättande av en Risk och avkastningsplan. Investment Guidelines innehåller strategin för den Operativa Förvaltningen, mandatfördelning i organisationen samt risker som kan tas inom mandatet. Den Operativa Förvaltningen har tre olika mandat som påverkar tillgångsallokeringen. Det första är ett Kvantitativt Allokeringsmandat, vilket innefattar en modellstyrd dynamisk allokering mellan valutor samt inom aktiemarknaden. Avkastningen från detta mandat attribueras till Dynamisk

Allokering. Det andra mandatet består av Taktisk Allokering och omfattar makrodriven positionering i valutor, aktier och räntor. Det tredje mandatet är det Enskilda valutamandatet, där organisationen identifierar felprissättningar och utnyttjar kortsiktiga fluktuationer på marknaden.

Beslutskommittéer

Strategikommittén

Strategikommittén introducerades i samband med verksamhetsförändringen under 2024 och består av CIO, avdelningschefer inom Kapitalförvaltningen, en Makroekonom och en allokeringsansvarig. Kommittén fattar beslut om den Operativa Portföljen samt Dynamisk Allokering. Inom ramen för Dynamisk Allokering ansvarar CIO och Strategikommittén för fondens risk- och avkastningsplanering. Därmed ska kommittén säkerställa att den faktiska portföljen håller sig inom Riskramen och övriga limiter. På en årlig basis fattar kommittén, inom ramen för risk- och avkastningsplaneringen, även beslut om att avkastningsmålet på 1 procentenheter som fastställs av styrelsen ska uppnås. Avkastning och risk följs upp i fondens analys- och rapporteringssystem. Simuleringar inför beslut görs i ett Allokeringsverktyg. Strategikommittén sammanträder minst månadsvis och följer vanligtvis denna struktur:

- Information om Performance och Riskutnyttjande
- Information om förändringar i Strategisk Allokering
- Beslut om Operativ Portfölj
- Beslut om Riskplanering
- Information om makro, marknad och avkastningssignaler
- Beslut om Dynamisk Allokering avseende:
 - Riskhantering
 - Direkta avvikelser och
 - Driftrebalansering

Ändringar i den Strategiska Allokeringen samt beslut om den Operativa Portföljen avhandlas normalt vid Strategikommitténs möte i december. Inför fastställande av den Operativa Portföljen läggs beslutsunderlag och PM fram för Strategikommittén. Beslut som fattas av kommittén dokumenteras dels genom mötesanteckningar, dels genom csv-filer som läses in i Andra AP-fondens databas.

Investeringskommittén

Andra AP-fonden har även etablerat en Investeringskommitté som behandlar investeringsärenden, uppföljning och övriga övergripande frågor inom onoterade tillgångar. Investeringskommittén består av VD, Chef Kapitalförvaltning, Chef Juridik, Chef Risk- och avkastningsanalys samt den ansvarige för det övergripande samarbetet inom onoterade investeringar, som även är kommitténs ordförande. Kommittén fattar samtliga enskilda investeringsbeslut i onoterade tillgångar med undantag för extraordinära investeringar. I ett sådant fall att VD och ordförande bedömer att investeringsförslaget sett till sin storlek, längd eller risknivå är extraordinärt tillfaller investeringsbeslutet styrelsen. Förutom att fatta investeringsbeslut ansvarar kommittén för den löpande uppföljningen av enskilda investeringar, portföljer och förvaltare, samt för att övervaka investeringsprocessen. Uppföljningsansvaret inkluderar även att följa utvecklingen i de bolag som fonden är delägare i, samt att ge stöd och styrning vid behov.

Investeringskommittén sammanträder löpande under året och hanterar ovan nämnda ansvarsområden. En utsedd sekreterare ansvarar för att minnesanteckningar förs vid samtliga sammanträden. Protokoll över beslutade investeringar upprättas i särskild ordning och justeras av två ledamöter. Investeringskommittén har även en separat MS Teams-grupp där dokumentationen sparas och där övrig information, nyheter och kommentarer delas som är av sådan karaktär att det inte erfordras att hanteras i ett sedvanligt investeringskommittémöte.

5.1.3 Uppföljning

Andra AP-fondens uppföljning centrerar runt avkastning och risk och sker genom jämförelser mellan Strategisk Allokering, Operativ Portfölj, Dynamisk Allokering och Operativ Förvaltning. Mer specifikt utvärderas den Dynamiska Allokeringen och den faktiska portföljen i relation till de index som tillämpas inom den Operativa Portföljen respektive den Strategiska Allokeringen. Forum och strukturer för uppföljning på både styrelsenivå och organisationsnivå redogörs för nedan.

Styrelse

Andra AP-fonden tillämpar en standardiserad uppföljningsstruktur gentemot styrelsen för att säkerställa att beslut som fattas inom organisationen följs upp och utvärderas. Inför samtliga styrelsemöten upprättas följande dokument:

- VD-brev
- Presentation om makroläge och dess påverkan på allokering, samt risk och avkastning
- Styrelserapport, vilket har samma innehåll som presentationen och inkluderar en beskrivning av makroläget, allokering, risk och avkastning

Innan rapportering till styrelsen går Riskkommittén igenom fondens exponering mot risk och utveckling av avkastning. Utöver den löpande uppföljningen vid samtliga styrelsesammanträden behandlas även andra frågor och rapporter i styrelsen. Till exempel upprättar organisationen månadsrapporter över fondens risk och avkastning. Varje kvartal upprättas också en kvartalsrapport som i tillägg till risk och avkastning också följer upp ESG och operativa risker. Styrelsen kan även besluta om att djupdyka i vissa frågor och tillgångsslag under Fördjupningsmöten, där Riskkommittén är involverad i beslutet om vilka fördjupningsområden som ska hållas under året. Slutligen hålls även ett årligt möte med Revisionskommittén och Riskkommittén där årsrapporter för risk, compliance respektive informationssäkerhet följs upp och diskuteras.

Organisationen

Organisationen följer en rapporterings- och uppföljningsstruktur som sträcker sig över olika beslutsnivåer. På organisationens högsta nivå går VD och fondledningen igenom risk och avkastning vid samtliga möten. Därutöver upprättar ledningen en Annual Partner Review (APR) och en Manager Review (MR). Inom ramen för APR går ledningen igenom samtliga fondinvesteringar inom onoterade tillgångar och utvärderar det externt delegerade mandatet. MR behandlar och utvärderar mandatet för noterade tillgångar, vilket primärt faller inom den interna organisationen.

Utöver VD-uppföljningen sker en löpande uppföljning till CIO och strategikommittén. Vid samtliga månatliga träffar går Strategikommittén igenom portföljens avkastning och risk. Kommittémedlemmarna följer även upp allokeringen och resultatet dagligen, bland annat via Andra

AP-fondens analys- och rapporteringssystem (eng: Power BI). Slutligen går Strategikommittén även igenom en MR. För onoterade tillgångar tillämpas en separat uppföljning i Investeringskommitténs kvartalsrapporter. Investeringskommittén genomför även årsvisa APR:s för samtliga enskilda innehav.

Inom samtliga förvaltningsnivåer sker en daglig uppföljning av olika risk- och avkastningsmått via fondens analys- och rapporteringssystem. Hela förvaltningsorganisationen har tillgång till detta system och kan följa upp hur olika tillgångsslag presterar på en daglig basis. Utöver detta upprättas mer detaljerade rapporter som djupdyker i hur tillgångsslag och team avkastat. Avkastning presenteras och diskuteras även under fondens måndagsfikor. En särskild uppföljning kan upprättas för kapitalförvaltnings- eller utvecklingsprojekt, där projekt avslutas med en gruppreflektion kring vad som hade kunnat göras bättre eller annorlunda.

5.2 Valuta

5.2.1 Styrelsen

Valutaexponeringen i Andra AP-fondens portfölj behöver helt eller delvis säkras. Vidare kan valutaexponering bidra med en diversifieringseffekt som minskar portföljens sammantagna volatilitet. Med dessa förutsättningar, tillsammans med lagens yttre limit om maximalt 40 procent valutaexponering, fattar styrelsen beslut om strategisk valutaexponering utifrån ett riskminimeringsperspektiv. Därmed är målet för den Strategiska Valutaallokeringen att maximera diversifieringsbidraget från valutaexponeringen. Före verksamhetsförändringen 2024 fattade styrelsen beslut om valutaexponering inom ramen för den Strategiska Portföljen. Numera hanteras styrelsens beslut kring valuta inom den Strategiska Allokeringen.

Valuta optimeras inte i ALM-analysen. För att fastställa Strategisk valutaexponering används i stället optimeringsmodeller för att identifiera den valutaexponering som minimerar portföljens totala risk, mått i långsiktig volatilitet. I portföljoptimering betraktas valuta som ett tillgångsslag och delas upp i säkrade och osäkrade valutor. Säkrade valutor utgörs av valutor från utvecklade länder medan osäkrade valutor refererar till valutor i tillväxtländer såväl som mindre valutor i utvecklade länder. Styrelsen har beslutat om att valutor från tillväxtländer lämnas osäkrade medan valutor i utvecklade länder är föremål för valutasäkring. Därmed inkluderas endast säkrade valutor i portföljoptimeringen.

Genom portföljoptimeringen har Andra AP-fonden identifierat att den riskminimerande nivån för valutaexponering är 35 procent. Optimeringen resulterar även i riskoptimerade säkringsgrader av enskilda valutor. Utifrån detta fattar styrelsen beslut om den övergripande valutaexponering som helhet, fördelningen mellan osäkrade och säkrade valutor, samt exponeringen mot enskilda säkrade valutor. För 2024 fattade styrelsen beslut om en valutaexponering på 31 procent i den Strategiska Allokeringen. Detta informerar sedan utformningen av kapitalförvaltningens Operativa Portfölj. För att säkerställa att den Operativa Portföljen inte avviker väsentligt från den Strategiska Allokeringen har styrelsen även beslutat om en Strategisk Riskram, innefattande ett allokeringsintervall om 10 till 40 procent valutaexponering.

5.2.2 VD-mandatet

Den Operativa Portföljen tillämpar de valutaexponeringsnivåer som styrelsen beslutat om i den Strategiska Allokeringen. Däremot anpassar Strategikommittén valutaexponeringen aktivt. Inom ramen för den Dynamiska Allokeringen fattar Strategikommittén löpande beslut om allokering,

inklusive valuta, ur ett medelfristigt tidsperspektiv. Utifrån värderingsmässiga nyckeltal beslutar Strategikommittén om förändrade vikter av enskilda säkrade valutor. På så sätt kan diversifieringseffekten som följer av valutaexponering förstärkas i det kortare perspektivet. Anpassningar av valuta utgår ifrån vikterna i den Operativa Portföljen och utfallet av valutahanteringen följs upp i relation till denna.

Den huvudsakliga justeringen av valutavikter sker inom ramen för den Dynamiska Allokeringen. Därutöver har den Operativa Förvaltningen ett enskilt valutamandat att identifiera felprissättningar och utnyttja fluktuationer på kort sikt. Däremot är beslutsmandatet inom den Operativa Förvaltningen mer begränsat än det som tilldelas Strategikommittén.

5.2.3 Uppföljning

Likt resterande tillgångsslag i Andra AP-fondens portfölj är valuta integrerat i fondens risk- och avkastningsrapportering och ingår därför i uppföljning mot såväl styrelsen som organisationens beslutsnivåer. Historiskt har avkastningen från portföljen inkluderat både tillgångsslagets avkastning samt valutaeffekten. Därefter har valutasäkringens effekt presenterats i en separat rad. I samband med verksamhetsutvecklingen har organisationen beslutat om en modifierad rapporteringsstruktur där avkastningen redovisas valutasäkrat och effekten av valutaexponering redovisas som en egen post.

Resultatet från valuta i den faktiska portföljen följs upp mot Strategiskt Utvärderingsindex samt den Operativa Portföljens justerade index. Inom styrelseuppföljningen behandlas valuta främst i styrelserapporten, den löpande presentationen under styrelsemöten, månadsrapporter och kvartalsrapporter. Inom den Dynamiska Allokeringen följer Strategikommittén löpande upp valutans utveckling i portföljen och på marknaden. Med hjälp av fondens analys- och rapporteringssystem följer kommittén upp avkastningen från valuta i den faktiska portföljen i relation till den Operativa Portföljens index samt styrelsens Strategiska Utvärderingsindex. Uppföljningen omfattar även vikter av valuta i relation till dessa långsiktiga portföljer. På samma sätt följer den Operativa Förvaltningen upp valutaresultatet dagligen, inte minst inom förvaltningen som bär det enskilda valutamandatet samt inom riskorganisationen som övervakar portföljens allokering i förhållande till risklimit och lagens begränsningar.

5.2.4 Påverkan på förvaltningen

Andra AP-fondens beslut om valutaexponering baseras på en portföljoptimering med målfunktionen att minimera portföljens totala risk. Valutor från tillväxtländer lämnas konsekvent osäkrade och ingår därmed inte i optimeringsfunktionen. I stället blir valutaexponeringen från osäkrade valutor ett ingångsvärde i portföljoptimering som analyserar den riskminimerande exponeringsgraden mot säkrade valutor. Optimeringen beaktar inte lagens limit om 40 procent valutaexponering, vilket innebär att den långsiktigt riskminimerande valutaexponeringsgraden om 35 procent inte hade förändrats av ett mer generöst lagutrymme. Däremot visar optimeringen att skillnaden i volatilitet mellan en optimalt valutasäkrad portfölj med 35 procent valutaexponering och en helt osäkrad portfölj med 80 procent valutaexponering är liten. Då volatilitetsskillnaden är relativt begränsad över ett brett spann av exponering mot säkrade valutor är det inte givet att valutaexponeringen hade sett annorlunda ut under en annan lagstiftning. Det kan därmed konstateras att lagens limit inte har påverkat valet av valutaexponeringen i en större utsträckning.

5.3 Illikvida Investeringar

Lagändringen 2019, som utökade möjligheten för AP-fonderna att investera i onoterade tillgångar, föranledde en uppdaterad investeringsprocess för Andra AP-fonden. Innan dess initierades investeringar i onoterade tillgångar genom att en enskild portföljförvaltare identifierade en intressant investeringsmöjlighet och presenterade den för ledningen. Därefter tog ledningen ärendet vidare till styrelsen för ett slutgiltigt investeringsbeslut. Den ansvariga portföljförvaltaren var föredragande i styrelsen och ansvarade även för den löpande uppföljningen av investeringen, som rapporterades till både fondledning och styrelsen.

Till följd av lagförändringen 2019 beslutade Andra AP-fonden om att utveckla sin investeringsprocess och förflytta ett större beslutsmandat från styrelsen till förvaltningsorganisationen. Denna förändring motiverades av att organisationen hade en mer utvecklad kompetens inom tillgångsslaget samt bättre möjligheter att snabbt fatta tidskänsliga investeringsbeslut. Efter utvecklingen av investeringsprocessen har styrelsens beslut inom illikvida tillgångar begränsats till den Strategiska Allokeringen, där vikter och Strategiska Utvärderingsindex fastställs för Riskkapital, Reala tillgångar samt Onoterade krediter. Styrelsen fattar inte investeringsbeslut i enskilda tillgångar såvida inte VD och ordförande för Investeringskommittén bedömer att investeringsförslaget sett till sin storlek, längd eller risknivå är extraordinärt.

5.3.1 Investeringsprocessen

Strategidokument

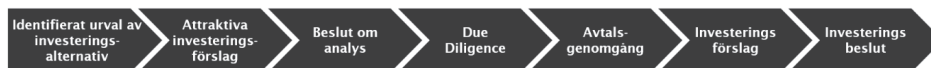
I samband med att styrelsen delegerade investeringsmandatet till organisationen etablerades Investeringskommittén som ett beslutsforum för investeringar och avyttringar inom illikvida tillgångar. Utöver investeringsbeslut gavs Investeringskommittén även ansvar för uppföljning och rapportering av både enskilda investeringar och den illikvida portföljen i sin helhet. Inom investeringsbeslut och uppföljning utsågs portföljförvaltare som föredragande i kommittén. Slutligen gavs kommittén ansvar för rapportering till fondledning och styrelsen, inklusive Riskkommittén. Investeringskommittén sammanträder ungefär 30 gånger per år under regelbundna beslutsmöten, ad hoc möten om omständigheter påkallar det samt under kvartalsvisa och årsvisa uppföljningar.

Det finns ett utförligt strategidokument för respektive onoterad tillgångsklass. Strategidokumentet ses över varje år och uppdateras när väsentliga förändringar, såsom skiftande marknadsförutsättningar, föranleder ett behov av justering. Detta strategidokument innefattar ett ramverk för målallokering inom illikvida tillgångar samt långsiktiga avkastningsmål för respektive deltillgångsslag. Därutöver reglerar strategidokumentet portföljens diversifiering sett till geografisk spridning och investeringarnas karaktär. Dokumentet förklarar även att portföljens avkastning samt diversifiering kan avvika från uppsatta mål i det korta perspektivet om portföljen är under uppbyggnad. Andra områden som tas upp i dokumentet är fondens hållbarhetsarbete inom illikvida investeringar, marknadsanalyser och framtidsutsikter samt de investeringsstrukturer som ska tillämpas. De onoterade tillgångsslag som fonden gör co-investeringar i finns beskrivet under investeringsstrukturer, där även fonder, Joint Ventures och direktinvesteringar anges.

Med Strategidokumentet som grund fattar Investeringskommittén investeringsbeslut inom illikvida tillgångar.

Investeringsprocess

Investeringskommitténs beslut förädlades av en investeringsprocess för illikvida tillgångar som illustreras i Figur 11.



Figur 11: Andra AP-fondens investeringsprocess för illikvida tillgångar

Portföljförvaltare analyserar marknaden löpande för att kartlägga investeringsmöjligheter som stämmer överens med riktlinjerna i Strategidokumentet. Därutöver får Andra AP-fonden regelbundet propåer med potentiella investeringar. För att skapa en representativ bild av investeringsmöjligheten utvärderar portföljförvaltningen alternativen över en längre tid. Detta är särskilt relevant för fondutfästelser i onoterade aktier där åtaganden planeras långt i förväg och sker över en längre tidsperiod. För att optimera resursanvändningen i teamet fokuserar portföljförvaltningen på att snabbt sälla ut investeringsalternativ som inte bedöms relevanta. Däremot används inte en statisk lista med förutbestämda kriterier i urvalet. I stället görs en helhetsbedömning utifrån portföljen och strategin.

I urvalsprocessen sällar portföljförvaltningen ut attraktiva investeringsalternativ och beslutar om vilka möjligheter som ska analyseras vidare. Därefter inleds en formell genomlysningssprocess (eng: due diligence) som involverar investeringsteamet samt medarbetare från andra avdelningar, såsom Ekonomi, Risk, Compliance, Hållbarhet och Juridik. Inom den formella genomlysningen behandlas fyra olika områden: affär, styrning och kontroll, rättsliga aspekter samt risker. Inom respektive område analyseras ett brett spektrum av delfrågor för att skapa en representativ och heltäckande bild av investeringen och dess verksamhet, både ur ett investerings- och operationellt perspektiv. Denna due diligence-process tillämpas konsekvent för samtliga investeringar, oberoende om Andra AP-fonden har investerat med förvaltaren (eng: General partner, eller GP) tidigare eller inte. Processen efterföljs av en avtalsgenomgång där specifika villkor beaktas. Detta mynnar ut i ett investeringsförslag som presenteras för Investeringskommittén, vilken fattar det slutgiltiga investeringsbeslutet. Under kommitténs sammanträden förs minnesanteckningar av investeringsdiskussioner och ett protokoll upprättas över de beslut som fattas. Detta sparas sedan i kommitténs gemensamma MS Teams-grupp.

Investeringskommittén ansvarar även för att följa upp och säkerställa att andelen onoterade tillgångar i portföljen inte överstiger lagens gräns på 40 procent. Vid tillfällen då Andra AP-fonden har närmat sig den maximalt tillåtna gränsen har Investeringskommittén fattat beslut om att justera investeringstakten genom att reducera åtaganden och avstå från vissa investeringar.

5.3.2 Uppföljning

Investeringskommittén utgör ett centralt forum för uppföljning av illikvida tillgångar. Efter varje kvartalsskifte genomförs ett kommittémöte där portföljens innehav presenteras och följs upp mot Strategidokumentets målsättningar avseende avkastning och diversifiering. Kommittén kan även sammanträda vid extrainsatta tillfällen om särskilda omständigheter påkallar ytterligare behov av utvärdering och uppföljning. Den gemensamma MS Teams-gruppen samlar all mötesdokumentation som ligger till grund för uppföljningen. Kvartalsrapporteringen innehåller även en marknadsanalys som belyser centrala förändringar och utvecklingar på marknaden. I tillägg till detta sker en grundlig årlig genomgång och utvärdering av mandat som kallas APR (Annual Partnership Review) i kommittén,

där samtliga investeringar i illikvida tillgångar analyseras. Denna årliga APR-analys presenteras sedan till fondledning och styrelse. Till fondledningen rapporteras även avkastning löpande samt särskilda händelser och avvikelser inom tillgångsslaget.

Utöver organisationens uppföljning tas illikvida tillgångar även upp i styrelsen och styrelsens Riskkommitté. I Riskkommittén sker en årlig fördjupad diskussion av samtliga tillgångsslag, inklusive illikvida tillgångar. Därutöver går kommittén löpande igenom resultatet från illikvida investeringar samt det rådande marknadsläget. Vid speciella tillfällen kan även extrainsatta rapporteringstillfällen påkallas. Efter att materialet har beretts i Riskkommittén tas uppföljning av illikvida tillgångar upp i styrelsen, som tillämpar en löpande uppföljning av samtliga tillgångsslag i portföljen. Styrelsen informeras även om eventuella särskilda händelser samt slutsatserna från APR-analysen.

5.4 Slutsatser och bedömningar

Arkwrights rekommendationer för Andra AP-fonden

- Arkwright rekommenderar Andra AP-fonden att ompröva sin grundläggande syn på kapitalallokering, särskilt avvägningen mellan att minimera risken för att bromsen aktiveras och att generera en hög avkastning.
- Andra AP-fonden rekommenderas även att ompröva och utveckla sin målformulering. Önskvärt är att Andra AP-fonden formulerar ett avkastningsmål som tydligt vägleder kapitalförvaltningens allokationsbeslut.

Andra AP-fondens ALM-analys underbygger en betoning på riskminimering och diversifiering

Andra AP-fondens allokationsbeslut grundar sig på en egenutvecklad ALM-analys, vilken tar sin utgångspunkt i pensionsmyndighetens pessimistiska scenario. Jämfört med Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna bedöms Andra AP-fonden ha en betydligt starkare koppling mellan ALM-analysen och de riktlinjer som fastställs av styrelsen. Det primära syftet med ALM-analysen grundar sig i Andra AP-fondens tolkning av buffertfondernas lagstadgade uppdrag, det vill säga att undvika den automatiska balanseringen, den så kallade ”bromsen”. Detta har lett till en defensivt inriktad portfölj, som i första hand fokuserar på att minimera risken för pensionssystemet.

Det lagstadgade uppdraget ger AP-fonderna ett stort tolkningsutrymme vid utformningen av styrning, mål och riktlinjer. Därmed kan Andra AP-fondens tolkning av lagens utformning varken betraktas som rätt eller felaktig. Däremot kan effekterna av dess styrningsmodell analyseras och ligga till grund för slutsatser. Andra AP-fondens portfölj, baserad på ALM-analysen, har genererat en lägre avkastning jämfört med övriga buffertfonder. *I grunduppdraget (avsnitt 6.4) redovisas att Andra AP-fondens förvaltningsresultat över en tioårsperiod, samt övriga mätperioder, har varit lägre än de övriga buffertfondernas.*

Den uteblivna avkastningen väcker frågan om Andra AP-fonden har tillmätt balanseringsmekanismen en alltför stor betydelse i sin ALM-analys och därigenom antagit en för låg risknivå för att uppnå fondens övriga mål och den förväntade avkastningen. Det i jämförelse låga risktagandet bör även sättas i ljuset av buffertfondernas främsta komparativa fördel, nämligen deras struktur som medför ett begränsat behov av likviditetsberedskap. Denna struktur möjliggör en verkligt långsiktig förvaltning där AP-fonderna inte bara kan hantera kortsiktiga svängningar i riskpremier, utan också dra nytta av

perioder med ökad riskaversion, kortsiktiga felprissättningar och illikvida investeringsmöjligheter. Därmed skapas unika förutsättningar som Andra AP-fonden kan utnyttja i högre grad i sina allokeringsbeslut, särskilt i förhållande till förmågan till risktagande.

I sin ALM-analys utgår Andra AP-fonden från antagandet att Första–Fjärde AP-fonderna tillämpar enhetliga allokeringsbeslut och att denna gemensamma strategi medför en riskreducerande effekt för pensionssystemet. Detta antagande överensstämmer dock inte med verkligheten, då respektive buffertfond har en unik tillgångsallokering. På grund av detta är den förväntade effekten av Andra AP-fondens allokeringsstrategi för att motverka aktiveringen av bromsen begränsad. Vidare bör buffertfondernas andel av pensionssystemets totala tillgångar beaktas. Eftersom buffertfonderna endast utgör 18 procent av systemets tillgångar är deras inverkan på den automatiska balanseringen begränsad. Andra AP-fondens står i sin tur för 22 procent av dessa 18 procent, motsvarande cirka 5 procent av pensionssystemets totala tillgångssida, vilket vidare påvisar fondens begränsade påverkan på pensionssystemet som helhet. Detta understryker behovet av en riskprofil som sträcker sig bortom en strategi enbart fokuserad på att minimera risken för att bromsen ska aktiveras.

Arkwright anser att det är värt att reflektera över att Andra AP-fondens strategiska portfölj (Operativa Portfölj) inte har utvärderats eller omprövats. Andra AP-fonden bör utvärdera sin grundläggande syn på kapitalallokering, särskilt avvägningen mellan att minimera risken för att bromsen aktiveras och att generera avkastning.

Avsaknad av ett tydligt avkastningsmål

Andra AP-fondens ALM-analys genererar en optimal portfölj med en förväntad avkastning som syftar till att maximera nyttan för pensionssystemet. Andra AP-fonden använder denna förväntade avkastning som en vägledning för vad portföljen långsiktigt bör generera för att på bästa sätt bidra till pensionssystemet. Det är dock viktigt att notera att den förväntade avkastningen inte är ett av styrelsen fastställt avkastningsmål, utan snarare ett resultat av den optimala portföljens sammansättning. Vidare nämns inte avkastning i fondens övergripande målformulering (sid. 43), vilket innebär att Andra AP-fonden i praktiken saknar ett explicit avkastningsmål.

Mot bakgrund av detta bedömer Arkwright att Andra AP-fondens nuvarande målformulering behöver vidareutvecklas. I linje med ledande forskning anser Arkwright att det är avgörande för AP-fonderna att fastställa ett tydligt avkastningsmål, som både skapar mätbara riktmärken och styr riskbudgeteringen samt tillgångsfördelningen, samtidigt som det säkerställer en långsiktig matchning mot utbetalningsåtaganden. Även om den nuvarande metoden ger en tydlig riktning för tillgångsfördelningen med hänsyn till utbetalningsåtaganden, saknar Andra AP-fonden ett konkret riktmärke för att utvärdera den faktiska avkastningen. Detta innebär att en central komponent saknas i fondens styrning, där kapitalförvaltningen i praktiken saknar verktyg för att bedöma vilken avkastningsnivå som är adekvat och vid vilken lägstannivå som förbättringsåtgärder bör vidtas.

Mot bakgrund av detta rekommenderar Arkwright att Andra AP-fonden omprövar och utvecklar sin målformulering. Önskvärt är att Andra AP-fonden utvecklar och formulerar ett tydligt avkastningsmål som vägleder kapitalförvaltningens allokeringsbeslut samt möjliggör en effektiv uppföljning.

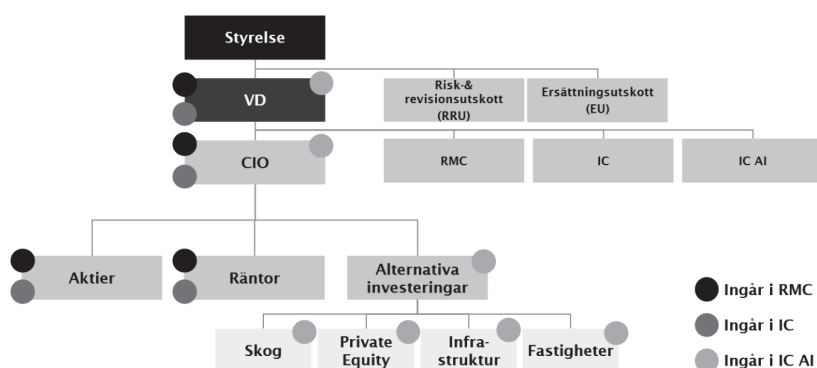
6 Tredje AP-fonden

I detta kapitel beskrivs beslutsordning för tillgångsallokering, valutaexponering och investeringar i illikvida tillgångar i Tredje AP-fonden, samt vilken information, analyser och slutsatser som kommer styrelsen till del. Vidare beskrivs hur uppföljning och utvärdering sker på ett systematiskt sätt i verksamheten, samt hur positionstagning i utländsk valuta inklusive valutasäkring har påverkat förvaltningen. Kapitlets beskrivande avsnitt (6.1–6.3) sammanfattas i texttrutan nedan. Arkwrights bedömningar och slutsatser presenteras i avsnitt 6.4.

- Tredje AP-fondens styrelse fattar beslut om Långsiktig Statisk Portfölj (LSP), vilket är styrelsens utvärderingsportfölj för Tredje AP-fondens kapitalförvaltning, det långsiktiga avkastningsmålet, samt beslut om allokerings- och exponeringslimiter för de tillgångsklasser som portföljen består av. I det ingår såväl likvida som illikvida tillgångar. Verksamheten förser styrelsen med beslutsunderlag, information, analyser och slutsatser som vid behov bereds i Risk- och revisionsutskottet före styrelsens behandling utöver det som bereds enligt utskottets arbetsordning.
- Styrelsen fastställer exponerings- och risklimiter som utgör VD:s allokeringsramar. VD och kapitalförvaltningen utformar Tredje AP-fondens Strategiska allokering. Investeringsportföljen har som mål att överprestera LSP genom aktiv förvaltning och placeringar i såväl likvida som illikvida tillgångsslag (så kallade alternativa investeringar). VD ansvarar för utnyttjandet av de beslutsramar som styrelsen delegerat, och kan delegera dessa vidare i organisationen.
- Uppföljning och utvärdering sker systematiskt över fler nivåer och tidsperspektiv:
 - Styrelsen fördes månatligen med uppdatering av portföljförvaltningen och en risk- och resultatrapport. På varje styrelsemöte går CIO igenom den likvida och alternativa delen av portföljen. Kvartalsvis presenteras en riskrapport som följer upp efterlevnad av styrelsens risktolerans och limiter. Direktinvesteringar i nya och befintliga onoterade bolag rapporteras årligen i samband med en portföljgenomgång av Tredje AP-fondens samtliga alternativa investeringar. Risk- och revisionsutskottet bereder delar av det material som ska behandlas av styrelsen.
 - I organisationen sker uppföljning över alla beslutsnivåer. VD erhåller dagligen uppföljning av resultat och limiter, genom ett verktyg som är tillgängligt för hela organisationen, samt kvartalsvis resultatuppföljning av alternativa investeringar, samt en årlig riskrapport. CIO följer löpande upp positioner inom ramen för den aktiva förvaltningen. Ett kontinuerligt lärande sker inom organisationen; tillgångschefernas presentationer i investeringskommittéerna, samt metodutveckling i organisationen.
- Styrelsen fattar beslut om intervall för valutaexponering dels utifrån möjlighet att generera avkastning, dels utifrån att undvika en för alltför hög risk. Styrelsen fastställer limiter för valutaexponeringen i Placeringspolicyn som VD kan delegera vidare. Ett aktivt absolutavkastande och ett valutasäkringsmandat hanteras operativt av CIO tillsammans med valutagruppens portföljförvaltare, respektive av treasuryfunktionen via Chefen för Räntor och Valuta. Tredje AP-fonden bedömer att lagens påverkan på valutaexponeringen är begränsad, då styrelsens risktolerans, manifesterad i LSP, understiger laglimiten, samt att en högre valutaexponering innebär en högre volatilitet i portföljen.

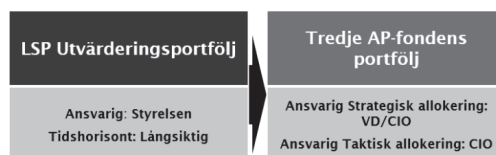
6.1 Allokering

Tredje AP-fonden fattar allokeringsbeslut på olika organisationsnivåer. På den högsta nivån fastställer styrelsen övergripande allokeringsramar utifrån lagens yttre ramverk och AP-fondernas uppdrag. VD ansvarar för utnyttjandet av de beslutsramar som styrelsen delegerat, och kan delegera dessa vidare i organisationen. I tillägg till detta har Investment Committee (IC) och Investment Committee Alternativa Investeringar (IC AI) etablerats som diskussionsforum för allokeringsfrågor. IC AI kan även fatta investeringsbeslut. Risk Management Committee (RMC) utgör ett operativ beslutsform för riskfrågor. Figur 12 ger en översiktlig bild av delegationsordningen och kommittéerna vad gäller allokering inom Tredje AP-fonden.



Figur 12: Tredje AP-fondens delegationsordning för allokeringsbeslut och beredande kommittéer

Styrelsen fattar beslut om Tredje AP-fondens utvärderingsportfölj, LSP. Därutöver fastställer styrelsen allokeringsintervall, vilket utgör de yttre ramarna för VD:s ansvar att bedriva kapitalförvaltning. VD ansvarar för utnyttjandet av de beslutsramar som styrelsen delegerat, och kan delegera dessa vidare i organisationen. En översikt av styrelsens och kapitalförvaltningens beslut sammanställs i Figur 13 och beskrivs mer ingående i nästföljande avsnitt.



Figur 13: Tredje AP-fondens beslutsnivåer

6.1.1 Styrelsen

Styrelsen sammanträder vid sex ordinarie tillfällen per år samt vid eventuella extrainsatta tillfällen om behov föreligger. På årsbasis fattar styrelsen beslut om bland annat verksamhetsplanen för det kommande året samt Tredje AP-fondens övergripande strategi. Styrelsen har delegerat beslutsmandatet för enskilda investeringar till organisationen, med undantag för transaktioner i direktägda onoterade bolag där värdet överstiger 10 miljarder kronor, eller där en köp- eller

avyttringstransaktion medför att Tredje AP-fondens ägarandel i röststyrka eller kapital kommer att över- eller understiga 50 procent.

Allokeringsbeslut

Med riksdagens uppdragsformulering som grund beslutar styrelsen om det långsiktiga avkastningsmålet och en optimal risknivå för Tredje AP-fondens portfölj över tid. För att identifiera en önskad risknivå används ALM-analysen, som genererar en effektiv front av portföljer över ett brett spektrum av risknivåer. Genom att applicera målfunktioner i ALM-modellen begränsas spektrumet av möjliga portföljer. Målfunktionerna lyder att fonden ska generera hög avkastning till låg risk, balanstalet ska vara större än 1 och att generationsneutralitet ska beaktas. Lågriskportföljer kan ge för låg avkastning över tid, vilket riskerar att utlösa bromsen och därmed hota den långsiktiga generationsneutraliteten. Däremot kan en högriskportfölj ge en för låg avkastning i närtid, vilket riskerar att utlösa bromsen och hota den kortsiktiga generationsneutraliteten. På grund av detta behöver ett spann av rimliga risknivåer som inte hotar generationsneutraliteten identifieras. På den effektiva fronten av portföljer som generas av ALM-analysen markeras de yttre gränserna för en lagom risknivå. Därmed utgör ALM en partiell modell som indikerar ett acceptabelt riskspann för Tredje AP-fondens portfölj. Inom detta spann identifierar kapitalförvaltningen en optimal portfölj utifrån risk och avkastning. ALM-analysen genomförs vart tredje år och grundas i pensionssystemets pessimistiska scenario, innefattande ogynnsam demografi, låg tillväxt och låg sysselsättning.

Inom spannet för lagom risk finns ett brett urval av portföljer. En av dessa är LSP, vilket står för Långsiktig Statisk Portfölj och utgör styrelsens utvärderingsportfölj för Tredje AP-fondens kapitalavkastning. LSP är en kostnadseffektiv och global indexerad portfölj som består av 55 procent aktier och 45 procent räntor, samt en valutaexponering på 22 procent som är fördelad enligt vikterna i ett globalt aktieindex. Därtill tar LSP hänsyn till Tredje AP-fondens "home bias" genom dess 25-procentiga allokering på den svenska marknaden. Vid beslut om Tredje AP-fondens långsiktiga avkastningsmål tar styrelsen hänsyn till LSP:s förväntade avkastning. Utifrån LSP och 2022 års ALM-analys har avkastningsmålet fastställts till 3,5 procent i real avkastning över tid. LSP genomgår sällan förändringar men ses över årligen av styrelsen. Vidare används LSP som referenspunkt i utvärdering av Tredje AP-fondens avkastning. Syftet med utvärderingen är att analysera huruvida investeringsstrategin, modellen för aktiv förvaltning, diversifiering och dynamiskt förvaltnad risk tillför långsiktigt mervärde.

Utöver avkastningsmål och LSP fattar styrelsen beslut om allokeringsintervall för de tillgångsklasser som investeringsportföljen består av, det vill säga Aktier, Räntor, Alternativa investeringar, Övriga strategier samt Valutor. Allokeringsintervallen för respektive tillgångsklass, och i vissa fall deras underklasser, utgör VD:s placeringsrestriktioner och mandat. Tillgångsklasserna Valuta, Övriga strategier och andra absolutavkastande mandat regleras av risklimiter i stället för exponeringslimiter. Valuta har tilldelats ett exponeringsintervall om 10 till 30 procent medan Övriga strategier och absolutavkastande mandat begränsas med en maximal gräns för Value-at-Risk. Styrelsen ska även informeras om VD fattar beslut om att investera i nya typer av strategier inom tillgångsklasserna.

Under 2024 ändrades allokeringsintervallet för aktier från max 50 till max 53 procent. Detta föranleddes av att organisationen såg ett behov av att utöka placeringen inom aktier för att minska portföljens avstånd till den effektiva fronten. Inför styrelsebeslutet tog förvaltningsorganisationen, lett av CIO (Chief Investment Officer, eller Investeringschef), fram ett beslutsunderlag som motiverade

limithöjningen. Ärendet presenterades för VD som godkände underlaget innan det lades fram för styrelsen. Notera att andelen noterade aktier i LSP uppgår till 55%, vilket, trots limithöjningen, är högre än styrelsens övre gräns i allokeringsintervallet för aktier.

I tillägg till allokerings- och exponeringslimiter beslutar styrelsen om Tredje AP-fondens risktolerans. Denna beskrivs i fondens Riskpolicy och omfattar fondövergripande risker, marknadsrisk, motpartsrisk, likviditetsrisk, hållbarhetsrisker, operativa risker samt regelefterlevnadsrisker. Inom finansiella risker fastställs limiter för respektive riskkategori. Inom icke-finansiella risker baseras risktoleranser på indikatorer som reflekterar styrelsen riskaptit inom respektive riskkategori. Fondens risktolerans ska användas för att följa upp fondens riskexponering i relation till dess riskaptit. Risktoleransen följs upp av fondens Riskkontrollfunktion och rapporteras till styrelsen kvartalsvis.

Utskott

Styrelsen har ett Risk- och revisionsutskott och ett Ersättningsutskott. Båda utskotten är beredande och bevakande organ inom sina respektive områden. Risk- och revisionsutskottet bereder frågor inom risk, intern kontroll och styrning samt revision som ska tas upp till styrelsen, inklusive styrdokument och beslutsmaterial inom limiter för tillgångsallokering. Därutöver behandlar utskottet riskrelaterade frågor som eskalerats av Risk Management Committee (RMC). Risk- och revisionsutskottet går igenom materialet och gör eventuella justeringar innan det tas upp till styrelsen.

6.1.2 VD-mandatet

VD föreslår årligen en reviderad verksamhetsplan som innefattar tre centrala styrdokument: riktlinjer för placeringsverksamheten (Placeringspolicy), riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag (Policy för ansvarsfulla investeringar) samt en riskhanteringsplan (Riskpolicy). Efter att styrelsen har godkänt verksamhetsplanen ansvarar VD för att dessa implementeras i verksamheten.

VD ansvarar för utnyttjandet av de beslutsramar som styrelsen delegerat, och kan delegera dessa vidare neråt i organisationen. Beslutsramarna upprättas för samtliga tillgångsslag och fastställs i styrelsens Placeringspolicy. Ramarna lämnar ett utrymme för VD och kapitalförvaltningen att utforma Tredje AP-fondens kapitalförvaltning. Med utgångspunkt i ALM-analysens riskbudget används kvantitativa modeller för att identifiera en portföljallokering på den effektiva fronten som balanserar avkastningsmålet med låg risk. Investeringsportföljen har som mål att överprestera LSP genom aktiv förvaltning och placeringar i Alternativa tillgångar, som inte ingår i LSP.

Tredje AP-fondens delegationsordning förtydligades i samband med tillträde av nuvarande VD. Detta exemplifierar att delegationsordningens inte är statisk över tid. VD ansvarar för utnyttjandet av de beslutsramar som styrelsen delegerat, och kan delegera dessa vidare i organisationen. En vidaredelegering görs till CIO, som därefter fortsätter delegera nedåt i organisationen. Cheferna för Aktier, Räntor och Valuta samt Alternativa investeringar har delegerats mandat för sina respektive tillgångsslag. Dessa chefer ger sedan ett snävare mandat till sina portföljförvaltare. Från CIO-nivån och nedåt har samtliga nivåer och roller i Tredje AP-fondens förvaltningsverksamhet ett dokumenterat mandat som innefattar en beskrivning av rollens omfattning, ansvar, begränsningar och limiter samt rutiner vid överträdelser. Dokumentation revideras årligen, eller vid behov, och beslutas av VD i Risk Management Committee (RMC). Mandatet signeras av den som delegerar mandatet, den person som har delgivits mandatet samt av Chief Risk Officer (CRO). På uppdrag av styrelsen har delegationsordningen reviderats och förfinats under åren för att säkerställa tydliga mandat som

tillåter risktagande och beslutsfattande ute i organisationen. Förutom den beslutsfattarnivå som följer av medarbetarens roll i organisationen kan mandatet även anpassas till individers erfarenhet och kompetens. Till exempel kan seniora förvaltare med ett starkt track record ges ett större utrymme inom aktiv risk (eng: Tracking Error, förkortat TE) än juniora förvaltare.

I tillägg till den Strategiska allokeringen tillämpar Tredje AP-fonden även en Taktisk allokering (TAA). Den Taktiska allokeringen utgår ifrån makroekonomiska insikter, såsom tillväxt, inflation och penningpolitik, samt marknadsinsikter, bland annat inom aktier, räntor och valutor. På så sätt verkar den Taktiska allokeringen med marknadsförutsättningar och förändras i samma takt. Detta möjliggörs av kvantitativa modeller som analyserar marknaden och makroekonomiska förutsättningar på daglig basis. Syftet med den Taktiska allokeringen är att öka avkastningen alternativt minska risken i förhållande till den Strategiska allokeringen genom att nyttja avvikelser från dess avkastningsantaganden. Jämfört med den Strategiska allokeringens mer långsiktiga perspektiv tillämpar den Taktiska allokeringen en kortare investeringshorisont om 3 till 12 månader. Beslutsmandatet för kapitalförvaltningen delegeras av VD till CIO och inom det finns ett "overlaymandat" till portföljens samtliga tillgångsslag. Av mandatet medföljer en allokeringsbudget och fastställda förlusttoleranser⁷. Teamet inom Portföljstrategi består av totalt 5 personer som stresstestar positioner dagligen och utvärderar avkastningen mot LSP.

Beslutsfördelningen mellan den Strategiska och den Taktiska allokeringen exemplifieras av den ökade aktieandelen som beslutades om under 2024. Vid ingången av 2024 låg den Strategiska aktieallokeringen på 44 procent, vilket bedömdes vara en relativt låg nivå. Tredje AP-fondens nya CIO och VD beslutade att utöka den strategiska aktieallokeringen från 44 till 48 procent. Utöver detta beslutade CIO, inom sitt Taktiska allokeringsmandat, att ytterligare öka aktieexponeringen från 48 till 52,8 procent. Beslutet möjliggjordes av styrelsens godkännande av en utökning av aktieallokeringsintervallet med 3 procentenheter, från tidigare 35–50 procent till 35–53 procent. Under 2024 uppnådde den Strategiska aktieallokeringen en absolutavkastning som motsvarar LSP. Den absolutavkastning inom aktier som översteg LSP bestod av 0,45 procentenheters bidrag från den Taktiska Allokeringen och 0,52 procentenheter från den Strategiska Allokeringen. Tredje AP-fonden mäter dock hela investeringsportföljen i relation till LSP, utan att dela upp avkastningen enligt den strategiska och taktiska allokeringen.⁸

Beslutsforum

VD har tre interna kommittéer i verksamheten: Risk Management Committee (RMC), Investment Committee (IC) och Investment Committee Alternativa Investeringar (IC AI). Av dessa sammanträder RMC mest frekvent och tillämpar formaliserade processer kring riskfrågor. RMC utgör VD:s beredande och rådgivande organ för samtliga förändringar i verksamheten som föranleder en riskexponering, till exempel förändring av VD:s limiter, fastställande av styrdokument och beslut om nya motparter. Både kapitalförvaltningen och kontrollfunktionerna sitter i RMC tillsammans med VD. Beslut i RMC fattas av VD efter samråd i kommittén. RMC sammanträder månadsvis enligt en fastställd årsplan. CRO är ordförande för RMC och ansvarar för vidarerapportering till styrelsens Risk- och revisionsutskott i de

⁷ Förlusttoleranser (eng: stopp loss) är en riskhanteringsstrategi som används för att begränsa förluster i en portfölj och kan definieras på två huvudsakliga sätt: förutbestämd kursnivå eller maximal förlustnivå (procentuellt eller belopp).

⁸ I framtiden rekommenderas dock att för denna rapport särredovisa avkastningsbidraget för den strategiska respektive taktiska allokeringen. Vi anser att detta ökar transparensen och tydligheten kring Tredje AP-fondens aktieavkastning.

fall det bedöms relevant. Därutöver säkerställer sekreteraren att det finns en loggbok över fattade beslut i RMC.

IC och IC AI behandlar kapitalförvaltningsfrågor av portföljen för likvida respektive illikvida tillgångar. Dessa kommittéer utgör diskussionsforum för kapitalförvaltningsfrågor och beslut fattas i begränsad utsträckning i IC AI. Förvaltningen tillsammans med VD, CIO och CRO deltar i IC och IC AI, där VD informeras och involveras i kapitalverksamhetens pipeline av kommande placeringar. Arbetssätten i de olika kommittéerna varierar något beroende på rörligheten hos de underliggande tillgångarna som behandlas. IC AI sker minst en gång i kvartalet och protokollförs. Nya externa förvaltare godkänns i RMC, där även andra strukturfrågor såsom förändringar i förvaltarmandat behandlas. IC sammanträder en gång i månaden eller mer frekvent om marknadsutvecklingen föranleder det. Möten med IC är oftast kortare än IC AI:s sammanträden och protokollförs inte.

6.1.3 Uppföljning

Styrelse och VD uppföljning

VD för en kontinuerlig dialog med styrelsen och ansvarar för att de tilldelas gedigna beslutsmaterial vid samtliga sammanträden. Centrala uppföljningsområden och underlag listas nedan.

- Riskkontroll ansvarar för att skicka en Risk- och resultatrapport till styrelsen månadsvis. Rapporten redogör för den senaste månadens portföljhändelser, nyckeltal, utveckling och limituppföljning. Därutöver innehåller rapporten en översiktlig uppdatering av portföljförvaltningen.
- En central del i samtliga ordinarie styrelsemöten är CIO:s genomgång av både den likvida och den alternativa delen av portföljen. Portföljens avkastning utvärderas mot LSP, både i termer av absolutavkastning samt relativ avkastning per tillgångsslag. Den relativa avkastningen är central att utvärdera då tillgångsallokeringen i LSP och Tredje AP-fondens portfölj skiljer sig åt. Till exempel kan LSP:s högre aktievikt ge ett större bidrag till totalavkastningen, även om Tredje AP-fondens aktieinnehav uppvisar en högre absolut avkastning.
- CRO ansvarar för att presentera en riskrapport och följa upp Tredje AP-fondens efterlevnad av styrelsens risktolerans och limiter kvartalsvis.
- Direktinvesteringar i nya onoterade bolag samt kapitaltillskott till befintliga direktägda onoterade bolag rapporteras till styrelsen på årlig basis. Rapporteringen sker i februari i samband med en portföljgenomgång av Tredje AP-fondens samtliga alternativa investeringar.
- Eventuella limitöverträdelser rapporteras till styrelse vid händelsetillfället. Uppföljning av överträdelser är händelsestörd och beskrivs i nästkommande avsnitt.

Utöver styrelseuppföljningen tillämpas en uppföljning till VD som följer strukturen nedan:

- Varje månad på RMC:s möten presenteras en riskrapport av Riskkontrollfunktionen som omfattar både finansiella och operativa risker.
- Resultat och limiter följs upp dagligen av VD och förvaltningsorganisationen och utvärderas mot LSP. Detta möjliggörs av ett analys- och rapporteringssystem (eng: Power BI) som visar hur portföljen presterar inom risk och avkastning med daglig uppdatering. Verktöget är tillgängligt för medarbetare i organisationen, vilket skapar en transparens för hur portföljen presterar.

- Varje kvartal sker även en resultatuppföljning av alternativa investeringar som presenteras till VD. Därutöver sammanträder IC AC en gång i kvartalet för att gå igenom de alternativa investeringarna.

CIO har även en separat uppföljning av positioner som tas inom ramen för den Taktiska allokeringen. Denna omfattar en motivering till positionen och en översikt av de analyser som ligger till grund för beslutet. Uppföljningen sker till kapitalförvaltningsorganisationen, inklusive VD.

Utöver ovannämnda uppföljningsstrukturer pågår ett kontinuerligt lärande inom organisationen. Detta exemplifieras av tillgångschefernas presentationer i IC respektive IC AI som belyser lärdomar och reflektioner från förvaltningen. I samma anda pågår ett arbete om metodikutveckling i hela organisationen som också syftar till att stärka investeringsorganisationen och, i längden, avkastningen. Därutöver anger mandatsbeskrivningar en tydlig process för åtgärder och diskussioner som följer av ett önskat förvaltningsresultat.

Limitöverträdelser

Riskkontrollfunktionen följer kontinuerligt upp och rapporterar om efterlevnad av placeringspolicyn till fondens styrelse, ledning samt kapitalförvaltningens mandatansvariga. Vidare finns bestämmelser kring hur limitöverträdelser ska hanteras, dels för lagstadgade och styrelsebeslutade begränsningar, dels för begränsningar i delegerade riskmandat. Tredje AP-fonden tillämpar en kategorisering av limitöverträdelser, där en "allvarlig överträdelse" avser en limit fastställd av VD, medan en "väsentlig överträdelse" avser en limit fastställd av lag eller styrelse. Vid en eventuell limitöverträdelse ska följande tre-stegsprocess initieras:

1. **Identifiering:** Ansvarig förvaltare rapporterar limitöverträdelser till närmsta chef samt Riskkontrollfunktionen. Om Riskkontrollfunktionen upptäcker överträdelser rapporteras detta till ansvarig förvaltare och dennes närmsta chef. Riskkontrollfunktionen registrerar limitöverträdelser i incidentrapporteringsverktyget.
2. **Uppföljning och åtgärder:** Ansvarig förvaltare förklarar överträdelser och redovisar vidtagna åtgärder till närmsta chef och fondens Riskkontrollfunktion för bedömning om åtgärderna är tillräckliga.
3. **Väsentliga överträdelser:** När väsentliga överträdelser uppstår ska även styrelseordförande och ordförande för Risk- och Revisionsutskottet informeras omedelbart, tillsammans med hela styrelsen på nästkommande sammanträde. Om överträdelser gäller en laglimit ska finansdepartementet informeras. CRO ansvarar för rapporteringen av ärendet, vilken ska innehålla en beskrivning av överträdelserna, förklaringen till varför överträdelserna uppstod samt åtgärder som vidtagits.

6.2 Valuta

6.2.1 Styrelsen

Genom Tredje AP-fondens ALM-analys identifieras ett spann för lämplig portföljrisk. Med detta som grund beslutar styrelsen om exponerings- och allokeringsintervall som tillåter kapitalförvaltningen att skapa en portfölj med goda förutsättningar att uppnå avkastningsmålet, samtidigt som den håller sig inom ALM-analysens riskspann. En risk som styrelsen reglerar med exponeringsintervall är valutakursrisk. Styrelsen har en viss riskaptit för valutaexponering, eftersom den kan generera

avkastning och därmed bidra till att uppfylla fondens avkastningsmål. Däremot kan en alltför hög valutaexponering hota portföljens generationsneutralitet på kort sikt. Mot bakgrund av detta ramar styrelsen in fondens risktolerans genom att beslutar om limiter i risktagandet. För valutaexponering begränsas risktagandet av ett spann om 10 till 30 procents exponering, vilket understiger lagens limit om 40 procent. Spannet stämmer även överens med LSP som har en valutaexponering om 22 procent.

6.2.2 VD-mandatet

Styrelsen ger VD rätt att delegera valutaansvaret vidare, där mandatet består av både ett aktivt absolutavkastande mandat och ett valutasäkringsmandat. Det förstnämnda mandatet omfattar en taktisk positionstagning i valuta och tillfaller CIO samt valutagruppens tre portföljförvaltare. Det sistnämnda valutasäkringsmandatet delegeras till treasuryfunktionen via chefen för Räntor och Valuta. Utöver valutamandatet har portföljförvaltare inom Aktier, Räntor och Alternativa investeringar mandat att investera i globala värdepapper. Den avkastning som generas av aktier utvärderas med full valutarisk.

Utifrån portföljens valutaexponering, som följer av den Strategiska Allokeringen, tillämpas en valutasäkringsmetodik baserad på ett antal principer. Innan metodikens modifierades under 2024 tillämpades mekaniska säkringskvoter, fastställda av VD. Säkringskvoterna innebar en 50-procentig valutasäkring av noterade aktier i utvecklade marknader, samt i fastigheter, infrastruktur och riskkapitalfonder. Därutöver säkrades 100 procent av räntebärande investeringar i utvecklade marknader, försäkringsrisker och skog. Investeringar i tillväxtmarknader samt absolutavkastande strategier och riskpremier lämnades osäkrade. Valutasäkringsmandatet säkerställde att kvoterna implementerades. Därutöver genomförde CIO och de tre aktiva förvaltningsmandaten taktiska positionstagningar i valuta. Med denna metodik var fondens valutaexponering till stor del en residual av mekaniska säkringsåtgärder. Historiskt har metodiken resulterat i en öppen valutaexponering omkring 20 procent, vilket stämmer väl överens med LSP:s nivå om 22 procent.

Under 2024 fattade CIO beslut om att utveckla den mekaniska metoden till en mer dynamisk sådan. Den nya metodiken anger att tillgångsslagen Alternativa investeringar och Räntor ska valutasäkras fullt ut. Treasuryfunktionen implementerar valutasäkringarna och har möjlighet att använda olika instrumenttyper samt varierande löptider. Därutöver tillämpas en dynamisk valutasäkring för Aktier med varierande säkringskvoter för olika valutor och varierande tidshorisonter. Inom ramen för deras valutasäkringsmandat samarbetar valutaförvaltarna för att fatta beslut om säkringskvoter. Den nya metodikens tredje och sista lager består av en valutaoverlay med taktisk positionstagning av Valuta, där beslutas kan fattas av både CIO och valutaförvaltarna. I samband med metodikutvecklingen tilldelades valutaförvaltarna även ett bredare mandat med större riskutrymme avseende Value-at-Risk, vilket vidare underbygger metodens dynamiska egenskaper.

6.2.3 Uppföljning

Förvaltningen följer dagligen upp resultatet av det aktiva valutamandatet. CIO:s overlaymandat inom taktiska positionstagning följs upp för året hittills (eng: Year To Date, förkortat YTD), månaden hittills (eng: Month to Date, förkortat MTD) och dagligen (eng: Day to Date, förkortat DTD) över olika typer av positionstagningar. Likaså följs valutahandlande inom de tre aktiva valutamandaten upp löpande, med fokus på bland annat marknadsvärde, procentuell avkastning och total resultatpåverkan. CIO följer även upp det aktiva valutamandatet veckovis och rapporterar till VD med samma frekvens.

I tillägg till dessa uppföljningsprocesser sker en månatlig uppföljning av valuta i IC där avkastning såväl som metodik och motiv för positionstagning i valuta behandlas. Det utökade mandatet som tilldelats valutaförvaltarna under 2024 föranleder ett större behov av transparens och uppföljning inom dessa frågor. Uppföljningen stöds även av en digital rapport som redovisar valutaexponeringen för kärnvalutor, valutor i utvecklade marknader och valutor i tillväxtmarknader. För samtliga valutor anges portföljens osäkrade valutaexponering, samt den portföljandel som valutasäkras av Valutagruppen. Detta resulterar i en valutasäkrad portfölj som följs upp mot valutaexponeringen i LSP. Därutöver jämförs valutaorganisationens aktiva valutavikt med CIO:s aktiva vy för fondens olika valutor. Slutligen presenteras portföljens totala valutaexponering.

Efter organisationens uppföljning av valutaexponering och säkring redovisas resultatet för styrelsen. Risk- och resultatrapporten som delges styrelsen inkluderar månadens resultat inklusive och exklusive valuta samt en kommentar från CIO om något signifikant har hänt inom valutaförvaltningen. Därutöver följs avkastningen från valuta upp vid varje styrelsemöte i en separat resultatrad och jämförs mot LSP.

6.2.4 Påverkan på förvaltningen

Inom ramen för lagens valutabegränsning har styrelsen fastställt ett valutaexponeringsintervall på 10 till 30 procent. Däremot finns inga tydliga indikationer på att styrelsens risktolerans avseende valuta eller portföljens valutaexponering skulle ha sett annorlunda ut om lagens limit hade överstigit 40 procent. Denna bedömning grundas bland annat på att LSP har en valutaexponering om 22 procent, vilket utgör en tydlig riktlinje för förvaltningsorganisationen avseende den önskvärda valutaexponeringen i portföljen. Därutöver har den tidigare mekaniska metodiken för valutasäkring resulterat i en valutaexponering som motsvarar LSP. Slutligen medför en högre valutaexponering en ökad volatilitet i portföljen, där även marginella skillnader i valutaexponering kan ge stora effekter i avkastning. Av denna anledning bedömer Tredje AP-fonden att sannolikheten för att justera valutaexponeringen är lägre än sannolikheten för att ändra aktieandelen i portföljen. Sammantaget bedöms lagens påverkan på Tredje AP-fondens valutaexponering vara begränsad.

6.3 Illikvida investeringar

Tredje AP-fonden investerar i tillgångsslaget Alternativa investeringar för att höja den riskjusterade avkastningen. Allokeringen motiveras av illikviditetspremier samt den låga korrelationen mellan avkastning på Alternativa investeringar och utvecklingen på aktie- och obligationsmarknaden.

Styrelsen beslutar om riktlinjerna för placeringsverksamheten, inklusive ett allokeringsintervall om 25 till 40 procent inom Alternativa investeringar. Vidare anger riktlinjerna att onoterade tillgångar maximalt får uppgå till 38 procent av fondens marknadsvärde, vilket placerar styrelsens allokeringslimit 2 procentenheter under lagens begränsning. Syftet med denna säkerhetsmarginal är att säkerställa ett handlingsutrymme vid långvarig låg avkastning eller vid en övergång från ett normalt till ett stressat marknadsläge.

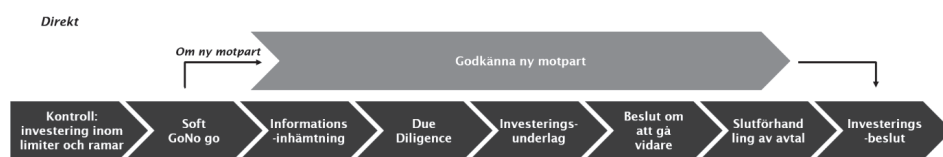
Utöver allokeringslimiten fattar styrelsen beslut om transaktioner i direktägda onoterade bolag där värdet överstiger 10 miljarder kronor, eller där en köp- eller avyttringstransaktion medför att Tredje AP-fondens ägarandel i röststyrka eller kapital kommer att över- eller understiga 50 procent. Dessa bestämmelser ramar in portföljstrategin för Alternativa investeringar som helhet och dess specifika tillgångsslag. Strategin utarbetas och beslutas av VD och CIO och utgör därefter grunden för

förvaltarmandaten som CIO delegerar till chef Alternativa investeringar. Den ansvarige chefen delegerar sedan mer avgränsade chefsmandat inom fastigheter, infrastruktur, onoterade aktier och skog till förvaltare inom teamet för Alternativa investeringar. Totalt består teamet av sju medarbetare.

6.3.1 Investeringsprocessen

Direktinvesteringar

Tredje AP-fondens investeringsprocess för Alternativa investeringar skiljer sig något mellan direktinvesteringar och fondinvesteringar. Investeringsprocessen för direktinvesteringar illustreras på en övergripande nivå i Figur 14 och beskrivs med djupgående i avsnittet nedan.



Figur 14: Tredje AP-fondens investeringsprocess för direktinvesteringar

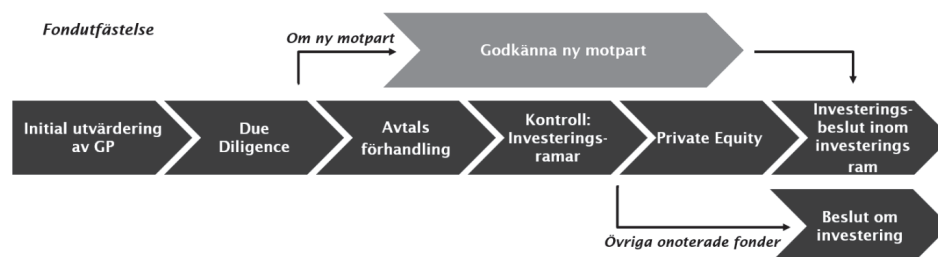
För direktinvesteringar inleds investeringsprocessen med att en förvaltare analyserar de investeringsmöjligheter som når Tredje AP-fonden, antingen via marknadskartläggningar eller propåer från marknadsaktörer. Då direkta investeringar ofta har ett större omfång och sker mer sällan har förvaltarorganisationen en tydlig bild av vilka egenskaper som gör en investeringsmöjlighet intressant. En investering som bedöms ha potential presenteras i en informell avstämning med Chefen för Alternativa Investeringar. Under avstämningen kontrolleras att investeringen ligger inom de limiter och ramar som följer av förvaltarmandatet. Investeringen dokumenteras i Tredje AP-fondens pipeline med potentiella investeringar. Därefter presenteras möjligheten i IC AI, där områden såsom avgörande faktorer, compliance och ESG diskuteras. IC AI fattar inte enskilda investeringsbeslut utan kan i stället ge en indikation på huruvida investeringsmöjligheten är intressant att ta vidare. Vid behov kan även en formell budgetbegäran göras i detta steg.

Efter att investeringsmöjligheten har stämts av i IC AI skiljer sig processen beroende på om investeringen avser en ny motpart eller inte. En ny motpart behöver godkännas av RMC och kan stämmas av löpande mot kommittén fram till investeringsbeslutet. En befintlig motpart behöver inte tas upp till RMC för godkännande utan kan utvärderas mer självständigt av förvaltaren. För både nya och befintliga motparter inleds en utvärderingsfas där förvaltaren tar in kompletterande information om investeringen. I denna process genomför förvaltaren en formell genomlysning (eng: due diligence) och förhandlar avtal tillsammans med jurister, interna och/eller externa. Under processens gång har förvaltaren även möjlighet att stämma av investeringen med RMC.

Utvärderingen sammanställs i ett investeringsunderlag som presenteras för Chefen för Alternativa Investeringar. För investeringar som faller inom förvaltningsmandatet kan denna chef besluta om att gå vidare med investeringen. Däremot ska investeringar som överskrider styrelsens limiter tas upp i styrelsen för avstämning och godkännande. För investeringar som godkänns av antingen Chefen för Alternativa Investeringar eller styrelsen inleder förvaltaren slutförhandlingar av avtal och legala aspekter. Därefter fattas ett slutgiltigt investeringsbeslut av Chefen för Alternativa Investeringar. Processen avslutas med att firmatecknaren ingår avtal och att förvaltaren diarieför avtalet.

Fondutfästelser

Processen för investeringsutvärdering och genomförande av fondinvesteringar skiljer sig något från den för direkta investeringar. Processen illustreras på en övergripande nivå i Figur 15 och beskrivs mer detaljerat nedan.



Figur 15: Tredje AP-fondens investeringsprocess för fondutfästelser

Inom onoterade aktier (eng: Private Equity, förkortat PE) investerar Tredje AP-fonden uteslutande genom fondutfästelser. Även inom infrastruktur sker investeringar genom fonder. Detta skulle även kunna vara en möjlig investeringsform för andra illikvida tillgångsslag, men tillämpas för närvarande inte på grund av strategiska överväganden.

Investeringsprocessen för fondutfästelser inleds med att förvaltare på Tredje AP-fonden identifierar och utvärderar fondförvaltare. Teamet inom Alternativa investeringar träffar ett stort antal fondförvaltare löpande, både nya och befintliga samarbetspartners, och gör en initial bedömning av deras investeringsattraktivitet. För fondförvaltare som anses vara intressanta genomför ansvarig förvaltare en djupgående due diligence-process som idealt konkluderas i en förankrad positiv syn på investeringsmöjligheten och att en utfästelse genomförs. Tredje AP-fondens pipeline av intressanta investeringsmöjligheter samt deras aktuella status i investeringsprocessen presenteras i IC AI.

Likt processen för direktinvesteringar skiljer sig genomförandeprocessen åt beroende på om fondförvaltaren är en ny eller befintlig motpart. Nya motparter måste godkännas av RMC innan mandaterad förvaltare kan fatta ett slutgiltigt investeringsbeslut. En fondinvestering med en befintlig motpart behöver däremot inte tas upp till RMC för godkännande. I stället kan ansvarig förvaltare, inom ramen för dennes mandat, ta fram ett investeringsunderlag samt förhandla avtal tillsammans med interna och/eller externa jurister. Därefter delges beslutsmaterial till mandaterade förvaltare inom tillgångsslaget för formellt beslut. Investeringsbeslut som tas inom mandat är slutgiltigt och föranleder en avtalssignering av firmatecknaren. Därefter har förvaltaren ansvar för att diarieföra avtal och dokumentera investeringen. Även ekonomiavdelningen informeras om att ett avtal är signerat.

Chefen för Onoterade Aktier, som innehar förvaltningsmandatet för Private Equity, har befogenhet att fatta investeringsbeslut upp till ett värde av 5,5 miljarder kronor per år. För större investeringsbeslut avseende nyinvesteringar inom tillgångsslaget krävs beslut från CIO och VD. Värt att notera är att dessa mandat inte är statiska över tid, utan kan komma att justeras.

6.3.2 Uppföljning

Styrelse

Styrelsen involveras inte i investeringsbeslut som faller inom förvaltningsmandatet. Däremot hålls styrelsen informerad om portföljutvecklingen, både löpande och årsvis. De återkommande styrelserapporteringarna inom Alternativa investeringar innefattar följande punkter:

- Vid samtliga styrelsemöten avrapporterar CIO portföljen inom illikvida investeringar. Uppföljning av Alternativa Investeringar är en central del i avrapporteringen, vilket reflekteras i att det är det enda tillgångsslaget som har en designerad tid i styrelsemötet.
- I februarimötet återrapporteras vilka investeringar som genomförts i illikvida investeringar under föregående år, både nya direktinvesteringar och kapitaltillskott i befintliga direktägda onoterade bolag.
- I augusti sker en årlig fördjupad strategigenomgång med styrelsen. Likt den löpande uppföljningen ges diskussioner kring Alternativa investeringar ett betydande utrymme i detta forum.
- Styrelsen fastställer riktlinjer för ägande i onoterade fastighetsbolag.

För de direktägda bolagen sker ytterligare uppföljning i tillägg till ovan nämnda punkter. Bland annat har representanter för dessa bolag bjudits in till styrelsen för att presentera deras verksamheter. Hela styrelsen har även varit på studiebesök i dessa bolags verksamhetslokaler. Vidare bedriver ägaransvarig inom gruppen Alternativa Investeringar för dessa tillgångar ett aktivt ägararbete, bland annat genom representation och arbete i bolagsstyrelser och styrelsekommittéer. Detta ligger till grund för dessa fördjupningar och det värdeskapande arbete som Tredje AP-fonden söker bedriva.

IC AI

En betydande del av uppföljningen av Alternativa investeringar sker inom IC AI. Kommittén sammanträder varje kvartal samt vid eventuella ytterligare tillfällen om behov föreligger. Samtliga möten har en stående grundagenda som bland annat innefattar följande områden:

- Rapportering och genomgång av samtliga direktägda innehav, inklusive uppföljning från eventuella styrelsemöten, ägardialoger och andra relevanta interaktioner.
- Presentation av pipeline av kommande förvärv och avyttringar. Av pipeline-dokumentationen framgår bland annat vilken typ av investering eller avyttring som planeras, motivet till transaktionen, vem som är ansvarig samt transaktionens status.
- Portföljgenomgång och kvartalsrapporter för respektive tillgångsslag inom Alternativa investeringar (Svenska fastigheter, onoterade aktier, infrastruktur, skog och Försäkringsrisker). I kvartalsrapporten följs tillgångsslagen upp över olika tidshorisonter, upp till fem år, och utvärderas mot deras målavkastningar på både kort och långt sikt. Portföljgenomgången omfattar bland annat avkastningen för de olika innehaven, framtidsplaner och förväntningar samt viktiga lärdomar från förvaltningen av de olika tillgångsslagen.

Utöver det ovanstående presenteras minst en gång per år ytterligare dokumentation, såsom investeringsfilosofi och investeringsstrategi, samt en instruktion för förvaltningen av Tredje AP-

fondens direktägda onoterade bolag, både på en övergripande nivå och för respektive investeringslag. Slutligen fattar IC AI beslut om ramarna för PE-mandat.

Diskussioner och beslut inom IC AI protokollförs. Vid nästkommande IC AI-sammanträde godkänns protokollen, varefter de utgör beslutsunderlag som förvaltningsorganisationen kan återgå till vid behov. Protokollen bär en särskild vikt som beslutsunderlag i de fall IC AI fattar beslut utanför förvaltningsmandatet eller exempelvis fastställer en transaktionsbudget för en specifik investeringsmöjlighet.

Löpande förvaltningen

Avkastningen för varje tillgångsslag i relation till målavkastningen är en central del av fondens verksamhetsstyrning och övervakas löpande av förvaltarna inom sina respektive mandat. Den utarbetade delegationsordningen ramar tydligt in varje förvaltares resultatansvar och betonar vikten av att följa upp mot målavkastning. Den löpande monitoreringen och utvärderingen utgör därefter en grund för de diskussioner som förs inom, samt de beslut som fattas av, IC AI. Samtliga direktägda innehav utvärderas kritiskt, oavsett storlek, för att säkerställa en stark förväntad framtida avkastning för varje enskild investering.

6.4 Slutsatser och bedömning

Arkwrights rekommendationer för Tredje AP-fonden

- Arkwright rekommenderar Tredje AP-fonden att fastställa en utvärderingsportfölj som investeringsportföljen kan hålla med en neutral position, med anpassade allokeringsintervall som tillåter både ökad och minskad exponering i förhållande till utvärderingsportföljens vikter.

Tredje AP-fonden har en välutvecklad delegationsordning avseende allokeringsbeslut, med en strukturerad mandatstruktur som möjliggör en effektiv styrning av verksamheten, grundad i en tydlig ansvarsfördelning. Jämfört med Första, Andra och Fjärde AP-fonderna bedömer Arkwright att Tredje AP-fonden har starkast betoning på delegationsordningen och de personliga allokeringsansvaren. Detta står i kontrast till övriga buffertfonder, där beslutskommittéer har en mer framträdande roll i allokeringsprocessen.

ALM-analysens styrande effekt kan anses begränsad

De allokeringsbeslut som delegeras till verksamheten grundas på beslut från styrelsen, som bland annat fastställer en utvärderingsportfölj, benämnd Långsiktig Strategisk Portfölj (LSP), samt exponerings- och allokeringsintervall. Dessa beslutspunkter utgår ifrån Tredje AP-fondens partiella ALM-analys. Däremot bedöms ALM-analysens påverkan på beslutsfattandet vara begränsad, då balanstalet för närvarande är relativt starkt och analysen medger ett brett spann av lämpliga risknivåer och strategiska portföljalternativ. För att ALM-analysen ska få en reell inverkan på Tredje AP-fondens

styrning och allokeringsbeslut skulle sannolikt antingen en stressad situation eller införande av nya åtaganden, till exempel en så kallad "gas"⁹, krävas.

Kapitalförvaltningen kan inte hålla en neutral position till LSP

LSP består av 45 procent räntebärande tillgångar och 55 procent aktier. Särskilt anmärkningsvärt är att styrelsen har fastställt en övre gränsen för aktieintervallet på 53 procent, vilket under en lång period före 2024 var begränsat till 50 procent. Därmed är aktieintervallets övre gräns lägre än LSP:s aktievikt. Fonden kan därför inte replikera styrelsens egen utvärderingsportfölj, vilket begränsar dess styrande effekt på kapitalförvaltningens allokeringsverksamhet. För att uppnå en avkastning som överträffar LSP måste fonden förskjuta risktagandet mot i huvudsak Alternativa investeringar och den aktiva förvaltningen, för att kompensera för den lägre aktieandelen, eller generera en aktieavkastning som överträffar LSP. Följaktligen kan Tredje AP-fonden inte inta en neutral position i förhållande till LSP, utan måste aktivt generera meravkastning genom riskförskjutning mot Alternativa tillgångslag, även om fondens investeringsövertygelser inte underbygger detta. Då de större fastighetsinnehaven i investeringsportföljen antas utgöra långsiktiga strategiska innehav är det sannolikt att resterande Alternativa investeringar behöver bära den större risken.

Vi anser att det inte är uppenbart hur LSP och styrelsens aktieintervall hänger ihop. För att förstärka den styrande effekten av LSP rekommenderar vi att styrelsen ser över dess konstruktion. Arkwrights bedömning är att styrelsen bör fastställa en portfölj som fonden kan ha en neutral position till, utan att den motiverar ett önskat risktagande.

Transparensen och metodiken kring den Taktiska allokeringen har uppdaterats under 2024

Utifrån styrelsens beslut delegeras ett mandat till VD, som i sin tur har möjlighet att vidaredelegera ansvaret för investeringsportföljen inom organisationen. Investeringsportföljen består av både en strategisk och en taktisk dimension. Under 2024 genomfördes förändringar i redovisningen och arbetssättet för den taktiska dimensionen, i samband med tillträdet av fondens nya CIO. För att stärka transparensen kring den taktiska allokeringen beslutade fonden att tydligare redovisa den avkastning som genererats från denna allokering. Därutöver har en ny modell introducerats i kapitalförvaltningen, vilken numera ligger till grund för beslut inom Taktisk allokering. CIO har tidigare använt modellen i tio år i annan verksamhet, men den har inte tidigare tillämpats inom Tredje AP-fonden och är därmed ny för fondens kapitalförvaltning. Det kan konstateras att denna nya modell har haft en betydande effekt på den Taktiska allokeringen och dess metodik. Däremot bedöms dess påverkan hittills på portföljen som helhet vara begränsad, med hänsyn till den taktiska allokeringens andel av den totala investeringsportföljen och dess avkastning. *För vidare redogörelse och analys av den taktiska allokeringen, se grunduppdraget avsnitt 7.2 och 7.4.*

Styrelsens limithöjning av aktier under 2024 kan anses vara ett taktiskt beslut, snarare än strategiskt

Ytterligare en förändring som genomfördes under 2024 var styrelsens beslut att höja det tillåtna aktiespannet, från en maximal andel på 50 procent till 53 procent. Arkwright bedömer att den nya maximala aktievikten är lämplig, då den inte medför en överdriven portföljrisk. Dessutom möjliggör förändringen att den operativa portföljen, om kapitalförvaltningen önskar, kan närma sig LSP:s aktieandel, vilket kan stärka kopplingen mellan styrelsens beslut och den operativa portföljen. Däremot kan processen och motivet bakom höjningen ifrågasättas. Ökningen kan uppfattas som

⁹ "Gasen" är föreslagen mekanism inom det svenska inkomstpensionssystemet som, i motsats till den automatiska balanseringen ("bromsen"), skulle möjliggöra en höjning av pensionsutbetalningar när balanstalet är starkt.

taktisk snarare än strategisk, eftersom förändringen genomfördes relativt snabbt och utan en uppdatering av investeringsstrategier, antaganden eller mål. Detta väcker frågor kring hur robust den strategiska portföljens beslutsprocess egentligen är, samt om ytterligare höjningar av aktieandelen kan förväntas framöver.

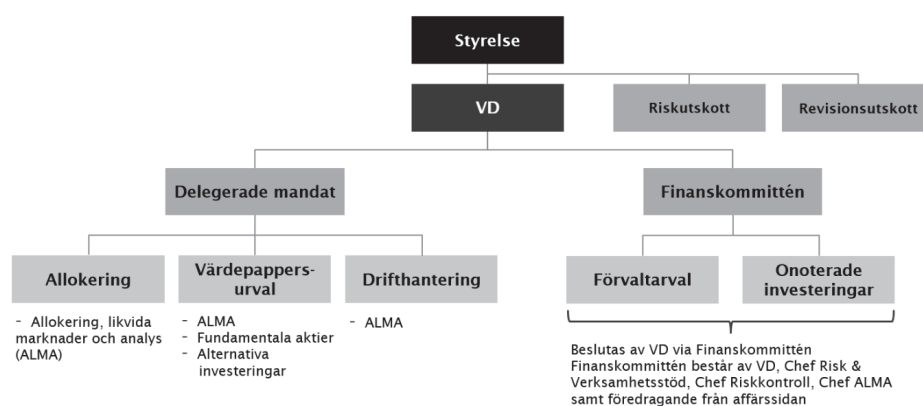
7 Fjärde AP-fonden

I detta kapitel beskrivs beslutsordning för tillgångsallokering, valutaexponering och investeringar i illikvida tillgångar i Fjärde AP-fonden, samt vilken information, analyser och slutsatser som kommer styrelsen till del. Vidare beskrivs hur uppföljning och utvärdering sker på ett systematiskt sätt i verksamheten, samt hur positionstagnation i utländsk valuta inklusive valutasäkring har påverkat förvaltningen. Kapitlets beskrivande avsnitt (7.1–7.3) sammanfattas i texttrutan nedan. Arkwrights bedömningar och slutsatser presenteras i avsnitt 7.4.

- Styrelsen fattar vart annat år beslut om en Dynamisk normalportfölj (DNP), vilken utgör styrelsens referensportfölj. Denna omfattar aktier, nominella obligationer, reala tillgångar samt öppen valutaexponering. DNP-beslutet fattas inom ramen för de allokeringsspann som ALM-analysen resulterar i. ALM-besluten fattas av styrelsen vart tredje år. Verksamheten förser styrelsen med beslutsunderlag, information, analyser och slutsatser som bereds i Riskutskottet före styrelsens behandling av såväl DNP- som ALM-beslutet. Portföljnivån DNP+ består av större allokeringspositioner inom ramen för den Operativa Portföljen (OP), beslutade av styrelsen efter förankring i Riskutskottet.
- Styrelsen tilldelar VD mandat att utforma OP som dels syftar till att dels omvandla DNP till verkliga investeringar, dels har ambitionen att via aktivt positionstagande generera en avkastning som överstiger den av DNP och positioner i DNP+. Den aktiva avkastningen i OP kan kategoriseras enligt allokering, aktiv avkastning från värdepappersurval samt implementering. Dessa styrs via separata investeringsmandat med specifika syften, riskutrymmen, placeringsuniversum, utvärderingsbenchmark och risklimiter. Beslut om investeringar i onoterade tillgångar fattas via Finanskommittén.
- Uppföljning och utvärdering sker systematiskt över fler nivåer och tidsperspektiv
 - Styrelsen erhåller årlig uppföljning av resultat, verksamhetsstrategi, legala- och policydokument samt prestation gentemot uppsatta mål och jämförelsetal. Vid samtliga styrelsesammanträden erhålls VD:s rapport, information om förvaltningens huvudområden och tillgångsslag, avrapportering från utskott, samt de två rapporterna marknadssyn och positionstagande samt avkastnings- och riskrapport, vilka även presenteras vid RU-möten.
 - I verksamheten sker daglig uppföljning av avkastning och risk för DNP och OP, inklusive uppföljning av avkastning och risk från strategiska positioner, investeringsmandat samt riskbidrag på samtliga nivåer. Därtill genomförs en kvartalsvis uppföljning av investeringsmandaten genom strategiska portföljmöten.
- Styrelsen fattar, via ALM-arbetet, beslut om ett riskminimerande spann för öppen valutaexponering. Storleken på och sammansättningen av referensportföljen DNP:s öppna valutaexponering fastställs sedan av styrelsen i DNP-arbetet utifrån vidare analys av riskminimerande spann, framåtblickande scenarioanalys, diversifiering och värdering. I OP fattas sedan ytterligare beslut om öppen valutaexponering inom investeringsmandat. Det riskminimerande spannet i DNP är 15 till 35 procent, vilket placerar den högsta optimala valutaexponeringen 5 procentenheter under lagens limit. Vidare har de optimala spannen identifierats oberoende av yttre ramverk, vilket innebär att Fjärde AP-fondens strategi och målnivåer för valutaexponering sannolikt skulle vara oförändrade om lagens limit togs bort.

7.1 Allokering

Fjärde AP-fonden fattar allokeringsbeslut på olika organisationsnivåer. På den högsta nivån fastställer styrelsen övergripande allokeringsbeslut utifrån lagens yttre ramverk och AP-fondernas uppdrag. Därefter får VD mandat att skapa en portfölj enligt styrelsens riktlinjer. Förvaltningen i den Operativa Portföljen sker sedan i mandat som VD delegerar till organisationen. Allokeringsbeslut i den operativa portföljen fattas inom ett allokeringsmandat. Det finns också delegerade mandat inriktade på värdepappersurval samt implementation eller hantering av portföljen. Beslutsmandatet för Onoterade investeringar och Förvaltarval kvarstår hos VD, som fattar investeringsbeslut genom Finanskommittén. Figur 16 ger en översiktlig bild av delegationsordningen och beslutskommittén vad gäller allokering inom Fjärde AP-fonden.

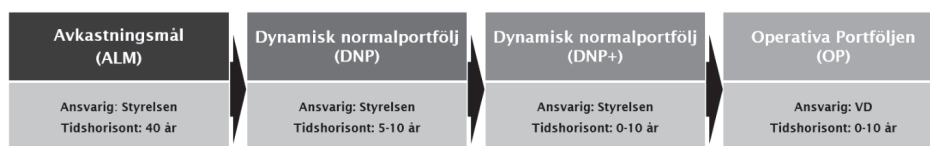


Figur 16: Fjärde AP-fondens delegationsordning för allokeringsbeslut och beslutande kommitté

Fjärde AP-fondens förvaltningsstruktur består av fyra beslutsnivåer som alla har en distinkt tidshorisont, väldefinierade processer och ett tydligt syfte. Denna förvaltningsstruktur, tillsammans med tre av dessa nivåer, implementerades år 2018 efter en grundlig analys av fondens förvaltningsverksamhet under föregående år. Strukturen togs upp för utvärdering år 2020 och 2021, vilket bekräftade att den fortfarande uppfyllde sina syften. Däremot identifierades även ett antal förbättringsområden som sedan implementerades. En av dessa förändringar var införandet av ny fjärde nivå i strukturen, DNP+, som introducerades 2023.

De fyra beslutsnivåerna utgörs av avkastningsmål och allokeringsspann från ALM-analysen, den Dynamiska Normalportföljen (DNP), DNP+ och den Operativa Portföljen (OP). Nivåerna drivs i separata processer med skilda tidsfrekvenser, analysramverk och metoder och är därmed processmässigt oberoende av varandra i största möjliga mån. Förvaltningsstrukturen har ambitionen att ge tillräcklig konsistens och disciplin i de olika beslut som fattas i portföljvalet, från åtagandena i pensionssystemet till de enskilda investeringarna, utan att någon nivå onödigt begränsar frihetsgrader och flexibiliteten för de andra nivåerna.

Beslutsnivåerna illustreras i Figur 17 och presenteras mer djupgående i nästkommande avsnitt.



Figur 17: Fjärde AP-fondens beslutsnivåer

7.1.1 Styrelsen

Styrelsen sammanträder sex till sju gånger per år och ordföranden ansvarar för att styrelsen sammanträder i den omfattning som behövs. Styrelsen fattar årligen beslut om en verksamhetsplan, vilken innehåller mål och riktlinjer för verksamheten (placeringspolicy), en ägarpolicy, en riskhanteringsplan, en verksamhetsstrategi samt en budget för nästkommande verksamhetsår. Nedan följer en beskrivning av styrelsens inverkan på allokeringsbeslut.

ALM

Fjärde AP-fonden genomför var tredje år, eller vid behov, en ALM-studie med syfte att analysera hur buffertfonden via sin tillgångsportfölj på bästa möjliga sätt kan bidra till uppfyllandet av de åtaganden som åligger systemet för inkomstpension. Analysen tillämpar en långsiktig tidshorisont på 40 år med bivillkoret om generationsneutralitet. I framtagandet av ALM-analysen ges styrelsen tillfälle att diskutera systemet för inkomstpension och buffertfondens roll i detta. ALM-analysen resulterar i en förväntad avkastning och risk som på 40 års sikt ska uppfylla uppdraget i pensionssystemet med balanserad risk. Detta ligger till grund för styrelsens beslut kopplat till tillgångsportföljen som uttrycks i ett långsiktigt avkastningsmål samt indikativa spann för aktievikt, ränteallokeringens duration samt öppen valutaexponering. Givet att aktieandelen har störst påverkan på portföljens förväntade avkastning och risk har detta tillgångsslag störst påverkan på systemets finansiella ställning och balanseringsrisk.

Till följd av ALM-analysens övergripande karaktär, långa tidshorisont samt det faktum att den genomförs relativt sällan fastställer inte styrelsen inte en explicit normerande normalportfölj genom ALM-analysen. I stället utgör avkastningsmålet, tillsammans med den accepterade risknivån inom aktier, valuta och duration, de centrala besluten som fattas med ALM-analysen som grund. Limiterna inom dessa tillgångsslag utgör inte strikta limiter utan indikerar variationsutrymme för allokeringen som informerar utformningen av DNP.

ALM-processen pågår över ett halvår och inleds med en analys av pensionssystemets långsiktiga utveckling, inklusive dess dynamik över tid, finansiella ställning och generationsneutralitet. I nästa steg behandlas osäkerhetsfaktorer, såsom finansiell avkastning och risk, demografi samt regelverk. Detta presenteras sedan i styrelsemötet i juni med ett beslutsmaterial som beskriver det svenska pensionssystemets status. Därefter analyserar organisationen simulationsutfall av pensionssystemet utifrån olika scenarion. Slutsatserna från analysarbetet utgör sedan beslutsunderlag för avkastningsmål och spann för tillgångsslagen som presenteras för styrelsen i septembermötet.

DNP

I nästföljande beslutsnivå fastställer styrelsen vartannat år en enkel och robust referensportfölj som kallas Dynamisk normalportfölj (DNP). Denna portfölj tillämpar ett medelfristigt avkastningsmål som

tar avstamp i tillgångsmarknadernas förväntade förmåga att leverera avkastning under de närmaste 5 till 15 åren samt fondens förmåga och ambition att skapa mervärde. Tillgångarna i DNP-portföljen utgörs av aktier (svenska, globala och defensiva), nominella obligationer, reala tillgångar samt öppen valutaexponering. DNP tillåter styrelsen att ta ställning till en robust referensportfölj som är anpassad till fondens långsiktiga ekonomiska scenarier och de avkastnings- och riskförväntningar som är kopplade till dessa. För att säkerställa portföljens robusthet ska DNP ha tillräckligt goda egenskaper för både basscenariot, som bedöms mest sannolikt, och mindre sannolika alternativa scenarier.

Beslutsprocessen för DNP utgår ifrån fondens scenarioanalys som fångar antaganden om tillväxt, inflation, realränta och förväntad räntekurva. Scenarioanalysen presenteras för styrelsen under septembermötet, varefter fondens modellramverk nyttjas för att analysera scenariernas effekter på huvudtillgångarnas avkastning, risk och samvariation. Modellens resultat ligger till grund för antaganden om avkastning och risk som presenteras för styrelsen i oktobermötet, tillsammans med tentativa överväganden kring DNP-portföljens sammansättning. För att säkerställa robusthet i modellerna och deras utfall genomförs en kvalitativ översyn av avkastningsantaganden samt eventuella justeringar för de samband som inte fångas av modellen. Slutligen konstruerar organisationen en portfölj med hänsyn tagen till avkastningsmål, risk samt de ramar som satts utifrån ALM-analysen och AP-fondslagen. Portföljförslaget tas upp för beslut till styrelsen under decembermötet.

Sedan dess introduktion år 2018 har två större förändringar genomförts i DNP:s allokering, en nedviktnings av statsobligationer till förmån för reala tillgångar samt en omviktnings av aktieexponeringen med introduktionen av defensiva aktier. Den förstnämnda förändringen initierades 2019, föranledd av nya placeringsregler som tillät en större andel onoterade tillgångar, samt en skev prissättning på obligationer till följd av det mycket låga ränteläge som rådde vid tillfället. Den andra förändringen, införandet av defensiva aktier, genomfördes 2022 som svar på 2021 års utmanande marknadsförutsättningarna som de befintliga byggklossarna inte var optimerade för att hantera. Styrelsen beslutar om samtliga förändringar i DNP, utifrån beslutsunderlag som presenteras av organisationen.

DNP+

Under 2023 utökades Fjärde AP-fondens förvaltningsstruktur med en ny portföljnivå, vid namn DNP+. Denna nivå utgör en extra "ventil" för styrelsen vid beslut om större allokeringspositioner som fattas inom ramen för den Operativa portföljen. Efter förankring i Riskutskottet fattar styrelsen beslut om positioner i DNP+, baserat på underlag från organisationen. Dessa beslut ryms inom organisationens aktiva riskbudget men följs upp separat och tillämpar en distinkt investeringsprocess.

Styrningen för DNP+ sker "bottom-up", där organisationen ansvarar för att föreslå DNP+ positioner och ta fram underlag för dessa. Positioner som övervägs för DNP+ presenteras löpande för Riskutskottet och styrelsen i samband med agendapunkten Marknadssyn och positionstagning. Presentationerna ska vara koncisa och fokusera på möjlighetens storlek, riskbidrag, katalysatorer och nedsidescenario enligt en förutbestämd mall. Efter att organisationen har analyserat möjligheten vidare och nått en tillräcklig konfidens i positionen förankras förslaget i Riskutskottet. Inför mötet förbereds och distribueras en djupare analys av positionen som sedan presenteras och diskuteras under sammanträdet. I detta skede är det sannolikt att positionen redan har implementerats i mindre skala inom den Operativa portföljen, och att förvaltningen ser potential för en utökning av positionen.

Efter att ärendet har förankrats i Riskutskottet tas det upp till styrelsen för beslut om implementation i DNP+. Beslutet behandlas vid ett ordinarie eller extrainsatt styrelsemöte, där styrelsen, efter diskussion, kan besluta om att godkänna positionen. I samband med beslutet fastställs även en implementationsplan för positionen samt en plan för organisationens löpande hantering av den inom förutbestämda riktlinjer. Vid positioner som föranleder permanenta avvikelser från DNP eller vid väsentligt förändrade marknadsförutsättningar kan även en extra översyn av DNP påkallas.

Efter implementationen inkluderas DNP+ positionen i fondens löpande rapportering och särredovisas i Avkastnings- och riskrapporteringen till styrelsen. Därutöver ges löpande uppdateringar om positionens utveckling och förutsättningar till Riskutskottet och till styrelsen under mötespunkten Marknadssyn och Positionstagning. Vid förändrade förutsättningar för positionen eller behov av avveckling av andra skäl än de som anges i hanteringsplanen, ska detta förankras med styrelsen.

Kommittéer

Fjärde AP-fondens styrelse har fyra beredande utskott: Ersättnings-, portföljssystems-, revisions-, samt riskutskott. Portföljssystemutskottet etablerades 2022 i samband med upphandling och implementering av det nya portföljssystemet och avvecklades i juni 2024. Riskutskottet bereder frågor inom styrning, uppföljning och rapportering av verksamhetens finansiella risker, till exempel allokeringsfrågor.

7.1.2 VD-mandatet

Operativa portföljen

Det huvudsakliga syftet med den Operativa portföljen är tvådelat. Dels ska den förvandla den "konceptuella" DNP till verkliga investeringar, dels har den ambitionen att över tid via aktivt positionstagande generera en avkastning som överstiger den av DNP och eventuella positioner i DNP+. Den operativa portföljen utgör "summan" av alla investeringsbeslut som löpande fattas av investeringsorganisationen, inom ramarna för den av styrelsen beslutade riskbudgeten. Styrelsen fastställer årligen ett aktivt avkastningsmål samt ett riskutrymme som uttrycks i aktiv risk (eng: tracking error, förkortat TE) relativt DNP. Styrelsen har beslutat om ett TE om 5 procent, vilket ger organisationen ett utrymme att ytterligare bredda portföljen och dess risktagande samt att anpassa portföljen till rådande marknadsförutsättningar.

Tillsammans med styrelsens policydokument Mål och riktlinjer samt Riskhanteringsplanen styr avkastningsmål och riskutrymme förutsättningar för den Operativa portföljen. Utifrån dessa ramar fastställs de övergripande förutsättningarna för den operativa förvaltningen via Riskmanualen, vilket utgör VD:s riktlinjer för förvaltningen. Förvaltningen i den Operativa portföljen sker genom de av VD delegerade förvaltningsmandaten. Riskmanualen bestämmer övergripande risklimiter för förvaltningen som helhet, samt fördelningen av den övergripande riskbudgeten inom den Operativa portföljen.

Allokeringsmandat

Den aktiva avkastningen i den Operativa förvaltningen härstammar i huvudsak från VD:s delegerade investeringsmandat som kan kategoriseras enligt Allokering, aktiv avkastning från Värdepappersurval samt Implementering. Dessa styrs via separata investeringsmandat som ytterligare specificerar syfte,

riskutrymme, placeringsuniversum, utvärderingsbenchmark och mandatspecifika risklimiter. Utöver de delegerade investeringsmandaten fattar VD via Finanskommittén beslut om enskilda investeringar i onoterade tillgångar samt extern förvaltning inom både noterade och onoterade tillgångar. Samtliga mandat ska ha potential att påverka fondens totalavkastning och bygga på strukturerade, transparenta processer och sunt risktagande.

Inom allokeringensmandatet fattas strategiska och taktiska allokeringsbeslut mellan och inom olika tillgångsslag och faktorexponeringar med en analyshorisont på upp till 10 år. Allokeringensmandatet innefattar investeringar i nya deltillgångsslag, delmarknader eller riskpremier ("Breddning av portföljen"). Därutöver fattas beslut om allokering till illikvida tillgångar samt strategiska positioner, det vill säga relativpositioner mellan olika tillgångsslag och riskkategorier. Beslutsfattare inom tillgångsallokering är Chef för Allokering, Likvida Marknader och Analys (ALMA). För stora positioner behöver VD informeras i förväg.

Den aktiva förvaltningen inom allokeringensmandatet syftar till att förbättra den operativa portföljens egenskaper jämfört med DNP-portföljen, alternativt DNP+ i förekommande fall, på framför allt två sätt:

- Addera deltillgångsklasser och exponering mot faktorer som DNP saknar för att plocka upp långsiktiga riskpremier och/eller förbättra fondens riskprofil. Exempel på detta är allokeringen till bostadsobligationer, krediter och onoterade investeringar. Detta refereras till som "Breddning av DNP".
- Addera bidrag till fondens totalavkastning genom att fånga kortsiktiga obalanser på marknaderna och avvikelser från jämviktslägen i värdering. Detta omsätts exempelvis i olika typer av långsiktiga valutapositioner, över- eller undervikter i ränterisk (duration) eller i övervikt/undervikter i enskilda aktieregioner. Dessa refereras till som strategiska och taktiska allokeringsbeslut, beroende på tidshorisont.

Beslut om ett strategiskt positionstagande följer en utstakad process som initieras av idégenerering från organisationen, antingen från delegerade mandat eller en stabsfunktion. Fjärde AP-fonden arbetar aktivt för att fånga upp organisationens idéer kring strategiska positioner och skapa en kreativ miljö som uppmuntrar idégenerering. Medarbetare presenterar idéer kort och slagkraftigt i en så kallad "elevator pitch", för Chef ALMA som tillsammans med idéansvariga diskuterar huruvida den strategiska positionen kan vara intressant i portföljen. För idéer som bedöms intressanta tar idéansvariga fram ett investeringscase enligt en mall. Denna innehåller en beskrivning av det bakomliggande caset, katalysatorer, förväntad avkastning och risk, implementeringsplan samt ett negativt scenario (eng: bear case). Denna itereras och godkänns av Chef ALMA innan nästa fas, ett andra utlåtande, "second opinion", initieras. I denna fas förankras positionsförslaget i kvantitativa och makroekonomiska analyser samt andra förvaltningschefer om behov föreligger. Chef ALMA fattar beslut om att ta vidare den strategiska positionen till nästkommande fas, "Sizing", där investeringens storlek, portföljplacering och implementeringsalternativ fastställs. För positioner som är av betydande storlek ska Chef ALMA informera VD inför implementeringsbeslut. Chef ALMA och, för större positioner, VD fastställer det slutgiltiga investeringsbeslutet. Väl i portföljen bevakar ansvarig positionen samt eventuella katalysatorer och triggers för att fånga fundamentala förändringar som föranleder en diskussion om fortsatt innehav. I dessa fall informerar ansvarige chef ALMA och säkerställer informationsdelgivning.

Den löpande hanteringen av den operativa portföljen till följd av marknadsrörelser, så kallad drifthantering, hanteras i ett separat mandat och utvärderas separat från övrig positionstagning inom allokeringsmandatet. I drifthanteringsmandatet fattas kortsiktiga allokeringsbeslut kring portföljens vikt i huvudtillgångsslagen i DNP samt duration med en horisont på 3 till 6 månader.

Stabsläge

Under normala omständigheter hanteras den mer långsiktiga allokeringen och driften separat. Däremot kan extrema marknadsförhållanden, som kännetecknas av hög volatilitet och osäkerhet, kräva en annan typ av hantering jämfört med fondens vanliga processer. Detta är nödvändigt både för att säkerställa att fondens positionering överensstämmer med den övergripande strategin och för att säkra ett effektivt informationsflöde. I dessa situationer kan Fjärde AP-fonden välja att gå upp i stabsläge, vilket innebär att gränserna mellan allokerings- och hanteringsmandaten suddas ut i syfte att säkra snabbare informationsutbyte. Då stora svängningar i marknaden kan påverka fondens önskade allokering över samtliga tidshorisonter fokuserar stabsläget på effektivt informationsutbyte och hantering av fondens övergripande exponering. Därutöver riktas fokus mot att undvika onödiga transaktionskostnader och säkerställa tillvaratagande av strukturella möjligheter.

Fondens agerande i stabsläget kännetecknas av tre specifika arbetssätt:

1. **Koncentration av analysresurser:** Fondens samlade analyskraft fokuserar på att skapa en bild av situationen samtidigt som arbetet med allokeringsfrågor intensifieras genom mer frekventa möten.
2. **Samlad hantering av fondens stora positioner:** Drift och allokering hanteras samlat och mandatstrukturen anpassas till rådande situation.
3. **Ökad fokus på möjligheter:** Tillfälliga arbetsgrupper, (eng: task forces), initieras med högre frekvens för att säkerställa nyttjande av fondens långa tidshorisont och facilitera snabba beslut om positioner inom den samlade styrningen.

Sedan 2016 har Fjärde AP-fonden varit i stabsläge tre gånger. Dessa erfarenheter har utvecklat fondens förståelse för dynamiken och interaktionen mellan investeringsprocesser och organisationen, vilket i sin tur har möjliggjort en vidareutveckling av dess processer.

Finanskommittén

Beslut som inte ryms inom en förvaltares personliga befogenhet, enligt vid var tid gällande handlarbefogenhet, ska fattas av VD i Finanskommittén (FK). För onoterade tillgångar, där investeringarna ofta är stora och förknippade med ett betydande ägaransvar, fattas samtliga investeringsbeslut av VD i FK, på rekommendation av teamet för Alternativa investeringar. Därutöver fattar FK även beslut gällande finansiella risker samt regelverk och rutiner för placeringsverksamheten. VD fastställer processen för FK och dess deltagande funktioner, vilka omfattas av VD, Chef ALMA, Chef Risk & verksamhetsstöd, Chefsjurist (vid behov), föredragande från affärssidan och Chef Riskkontroll. Den sistnämnda är också sekreterare för FK och ansvarar för att kalla till FK-möten. Dessa hålls var tredje vecka (med undantag för juli), där samtliga sammanträden protokollförs. Inför varje kommittésammanträde tar den ansvarige förvaltaren fram relevant dokumentation. I detta ingår, exempelvis för möten rörande onoterade investeringar, bland annat investeringsrekommendation, investeringsanalys och utlåtande över operativ genomlysning (eng: operational due diligence, förkortat ODD).

7.1.3 Uppföljning

Styrelse

Fjärde AP-fonden har en tydlig struktur för uppföljning mot styrelsen. VD har i uppgift att återskapa utfall av väsentliga beslut och viktiga delegeringar till styrelsen. Vid samtliga ordinarie sammanträden presenteras förvaltningens huvudområden och tillgångsslag samt eventuella väsentliga utvecklingsprojekt, framför allt på affärssidan men även från övrig verksamhet vid behov. Därutöver följer styrelsen upp följande områden vid samtliga sammanträden:

- VD:s rapport
- Avrapportering från utskott
- Marknadssyn och positionstagande
- Avkastning, i absoluta tal och, i förekommande fall, relativt index
- Aktiv risk och utnyttjande av riskmandat, inklusive risköverträdelse- och incidentrapportering

Vid agendapunkten Marknadssyn och positionstagande redogör Chef ALMA och investeringsstrategen för nuvarande marknadsklimat, centrala drivare för portföljens avkastning och risk samt tankar kring portföljen. Därutöver presenteras positioner som övervägs för DNP+ under denna punkt. ALMA ansvarar för att ta fram presentationsmaterialet för denna punkt, medan Risk och Verksamhetsstöd (RiV) bereder risk- och avkastningssiffror. Presentationen hålls även vid samtliga RU-möten.

För att underbygga presentationen kring Marknadssyn och positionstagande tar verksamheten fram en Avkastnings- och riskrapport, som delges styrelsen inför varje sammanträde. Rapportens första avsnitt belyser fondens resultat på kort sikt, både för ett helt år samt året hittills (eng: Year To Date). Nästföljande avsnitt tillämpar en längre tidshorisont om 5 respektive 10 år. Båda avsnitten inleds med en marknads- och portföljkommentar och presenterar därefter portföljens absoluta avkastning, aktiva avkastning och risk. Rapporten avslutas med bilagor med fördjupad uppföljning av limiter och tillgångsslag.

Utöver den löpande rapporteringen tillämpar styrelsen ett årshjul som bland annat inkluderar följande rapporteringspunkter:

- **Februari:** Styrelsen följer upp Fjärde AP-fondens verksamhetsstrategi från föregående samt delges årsrapporten.
- **April och juni:** Årlig översyn av legala- och policydokument.
- **Juli:** Styrelsen delges fondens halvårsrapport och godkänner denna.
- **September:** Förlängt strategimöte där utvalda frågeställningar behandlas. Verksamheten går även igenom uppdaterade långsiktiga ekonomiska scenarier inför höstens uppdatering av DNP.
- **Oktober:** Styrelsen går igenom Fjärde AP-fondens verksamhetsstrategi och hur fonden presterar gentemot uppsatta mål och jämförelsetal. En uppdatering kring DNP och avkastningsantaganden presenteras även under mötet.
- **December:** Beslut om DNP, verksamhetsplan samt legala- och policydokument. Styrelsearbetet, utskottsarbetet samt VD utvärderas även vid detta mötestillfälle.

Verksamheten

Daglig uppföljning

Verksamheten följer dagligen upp den övergripande avkastningen från DNP, DNP+, den operativa portföljen som helhet samt de strategiska positionerna och den aktiva avkastningen från de taktiska mandaten. På samma sätt följs riskbidrag upp på samtliga beslutsnivåer. Funktionen Risk och Verksamhetsstöd (RiV) ansvarar för att beräkna avkastningen och följa upp på både fondövergripande allokeringslimiter samt mandatspecifika begränsningar. För att säkerställa en adekvat informationsgivning använder RiV ett trafikljussystem vid uppföljning av mandat. De olika investeringsmandaten har specifika nivåer för respektive trafikljus. Vid ett gult ljus ska ansvarig förvaltare diskutera investeringsmandatets positioner och risktagning med chef ALMA och komma överens om lämpliga åtgärder. Förvaltaren och VD ska dokumentera åtgärder och Riskkontroll ska informeras om detta. Vid ett rött ljus involveras även VD i utvärdering av investeringsmandatets positioner och risknivå samt beslut om lämpliga åtgärder, inklusive justering av investeringsmandatets risknivå. Åtgärder som beslutas om ska dokumenteras av förvaltaren och Riskkontroll ska informeras.

Trafikljussystemet används även vid uppföljningen av den Operativa portföljen som helhet. VD har en informationsskyldighet gentemot styrelsen om avkastningen från den Operativa portföljen, inklusive DNP+, under de senaste 12 månaderna faller under minus 3 procent. Detta motsvarar 60 procent av den tillåtna gränsen för aktiv risk på 5 procent. I ett sådant fall ska VD informera styrelsens ordförande och vice ordförande om utfallet av förvaltningens avkastning relativt DNP samt om vidtagna eller planerade åtgärder. Beslut gällande eventuella åtgärder tas upp i Finanskommittén och dokumenteras i mötesprotokollet.

Kvartalsvis uppföljning

ALMA ansvarar för att ta fram material till Strategiska Portföljmöten. Dessa sammanträden sker kvartalsvis och syftar till att följa upp sammansättningen av den Operativa portföljens avkastning, aktiva risk samt investeringsmandat. Uppföljningen innefattar en genomgång av förutsättningar för de aktiva mandaten, samt en analys av samvariation av risker i den aktiva avkastningen.

Årlig uppföljning

Utöver den dagliga uppföljningen tillämpar Fjärde AP-fonden en årlig standardiserad utvärderingsprocess för både den Strategiska Allokeringen och de Taktiska mandaten. Processen benämns "Löpande utveckling av aktiva mandat" och syftar till att förfina investeringsprocesserna inom den aktiva förvaltningen. Utvecklingsmöjligheter per mandat diskuteras i möte med VD, där förvaltningen ansvarar för att bereda material inför mötet. Materialet ska tillämpa följande struktur:

- Investeringsövertygelser
- Investeringsprocess
- Beaktande av hållbarhet i mandatet
- Mandatets förutsättningar i rådande investeringsklimat
- Eventuella möjligheter till utveckling av investeringsprocess
- Eventuella begränsningar i rådande mandatbeskrivning
- Sammanställning av avkastning och risk

RiV följer även ett eget förutbestämt årshjul för uppföljning av operativa risker inom förvaltningen. Inom riskbudgeteringen sker en översyn av riskmanualen, mandatstrukturen och dess limiter samt avkastningskrav och riskbudget för mandat. RiV och ALMA har ett gemensamt ansvar att ta fram material till denna uppföljning.

7.2 Valuta

7.2.1 Styrelsen

ALM

Beslut kring valutaexponering fattas inom både ALM till DNP. I ALM-analysen undersöks lämpliga spann för öppen valutaexponering med hänsyn tagen till avkastning och risktolerans. Fjärde AP-fonden antar att valutaexponering i princip inte erbjuder någon riskpremie över en 40-årig tidshorisont. Däremot har valutaexponering en påverkan på portföljens risknivå, om än betydligt lägre än aktieexponering, som bör begränsas till lämplig nivå. Med hjälp av kvantitativa modeller kan Fjärde AP-fonden identifiera vilket spann av öppen valutaexponering som genererar lägst portföljrisk i form av standardavvikelser. Modellerna förutsätter att räntebärande tillgångar valutasäkras fullt ut, tillväxtmarknader (eng: emerging markets, förkortat EM) lämnas valutaexponerade och en andel av fondens exponering i globala aktier valutasäkras. Analysen visar att portföljens risk minimeras i ett intervall mellan 20 och 40 procents valutaexponering. Trots att intervallets högre nivå stämmer överens med lagens exponeringslimit sker modelleringen obeaktat yttre ramverk och begränsningar. Analysen om riskminimerande intervall presenteras för styrelsen som, utifrån materialet, fattar beslut om ett indikativt spann för valutaexponering.

DNP

Styrelsens beslut om ett spann för valutaexponering i ALM-analysen informerar det långsiktiga valutabenchmark som fastställs i DNP. Likt ALM tillämpar DNP primärt ett riskminimerande perspektiv inom valuta. Däremot har synsättet på valuta och processen för valutahantering förfinats de senaste åren i syfte att utöka nyttjandet av den diversifierande effekten av valuta. Detta har resulterat i en ny metodik för DNP:s valutahantering som vilar på tre grundläggande förutsättningar. Den första utgör ett långsiktigt riskminimerande "tänk" givet att valutarisk saknar en riskpremie. Nästföljande grundantagande lyder att korrelation och risk varierar över tid. Slutligen anger det tredje antagandet att valutavikter väljs för att ge god riskjusterad totalportföljsavkastning på 5 till 15 års sikt.

Med detta som grund har Fjärde AP-fonden fastställt en metodik för valuta i DNP som lyder att fonden bör tillvarata frihetsgrader genom att utgå från valutors individuella egenskaper, tillämpa framåtblickade antaganden för volatilitet och korrelation i enighet med scenarioanalyser samt applicera en stegvis process för långsiktig riskminimering, svansrisker och valutakursers jämvikt. Denna metodik innebär en långsiktig riskminimering med försiktig anpassning av valutaexponering mot makromiljön och de marknadsförhållanden som estimeras framåt.

Processen består av sex steg och resulterar i beslut om den öppna valutaexponeringen som helhet samt för exponeringen till specifika valutor. Stegen beskrivs nedan.

1. **Riskminimering:** Härledning av en optimal valutaexponering som minimerar risken, givet DNP:s tillgångsallokering. Till detta nyttjas en historisk korrelationsmatris som anpassas för basscenariots framåtblickande antaganden.
2. **Optimala spannen:** Optimeringsberäkningar är känsliga för antaganden och det finns ett område kring den optimala punkten med motsvarande långsiktiga riskegenskaper. Detta område utgör spannet för valutaexponeringarna.
3. **Svansskydd:** Mer stabila valutor (eng: Safe-haven valutor) med fördelaktiga egenskaper i svaga utfall av aktiemarknaden kan med fördel ha en högre exponering inom det identifierade spannet.
4. **Inkorporering av vyer:** Utifrån vyer om olika valutors värdering, från den scenarioanalys som ligger till grund för DNP, kan Fjärde AP-fonden röra sig ytterligare inom spannet och kompensera för långsiktiga risker. Detta kan till exempel visas värdefullt i ett scenario där svenska kronan stärks och urholkar värdet på utländska tillgångar som inte valutasäkrats. Steg 3 och 4 hänger ihop och genomförs i en delvis samlad ansats.
5. **Känslighetsanalys:** Risk- och avkastningsegenskaper vägs in i DNP-analysens alternativa ekonomiska scenarier för att skapa en bred kvalitativ förståelse om portföljen. Insikter från ekonomiska scenarier i känslighetsanalysen kan föranleda anpassningar i valutahanteringen. Detta steg är delvis integrerat med steg 3 och 4.
6. **Slutsatser och förslag:** Arbetet och dess slutsatser sammanfattas i ett explicit beslutsunderlag och förslag för valutahanteringen i DNP. Denna presenteras sedan till styrelsen som fattar beslut om graden av öppen valutaexponering samt sammansättningen av denna.

Med denna process säkerställs långsiktig riskminimering (steg 1 och 2), kortsiktig riskhantering och portföljkonstruktion (steg 3 och 4) samt robusthet och implementering (steg 5 och 6). Processen har resulterat i en valutaexponering om 25 procent i DNP samt en fördelning mellan specifika valutor.

7.2.2 VD-mandatet

Den valutaexponering som beslutas om i DNP delges den Operativa portföljen (OP), som ansvarar för den strategiska allokeringen samt den aktiva förvaltningen och implementeringen av valutaexponering.

Strategisk valutahantering

Den strategiska valutaförvaltningen beslutas inom ramen för allokeringsmandatet. Förvaltningen tillämpar en relativt lång tidshorisont om 1 till 5 år, där positionerna byggs upp över tid och risk bibehålls. Valutapositioneringen inom allokeringsmandatet består företrädesvis av värderingsdrivna positioner eller positioner med hög konfidens och som inte ryms inom övriga valutamandat i den Operativa portföljen. Beslut om positioner föranleds vanligen av större värderingsfel som indikeras av ALMA:s modeller. Investeringsprocessen för valuta är densamma som för övriga positioner inom ALMA. Processen inleds med idégenerering via tvärgruppsmöten där förvaltningen identifierar värderingsdrivna positioner med långsiktig potential som kan implementeras i ett större omfång. Intressanta valutamöjligheter presenteras för Chef ALMA i en "elevator pitch" som därefter beslutar om vidare utredning. För godkända placeringsmöjligheter skapas ett investeringscase av det ansvariga teamet som itereras i samråd med Chef ALMA.

Dokumentationen kring investeringscasen följer en standardiserad mall som innefattar följande områden:

- Bakomliggande case
- Katalysatorer
- Förväntad avkastning och risk
- Implementeringsplan
- Negativt scenario (eng: bear case)

Efter Chef ALMA godkänner investeringscasen tas det vidare till en eventuell second opinion, där allokering vid behov förankrar placeringen mot makroekonomiska analyser och andra förvaltningsenheter. I nästa steg beslutar Chef ALMA om storlek och placering i portföljen och implementeringsstrategi. Vid större positioner informeras VD, varefter implementeringen genomförs.

Taktisk valutahantering

Valutapositioner tas även i ett taktiskt overlay-mandat som tillämpar ett kortare tidsperspektiv om 0 till 1 år. Det kortare tidsperspektivet medför en mer aktiv positionshantering med utgångspunkt i det rådande marknadsläget, inklusive "momentum", det vill säga trendstyrka, och flöden inom valuta. Organisationsmässigt tillfaller detta mandat valutadivisionen inom ALMA och föreläs på tre enskilda delmandat. De tre delmandaten omfattar fundamental analys på valutor i tillväxtländer (eng: emerging markets, förkortat EM) respektive utvecklade länder (eng: domestic markets, förkortat DM) samt ett mandat som tar risk baserat på kvantitativa signaler.

Investeringsprocessen för valutamandaten består av tre övergripande faser: Investeringsanalys, Implementering och Positionshantering. Inom analysfasen utvärderas marknadens nuvarande valutaprisnivå för att identifiera kortsiktigt fördelaktiga positioner. Teamet knyter även an till det strategiska arbetet genom att applicera ett värderingsperspektiv till analysen. Intressanta positioner som identifierats i investeringsanalysen tas vidare till Implementeringsfasen där en tidshorisont om maximalt ett år tillämpas. Valutamandatet har ett brett urval av instrument att välja på men använder i regel valutaterminer för att implementera placeringarna. Därutöver fastställs nivåer och målsättningar för placeringar av valutateamet. Implementerade positioner behöver fortsätta analyseras och justeras enligt förändrade marknadsförhållanden. Detta sker i den sista fasen, positionshantering, där eventuella omstruktureringar, omvärderingar och riskhantering genomförs. Den relativt stora valutaexponeringen som följer av en AP-fond betonar vikten av riskhantering, vilket den Fjärde AP-fonden arbetar med aktivt.

Drifthantering

Utöver allokering och värdepappersurval behöver sammansättningen av portföljens valuta- och tillgångsmix hanteras löpande. Allt eftersom de finansiella marknaderna rör sig uppstår viktskillnader mot Fjärde AP-fondens önskade långsiktiga exponering i den Operativa portföljen. Inom valuta hanteras den övergripande driften av ett separat implementeringsmandat för att uppnå DNP:s öppna valutaexponering, korrigerat för strategiska valutapositioner. Mandatet förvaltas av valutateamet som beslutar hur avvikelser från den önskade strategiska exponeringen ska justeras, baserat på investeringsanalyser. Syftet är att säkerställa att besluten fattas nära specialistkompetensen inom organisationen och samtidigt minimera transaktionskostnaderna. Mandatet för den dynamiska balanseringen begränsas av ett "band" runt den totala öppna valutaexponeringen som bestäms av DNP och justeras enligt den strategiska allokeringen. Chef ALMA beslutar om bandet runt den öppna valutaexponeringen som ramar in drifthanteringsmandatet.

Enligt processen som beskrivs ovan hanteras Fjärde AP-fondens valutaexponering uteslutande inom de delegerade valutamandaten samt inom drifthanteringen av valutaexponeringen. Med hjälp av rapportering från Risk & Verksamhetsstöd aggregeras fondens totala valutaexponering till totalnivå och drifthanteringsmandatet säkerställer sedan en fördelning av valutaexponering som överensstämmer med Fjärde AP-fondens strategiska mål. Detta innebär att förvaltningen lever i en valutasäkrad värld och tar positioner obeaktat medföljande valutarisk.

7.2.3 Uppföljning

Styrelse

Valuta ingår i den ordinarie rapporteringen och följs upp på samma sätt som Fjärde AP-fondens övriga tillgångsslag. I Avkastnings- och riskrapporten som delges styrelsen följs den totala och aktiva valutaavkastningen upp tillsammans med valutarisken i samtliga portföljnivåer. Rapporten belyser även den sammansatta valutaexponeringen i respektive nivå. Vidare berörs valuta i styrelsemöten under den stående agendapunkten Marknadssyn och positionstagning, där Chef ALMA redogör för portföljutvecklingen, större avkastnings- och riskdrivare samt portföljsammansättningen, tillsammans med investeringsstrategens kommentarer kring marknaden. Slutligen tillämpar Fjärde AP-fonden en periodisk mandatrapportering till styrelsen, där bland annat valutaförvaltningen ges möjlighet att redogöra för sin investeringsprocess. Denna mandatfördjupning följer inte en förutbestämd rapporteringsfrekvens utan sker vid utvalda tillfällen.

Verksamheten

Likt övriga tillgångsslag följer organisationen upp risk och avkastning för valuta dagligen, både för portföljen som helhet samt för taktiska och strategiska valutapositioner. Det aktiva valutamandatet följs upp mot taktiska valutapositioner medan chef ALMA svarar för de strategiska valutapositionerna. Trafiklssystemet som beskrivs i avsnitt 7.1.3 tillämpas även för valutamandaten, som tilldelas specifika nivåer för gult och rött ljus med förutbestämda processer för om dessa skulle inträffa.

Valuta följs också upp på årsbasis, dels genom den löpande utvecklingen av aktiva mandat, dels genom riskbudgeteringen. Vidare inkluderas valuta i ALMA:s Strategiska Portföljmöte där avkastning och risk för samtliga investeringsmandat beaktas. Inom dessa kvartalsvisa och årliga uppföljningar granskas valuta på samma sätt som övriga tillgångsslag, i enlighet med beskrivningen i avsnitt 7.1.3.

7.2.4 Påverkan på förvaltningen

I samband med ALM-analysen identifierar Fjärde AP-fonden ett riskminimerande spann för valutaexponering. Spannets övre gräns om 40 procents valutaexponering stämmer överens med lagens ramar. Därutöver förflyttar DNP spannet till 15 till 35 procent, vilket placerar den högsta optimala valutaexponeringen 5 procentenheter under lagens limit. De optimala spannen har identifierats oberoende av yttre ramverk, vilket innebär att Fjärde AP-fondens strategi och målnivåer för valutaexponering sannolikt skulle vara oförändrade om lagens limit togs bort. Vidare säkerställer den Operativa portföljens övervakningsprocesser att Fjärde AP-fondens målnivå för valutaexponering bibehålls i portföljen. Därmed har Fjärde AP-fonden en konsekvent god marginal till lagens limit

Även om lagregleringen av valutaexponering har haft en begränsad påverkan på förvaltningen, har valutamarknadens rörelser vid vissa tillfällen haft en betydande inverkan. En svag kronkurs har

exempelvis påverkat kapitalförvaltningen genom att möjliggöra handel med svenska kronor på höga nivåer. För att upprätthålla valutarisken och undvika försäljning till dessa nivåer har fonden periodvis initierat ett tillfälligt stabsläge, där gränserna mellan strategisk och operativ hantering delvis suddas ut.

7.3 Illikvida investeringar

Den övergripande strategiska inriktningen för alternativa tillgångar (där illikvida tillgångar ingår) etablerades 2019 i samband med att lagförändringen utökade möjligheten för allokering till onoterade tillgångar. I diversifieringssyfte formulerade Fjärde AP-fonden två övergripande strategiska syften och inriktningar för alternativa investeringar, nämligen:

1. Ökad andel tillgångar med reala kassaflöden
2. Kompletterande exponering

Fjärde AP-fonden beaktar inte illikvida tillgångar som en separat portfölj, utan fokuserar i första hand på det underliggande tillgångsslaget. Motivet till detta är att en tillgång, oavsett ägarform, antas ha samma risk- och avkastningsprofil i det långa perspektivet. Teamet för alternativa investeringar, som ansvarar för förvaltningen av illikvida investeringar (vilka i de flesta fall är onoterade), har en löpande dialog med allokeringsteamet genom Chef ALMA. Syftet är att säkerställa en välbalanserad portföljdiversifiering, både på totalportföljsnivå och inom de underliggande tillgångsslagen. Investeringar i onoterade tillgångar sker genom plattformar eller fonder, samt genom co-investeringar med förvaltare. Plattformar utgör en växande andel och omfattar dels direktägda onoterade bolag, dels andra former såsom klubbar och partnerskap där Fjärde AP-fonden investerar i en struktur tillsammans med saminvesterare.

7.3.1 Investeringsprocessen

Årshjul

Fjärde AP-fonden arbetar löpande med sin portfölj av onoterade tillgångar. Arbetet kan illustreras och sammanfattas i ett årshjul, där framför allt årets första och tredje kvartal innefattar centrala besluts- och uppföljningstillfällen för illikvida tillgångar.

Baserat på fondens övergripande strategiska plan fastställs prioriterade aktiviteter framåt i första kvartalet och sammanfattas i enhetsplanen för alternativa investeringar. I slutet av kvartalet fastställs även inriktningsbeslut om onoterade tillgångar av Chef ALMA, vilket ger indikativa allokeringsintervall för respektive onoterat tillgångsslag som är långsiktigt motiverade ur portföljsynpunkt. Inför fastställande av inriktningsbeslut sker en årlig portföljgenomgång, där teamet för onoterade tillgångar tar fram en analys och utvärdering av den existerande portföljen och de underliggande innehaven, samt ett framåtblickande strategiskt perspektiv för portföljen de kommande 12 till 24 månaderna. Portföljgenomgången delas upp på de fyra underliggande tillgångsslagen (fastigheter, infrastruktur, onoterade aktier och onoterade krediter). Denna portföljgenomgång ligger, tillsammans med analyser av Fjärde AP-fondens totala tillgångsallokering, till grund för beslut om inriktning och avkastningskrav framåt som fastställs av VD och Chef ALMA efter en längre diskussion med teamet för onoterade tillgångar.

Inriktningsbeslutet sammanställs i ett guidningsmaterial som delges den löpande förvaltningen inom onoterade tillgångar och stödjer dess sökande och analys av investeringsmöjligheter. I regel fastställs inriktningsbeslutet årligen om inte externa förutsättningar medför ett behov av mer frekvent översyn. I tredje kvartalet följs inriktningsbeslutet upp med en uppdaterad portföljgenomgång som för samtliga onoterade tillgångsområden analyserar större händelser i portföljen sedan första kvartalet, uppdateringar gällande avkastning och resultat samt kommentarer avseende fokusområden och justeringar framåt. Därmed ges tillfälle att anpassa inriktningen för onoterade tillgångar efter förändrade marknadsförhållanden som belyses i den uppdaterade portföljgenomgången.

Investeringsprocess

Totalt arbetar åtta personer i teamet för Alternativa Investeringar, där majoriteten av tillgångsvolymen utgörs av onoterade tillgångar. Samtliga teammedlemmar är specialister på sina respektive områden inom alternativa tillgångar. Samtliga investeringsbeslut inom Alternativa investeringar (med undantag för noterade fastigheter) fattas genom en gemensam investeringsprocess, oberoende av respektive medarbetares fokusområde. Denna investeringsprocess sammanfattas i Figur 18 och förklaras mer djupgående nedan.



Figur 18: Fjärde AP-fondens investeringsprocess för illikvida tillgångar

Teamet för Alternativa investeringar söker i marknaden och följer potentiella investeringar som stämmer väl överens med inriktningen för onoterade tillgångar samt teamets strategi och plan de kommande 12 till 24 månaderna. För de investeringsmöjligheter som bedöms mest intressanta formuleras en investeringstes, varefter de presenteras som en förhandsinformation, "heads up", för VD och Chef ALMA i avstämningsmöten som sker var tredje vecka. Inför detta förbereds ett kort presentationsmaterial samt ett underlag som delges innan mötet. För att kunna ta vidare investeringsförslag krävs att VD och Chef ALMA är positiva till fortsatt undersökning av möjligheten. Vid godkännande övergår processen till fasen för analys och utvärdering, där investeringen inkluderas i teamets pipeline av prioriterade investeringsmöjligheter. Ett projektteam tillsätts för den vidare mer djupgående utvärderingen och analysen. I teamet ingår representanter från Juridik som bland annat genomför en analys av tillgångens "investerbarhet". Hypoteser och konklusioner kring investeringens styrkor, svagheter och nyckelfrågor sammanställs i ett investeringsmemo, vilket informerar den kommande investeringsrekommendationen. Teamet för Alternativa investeringar har löpande avstämningar med VD och Chef ALMA allt eftersom analysen fortskrider.

I nästa steg tas investeringen vidare till en formell genomlysning (eng: due diligence, förkortat DD), vilket omfattar en kommersiell, legal respektive operationell analys, som konsekvent utförs enligt etablerade processer. Den analys och de insikter som genereras av den kommersiella och legala formella genomlysningen dokumenteras löpande genom investeringsrekommendation och avtal. Den operativa genomlysningen sammanfattas i ett specifikt formulär för operativ utvärdering (eng: Operational Due Diligence Questionnaire, förkortat ODDQ). Därutöver genomförs bakgrundskontroller av samtliga relevanta nyckelpersoner enligt rutin som samordnas av compliance.

Ansvarig förvaltare inom teamet för Alternativa investeringar är övergripande projektledare för dessa tre arbetsströmmar och samordnar dess delprocesser. Teamet för Alternativa investeringar innehar

det övergripande ansvaret för hela den formella genomlysningen samt genomförandet av den operativa och kommersiella genomlysningen. Det legala teamet ansvarar för genomförandet av den legala genomlysningen i samråd med ansvarig förvaltare. Projektledaren kallar även till samtliga möten med berörda enheter.

Den formella genomlysningen stäms av löpande med VD och Chef ALMA. I den senare delen av genomlysningen inleds även förhandlingar gällande villkor, avtalsskrivning och legal dokumentation inleds. Därefter behöver VD och Chef ALMA godkänna att tillgången tas vidare till Finanskommittén (FK) för ett slutgiltigt investeringsbeslut. I samband med detta tillhandahåller ALMA ett rekommenderat avkastningskrav samt en bedömning av lämplig investeringsstorlek. Inför FK:s sammanträde granskas investeringen av Riskkontroll för att säkerställa efterlevnad av Fjärde AP-fondens placeringsregler. Granskade tillgångar presenteras för FK. Riskkontroll kallar till FK-möte och säkerställer i rollen som sekreterare att den obligatoriska dokumentationen finns tillgänglig för samtliga deltagare innan kommittén sammanträder. Dokumentationen omfattar en investeringsrekommendation och analys, utkast till FK-protokoll samt bilagor kring regelefterlevnad, instrumentuppsättning och ett utlåtande från den operationella formella genomlysningen. Investeringsanalysen undersöker tio olika områden och poängsätter investeringen (1 till 5) utifrån hur väl den presterar i respektive kategori.

Investeringsrekommendationen innehåller följande delar:

- Grundfakta om investeringen och klassificering av den
- Bakgrund om investeringen
- Förslag till beslut och motivering bakom detta
- Övergripande risker
- Basfakta och villkor, inklusive hållbarhet och ESG-avtalsklausuler
- Status för genomlysningen (eng: due diligence)

Ett investeringsbeslut i FK efterföljs av en stängningsfas där adekvata administrativa processer säkerställs och investeringen registreras i interna system. Ansvarig förvaltare kallar även till ett stormöte inom två veckor efter FK-beslut. Syftet med stormötet är att informera samtliga berörda i organisationen om den kommande investeringen, klarlägga instrumentuppsättningen samt hantera frågor avseende backoffice, ekonomi, limiter samt avkastning- och riskanalys. I stormötet deltar R&S, Business Operations, Riskkontroll och Finans. Ansvarig förvaltare skickar slutlig instrumentuppsättningsblankett till Riskkontroll för arkivering.

7.3.2 Uppföljning

Strategin framåt och inriktningsbeslut för onoterade tillgångar fattas beslut om årligen i första kvartalet och följs upp i tredje kvartalet (se ovan). Därutöver utvärderas enskilda innehav inom onoterade tillgångar löpande, bland annat genom rapportering från förvaltarna, deltagande vid investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committee, förkortat LPAC) och årsmöten. Givet den begränsade allokeringen till onoterade investeringar förväntas inte inläsningen och den illikvida karaktären som följer av tillgångsslaget generera några utmaningar för Fjärde AP-fonden. Vidare analyseras de onoterade innehaven med utgångspunkten att samtliga investeringar i portföljen ska generera önskad avkastning samt riskegenskaper över tid över tid.

Utöver uppföljningen inom teamet för Alternativa investeringar och ALMA informeras även styrelsen om utvecklingen inom Alternativa investeringar. Riskutskottet får löpande information om nya utfästelser och större händelser i portföljen, inklusive beslut från Finanskommittén (FK). Styrelsen och Riskutskottet hålls även kontinuerligt uppdaterade om avkastnings- och riskrapportering från ALMA och RiV, inklusive FK-beslut. Även Revisionsutskottet får löpande information i form av genomgång av Fjärde AP-fondens processer för och bedömning av värdering av portföljens illikvida tillgångar inför och i samband med årsbokslut.

I tillägg till den rutinmässiga rapporteringen kring illikvida tillgångar ges även fördjupade presentationer och diskussioner om de underliggande tillgångsslagen vid utvalda styrelsemöten. Vid en till två styrelsemöten per år avsätts tid för en fördjupad genomgång av alternativa investeringar, antingen på en övergripande nivå eller med fokus på ett av de underliggande tillgångsslagen. Under dessa möten presenteras strategin och verksamhetsplanen för underliggande tillgångsslag, inklusive frågor såsom ägarstyrning och investerarrepresentation samt portföljens avkastning, exponering och större innehav. I tillägg brukar Fjärde AP-fonden regelbundet bjuda in VD:arna för de största innehaven till styrelsemöten för att presentera sina respektive verksamheter, strategier, genomförande och framtidsplaner.

Fjärde AP-fonden har även rapporteringsprocesser för enskilda händelser och beslut av särskild betydelse. Vid större investeringar, eller investeringar av särskilt intresse eller karaktär, ska styrelsen informeras innan fonden fattar investeringsbeslutet. Detta innebär däremot inte att styrelsen är aktiv i investeringsbeslutet eller inverkar på dess utfall. I tillägg har Fjärde AP-fonden även en rapporteringsprocess för händelser med särskild påverkan eller omfattning. I dessa fall ska styrelsen informeras mer regelbundet, både skriftligt och i samband med styrelsemöten.

7.4 Slutsatser och bedömningar

Fjärde AP-fonden anses tillämpa en robust och välstrukturerad delegationsordning för allokeringsbeslut, där styrelsen fattar beslut om strategiska riktlinjer, såsom avkastningsmål och DNP, samtidigt som kapitalförvaltningen har mandat att fatta operativa allokeringsbeslut. Allokeringsmandatet och delegationsordningen framstår som både tydlig och anpassad för fondens ändamål, vilket skapar struktur och tydlighet i beslutsfattandet. Sammantaget bedömer Arkwright att Fjärde AP-fonden har en effektiv styrningsmodell, som säkerställer en välfungerande ansvarsfördelning från styrelsen till de enskilda förvaltarna i den operativa portföljen. Vidare bedöms det som sannolikt att denna styrningsstruktur har varit en bidragande faktor till Fjärde AP-fondens relativt starka avkastning över 1, 5 och 10 års tid. *För vidare redogörelse av fondens resultat, se grunduppdraget kapitel 8.2.1.*

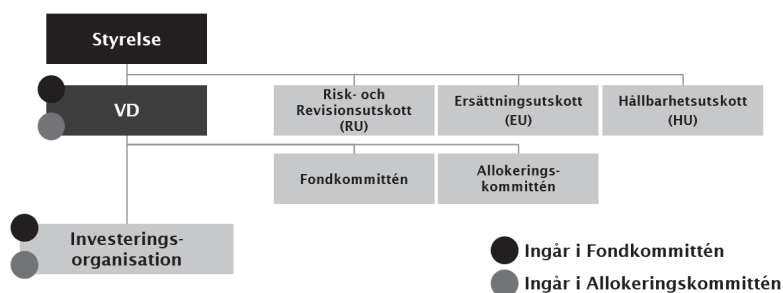
8 Sjätte AP-fonden

I detta kapitel beskrivs styrningen av Sjätte AP-fonden, inklusive dess beslutsordning för tillgångsallokering, valutaexponering och investeringsprocess, samt vilken information, analyser och slutsatser som kommer styrelsen till del. Vidare beskrivs hur uppföljning och utvärdering sker på ett systematiskt sätt i verksamheten, samt hur positionstagning i utländsk valuta inklusive valutasäkring har påverkat förvaltningen. Kapitlets beskrivande avsnitt (8.1–8.2) sammanfattas i textrutan nedan. Arkwrights bedömningar och slutsatser presenteras i avsnitt 8.3.

- Sjätte AP-fondens styrelse beslutar om en Strategisk plan, vilken inkluderar strategisk inriktning inom riskkapital, investeringsfilosofi, långsiktig strategisk allokering och mandatfördelning. Verksamheten bereder förslag via de interna beslutsprocesserna och tillställer styrelsen beslutsunderlag, information, och analyser för styrelsens beslut.
- Styrelsen fattar årligen beslut om investeringsramarna för Sjätte AP-fondens förvaltningsverksamhet. Investeringsramarna styr investeringsvolymen, det vill säga takten för fondutfästelser och omfattningen av co-investeringar. Styrelsen delegerar investeringsbeslut inom ramen för strategin till VD. Beslut utanför strategin, exempelvis en ny fondrelation utanför befintlig fondportfölj, kräver ett styrelsebeslut.
- Uppföljning och utvärdering sker systematiskt över fler nivåer och tidsperspektiv:
 - Styrelsen delges löpande rapportering om Sjätte AP-fondens verksamhet för att kontinuerligt kunna utvärdera utvecklingen av investeringsportföljen samt fondens finansiella situation. Rapporteringen mot styrelsen följer ett årshjul där tre typer av uppföljningar presenteras: 1) Tertiäl och årsuppdatering av portföljens avkastning och avstämning mot investeringspolicy 2) Halvårs- och årsuppföljning av långsiktig likviditetsprognos, underlag till investeringsramar samt likviditetsmonitorering 3) Månadsvis uppföljning i form av VD-brev.
 - I verksamheten sker en kontinuerlig uppföljning av marknadsläget, portföljens status, ESG-analysen och den legala rapporteringen. Den senare inkluderar en loggbok över VD-beslut som fattats inom ramen för mandatet sedan föregående styrelsemöte. Investeringsbeslut för nya fondutfästelser och co-investeringar presenteras mer detaljerat i investeringspresentationen vid varje styrelsemöte.
- Enligt lag får Sjätte AP-fondens valutaexponering uppgå till högst 10 procent av portföljens marknadsvärde. Därav begränsas fondens valutahantering till valutasäkring. Hedgeportföljen ska normalt uppgå till 91–92 procent av det uppskattade marknadsvärdet, motsvarande en nettoexponering på 8–9 procent.
 - På grund av de långsiktiga innehavstiderna i onoterade aktier (eng: private equity) krävs valutasäkring över längre perioder, vilket inte är kostnadseffektivt. Därför tillämpar Sjätte AP-fonden löpande omsättning av kontrakt, vilket medför kostnader för skillnader i köp- och säljkurser för valutainstrument (eng: spreadar) samt likviditetseffekter. Lagens begränsning medför därmed att valutarisk konverteras till likviditetsrisk. Risken förstärks av den volatila svenska kronan, som är svår att prognostisera. Eftersom Sjätte AP-fonden är en stängd fond, får de tidvis omfattande likviditetseffekternas en stor påverkan på verksamhetens investeringsmöjligheter. Detta har tydliggjorts de senaste åren då fonden har behövt nyttja sin likviditetsbuffert om 10 procent av fondkapitalet till valutaterminer.

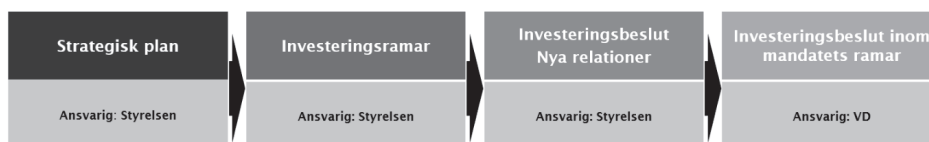
8.1 Allokering

Eftersom Sjätte AP-fonden uteslutande investerar i noterade aktier (eng: private equity, förkortat PE) tillämpas en något avsmalnad delegationsordning för allokeringensbeslut, där hela investeringsorganisationen enbart förvaltar ett specifikt tillgångsslag. Styrelsen delegerar investeringsbeslut inom ramen för strategin till VD, som i sin tur fattar beslut genom Fondkommittén. Beslut i Fondkommittén förutsätter ett tillstyrkande av Allokeringskommittén. Delegationsordningen för allokeringensbeslut och de beslutande kommittéerna visas i Figur 19 och presenteras mer ingående senare i detta avsnitt.



Figur 19: Sjätte AP-fondens delegationsordning för allokeringensbeslut och beslutande kommittéer

Sjätte AP-fonden fattar allokeringensbeslut utifrån en kombination av investeringsramar, "top-down-perspektiv", och investeringsmöjligheter, "bottom-up-perspektiv". Top-down-perspektivet baseras på den strategiska inriktning och de investeringsramar som styrelsen har fastställt, vilket i sin tur formar det delegerade mandatet till VD, enligt illustrationen i Figur 20. Bottom-up-perspektivet grundas i investeringsorganisationens arbete med att identifiera investeringsmöjligheter, vilka sedan avancerar uppåt via Sjätte AP-fondens beslutsprocesser. Investeringsmöjligheterna sammanställs löpande i en preliminär utfästelseplan för innevarande år samt de två kommande åren.



Figur 20: Sjätte AP-fondens beslutsnivåer

Dessa två arbetssätt sammanvävs med hjälp av kassaflödesanalyser som säkerställer en direkt länk mellan investeringsverksamheten och styrelsens allokeringensmålsättningar. Nedan följer en fördjupning av respektive perspektiv, där top-down-perspektivet presenteras i avsnitt 8.1.1 och bottom-up-perspektivet i avsnitt 8.1.2.

8.1.1 Styrelsen

Med utgångspunkt i uppdragsformuleringen fastställer styrelsen övergripande mål för Sjätte AP-fondens verksamhet. Därutöver säkerställer styrelsen att fonden har en strategi, organisation och verksamhetsstyrning som möjliggör att målsättningarna kan förverkligas. En del av arbetet omfattar

beslut om fondens strategiska plan, som ses över vid behov, och investeringsram, som ses över minst halvårsvis. Styrelsen sammanträder vid sex ordinarie tillfällen årligen, samt vid extrainsatta tillfällen påkallade av ordförande, styrelseledamot eller VD.

Strategisk plan

Styrelsens engagemang i strategibeslut och målformuleringar exemplifieras av beslutsprocessen bakom Sjätte AP-fondens modifierade strategiska riktning. Strategiutvecklingen, som initierades 2020 under ledning av VD, syftade bland annat till att omvärdera och optimera portföljsammansättningen och allokeringsstrategin. För ändamålet togs en extern aktör in som utvärderade Sjätte AP-fondens portfölj utifrån avidentifierade kassaflöden från portföljens delar och deras korrelationer. Resultatet av portföljanalysen presenterades för styrelsen, tillsammans med verksamhetens förslag på en modifierad allokeringsstrategi. Efter djupgående diskussioner kring portföljanalysen fattade styrelsen beslut om en modifierad strategisk inriktning och investeringsfilosofi enligt verksamhetens förslag.

Följande år adresserades även avkastningsmålet för Sjätte AP-fondens portföljförvaltning, inklusive jämförelsetalet (eng: benchmark) för avkastningen. VD ledde, tillsammans med Chief Financial Officer (CFO), arbetet med att formulera ett mål som bättre speglar fondens uppdrag och stämmer överens med den strategiska riktningen som styrelsen beslutat om. En del av arbetet innefattade att identifiera ett lämpligt jämförelsetal inom onoterade aktier. Verksamheten presenterade beslutsunderlaget för styrelsen, tillsammans med ett förslag på målformulering och jämförelsetal, vilket sedan godkändes av styrelsen.

Den kraftiga värdeökningen på marknaden, särskilt år 2021, föranledde ett utvärderingsarbete kring strategiallokering och fördelning mellan fondstorlekar under 2022. Likt tidigare strategiuppdateringar tog verksamheten fram strategiska beslutsmaterial som presenterades för styrelsen och bjöd in till resonemang på operativ nivå. Utvecklingsarbetet resulterade bland annat i att styrelsen gav utökat mandat till verksamheten att ansvara för fördelningen mellan segmenteringen av "mid buyout" och "large buyout" i stället för att specificeras på strategisk nivå. Den strategi som formulerades vid detta tillfälle har inte uppdaterats ytterligare.

Investeringsramar

Styrelsen fastställer årligen investeringsramarna för Sjätte AP-fondens förvaltningsverksamhet. Dessa ramar styr investeringsvolymen, takten för fondutfästelser samt omfattningen av co-investeringar under året. Eftersom Sjätte AP-fonden är en sluten fond, utan in- och utbetalningar till pensionssystemet, måste framtida investeringar finansieras genom portföljens egengenererade likviditet från den realiserade avkastningen i befintlig portfölj. För att minimera likviditetsrisken och säkerställa fondens framtida utbetalningsförmåga upprätthålls en likviditetsbuffert motsvarande 10 procent av portföljens värde. Samtidigt överstiger fondens framtida utfästelser storleken på denna buffert för att möjliggöra en effektiv sysselsättning av fondkapitalet. Detta innebär att befintliga innehav måste generera tillräckliga distributioner för att täcka kommande åtaganden. Till följd av detta behöver styrelsens beslut om Investeringsramarna grundas i robusta prognoser av portföljens framtida kassaflöden.

För ändamålet har Sjätte AP-fonden utvecklat en modell för långsiktiga kassaflödesanalyser, som estimerar framtida in- och utflöden samt det resulterande nettokassaflödet. Syftet med kassaflödesanalysen är att identifiera en effektiv kapitalsysselsättning som maximerar avkastning och

samtidigt tillåter en långsiktig likviditetsbuffert om cirka 10 procent av den totala portföljen. Kassaflödesanalysen presenteras till styrelsen och ligger till grund för beslut om Investeringsramar. För att säkerställa en förståelse för modellen har verksamheten gått igenom den med styrelsen och förklarat de likviditetsrisker som föreligger i framtida scenarion. Styrelsen, genom Risk och revisionsutskottet (RU), har vid flertalet tillfällen under de senaste åren låtit organisationen ge en djupgående redogörelse för modellens funktion och uppbyggnad, vilket har resulterat i en bred kunskap om portföljen och dess risker.

Investeringsbeslut

Utöver den Strategiska planen och Investeringsramarna fattar styrelsen beslut som inte har delegerats till VD, exempelvis beslut som faller utanför fondens strategi eller innebär att en ny fondrelation som inte ingår i befintligt fondprogram adderas. Innan strategiuppdateringen år 2020 fattade styrelsen samtliga investeringsbeslut för Sjätte AP-fondens räkning, vilket medförde omfattande operativa arbetsuppgifter. Med investeringsramar och en strategisk riktning, tillsammans med tydliga definitioner på beslut som faller utanför Sjätte AP-fondens strategi, kan styrelsen delegera större beslutsmandat till VD och därmed säkerställa ett tydligare strategiskt fokus under sina sammanträden. I ett sådant fall att VD bedömer att osäkerhet råder kring omfattningen av dennes mandat ska tolkningsfrågan behandlas i styrelsen.

Processen för investeringsbeslut byggs upp underifrån med flera beslutssteg, där beslut om att avbryta processen kan fattas vid varje nivå. Beslutsinstanserna inkluderar portföljansvarig, Allokeringskommittén och Fondkommittén, i vilka VD har vetorätt, samt styrelsen. Syftet med beslutsprocessen är att säkerställa en grundlig utvärdering av investeringen ur flera perspektiv, identifiera kritiska risker och bedöma investeringens potential baserat på väl underbyggda beslutsunderlag. Dessa underlag baseras på Sjätte AP-fondens investeringsprocesser och dess standardiserade poängsatta sammanfattning (eng: scorecard).

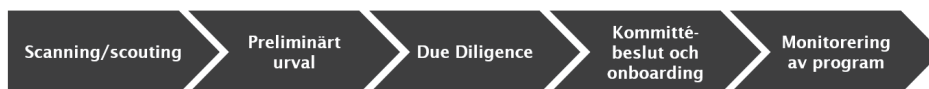
Till följd av det utökade beslutsmandat som delegerats till VD har fondens uppföljningskrav förstärkts. Förändringen medförde även ett behov av en ny organisering av investeringsverksamheten, utformad för att arbeta integrerat tvärs över portföljen inom ramen för den strategiska allokeringens delportföljer. På så vis skapades en 360-graders utvärdering, där varje investering bedöms både ur fond- och co-investeringsperspektiv för att optimera förutsättningarna för den samlade portföljen. För att möjliggöra beslutsfattande utifrån flera perspektiv samt utöka investeringsverksamhetens involvering i allokeringsprocessen, införde VD en kommittéstruktur med ansvar för både investeringsbeslut och uppföljning. Processen drivs enligt en "bottom-up"-princip inom fastställda ramar. På uppdrag av styrelsen har denna delegationsordning och investeringsprocess granskats och godkänts av en extern revisor. I nästföljande avsnitt följer en närmare beskrivning av denna beslutsprocess och dess respektive faser.

Utskott

Styrelsen har ett Risk- och revisionsutskott, ett Ersättningsutskott och ett Hållbarhetsutskott som bereder material till styrelsen. Risk- och revisionsutskottet (RU) har en central roll i att bereda och fördjupa riskbedömningen rörande främst likviditetsprognoser, allokering och strategifrågor.

8.1.2 Investeringsprocessen

Sjätte AP-fondens investeringsprocess gäller för samtliga fondutfästelser och co-investeringar och kännetecknas av ett "bottom-up"-tillvägagångssätt, som illustreras i Figur 21.



Figur 21: Sjätte AP-fondens investeringsprocess för illikvida tillgångar

Sjätte AP-fonden har ett moget program, vilket innebär att merparten av fondutvärderingarna sker inom ramen för befintliga relationer (eng: re-ups). Det är även genom dessa relationer som nya co-investeringsmöjligheter huvudsakligen genereras. Därutöver utvecklar Sjätte AP-fonden kontinuerligt sin portfölj och utvärderar nya fondrelationer löpande. I dessa fall inleds investeringsarbetet med en mer omfattande sourcing-fas, där potentiella fondutfästelser identifieras och registreras. För att identifiera de mest högpresterande aktörerna fokuserar Sjätte AP-fonden på att träffa och samtala med fondförvaltarna. Möten med nya och befintliga förvaltare registreras i Sjätte AP-fondens pipeline, tillsammans med fondernas tidslinje för kommande fondresning. För de investeringar i pipelinen som bedöms intressanta upprättar investeringsansvarig en kort sammanfattning. Detta registreras även i Sjätte AP-fondens portföljsystem i syfte att minimera personberoendet till specifika investeringar. Portföljsystemet har även en integration med ett front-office system som möjliggör automatiska rapporter för specifika portföljanalyser.

Fonder som registreras i Sjätte AP-fondens portföljsystem kan ses som utbudet av initialt relevanta investeringsmöjligheter. I tillägg till detta behöver Sjätte AP-fonden också utvärdera och specificera sitt investeringsbehov. För att fastställa behovet används datadrivna modeller som utvärderar portföljen utifrån ett programperspektiv. Med modellerna som grund kan Sjätte AP-fonden identifiera vilka fonder i utbudet som bäst matchar programbehovet, till exempel utifrån exponering till en viss förvaltare, fördelning av storlekssegment, geografisk spridning och en jämn investeringstakt över tid (eng: vintage). Trots att programmet i första hand är det som styr behovsidentifieringen och det primära urvalet sker även en individuell bedömning av investeringens isolerade attraktivitet.

Det identifierade behovet utgör Sjätte AP-fondens utfästelseplan, vilken ska rymmas inom den av styrelsen fastställda utfästelseramen. Det identifierade behovet i kombination med identifiering (eng: sourcing) av relevanta fonder resulterar i en plan för fondutfästelser för det kommande året. Planen godkänns av Allokeringsskommittén och presenteras för styrelsen i början på året. Co-investeringar exkluderas från planen då möjligheten att förutse och planera för dessa är begränsad, om inte omöjlig.

Nästa steg i investeringsprocessen är en formell genomlysning (eng: due diligence). Processen är uppdelad enligt olika beslutspunkter, eller "gates". Vid första gaten, G1, fattar Allokeringsskommittén beslut om huruvida resurser ska läggas på att vidare analysera investeringens värdepotential. Vid godkännande att fortsätta investeringsprocessen initieras en due diligence-process. I undantagsfall beslutar Allokeringsskommittén eller Fondkommittén om att flytta investeringen till G2, vilket innefattar en ingående utredning av en specifik fråga som kan avgöra om en fullständig due diligence ska inledas eller inte. En initiering av G2 kan till exempel föränsas av en co-investering som befinner sig i en bransch som av etiska skäl behöver undersökas vidare. Investeringar som godkänns efter en eventuell G2-analys fortsätter in i den bredare och fullständiga due diligence-processen.

Due diligence-processen skiljer sig något mellan fondutfästelser och co-investeringar. För fonder där en relation ännu inte har etablerats omfattas due diligence-fasen av en förstudie, en så kallad "pre due diligence-process". Inom denna process har teamet möten med förvaltaren, ibland över flera år. Utifrån den information som genereras i pre due diligence-fasen väljs förvaltare ut för djupare analys i en "formell due diligence-process". I denna fas etableras ett team som består av Investeringscheferna, två till tre medarbetare från investeringsverksamheten, en person från hållbarhet och en jurist. Teamet tar gemensamt fram ett omfattande material som täcker samtliga krav för den formella due diligence-processen. En operativ due diligence kan också bli aktuellt i denna fas.

Due diligence-processen mynnar ut i en omfattande mängd material, både intervjuprotokoll och analysdokumentation. För att stärka materialets effektivitet som beslutsunderlag sammanfattas det i en standardiserad poängsatt sammanfattning, ett så kallat scorecard. Sjätte AP-fonden utvecklade år 2015 ett eget scorecard som nyttjas genomgående för samtliga fondutvärderingar. Detta scorecard omfattar ett antal kategorier och delkategorier som fonderna utvärderas mot. Utvärderingen omfattar både en kvalitativ och en kvantitativ bedömning, där samtliga delkategorier genererar en poäng utifrån hur väl fonden uppfyller tillhörande kriterier. Detta scorecard utgör sedan en central komponent i "G3", som sammanfattar det övergripande beslutsunderlaget och presenteras för Allokeringsskommittén.

G3-beslutsunderlaget distribueras till Allokeringsskommittén och till Fondkommittén några dagar före investeringsmötena. För att ge ordförande möjlighet att skapa en effektiv mötesplanering och diskussion, där avgörande frågeställningar för respektive investeringspropå prioriteras och ges tillräcklig tid, uppmuntras kommittédeltagarna att skicka in sina frågor i förväg. Innehållet i det distribuerade materialet omfattar bland annat investeringens passform i programmet, nyckelfrågor, rekommendationer och poängen som genererats från fondens scorecard. Med detta som grund fattar Allokeringsskommittén beslut om att tillstyrka eller avstyrka investeringen. Investeringar som tillstyrks av Allokeringsskommittén tas upp för beslut i Fondkommittén, som även erhåller en sammanfattning av de frågor som Allokeringsskommittén har fokuserat på. Samma skriftliga beslutsmaterial används i båda kommittéerna. Inom ramen för Fondkommitténs arbete tar VD, i samråd med Chefsjuristen, ställning till om beslutet ligger utanför VD-mandatet och därmed behöver hänskjutas till styrelsen. I ett sådant fall uppdateras materialet i enlighet med riktlinjer för utformning av styrelsematerial.

En godkänd fondutfästelse eller co-investering monitoreras löpande för att säkerställa en konsekvent hög kvalitet i förvaltningen. Ett systematiskt monitoreringssystem tillämpas genom ett månatligt monitoreringsmöte i investeringsverksamheten, där ett urval av fonder analyseras vid varje mötestillfälle. Monitoreringsmötet leds av en för mötet utsedd moderator för att säkerställa en strukturerad genomgång. Mötesunderlag finns tillgängligt i Sjätte AP-fondens interna uppföljningssystem, som genererar digitala rapporter och uppdaterar dem i realtid. Dessa rapporter innehåller allomfattande data på både program- och fondnivå. Därutöver analyseras fondöversikten, inklusive de underliggande bolagsinnehaven. Genom detta tillämpar Sjätte AP-fonden en bottom-up monitorering av sina fondförvaltare, där fondernas prestation följs upp och diskuteras på bolagsnivå under monitoreringsmöten. Slutligen analyseras fondernas respektive avkastning enligt kvartiler som baserar på Burgiss data, ett jämförelseindex för private equity-fonder som Sjätte AP-fonden använder för att utvärdera enskilda fonder, delportföljer och den totala fonden.

8.1.3 Kommittéer

Historiskt har Sjätte AP-fonden haft en ensam beslutskommitté som behandlade samtliga investeringsbeslut utifrån ett brett antal kriterier. I samband med nuvarande VD:s tillträde fattades beslut om att dela upp denna beslutskommitté i två mindre kommittéer med olika fokus. Därmed bildades Allokeringsskommittén och Fondkommittén. I syfte att undvika förhastade konsensus infördes även en dualitetsprincip mellan kommittéerna, där Allokeringsskommitténs beslut tas vidare till Fondkommittén för finalt beslut under VD-mandatet. Nedan följer en beskrivning av både Allokeringsskommittén och Fondkommittén.

Allokeringsskommittén

I Allokeringsskommittén ingår VD, chefer inom investeringsverksamheten, CFO (Chief Financial Officer) samt de eventuella personer som VD beslutar om att inkludera. Ordförandeskapet innehas av VD eller den person VD utser. Därutöver deltar en protokollförare i kommittén utan att vara medlem. Allokeringsskommitténs uppdrag är att, utifrån ett portföljperspektiv och i linje med den strategiska inriktning som styrelsen har fastställt, allokera Sjätte AP-fondens kapital för att maximera den riskjusterade avkastningen. Kommittén sammanträder en gång per vecka, samt vid behov i akuta ärenden, och fattar beslut om att tillstyrka eller avstyrka möjliga investeringar, tilläggsinvesteringar och avyttringar innan ärendet överlämnas till Fondkommittén. Därutöver har Allokeringsskommittén mandat att fatta beslut om att avstå från en förnyad fondutfästelse till ett befintligt fondteam. För dessa beslut utgör Allokeringsskommittén den slutgiltiga beslutsinstansen, såvida inte ärendet behöver godkännas av styrelsen. Beslut fattas med enkel majoritet och behöver stödjas av mer än hälften av Allokeringsskommitténs ledamöter. Däremot strävar VD efter att uppnå konsensus i samtliga beslut. Vid lika röstetal har VD utslagsröst. VD har även vetorätt mot beslut som fattas i kommittén.

Allokeringsskommittén ska även godkänna:

- Underlag till styrelsens beslut kring fondens portföljstrategi
- Långsiktig allokeringsplan på 3 till 5 års sikt (inför förankring i Fondkommittén)
- Årlig investeringsram och löpande revideringar av denna (inför förankring i Fondkommittén)
- Aktuell utfästelseplan (inklusive dess revideringar)
- Större förvaltningsbeslut/ ägarstyrningsåtgärder i portföljen

Vidare ska Allokeringsskommittén informeras om:

- Regelbunden portföljgenomgång
- Lärdomar från genomförda investeringar
- Resultatet av Sjätte AP-fondens årliga ESG-utvärdering

Allokeringsskommittén hanterar ett stort antal investeringsmöjligheter, varför dess arbete omfattar att selektera och prioritera bland de möjliga alternativen. Potentiella investeringar presenteras av investeringsansvarig till kommittén med definierat beslutsmaterial för respektive gate. Vid utvärderingen av investeringsmöjligheter arbetar kommittén utifrån ett portföljperspektiv och beaktar flera kommersiella kriterier utifrån en i förväg definierad investeringsprocess och utarbetat scorecard. Detta inkluderar bland annat relationen till förvaltaren (eng: General Partner, eller GP), inpassning i programmet, avkastning och diversifiering.

Fondkommitté

Efter att Allokeringsskommittén beslutat om att tillstyrka ett investeringsbeslut tas det upp i Fondkommittén, som kan jämföras med Sjätte AP-fondens interna styrelse. Fondkommittén besitter ansvaret att övervaka allomfattande och principiella frågor kopplat till strategisk portföljform och risker. Fondkommittén ska antingen godkänna, tillstyrka eller avstyrka varje beslut i samtliga beslutssteg avseende investeringar, tilläggsinvesteringar och avyttringar. I de fall Allokeringsskommittén inte utgör den slutgiltiga beslutsinstansen fattar Fondkommittén även beslut om att avstå från att genomföra förnyade utfästelser till befintliga fondteam samt tilläggsinvesteringar i befintliga innehav. Likt Allokeringsskommittén sammanträder Fondkommittén en gång per vecka och vid behov i aktuella ärenden. Beslut fattas med enkel majoritet och behöver stödjas av mer än hälften av kommitténs ledamöter. Däremot strävar VD efter att uppnå konsensus i samtliga beslut. Vid lika röstetal har VD utslagsröst. VD har även vetorätt mot beslut som fattas i kommittén.

Fondkommittén har även i uppgift att godkänna följande:

- Underlag till styrelsens beslut kring fondens portföljstrategi
- Förslag till långsiktig allokeringsplan på 3 till 5 års sikt (inför styrelsebeslut)
- Förslag till årlig investeringsram (inför styrelsebeslut)
- Aktuell utfästelseplan

Därutöver ska Fondkommittén informeras om:

- Allokeringsskommitténs investeringsbeslut i de fall kommittén utgör den sista beslutsinstansen
- Väsentliga ESG-händelser i portföljen
- Regelbunden portföljgenomgång
- Lärdomar från genomförda investeringar
- Resultatet av Sjätte AP-fondens årliga ESG-utvärdering

Kommittén består av VD, cheferna inom investeringsverksamheten, Hållbarhetschef, portföljstrateg, Chefsjurist, Kommunikationschef samt andra eventuella personer som VD beslutar om att inkludera. Ordförande för kommittén är VD eller den person VD utser. Med sin sammansättning av olika kompetenser och roller utvärderar Fondkommittén investeringar utifrån ett brett spektrum av faktorer. Med de olika funktioner som är representerade i kommittén finns även en samlad kompetens att ta ställning till portföljstrategi, investeringspotential och risker, ansvarsfulla investeringar, legala frågor och fondens roll inom pensionssystemet. I samråd med Chefsjuristen tar VD ställning till om ett beslut behöver hänskjutas till styrelsen.

Fondkommittén utgör den slutliga beslutsinstansen för investeringar, tilläggsinvesteringar samt avyttringar som inkluderas i VD-mandatet. För beslut som faller utanför VD-mandatet bereder Fondkommittén styrelsebeslut.

8.1.4 Uppföljning

Styrelsen delges löpande rapportering om Sjätte AP-fondens verksamhet i den omfattning som krävs för att möjliggöra en kontinuerlig utvärdering av investeringsverksamhetens utveckling och fondens finansiella ställning. VD ansvarar för att förbereda och lägga fram rapporter till styrelsen avseende investeringsverksamheten, fondens finansiella ställning och riskmätningar. Därutöver ansvarar VD för

att rapportera särskilda investerings- och avyttringsbeslut samt incidenter som kan ha en potentiellt negativ påverkan på fondens resultat eller renommé. Vidare har VD en skyldighet att hålla styrelseledamöterna informerade om väsentliga beslut.

Rapportering mot styrelse följer ett årshjul där tre olika typer av uppföljningar presenteras. Tertiäl- och årsuppföljningen behandlar portföljens avkastning och avstämning mot investeringspolicy. Halvårs- och årsuppföljningen centrerar runt den långsiktiga prognosen, underlag till investeringsramar samt likviditetsmonitoreringen. Slutligen presenteras investeringsportföljen, en ESG-uppföljning och loggbok över investeringsbeslut vid samtliga styrelsesammanträden. Därutöver skickar VD ut ett månatligt brev till styrelsen. Det finns även en process för incidentrapportering.

Tertiäl- och årsuppföljning

Verksamheten presenterar tertiäl- och årsvis en grundlig genomgång av Sjätte AP-fondens avkastning för styrelsen. Portföljen mäts över 1, 5 och 10 år, där utvärdering mot fondens avkastningsmål sker mot 5 år och de två övriga tidshorisonterna utgör jämförelsetal (eng: benchmarks). Portföljen och dess avkastning bryts ned över olika tidsserier och tillgångsklasser, både enligt strategi och målsättning, för att möjliggöra en effektiv uppföljning av fondens resultat. Vidare jämförs resultatet mot Burgiss "All" och Burgiss "PE". Därutöver rapporteras och jämförs avkastningen för Sjätte AP-fondens 20 största fondförvaltare över 1, 5 och 10 år, där 5 år utgör den huvudsakliga tidshorisonten för utvärdering. Vid eventuella underpresenterande innehav kan styrelsen välja att analysera de beslutsmaterial som har föranlett verksamhetens investeringsbeslut.

Sjätte AP-fonden analyserar även fonder och deras enskilda bolagsinnehav, kategoriserade enligt fondgeneration (eng: vintage) samt mognadsgrad (Buyout/Venture och Growth) och totalt. Fondernas avkastning mäts i DPI, TVPI och Internränta (IRR), där de två sistnämnda kategoriseras enligt fyra olika kvartiler utifrån Burgiss. I presentationen mot styrelse presenteras kvartilerna enligt en färgkoordinering i syfte att ge en överblick av fondens resultat. Av samma anledning presenteras även fondernas kvartilsplacering i illustrativa grafer. Med dessa material som grund har styrelsen möjlighet att välja ut specifika fonder att utvärdera mer noggrant.

Uppföljning mot styrelse omfattar även en portföljavstämning mot investeringspolicyn. I denna uppföljning riktas fokus mot portföljens faktiska exponering i förhållande till fondens exponeringspolicy. Uppföljningen innefattar exponering mot enskilda fonder, managementbolag och co-investeringar relativt totalt förvaltad kapital. Eventuella avvikelser från investeringspolicyn skrivs ut och rödmarkeras i presentationen i styrelsen. Även den geografiska fördelningen följs upp, trots att limiter inom detta inte föreligger. Hållbarhet följs upp årsvis och rapporteras mot styrelse såväl som i årsredovisningen, där måluppfyllnad mot Sjätte AP-fondens kvantitativa hållbarhetsmål för portföljen redovisas. Resultaten från den årliga ESG-utvärderingen beskriver även hur förvaltare utvecklas och förbättrar sitt hållbarhetsarbete.

Halvårs- och årsuppföljning

Halvårs- och årsvis presenteras den långsiktiga prognosen, underlag till investeringsramar samt likviditetsmonitoreringen för styrelsen. Den långsiktiga likviditetsprognosen tar hänsyn till ett normalläge samt ett aktuellt marknadsscenario för likviditet. Utifrån detta belyser prognosen potentiella nedsiderisker och uppsiderisker i både det långa och det korta perspektivet. En realiserad

nedsiderisk tar sig uttryck i begränsade co-investeringar, medan en uppsiderisk kan leda till en högre likviditetsbuffert, alternativt en taktisk överallokering till co-investeringar.

I tillägg till likviditetsprognosen presenteras även utfallet i förhållande till prognosen via Sjätte AP-fondens monitoreringsverktyg. Även denna tar hänsyn till ett normalläge samt ett pessimistiskt scenario för distributioner, neddragningar och fondens nettokassaflöden.¹⁰ Avvikelser mellan prognos och utfall ska fångas av likviditetsbufferten. Däremot har denna på senare år i väsentlig grad konsumerats av valutasäkringar, vilket också presenteras för styrelsen i likviditetsmonitoreringen. Presentationsmaterialet följer upp kassaflöden per delportfölj över en längre tid och illustrerar vilka placeringar som har haft störst bidragande effekt till reducerad likviditet. Eventuella avvikelser från strategi som följer av begränsad likviditet följs upp och stäms av med styrelsen.

Kontinuerlig uppföljning

Portföljansvariga presenterar vid samtliga ordinarie styrelsemöten en investeringspresentation som omfattar en analys kring marknadsläget inom fondens samtliga delsegment, ett nuläge kring portföljen, inklusive avkastning, hållbarhet samt de VD-beslut som fattats inom ramen för dennes mandat sedan föregående styrelsemöte. Investeringsbesluten för nya fondutfästelser och co-investeringar presenteras mer i detalj i Investeringspresentationen vid varje styrelsemöte, tillsammans med en legal uppföljning kring huruvida styrelsens beslut har genomförts eller inte. Inom hållbarhet presenteras eventuella väsentliga negativa händelser kopplade till hållbarhet i portföljen. Likaså tillhandahålls en analys av hållbarhetsrisken per NAV, dels i uppdelning efter mognadsgrad (buyout och venture growth), dels fondutfästelse och co-investeringar. Bedömningen av hållbarhetsrisk utgår från ett mått som tillhandahålls av en extern leverantör av hållbarhetsinformation.

Månadsuppföljning

Utanför styrelsesammanträden delger VD en månadsuppföljning till styrelsen som sammanfattar vad som har hänt i organisationen sedan det senaste månadsbrevet, inklusive eventuella investeringar och avyttringar, status kring likviditet, valuta samt övriga punkter. Månadsbrevet är utformat på ett kort och koncist sätt i syfte att ge en snabb översikt av Sjätte AP-fondens verksamhet och dess nyligen genomförda aktiviteter.

Loggbok och incidentrapportering

För investeringsbeslut som fattas av styrelsen förs en loggbok, där även utnyttjande av VD:s ram för investeringar och avyttringar sedan föregående möte redovisas. I samma underlag rapporteras eventuella incidenter hos enskilda portföljbolag. För dessa typer av händelser finns en eskaleringsprocess, inklusive rapportering till Fondkommitté och styrelsen. Denna uppföljning omfattar en beskrivning och incidenten, en gradering av dess gravitet samt planerade åtgärder. På så sätt hålls styrelsen informerad kring incidenten och de åtgärder som investeringsorganisationen och hållbarhetsteamet tar för att avhjälpa detta.

¹⁰ Likviditetsprognosen används frekvent i den operativa organisationen och tas upp i veckovisa möten. VD rapporterar även denna löpande vid samtliga ordinarie styrelsesammanträden.

Hantering av utmanande marknadslägen har historisk karaktäriserats av en proaktiv riskhantering och uppföljning. Detta exemplifierades av Covid-19 pandemin då fonden tog fram riskcase för samtliga bolagsinnehav och klassificerade dem utifrån deras respektive risknivåer. För innehav med en hög riskexponering tog Sjötte AP-fonden proaktiv kontakt med ansvarig fondförvaltare och bad om en utläggning av dennes riskhantering.

8.1.5 Co-investeringar

Under de senaste 15 åren har Sjötte AP-fonden konsekvent kommunicerat till fondförvaltare att de är intresserade av att göra co-investeringar, samt säkerställt att de har kapacitet och kompetens att genomföra dessa. Detta särskiljer Sjötte AP-fonden från många andra aktörer på marknaden som vid fondutfästelser kan uttrycka intentioner om att göra co-investeringar men sakna kapacitet och processer att agera på möjligheter när de väl presenteras av förvaltaren. En definierande egenskap av co-investeringar är deras tidskänslighet, vilket föranleder ett behov om en flexibel investerings- och beslutsprocess. Detta har Sjötte AP-fonden tagit fram, utvecklat och förfinat över 15 års tid. När en intressant co-investeringsmöjlighet presenteras för fonden är samtliga organisationsnivåer, inklusive styrelsen, förberedda på det arbete som krävs för att genomföra investeringen. Fondens kommittéstruktur och kvickhet i att tillsätta ett team med dedikerade personalresurser, kombinerat med styrelsens flexibilitet att sammanträda på kortare varsel, skapar systematiska och kontinuerliga möjligheter att göra co-investeringar.

Marknaden för onoterade aktier och co-investeringar är varken öppen eller demokratisk. I stället avgör fondförvaltare vilka investerare de önskar ha relationer till. För att säkerställa kontinuerliga investeringsmöjligheter är det därmed centralt för investerare att etablera och bibehålla en god relation till förvaltare. Sjötte AP-fonden har varit framgångsrik i att skapa goda relationer till fondförvaltare, bland annat tack vare deras konsekventa engagemang i co-investeringar. Detta har också medfört att fondförvaltare kontinuerligt har presenterat attraktiva co-investeringsmöjligheter till Sjötte AP-fonden. Genom åren har Sjötte AP-fonden löpande blivit presenterade med ett stort antal co-investeringsmöjligheter och fattat investeringsbeslut om de som bedömts mest attraktiva och i linje med deras investeringsprogram. Detta har bidragit positivt till fondens avkastning, då co-investeringar ofta har lägre förvaltningsavgifter och därmed bidrar till en genomsnittligt högre avkastning.

Kärnan i processen handlar om att fatta välgrundade beslut, både vad gäller att investera och att avstå från att investera. Detta säkerställs genom en opartisk utvärdering av samtliga förvaltare där investeringen analyseras utifrån ett brett spektrum av perspektiv. Processtyrningen utgör även ett skydd mot investeringsbeslut som faller utanför strategins ramar. Till exempel säkerställer ovan nämnda investeringsprocess att co-investeringar uteslutande genomförs inom Buyout, aldrig inom Venture, och endast med förvaltare som Sjötte AP-fonden har utvärderat.

8.2 Valuta

8.2.1 Styrelsen och VD-mandatet

Enligt lag får Sjötte AP-fondens valutaexponering inte överskriva 10 procent av portföljens totala marknadsvärde. Till följd av lagens exponeringslimit fattar fonden inga aktiva beslut inom valutaplacering. I stället begränsas valutahanteringen till ett uteslutande fokus på valutasäkringar. För

att säkerställa att lagkravet om valutasäkring efterföljs fattar styrelsen beslut om valuta i investeringspolicyn, inklusive hur valutaexponering ska definieras, de limiter som ska följas samt motpartsexponering. Vidare ges VD mandat att skapa en instruktion för valutasäkring som möjliggör efterlevnad av lagens ramar.

I början av 2024 anlätades en extern part för att stödja arbetet med att omarbete investeringspolicyn samt utforma en instruktion för valutasäkringsprocessen. VD äger instruktionen och ansvarar för att presentera den för styrelsen. Instruktionen för valutasäkring har granskats av både interna och externa revisorer och innehåller följande punkter:

1. En bakgrund om valutasäkring inom Sjätte AP-fonden
2. Definitioner i linje med investeringspolicyn
3. Strategier för valutasäkring
4. Finansiella instrument och transaktioner
5. Motparter
6. Avveckling
7. Uppföljning och rapportering
8. Avvikelser

Lagen formulerar valutabegränsningen i relation till portföljens totala portföljvärde. Däremot investerar Sjätte AP-fonden uteslutande i onoterade tillgångar (eng: private equity) som per definition inte finns noterade på en marknadsplats. Av den anledningen saknas ett marknadsvärde i traditionell bemärkelse, annat än när bolaget, eller en väsentlig andel av det, säljs på andrahandsmarknaden. På grund av detta är det inte möjligt att i realtid fastställa marknadsvärdet av Sjätte AP-fondens portfölj. Därmed framgår det av VD:s valutainstruktion att Sjätte AP-fonden enbart valutasäkras känd exponering. Denna metod har tagits fram i samråd med styrelse och Risk- och revisionsutskottet. Processens kvalitet har även säkerställts av en extern part.

VD har fastställt att valutasäkring endast ska genomföras i den utsträckning som krävs enligt lag. Instruktionen för valutasäkring anger att hedgeportföljen (portföljen i utländsk valuta som valutasäkras) normalt ska uppgå till 91–92 procent av det uppskattade marknadsvärdet. Med andra ord ska nettoexponeringen uppgå till ungefär 8–9 procent och inte överstiga 10 procent. Därutöver beslutades 2024 att valutor vars gemensamma exponering understiger 1 procent av portföljens marknadsvärde inte ska valutasäkras. För att förstå valutarisken behöver fondens samtliga underliggande innehav och deras geografiska placering analyseras. Denna "Level 2" analys motiveras av att en fonds valuta inte indikerar den valutarisk som tillkommer av en investering. Till exempel skulle en valutasäkring mot en fond i Euro fortfarande innebära en valutarisk om delar av dess innehav var i dollar.

8.2.2 Uppföljning

Till följd av valutans centrala roll i Sjätte AP-fondens förvaltning följs den upp frekvent i organisationen på samtliga nivåer. Hedgeportföljen ska följas upp veckovis av VD och CFO och innefatta både exponering och likviditetseffekter.

Inom exponering ska uppföljning och rapportering innefatta följande:

- Motpartsexponering enligt investeringspolicyn

- Valutasäkringsgrad för totalportföljen samt för respektive valuta, inklusive öppen exponering
- Känd brutto- och nettoexponering
- Portföljens senaste fastställda marknadsvärde och ackumulerade förändringar mellan rapporttillfällen (likviditetshändelser, utfästelser)

Inom likviditetseffekter ska uppföljning och rapportering innefatta följande:

- Likviditetsflödet från valutaterminer de senaste 12 månaderna, både i absoluta tal samt i relation till totalportföljens marknadsvärde
- Indikativt flöde och dess fördelning per valuta per månad kommande 3 månader och totalt per månad under kommande 12 månader

Valutasäkringen rapporteras även tertialvis i Risk- och revisionsutskottet, där den först granskas och kommenteras innan den presenteras för styrelsen. Därtill nämner VD:s månadsbrev frekvent valutafrågan.

8.2.3 Påverkan på förvaltningen

Givet de långsiktiga innehavstiderna inom onoterade tillgångar (eng: private equity) kräver valutasäkringar en längre tidshorisont. Samtidigt är valutasäkringar med långa löptider inte kostnadseffektivt, vilket gör att Sjätte AP-fonden tillämpar en strategi med löpande omsättning av kontrakt. Dessa kontrakt medför dock kostnader för "spreadar", det vill säga skillnader mellan köp- och säljkurs för kontrakten, samt likviditetseffekter. Därmed resulterar lagens begränsning i att valutarisk konverteras till en likviditetsrisk. Risken förstärks av den volatila svenska kronan som är utmanande att prognostisera.

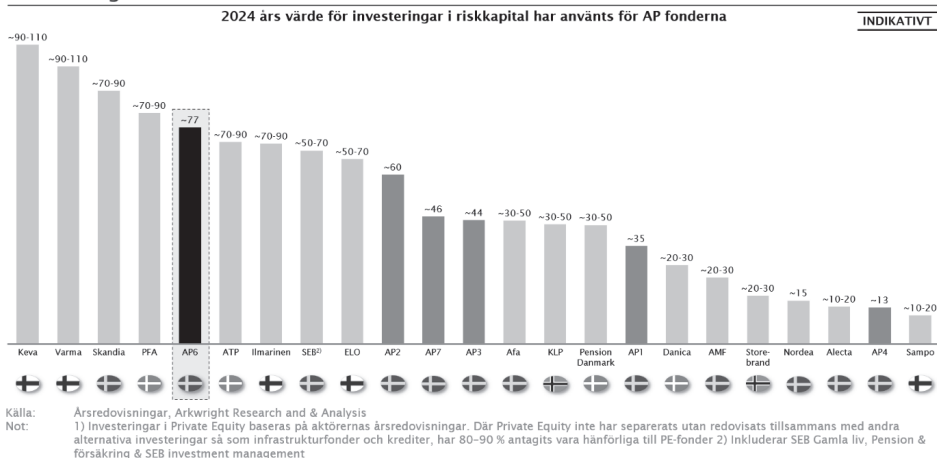
Då Sjätte AP-fonden är en stängd fond påverkar valutakursens, periodvis omfattande, fluktuationer fondens likviditet samt möjligheten att upprätthålla en jämn investeringstakt och riskspridning. Detta har varit särskilt framträdande under de senaste åren, då Sjätte AP-fonden har behövt utnyttja sin likviditetsbuffert till valutaterminer. Konsekvensen av detta har främst varit en begränsad möjlighet att genomföra nya co-investeringar i undervärderade marknader. Co-investeringar genererar även i regel en högre avkastning efter kostnader jämfört med fondutfästelser, eftersom de inte är föremål för avgifter. Den bristande likviditeten har därmed medfört både förlorade attraktiva investeringstillfällen och uteblivna avgiftsrabatter. Ur ett längre tidsperspektiv riskerar de uteblivna co-investeringarna att leda till en lägre genomsnittlig avkastning i portföljen.

8.3 Slutsatser och bedömningar

Sjätte AP-fonden grundades 1996 med ett initialt fondkapital på cirka 10 miljarder kronor. Med den dåvarande strategin genererade fonden en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 4,2 procent över 16 års tid, vilket resulterade i ett fondkapital på cirka 20 miljarder kronor 2012. Vid denna tidpunkt sjösatte en delvis ny styrelse för Sjätte AP-fonden en uppdaterad strategi, vilket lade grunden för det arbetssätt som präglar verksamheten idag. Sedan den nya strategin implementerades har Sjätte AP-fonden uppnått en genomsnittlig årlig avkastning på 11,8 procent, vilket har ökat fondkapitalet till dagens 77 miljarder kronor. Den snabba tillväxten är inte minst noterbar från och med 2019, då fonden sedan dess har uppvisat en genomsnittlig årlig avkastning på 15,5 procent. *För en illustration kring Sjätte AP-fondens tillväxt mellan 1996 och 2024, se Figur 73 i grunduppdraget.*

Fondkapitalets tillväxt har etablerat Sjätte AP-fonden som en av Nordens största investerare i onoterade aktier (eng: private equity). Mer specifikt uppskattas Sjätte AP-fonden att vara den näst största investeraren i Sverige, strax efter Skandia, och den femte största i Norden. Figur 22 visar hur storleken på Sjätte AP-fondens kapital förhåller sig till Nordens största investerare i onoterade aktier.

Sjätte AP-fonden har Sveriges näst största portfölj och Nordens femte största sett till investeringar i onoterade aktier



Figur 22: Nordens största investerare i onoterade aktier och deras respektive fondkapital 2023, angett i mdr SEK

En central möjliggörare bakom Sjätte AP-fondens tillväxt är dess organisation och styrning, särskilt dess investeringsstrategi och investeringsprocess. Arkwright bedömer att fondens styrning har lett till framgångsrika investeringsbeslut, vilket sedan strategiuppdateringen 2012 har bidragit till särskilt stark tillväxt och hög avkastning på fondens kapital. Ett viktigt inslag i Sjätte AP-fondens strategi är dess co-investeringsmodell, som uteslutande tillämpas inom buyout-strategier inom befintliga fondrelationer. Denna strategi har utgjort en stabil grund för en systematisk tillgångsallokering, samtidigt som den har bidragit till att fonden har undvikit för riskfyllda investeringar.

Till följd av att Sjätte AP-fonden uteslutande investerar i onoterade aktier (eng: private equity) tillämpas en beslutsstruktur och verksamhetsstyrning som är anpassad för tillgångsslaget och skiljer sig från Första–Fjärde AP-fonderna. Givet fondens fokuserade investeringsstrategi har styrelsen inte samma utgångspunkt som Första–Fjärde AP-fonderna, där beslut omfattar fördelningen mellan olika tillgångsslag. I Sjätte AP-fonden begränsas styrelsens beslutsutrymme i stället till att fastställa riktlinjer inom onoterade aktier. Det är därför naturligt att styrelsen har en mer aktiv roll i strategiska beslut och styrdokument, vilket i övriga buffertfonder i högre utsträckning delegeras till VD. Mot denna bakgrund bedömer Arkwright det som ändamålsenligt och lämpligt att dessa beslut fattas av styrelsen i Sjätte AP-fonden.

9 Research

9.1 Vikten av god styrning och Governance Alpha

Institutioner kan ofta redogöra för formella beslutsvägar och strukturer inom organisationen. Däremot är denna dokumentation inte tillräcklig för att fånga och beskriva institutionens organisationsliv. För att skapa en omfattande förståelse för organisationens utformning och effektivitet behövs en mer djupgående analys av dess styrning. Clark och Urwin (2008) menar att institutioners organisationsproblem består av att orkestrera kollektiv handling på ett snabbt och effektivt sätt, med hänsyn till nedärvda relationer och kontrollsystem. Vidare betonar forskarna styrningens avgörande roll för institutioners framgång och menar att även ideala institutioner misslyckas om styrningen är bristande.

Vikten av god styrning är central för institutioners överlevnad, inte minst för finansiella institutioner som måste vara lyhörda och anpassningsbara till särskilt föränderliga marknadsmiljöer (Clark & Urwin, 2008). Vidare visar forskning att tydlig styrning, transparens och ansvarsallokering är viktigt för alla publika fonder (Blundell-Wignall, Hu & Yermo, 2008), och att pensionsfonders samhällsviktiga uppdrag ytterligare bidrar till styrningens vitalitet (Clark & Monk, 2012).

Studier som analyserat den kvantitativa effekten av god styrning har sett att den kan generera en ökning med 1 till 3 procentenheter per år (Ambachtsheer, 2007a; Watson & Wyatt, 2006). Den kvantitativa effekten av styrning underbygger även begreppet "Governance Alpha", som refererar till den överavkastning som genereras av god styrning. Begreppet har sina rötter i modern portföljteori och konceptet "den effektiva fronten", som representerar den uppsättning portföljer som erbjuder högsta möjliga avkastning för en given risknivå. Dessa portföljer är passivt optimerade och påverkas i huvudsak av β ¹¹. Därtill har styrningen, vid en given risknivå, förmåga att både öka och minska avkastningen i relation till den effektiva fronten. Detta fenomen benämns som Governance Alpha (Clark och Urwin, 2008).

9.2 Definition av god styrning och nedbrytning av dess komponenter

Konceptet Governance Alpha illustrerar hur effektiv styrning kan bidra till överavkastning och understryker vikten av god styrningspraxis inom kapitalförvaltning. Flertalet definitioner av god styrning har vuxit fram i forskningsvärlden, inte minst inom området pensionsfonder. En riktlinje för god styrning formuleras av Summers (2006), som argumenterar för att institutionen idealt sett är enhetlig till dess önskvärda funktioner på ett sådant sätt att det finns en tydlig länk mellan institutionens struktur och dess uppsatta mål. Vidare har forskare och institut brutit ned definitionen av god styrning till olika beståndsdelar och komponenter.

¹¹ Beta är ett mått på en investerings känslighet gentemot marknadsrörelser, där ett beta över 1 innebär högre volatilitet än marknaden, medan ett beta under 1 indikerar lägre volatilitet.

Tre välkända uppsättningar av styrningsprinciper för pensionsfonder och Sovereign Wealth Funds (SWF:s) presenteras i avsnitten 9.2.1 till 9.2.3. Därefter belyses centrala styrningsprinciper som tidigare analyser av de svenska pensionsfonderna har identifierat i avsnitt 9.1.4.

9.2.1 Santiagoprinciperna

Inom forskning kring styrning av SWFs har Santiagoprinciperna (2008), formellt kända som Generally Accepted Principles and Practices (GAPP), fått stor uppmärksamhet. Dessa principer publicerades av *International Forum of Sovereign Wealth Funds Generally* (IFSWFs) med syftet att identifiera ett ramverk för generellt accepterade principer som belyser lämplig styrning, ansvarsfördelning och investeringsprocesser för SWFs. Principerna syftar även till att stötta SWF:s institutionella ramverk, styrning och investeringsverksamhet. Totalt omfattar Santiagoprinciperna 24 frivilliga principer som kategoriseras enligt tre centrala områden:

1. *Legala ramverk, mål och koordinering med makroekonomiska riktlinjer*: Sunda principer betonar vikten av ett robust institutionellt ramverk och en effektiv styrningsstruktur för en SWF. Vidare underlättar principerna formuleringen av lämpliga investeringsstrategier som stämmer överens med SWF:s uttalade riktlinjer och mål.
2. *Institutionella ramverk och styrningsstrukturer*: För att skapa förutsättningar för en oberoende styrning som är fri från politisk påverkan bör styrningsprinciper rekommendera en separation av ägarens, styrande organs och förvaltningens funktioner.
3. *Investerings- och riskhanteringsramverk*: En tydlig investeringspolicy visar på en SWF:s åtagande till en disciplinerad investeringsplan och välstrukturerade processer. Därutöver främjar ett pålitligt riskhanteringsramverk lämpligheten i dess investeringsverksamhet och säkerställer en tydlig ansvarsfördelning.

Givet Santiagoprincipernas generella natur, utformade för att möjliggöra tillämpning i länder på alla nivåer av ekonomisk utveckling, lämnas förbehåll för anpassningar enligt rådande lagar, krav och skyldigheter.

9.2.2 12 principer för god styrning

Clark och Urwin (2008) utvecklade ett ramverk för god styrning genom att analysera ledande institutioner med bästa praxis (eng: best practice) inom styrning, där aktörer inkluderade statliga fonder, donationsfonder och pensionsplaneringsinstitutioner. Observationerna sammanfattades i ett ramverk som samlar och organiserar 12 rekommenderade styrningsprinciper enligt kategorierna 1) Sammanhållning, 2) Medarbetare och 3) Processer. "Sammanhållning" avser tydlighet och fokus i investeringsobjektiv, "Medarbetare" omfattar involverade parter i investeringsbeslut, med hänsyn taget till deras kompetens och expertis, och "Processer" beskriver hur investeringsbeslut organiseras och implementeras. De tre kategorierna och deras tillhörande styrningsprinciper redogörs för nedan.

Sammanhållning: Inom institutionell sammanhållning framhålls att investeringsinstitutioner tenderar att ha en nedärvd struktur och att denna behöver stämma väl överens med intressen av pensionstagare och övriga intressenter. Principer inom institutionell sammanhållning presenteras nedan.

1. *Missionstydlighet*: Klarhet i uppdraget och intressenters hängivelse till uppdragsbeskrivningen.

2. *Investeringsansvarig*: En kompetent investeringsfunktion med definierade ansvarsområden och en tydlig ansvarsskyldighet mot institutionen.
3. *Effektiv tidsbudget*: Fördelning av resurser till samtliga element i investeringsprocessen och styrningskedjan med en lämplig resurs- och tidsallokering.

Medarbetare: Humankapital är en central komponent i fonders styrning. Däremot skiljer sig institutioner i sin förmåga att identifiera och välja ut nyckelpersoner, samt styra sig själva på ett sätt som främjar humankapital (Ambachtsheer et al., 2007). Följande rekommendationer har identifierats inom detta område:

4. *Ledarskap*: Ledarskap har en stark och mätbar effekt på institutionell prestation, vilket framträder särskilt på styrelsenivå (inte minst i ordförandens arbete) och sträcker sig vidare till genomförandet av delegerade mandat.
5. *Kompetensbehov*: I den mån stiftelseordföranden och övriga styrelsemedlemmar kan välja sina kollegor bör urvalet grundas i tre önskvärda egenskaper: påvisbara numeriska färdigheter, förmåga till logiskt tänkande och en förmåga att reflektera över risker inom sannolikhetsområdet.
6. *Kompensationsstruktur*: En effektiv kompensationspraxis som är anpassad till fondens kontext stärker organisationen och dess förmåga att uppfylla missionen och uppdraget.

Processer: Enligt Clark och Urwin (2008) är institutionell Sammanhållning och Medarbetare centrala förutsättningar för en högkvalitativ pensionsfond. Givet att båda dessa komponenter återfinns i institutionen utgör beslutsprocesser de mest centrala verktygen för att realisera fondens fulla värdepotential. Vidare menar forskarna att Processer var mest påverkansbar av samtliga komponenter.

7. *Starka övertygelser*: Processer bör vila på starka övertygelser och en investeringsfilosofi som har stöd från hela organisationen, överensstämmer med de operativa målen och informerar investeringsbeslut.
8. *Konkurrensfördel*: Beslutsprocesser bör utformas utifrån institutionens relativa styrkor och svagheter.
9. *Riskbudget*: Investeringsprocessen bör utformas med hänvisning till en riskbudget som är anpassad till fondens mål och inkluderar en korrekt och integrerad syn på alfa¹² och beta.
10. *Realtidsbeslut*: Givet den tidsberoende naturen av investeringsresultat bör institutioner nyttja beslutsfattande system som fungerar i realtid i stället för kalendertid.
11. *Chefsurvalsprocess*: Externa chefer bör nyttjas effektivt genom tydligt definierade mandat, gemensamma mål, och rigorösa "fit-for-purpose" anställningskriterier.
12. *Lärande organisation*: Inom investeringsbeslut bör institutioner arbeta med en lärande kultur som avsiktligt uppmuntrar till förändring och utmanar branschens vedertagna antaganden.

Dessa 12 punkter bör betraktas som riktlinjer för önskvärd styrning av pensionsfonder, trots att en och samma pensionsfond inte kan förväntas vara marknadsledande inom samtliga punkter. Clark och

¹² Alfa är ett mått på en investerings riskjusterad överavkastning i förhållande till relevant marknadsindex eller jämförelsetal (eng: benchmark), där ett positivt alfa indikerar bättre prestation än marknaden och ett negativt alfa visar underprestation.

Urwin (2008) identifierade även att best-practice institutioner generellt var medvetna om deras brister inom ovan nämnda punkter och kontinuerligt strävade efter funktionsförbättringar.

9.2.3 OECD:s rekommendationer för styrning av pensionsfonder

Utöver IFSWF:s Santiagoprinciper och Clark och Urwins (2008) riktlinjer för "best practice" styrning har Institutionen *Convention on the Organisation for Economic CO-operation and Development* (OECD) identifierat 12 riktlinjer för styrning av pensionsfonder som är applicerbara för autonoma, kollektiva eller grupp-pensionsfonder som stödjer den privata pensionsplanen. Riktlinjerna berör både styrningsstruktur och styrningsmekanismer, vilka redogörs för nedan.

Styrningsstruktur: Pensionsfonders styrningsstruktur bör säkerställa en lämplig fördelning av operativt ansvar och översynsansvar, samt en tydlig ansvarsskyldighet och lämplighet inom fördelat mandat.

1. *Identifiering av ansvarsområden:* Det bör finnas en tydlig identifiering och fördelning mellan operativt ansvar och översynsansvar. Vidare bör pensionsfondens förvaltningsansvar tydligt framgå.
2. *Styrande organ:* Pensionsfonder bör ha ett styrande organ som har befogenhet att förvalta fonden och som är ytterst ansvarigt för att säkerställa efterlevnad av pensionsfondens övergripande mål samt skydd av förmånstagarnas intressen. Vidare bör det styrande organet inte kunna delegera hela sitt ansvar till externa tjänsteleverantörer.
3. *Expertrådgivning:* Inom de områden där styrningsorganet saknar expertkunskap att fatta beslut och uppfylla dess uppdrag kan yttre ramverk kräva expertrådgivning eller tillsättning av professionella för att möjliggöra fullföljning av vissa funktioner.
4. *Revisor:* En oberoende revisor bör tillsättas för att utföra en periodisk revision som rapporteras till styrningsorganet.
5. *Aktuarie:* En aktuarie bör tillsättas av styrningsorganet för samtliga förmånsbestämda planer som finansieras via pensionsfonder.
6. *Förvaringsinstitut:* Förvaringen av pensionsfondens tillgångar kan utföras av pensionsenheten, den finansiella institution som förvaltar pensionsfonden eller av ett oberoende förvaringsinstitut.
7. *Ansvarsskyldighet:* Det styrande organet bör vara ansvarsskyldigt gentemot pensionsplanens medlemmar och förmånstagare samt de behöriga myndigheterna.
8. *Lämplighet:* Det styrande organet bör uppfylla minimikrav på lämplighet för att säkerställa en hög nivå av integritet och professionalism i förvaltningen av pensionsfonden.

Styrningsmekanismer: Pensionsfonder bör ha lämplig kontroll, kommunikation och incitamentmekanismer som säkerställer god beslutsfattning, lämplig och effektiv exekvering, transparens och återkommande uppföljning och utvärdering.

9. *Interna kontroller:* Det bör finnas lämpliga kontroller för att säkerställa att hela organisationen agerar i enlighet med pensionsfondens mål, regleringar, avtal och styrdokument.
10. *Rapportering:* Rapporteringskanaler mellan samtliga personer och enheter som är involverade i förvaltningen av pensionsfonden bör upprättas för att säkerställa en effektiv informationsdelgivning.
11. *Informationsgivning:* Det styrande organet bör delge relevant information till samtliga berörda parter på ett tydligt, korrekt och tidsenligt sätt.

12. *Rättslig prövning*: Medlemmar och förmånstagare i pensionsplanen bör ha tillgång till lagstadgade mekanismer för rättslig prövning.

9.2.4 Publikationer om de svenska AP-fonderna

Utöver de mer generella principerna och riktlinjerna för pensionsstyrning har forskare även tagit fram styrningsrekommendationer som är specifika för de svenska AP-fonderna. I SOU 2012:53 (Finansdepartementet, 2012) presenterade Clark och Monk (2012) fyra önskvärda styrningsegenskaper för AP-fonderna, vilka beskrivs nedan.

1. *Institutionell sammanhållning*: Mellan mål och dess praktiska förverkligande, drivet av ett tydligt verksamhetssyfte och en explicit länk mellan institutionens syftesbeskrivning och investeringsmål.
2. *Förmåga och expertkunskap (humankapital)*: Inom organisationens styrning och ledning, där styrelsen separat och gemensamt har en djup och bred kompetens och delegerar ansvar till ledare enligt deras kompetens och expertis.
3. *Processen för beslutsfattande och implementering av beslut*: Där mål och syften förverkligas, med åtskillnad på typer och konsekvenser av beslutsfattande, där mandat allokeras enligt förmågor som krävs för beslutet i fråga. Lika viktigt är att styrelsen besitter kompetensen att delegera lämpligt ansvar till exekutiva fondchefer samt har förmågan att utvärdera de beslut som fattas av dessa.
4. *Relationen mellan institutionen och dess sponsor*: AP-fondernas delegerade auktoritet och oberoende skapar en tydlig och långsiktig roll och ansvarsfördelning samt en medföljande informationsskyldighet till relevanta intressenter. Därtill bör auktoritet och oberoende samt tillsättning av styrelsemedlemmar och seniora chefer stämma överens med institutionens mandat och investeringsmål.

Utöver Clark och Monks (2012) publikation genomförde Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (OECD) år 2012 en studie om de svenska AP-fonderna som argumenterar för att deras uttalade styrningsprinciper som minst ska täcka:

- Hur fonden planerar att uppnå dess övergripande investeringsmandatet
- En strategisk tillgångsallokering, fördelad mellan de huvudsakliga tillgångsklasserna
- Den utsträckning som externa parter kan användas, samt hur de ska väljas ut och följas upp
- I vilken utsträckning och hur aktivt kapitalförvaltning kommer att bedrivas
- Kriterier för att utvärdera resultatet av buffertfonden och dess olika portfoliokomponenter

Vidare menar OECD att buffertfonder bör ha tydliga mandat och specifika mätbara mål, bland annat avkastingsmål, och att respektive fonds styrelse bör utvärderas mot dessa. Enligt OECD:s riktlinjer bör AP-fonderna även ha en tillgångsallokering som stödjer deras investeringsmål. Tillgångsallokering bör anges i dokumentationen av investeringsprinciperna, och det bör även finnas en process för återkommande utvärderingar av denna till styrelsen, åtminstone vart tredje år. Därtill bör breda ramar och restriktioner av tillgångsklasser lämnas till styrelsen som en integrerad del i deras investeringspolicy. Idealt bör även pensionsfonder ha en autonom ledningsentitet som enbart är dedikerad till administration och investeringar av fondens tillgångar.

Likt tidigare publiceringar identifierade OECD att styrelsen bör inneha en hög nivå av integritet, kompetens, expertis och professionalism. Mer specifikt ansågs styrelseledamöternas kombinerade

kompetens och förmågor centrala för att möjliggöra en effektiv översyn av fonden och dess delegationsordningen till både interna och externa parter. Särskild vikt behöver placeras vid urvalet och tillsättningen av styrelsen, givet entitetens närhet till den politiska sfären.

10 Referenslista

- Ambachtsheer, K. (2007). *Pension revolution: A solution to the pensions crisis*. John Wiley & Sons.
- Blundell-Wignall, A., Hu, Y.-W., & Yermo, J. (2008). *Sovereign wealth and pension fund issues* (OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 14). Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). <https://doi.org/10.1787/243287223503>
- Clark, G. L., & Monk, A. H. B. (2012). *The governance of pension funds and pension reserve schemes: Implications for the Swedish AP funds*. I Riksrevisionen, Riksrevisorns årliga rapport 2012 (Bilaga 5). <https://data.riksdagen.se/fil/OEA1384C-9345-47C2-9BBC-67619FD10130>
- Clark, G. L., & Urwin, R. (2008). Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management*, 9(1), 2–21. <https://doi.org/10.1057/jam.2008.1>
- Finansdepartementet. (2012). *AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven* (SOU 2012:53). Statens offentliga utredningar. <https://www.regeringen.se/contentassets/065e282d66b24a3f9185f018abd0ea31/ap-fonderna-i-pensionssystemet---effektivare-forvaltning-av-pensionsreserven-sou-201253/>
- International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF). (2008). *Santiago Principles: Generally accepted principles and practices* (GAPP). https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2012). *Recommendation of the Council on Guidelines for Pension Fund Governance* (OECD/LEGAL/0336). <https://legalinstruments.oecd.org/public/doc/251/251.en.pdf>
- Severinson, C., & Stewart, F. (2012). *Review of the Swedish National Pension Funds* (OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 17). Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). <https://doi.org/10.1787/5k990qtkk6f8-en>
- Summers, R. S. (2006). *Form and function in legal systems*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511511066>
- Watson Wyatt. (2006). *Changing Lanes*. Reigate.

11 Begreppslista

Alfa: Ett mått på en investerings riskjusterade överavkastning i förhållande till relevant marknadsindex eller jämförelsetal (eng: benchmark), där ett positivt alfa indikerar bättre prestation än marknaden och ett negativt alfa visar underprestation.

ALM-modell (Asset-Liability Management modell): Avser i detta sammanhang ett strategiskt analysverktyg som används av AP-fonderna för att säkerställa att tillgångarna över tid kan täcka de framtida pensionsutbetalningarna genom att simulera och optimera samspelet mellan kapitalförvaltning, demografiska förändringar och ekonomiska faktorer såsom räntor, inflation och avkastningskrav.

Balanstalet: Ett nyckeltal som används för att bedöma balansen mellan pensionssystemets tillgångar och åtaganden. Det beräknas genom att jämföra systemets totala tillgångar, inklusive AP-fondernas kapital, med de uppskattade framtida pensionsutbetalningarna.

Beta: Ett mått på en investerings känslighet gentemot marknadsrörelser, där ett värde på beta över 1 innebär högre volatilitet än marknaden, medan ett beta under 1 indikerar lägre volatilitet.

Bromsen, eller den automatiska balanseringen: En mekanism som justerar pensionstillväxten nedåt när systemets tillgångar, inklusive AP-fondernas kapital, inte räcker för att täcka de framtida pensionsåtagandena.

Buyout: Avser i denna rapport ett delsegment inom onoterade aktier. Avser investeringar i mogna/större företag än de två andra delsegmenten (inom onoterade aktier growth och venture) som omnämns i denna rapport.

Carry-strategi: En strategi där investeraren lånar in i en lågräntevaluta och investerar i en högavkastande valuta för att tjäna på räntedifferensen, med risken att valutakursförändringar kan påverka avkastningen.

Co-investering: En fondinvestering investerar i ett portföljbolag utanför den huvudsakliga fondstrukturen (eng: main fund). Co-investeringar sker typiskt sett som en del av existerande relation med fondförvaltare där LP har pågående fondinvesteringar. Fondförvaltaren är fortsatt ansvarig för att driva värdeskapandet i den förvärvade tillgången och co-investeringar förvaltas därmed som regel på samma sätt som fondinvesteringar.

Den effektiva fronten: Avser en kurva inom modern portföljteori som visar den optimala uppsättningen portföljer som ger den högsta möjliga förväntade avkastningen för en given risknivå.

Distribution: Ett kassaflöde som betalas tillbaka från en fondförvaltare, (eng: general partner, förkortat GP), till investerare (eng: limited partner, förkortat 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. Översätts i denna rapport till "formell genomlysning".

Fondinvestering: I denna rapport refererar en fondinvesteringar till att en institutionell investerare, i regel tillsammans med andra investerare (eng: Limited Partners, förkortat 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 (eng: General Partner, förkortat GP), investeras i underliggande tillgångar.

Fondutfästelse (eng: committed capital): Den kapitalsumma som en investerare (eng: limited partner, förkortat LP) ger löfte om att (över tid) betala in till en fond.

Förlusttoleranser (eng: Stop Loss): En riskhanteringsstrategi som används för att begränsa förluster i en portfölj och kan definieras på två huvudsakliga sätt: förutbestämd kursnivå eller maximal förlustnivå (procentuellt eller belopp).

Gas: En föreslagen mekanism inom det svenska inkomstpensionssystemet som, i motsats till den automatiska balanseringen ("bromsen"), skulle möjliggöra en höjning av pensionsutbetalningar när balanstalet är starkt.

Governance Alpha: Avser i denna rapport den meravkastning som uppnås genom effektiv styrning och förvaltning av en investeringsorganisation, vilket möjliggör en optimerad avkastning utöver den effektiva fronten.

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.

Hedgebok: I denna rapport refererar hedgebok till en portfölj av finansiella instrument som används för att hantera och minska valutarisker, genom valutasäkring och valutapositioner.

Hedgeportföljen: Avser den del av portföljen som är exponerad mot utländsk valuta och som ska valutasäkras.

LPAC (Limited Partnership Advisory Committee): LPAC är ett forum som i regel består av de största investerarna (eng: limited partners, förkortat LPs) i fonden. Kommittén behandlar ofta frågor relaterade till intressekonflikter, värderingsmetodologi och andra fördefinierade bestämmelser som rör fonden.

NAV (net asset value): Marknadsvärdet för alla fondens investeringar per fondandel. Beräknas efter avdrag för kostnader.

Overlaymandat: Avser i denna rapport ett investeringsmandat där förvaltaren använder derivat eller andra instrument för att hantera övergripande risker eller specifika marknadsexponeringar för en portfölj utan att direkt påverka eller förvalta de underliggande tillgångarna.

Onoterade aktier (eng: private equity): 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".

Re-ups: Definieras som befintliga investerares beslut att återinvestera kapital i en ny fond från samma PE-förvaltare.

Scorecard: Ett scorecard är ett strukturerat utvärderingsverktyg som sammanställer och viktar relevanta kriterier, såsom finansiella nyckeltal, operativa mål, kvalitativa bedömningar och riskfaktorer, för att ge en överskådlig och jämförbar bedömning av prestation eller beslutsunderlag.

Spreadar: Avser i denna rapport skillnader mellan köp- och säljkurs för valutakontrakten, samt likviditetseffekter av valuta.

Sunk Cost fallacy: En kognitiv bias där man fortsätter att investera tid, kapital eller resurser i ett beslut baserat på tidigare kostnader, trots att det rationella valet vore att avbryta och minimera ytterligare förluster.

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.

Vintage: I detta sammanhang avser vintage det år en fond formellt startas och börjar investera kapital, vilket används för att jämföra fonder baserat på marknadsförhållanden och investeringscykler.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 28 maj 2025

Närvarande: statsminister Kristersson, ordförande, och statsråden Busch, Svantesson, Edholm, J Pehrson, Waltersson Grönvall, Jonson, Strömmer, Forssmed, Tenje, Forssell, Slottner, M Persson, Wykman, Malmer Stenergard, Kullgren, Liljestrand, Bohlin, Carlson, Pourmokhtari, Rosencrantz, Dousa, Larsson

Föredragande: statsrådet Niklas Wykman

Regeringen beslutar skrivelse Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2024

