

Bilaga Tilläggsuppdrag:

## **Fördjupning i formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar**

**Finansdepartementet**

12 mars 2026

**Arkwright**

# Innehåll

<b>1. Introduktion</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte	7
1.3 Disposition	7
1.4 Metod	8
1.5 Avgränsning	9
<b>2. Sammanfattning</b>	<b>10</b>
2.1 Utveckling av Första–Fjärde AP-fondernas illikvida portföljer	10
2.2 Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar	11
2.3 Första–Fjärde AP-fondernas former för investeringar i onoterade tillgångar	14
2.4 Första–Fjärde AP-fondernas nyttjande av investeringsformer per tillgångsklass	22
<b>3. Slutsatser och rekommendationer</b>	<b>28</b>
3.1 Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar	28
3.2 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag	33
3.3 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade fastighetsföretag	47
3.4 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i infrastruktur	48
3.5 Första–Fjärde AP-fondernas sidoinvesteringar	50
<b>4. Yttre ramverk</b>	<b>53</b>
4.1 Bestämmelser om medelsförvaltning	53
4.2 Regeringens propositioner	54
<b>5. Utgångsläge</b>	<b>56</b>
5.1 En växande privat marknad	56
5.2 Avkastningsspridning och vikten av formen för investeringar	58
5.3 Nybildade företag och företag i tillväxtfas	60
5.4 Investeringens livslängd och bemanningscykler	64
5.5 Juridiska investeringsformer och förhållningsramar	65
5.6 Risker kopplade till investeringar i illikvida tillgångar	66
5.7 Hållbarhet	69
5.8 Styrelsers roll vid investeringar i illikvida tillgångar	70
5.9 Avveckling och exit ur illikvida tillgångar	71
<b>6. Analyserade investeringar och deras former</b>	<b>72</b>
6.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag	72
6.2 Investeringar i onoterade fastighetsföretag	81

6.3	Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk .....	97
6.4	Investeringar i onoterade aktier .....	109
<b>7.</b>	<b>Första AP-fonden .....</b>	<b>115</b>
7.1	Övergripande för tillgångsslaget .....	116
7.2	Formerna för investeringar .....	122
<b>8.</b>	<b>Andra AP-fonden .....</b>	<b>129</b>
8.1	Övergripande för tillgångsslaget .....	130
8.2	Formerna för investeringar .....	135
<b>9.</b>	<b>Tredje AP-fonden .....</b>	<b>142</b>
9.1	Övergripande för tillgångsslaget .....	143
9.2	Formerna för investeringar .....	149
<b>10.</b>	<b>Fjärde AP-fonden .....</b>	<b>156</b>
10.1	Övergripande för tillgångsslaget .....	157
10.2	Formerna för investeringar .....	163
<b>11.</b>	<b>Referenslista .....</b>	<b>169</b>
<b>12.</b>	<b>Begreppslista .....</b>	<b>175</b>
<b>13.</b>	<b>Appendix .....</b>	<b>178</b>

## Förord

På uppdrag av Regeringskansliet (Appendix 1) har Arkwright genomfört en analys av formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida investeringar. Analysen granskar hur fonderna organiserar, resurssätter och följer upp sina investeringar i onoterade tillgångar, särskilt i samägda riskkapitalbolag, fastighetsbolag och vid sidoinvesteringar. Ett övergripande syfte med analysen är att bedöma hur väl fonderna säkerställer tillräcklig intern kompetens och resurser under hela investeringscykeln samt att utvärdera hur investeringsform och samägandestruktur påverkar fondernas aktiva involvering och risk. Den fullständiga uppdragsbeskrivningen återfinns i appendix (Appendix 1).

# 1. Introduktion

## 1.1 Bakgrund

### 1.1.1 Introduktion till illikvida tillgångar och dess övergripande trender

Institutionella investerares investeringsuniversum indelas ofta i två övergripande kategorier: likvida och illikvida tillgångar. Likvida tillgångar är vanligtvis noterade på en reglerad marknad och kan vid behov omvandlas till kontanter relativt snabbt och utan betydande värdeförlust. Illikvida tillgångar saknar däremot i regel en väl fungerande andrahandsmarknad där de kan avyttras snabbt och utan väsentlig rabatt, främst på grund av tillgångarnas komplexitet eller få köpare. De är i de flesta fall onoterade.

Illikvida tillgångsklasser omfattar bland annat onoterade fastighetsbolag, onoterade aktier (eng: private equity), onoterade krediter, infrastruktur samt andra reala tillgångar såsom skog och jordbruk. Dessa skiljer sig från tillgångarna på den noterade marknaden. De reala kassaflöden som genereras från exempelvis infrastruktur, skog och jordbruk bidrar med inflationsskyddande egenskaper och uppvisar ofta låg korrelation med utvecklingen på aktie- och räntemarknaderna. Även fastigheter anses ha en inflationsskyddande karaktär. Onoterade aktier saknar denna egenskap men ger tillgång till ett större investeringsuniversum bortom den noterade aktiemarknaden, med potential att generera alfa och förstärka portföljdiversifieringen. På samma sätt ger alternativa kreditinstrument tillgång till en bredare produktflora. För en fördjupad genomgång av illikvida tillgångar, se 2023 års fördjupade analys av AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar, avsnitt 4.4 "Beskrivning av målsättning med innehav i illikvida tillgångar" (Regeringen, 2024).

Marknadens fördelning mellan illikvida och likvida tillgångar har varierat över tid. När det gäller aktier har den likvida, eller noterade, marknaden historiskt dominerat. En börsnotering betraktades under decennier som den primära källan till kapitalanskaffning och en självklar milstolpe för tillväxtföretag. Mellan slutet av 1970-talet och mitten av 1990-talet ökade antalet börsnoteringar markant, framför allt ökade antal noterade företag i USA. På senare år har trenden vänts. Allt fler framgångsrika nybildade företag väljer att senarelägga eller helt avstå en börsnotering. Till exempel uppgick värderingen av Spotify till omkring 175 miljarder kronor (20 miljarder USD) och Klarna till omkring 130 miljarder kronor (14 miljarder USD) innan sina respektive börsnoteringar<sup>1</sup>. Trenden återspeglas även på den amerikanska aktiemarknaden, där antalet inhemska börsnoterade bolag minskat med cirka 50 procent mellan 1996 och 2024 (Sløk, 2024). I stället vänder sig även större bolag i ökad utsträckning till institutionella investerare på de privata marknaderna, exempelvis via riskkapitalbolag.<sup>2</sup>

Parallellt med att antalet noterade företag har visat på en nedåtgående trend har marknaden för onoterade aktier visat på en stark utveckling. Globalt har det förvaltade kapitalet (eng: Assets under Management, förkortat AuM) i tillgångsslaget onoterade aktier ökat mer än tiofaldigt mellan 2008 och 2024 (Bain & Co, 2025). Detta har öppnat nya möjligheter för institutionella investerare att allokera

---

<sup>1</sup> Alla valutakonverteringar i rapporten görs antingen med månads- eller årsgenomsnittliga växelkurser, eller med växelkursen vid utgången av räkenskapsåret när värden hämtas från balansräkningen.

<sup>2</sup> Antalet börsnoteringar varierar över tid och är på kort sikt starkt kopplat till det makroekonomiska läget och konjunkturen, inklusive rådande riskapitet och finansieringsförutsättningar.

till en alternativ tillgångsklass där många studier historiskt har visat på en överavkastning gentemot den börsnoterade marknaden, även om utfallet varierar kraftigt beroende på fond, tidsperiod och riskjustering. För att kunna utnyttja dessa möjligheter krävs att institutionella investerarna har etablerat sig på den privata marknaden och har en väl genomarbetad strategi för onoterade investeringar.

### 1.1.2 Perspektiv på illikvida tillgångar och AP-fonderna

Institutionella investerare, inklusive globala pensionsfonder och stiftelser, har länge inkluderat alternativa investeringar i sina portföljer. Pensionsfonder kan anses väl lämpade för att investera i onoterade tillgångar, inte minst sett till deras normalt långa investeringshorisont som lämpar sig väl för den illikvida karaktären av dessa tillgångar. Sedan lagändringarna 2019 och 2020<sup>3</sup> har Första–Fjärde AP-fondernas möjligheter att investera i onoterade tillgångar utökats. Därefter har fonderna genomfört ett flertal transaktioner i olika former och storlekar. Exponeringen har ökat främst genom värdestegring, medan nettoinvesteringarna inte har ökat nämnvärt.

Illikvida tillgångar uppvisar en relativt stor spridning i avkastningsutfall mellan olika investeringar. Jämfört med den noterade marknaden innebär detta att den onoterade marknaden erbjuder större möjligheter att generera så kallad alfa. Samtidigt är risken för kapitalförlust i regel väsentligt högre för onoterade än för noterade tillgångar. För att illikvida investeringar ska kunna generera överavkastning krävs därför att investerare aktivt bevakar sina intressen inom samtliga investeringsformer och genom hela investeringarnas livscykel.

För att AP-fonderna ska kunna tillvarata sina intressen i investeringar i illikvida tillgångar krävs robusta investeringsorganisationer med adekvat kompetens, förmåga och bemanning. Olika investeringsformer ställer dock delvis skilda krav på fondernas organisationer. De organisatoriska kraven är särskilt omfattande vid bolagsstrukturer, där en större del av investeringsprocessen bedrivs internt. Detta arbete omfattar bland annat den initiala formella genomlysningen (eng: due diligence) samt den aktiva ägarstyrning som syftar till att driva värdeskapande under ägandeperioden. Vid fondstrukturer läggs en större del av investeringsprocessen i stället ut på en extern förvaltare. Samtidigt kvarstår ett omfattande arbete för investeraren, bland annat avseende att bygga och upprätthålla relationer till förvaltare samt att följa upp ingångna utfästelser.

Bolags- och fondstrukturer kan vara mer eller mindre lämplig beroende på investeringens enskilda mål, förutsättningar, egenskaper och kontext. Valet av investeringsform kan dock inte enbart baseras på investeringens behov utan behöver även ta hänsyn till organisationens förutsättningar och kapacitet. En vägledande aspekt vid detta val är organisationens förmåga att bedriva investeringsprocessen internt. En hög nivå av ämneskompetens, tillgång till adekvata resurser och närhet till marknaden kan tala för en bolagsstruktur, medan motsatta förhållanden indikerar att en fondstruktur kan vara mer ändamålsenlig. AP-fondernas val och utformning av en lämplig investeringsform vid varje enskilt investeringstillfälle är därmed centralt för deras möjligheter att effektivt bevaka sina intressen i illikvida investeringar.

---

<sup>3</sup> Den 1 januari 2019 (riksdagsbeslut 20 november 2018) höjdes gränsen för illikvida tillgångar från 5 till 40 procent. Den 1 maj 2020 (riksdagsbeslut 11 mars 2020) höjdes AP-fondernas högsta tillåtna rösträttsandel i riskkapitalföretag från 30 till 35 procent och tilläts sidoinvesteringar (eng: co-investments). Se kapitel 4, Yttre ramverk för en fördjupad genomgång av lagförändringarna.

## 1.2 Syfte

Ett övergripande syfte med denna rapport är att undersöka i vilken utsträckning Första–Fjärde AP-fonderna säkerställer lämplig bemanning, kompetens och resurser vid indirekt ägande, saminvesteringar och sidoinvesteringar, samt uppföljning och bevakning av sina ägarintressen i investeringarna i illikvida tillgångar. Arbetet analyserar särskilt formerna för gemensamägda riskkapitalföretag, såsom 4 to 1 Investments genom vilket fonderna investerat i batteritillverkaren Northvolt, och fastighetsbolag, både när sådana samägs av Första–Fjärde AP-fonderna själva och när sådana samägs med externa parter, samt av sidoinvesteringar.

Rapporten fokuserar på två övergripande delar:

1. Första–Fjärde AP-fondernas organisationer, kompetens och bemanning genom hela investeringslivscykeln för att säkerställa en effektiv bevakning av sina intressen.
2. Formerna för investeringarna och deras påverkan på hur Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen.

Den första delen omfattar en analys av hur fonderna arbetar för att bevaka sina intressen i onoterade tillgångar samt hur de bemannar sig internt för uppgiften. Särskild vikt läggs vid investeringar i riskkapitalföretag och onoterade fastighetsbolag samt vid sidoinvesteringar. Analysen behandlar både arbetet inför investeringsbeslut och den löpande uppföljningen efter genomförd investering, vilket ställer höga krav på Första–Fjärde AP-fondernas interna organisation och kompetens. Således innefattar fördjupningsarbetet en undersökning och analys av hur Första–Fjärde AP-fonderna, under hela investeringscykeln från beslut om investering, implementering, förvaltning och beslut om avveckling, säkerställer att det finns tillräcklig egen intern kompetens och resurser, och hur de arbetar internt för att följa upp och bevaka sina intressen i investeringarna.

Den andra delen som analysen behandlar är formerna för investeringarna. Analysen svarar på om, och i så fall på vilket sätt, formen för investeringarna och möjligtvis även storleken på investeringarna, påverkar Första–Fjärde AP-fondernas aktiva involvering i investeringen. Vidare undersöker analysen hur Första–Fjärde AP-fonderna säkerställer att de valda formerna för investeringarna följs upp och bemannas på rätt sätt. Analysen behandlar även om valet av bemanning skiljer sig åt när Första–Fjärde AP-fonderna tillsammans gör saminvesteringar i onoterade riskkapitalföretag eller när de gör saminvesteringar med externa aktörer och varför. Slutligen belyses även olika risker förknippade med samägande utan eller med externa aktörer.

## 1.3 Disposition

Denna rapport är strukturerad i 13 övergripande avsnitt med följande innehåll:

1. **Introduktion:** Rapportens bakgrund och syfte presenteras, tillsammans med dess metod, disposition och avgränsning.
2. **Sammanfattning:** Kapitlet sammanfattar Första–Fjärde AP-fondernas illikvida portföljer, former för investeringar samt fördelningen av dessa per tillgångsklass. Avslutningsvis sammanfattas AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar.
3. **Slutsatser och rekommendationer:** Arkwrights övergripande analys, slutsatser och rekommendationer presenteras för Första–Fjärde AP-fonderna.

4. **Yttre ramverk:** Första–Fjärde AP-fondernas yttre ramverk, bestående av lagens bestämmelser och förarbeten (propositioner), sammanfattas.
5. **Utgångsläge:** Kapitlet inleds med den privata marknadens tillväxt och spridning i avkastning för illikvida tillgångar. Därefter följer en fördjupning inom nybildade företag (eng: ventures), en problematisering kring att ärva tillgångar och ett juridiskt perspektiv på bolagsformer. Kapitlet avslutas med risker kopplade till investeringar i illikvida tillgångar och ett avsnitt kring investeringar inom hållbarhet.
6. **Analyserade investeringar och dess former:** För onoterade fastighetsföretag, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier presenteras en introduktion till respektive tillgångsklass och analyserade investeringar. Formerna gemensamägda riskkapitalföretag analyseras separat i inledningen av kapitlet.
- 7–10. **Första–Fjärde AP-fonderna:** Fondspecifika beskrivningar av illikvida tillgångar och formerna för investeringar presenteras.
11. **Referenslista**
12. **Begreppslista**
13. **Appendix**

## 1.4 Metod

Rapporten baseras i huvudsak på intervjuer med lednings- och nyckelpersoner från Första–Fjärde AP-fonderna avseende deras illikvida portföljer, samt dokumentation från AP-fonderna. Dessutom tjänar rapporterna som togs fram i samband med de årliga utvärderingarna 2023 (Skr. 2023/24:130, bil. 9) och 2024 (Skr. 2024/25:130, bil. 9) som viktiga ingångsvärden för arbetet. För en mer utförlig introduktion och bakgrund till illikvida tillgångar samt AP-fondernas investeringsprocess för dessa tillgångar hänvisas till nämnda rapporter. Metoden som tillämpats kan liknas vid fallstudier då intervjuerna och analyserna primärt har fokuserat på ett urval av investeringar som ämnar ge en representativ bild av hur fonderna bevakar sina intressen i olika investeringsformer och bemannar sig internt för uppgiften. För att få ett helhetsperspektiv på den interna organisationen samt formerna för investeringarna har ett brett spektrum av personer intervjuats. Intervjumaterialet har kompletterats med interna dokument från respektive fond, såsom styrdokument, mötes- och styrelseprotokoll samt beslutsunderlag för investeringar. De kvantitativa analyserna i rapporten utgår både från interna data från AP-fonderna samt externa källor, bland annat årsredovisningar, nyhetsartiklar och pressmeddelanden från innehavens webbplatser.

Arbetet fördjupar sig inom fyra olika investeringskategorier: i) gemensamägda riskkapitalföretag, ii) onoterade fastighetsföretag, iii) infrastruktur, skog och jordbruk samt iv) onoterade aktier. Inom respektive investeringskategori analyseras de valda formerna för investeringarna, baserat på ett urval av investeringar inom respektive form. En sammanställning av de utvalda bolagen per investeringskategori presenteras nedan.

**Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag:** Första–Fjärde AP-fonderna har bildat två gemensamägda riskkapitalföretag: Polhem infra AB/KB och 4 to 1 Investments AB/KB. Trots strukturella likheter mellan dessa riskkapitalföretag föreligger skillnader sett till bland annat investeringsstrategi och organisation. För att förstå nyanserna av hur Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen i denna investeringsform har båda riskkapitalföretagen valts ut för vidare analys.



**Investeringar i onoterade fastighetsbolag:** Fonderna investerar i huvudsak i fastighetsbolag genom direktägande, men tillämpar olika ägarstrukturer beroende på investeringens karaktär. För att ge en samlad bild av hur Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen i direktägda fastighetsbolag har investeringar med skilda ägarstrukturer valts ut för analys. Urvalet omfattar både ensamägda och samägda innehav, där såväl AP-fonder och externa parter ingår. Innehaven i bland annat Willhem, Hemsö och Rikshem ämnar ge insikter i AP-fondernas majoritets- eller helägda fastighetsbolag. Vasakronan har inkluderats för att belysa samägandet mellan Första–Fjärde AP-fonderna. För perspektiv på samägande med både AP-fonder och externa parter har Cityhold analyserats.

**Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk:** Första–Fjärde AP-fonderna har tillämpat olika former för investeringar i infrastruktur. Ett exempel är etableringen av Polhem Infra, som klassas som en infrastrukturinvestering men i denna rapport främst betraktas som ett gemensamt riskkapitalföretag. Fonderna gör till viss del direktägda investeringar i tillgångsslaget, vilket exemplifieras av Första och Tredje AP-fondernas innehav i Ellevio. Därutöver har Första och Tredje AP-fondernas direkta investering i Thames Water, via OMERS och Kemble Water Group, inkluderats för att belysa hur AP-fonderna bevakar sina intressen i relativt komplexa investeringsformer. Även traditionella fondstrukturer inom infrastruktur har analyserats, med Tredje och Fjärde AP-fondernas investeringar i Meridiam som representativt exempel. För att förstå formerna för sidoinvesteringar har Stegra och Suez inkluderats i analysen.

Inom skog och jordbruk har Tredje AP-fondens direktägda innehav i Gysinge analyserats. Därtill har Andra AP-fondens direktinvestering i TIAA CREF:s bolagsstruktur inkluderats.

**Investeringar i onoterade aktier:** Första–Fjärde AP-fonderna investerar huvudsakligen i tillgångsslaget genom fondinvesteringar. Detta innebär att de enskilda fondutfästelserna ofta har en begränsad storlek, relativt sett, och fördelas över ett flertal fondförvaltare. Mot denna bakgrund har analysen av investeringsformer inom onoterade aktier dels utgått från en fallstudiemetod, dels från en mer övergripande analys av tillgångsslaget som helhet. Olika tillvägagångssätt för investeringarna belyses, såsom traditionella fondinvesteringar och Första AP-fondens samarbete med Hamilton Lane.

## 1.5 Avgränsning

Arkwrights analys utgår från ett styrnings- och verksamhetsperspektiv. Rapporten omfattar en prövning av investeringarna utifrån perspektivet deras former. De slutsatser och analyser som presenteras baseras på Arkwrights bedömning av styrningsmässig lämplighet, grundad på intern och extern analys. Arkwright tar inte ställning till huruvida enskilda genomförda investeringar har mött sina mål eller inte. En utvärdering av AP-fondernas förvaltning, inklusive avkastning över tid, aggregerat per tillgångsslag och totalt, behandlas i den årliga utvärderingen. En jämförelse av styrningen i internationella pensionsfonder ingick inte i uppdraget och har därför inte inkluderats i rapporten, annat än på en översiktlig nivå.

Denna rapport bygger i huvudsak på saken, struktur och organisation fram till och med 31 december 2025. Vissa analyser har utformats för att ta hänsyn till de organisatoriska förändringar som uppstod inför konsolideringen av AP-fonderna den 1 januari 2026. Vår bedömning är att det inte förändrar rapportens slutsatser. Vissa slutsatser har dock formulerats med vetskap om denna förändring.

## 2. Sammanfattning

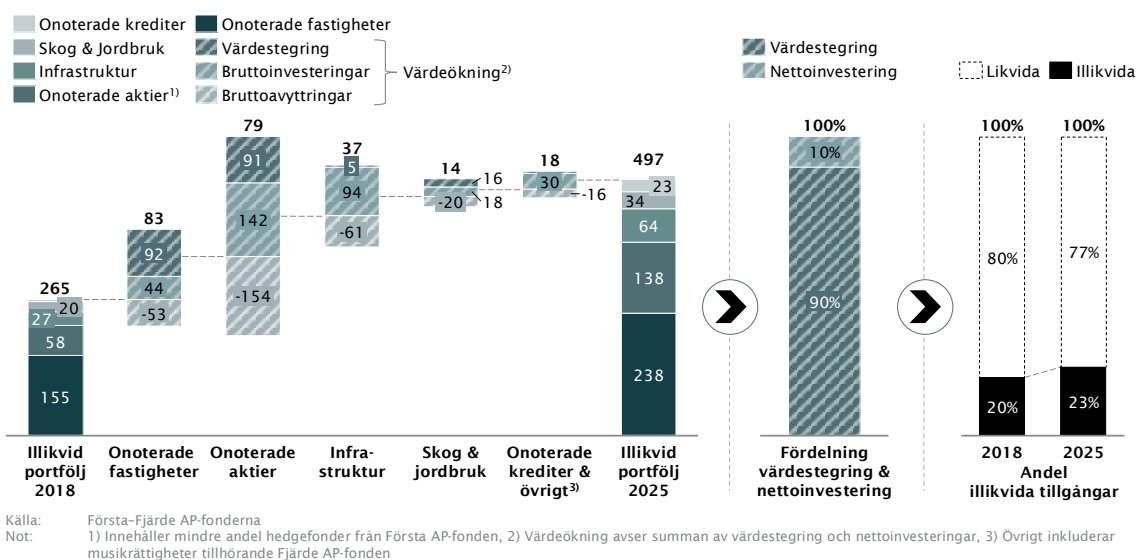
Detta kapitel redogör för utvecklingen av Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade portföljer och organisationer inom illikvida tillgångar. Därefter presenteras ett urval av centrala insikter från den fördjupade analysen av fondernas investeringar i i) gemensamägda riskkapitalbolag, ii) onoterade fastighetsbolag, iii) infrastruktur, skog och jordbruk samt iv) onoterade aktier. För respektive tillgångsklass beskrivs de valda formerna för investeringar samt hur AP-fonderna bevakar sina intressen i innehavet.

### 2.1 Utveckling av Första–Fjärde AP-fondernas illikvida portföljer

Första–Fjärde AP-fonderna regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (APL). År 2019 introducerades en lagförändring som möjliggjorde en ökad exponering mot illikvida tillgångar, upp till 40 procent av den totala portföljen. Efter att lagförändringen genomfördes har samtliga AP-fonder ökat exponeringen mot tillgångsslaget. Mellan 2018 och 2025 har deras kombinerade illikvida portfölj vuxit från 265 till 497 miljarder kronor. Portföljtillväxten har till 90 procent drivits av värdestegring av befintliga tillgångar, inte minst inom onoterade fastigheter och onoterade aktier. Portföljtillväxten kan därmed konstateras ha realiserats genom en hög avkastning av befintliga tillgångar snarare än strategiska beslut att aktivt öka investeringstakten i nya tillgångar. Detta har lett till ett växande förvaltad kapital inom AP-fondernas befintliga organisationer (avsnitt 2.2.2).

Figur 1 sammanfattar hur Första–Fjärde AP-fondernas kombinerade portföljer inom illikvida tillgångar har utvecklats mellan 2018 och 2025, samt hur tillväxten har fördelats mellan värdestegring och nettoinvesteringar.

**Första–Fjärde AP-fondernas värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018–2025, mdrSEK**



Figur 1: Första–Fjärde AP-fondernas värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser, 2018–2025, mdrSEK

Lagändringen 2019 gav Första–Fjärde AP-fonderna ett utökat utrymme för deras illikvida portföljer. Förändringen berörde främst onoterade aktier och andra illikvida tillgångar som inte klassificeras som fastigheter, eftersom fastigheter inte omfattades av den tidigare exponeringslimiten på 5 procent av den totala portföljen. För de berörda tillgångsklasserna har Första–Fjärde AP-fonderna fått ett större handlingsutrymme att fatta investeringsbeslut baserad på lämplighet och strategi, snarare än på ett behov av att undvika portföljexponeringens närmande av lagstadgade limiter. För en mer fördjupad analys av värdeökningen i Första–Fjärde AP-fondernas illikvida portföljer hänvisas till tilläggsuppdraget 2023 (Regeringen, 2024).

## 2.2 Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar

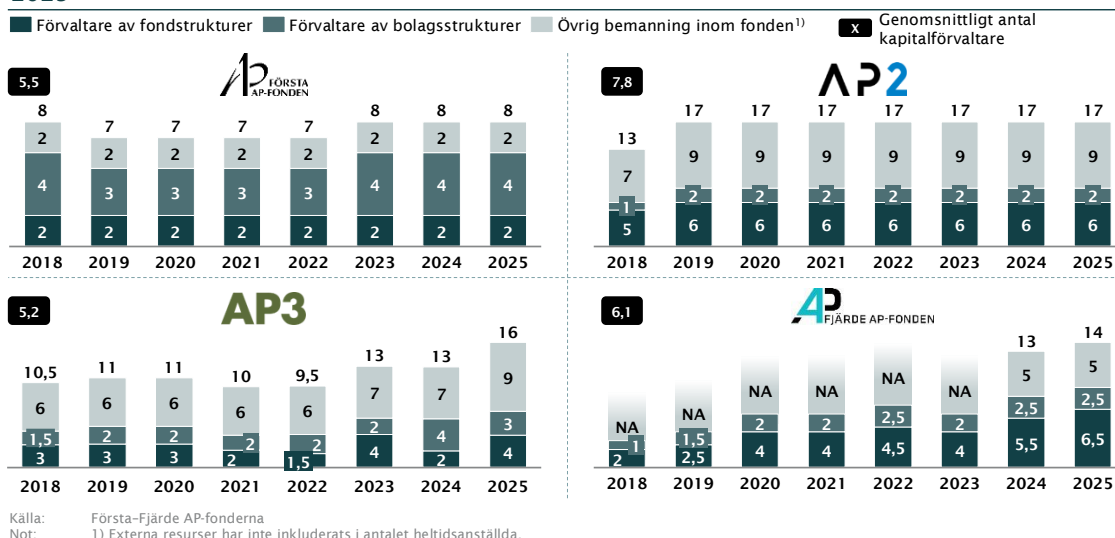
En förutsättning för att kunna bevaka sina intressen är att ha en organisation, antingen huvudsakligen internt eller delvis externt, med förmågan att utföra detta. Första–Fjärde AP-fondernas interna organisationer inom illikvida tillgångar består av dedikerade kapitalförvaltningsteam samt stödfunktioner som allokeras enligt behov.

### 2.2.1 Introduktion till organisationerna

AP-fonderna hade vid utgången av 2025 vardera mellan 6–9 kapitalförvaltare som uteslutande fokuserar på tillgångsslaget. Respektive kapitalförvaltare har även i regel ett mer avgränsat fokus mot tillgångsklasserna och/eller formerna som fonderna investerar i. Utöver dedikerade förvaltningsteam har Första–Fjärde AP-fonderna stödfunktioner som arbetar med tillgångsslaget. Stödfunktionerna omfattar bland annat juridik, administrativa avdelningar, uppföljning och riskanalytiker. Allokeringen av stödfunktioner kan utökas om det finns ett behov av detta. Även andra förvaltningsteam, såsom förvaltare inom noterade aktier, kan utifrån behov bidra till förvaltningen av alternativa tillgångar. Fonderna kan därmed anses ha en dynamisk resursallokering mot illikvida tillgångar.

Figur 2 visar hur Första–Fjärde AP-fondernas respektive kapitalförvaltningsorganisationer, mätt i antal heltidsanställda, har utvecklats mellan 2018 och 2025. Sammanställningen inkluderar både antalet kapitalförvaltare inom illikvida tillgångar samt fondernas estimering av övriga medarbetare som allokeras till tillgångsslaget.

## Antal heltidsanställda som arbetar med illikvida tillgångar, Första-Fjärde AP-fonderna, 2018-2025



Figur 2: Antal heltidsanställda som arbetar med illikvida tillgångar, Första-Fjärde AP-fonderna, 2018-2025

Det bör även noteras att fonderna, i varierad utsträckning, nyttjar investeringsformer som kompletterar organisationen och dess resurser. De gemensamägda riskkapitalföretagen kan anses falla inom denna kategori, då deras organisationer bemannas för att förvalta sina portföljer. Det tydligaste exemplet på detta är Polhem Infra, vars organisation bestod av 7 medarbetare under 2025. Givet portföljens storlek hade 4 to 1 Investments en mindre organisation bestående av två deltidskonserter för affärsverksamheten respektive ekonomipositionen.

I sammanhanget bör Första AP-fondens samarbete med Hamilton Lane nämnas. Första AP-fonden genomför samtliga investeringar i onoterade aktier tillsammans med fond-i-fondförvaltaren Hamilton Lane, vilken kan betraktas som en förlängd arm och outsourcingplattform av fondens kapitalförvaltningsorganisation. Även Tredje AP-fonden tillämpar en plattformstruktur tillsammans med Wafra Inc. för sidoinvesteringar (eng: co-investments) inom onoterade aktier. Plattformen Covalent bemannas med externa förvaltare som ansvarar för samtliga faser i investeringsprocessen för AP-fondens sidoinvesteringar (eng: co-investments).

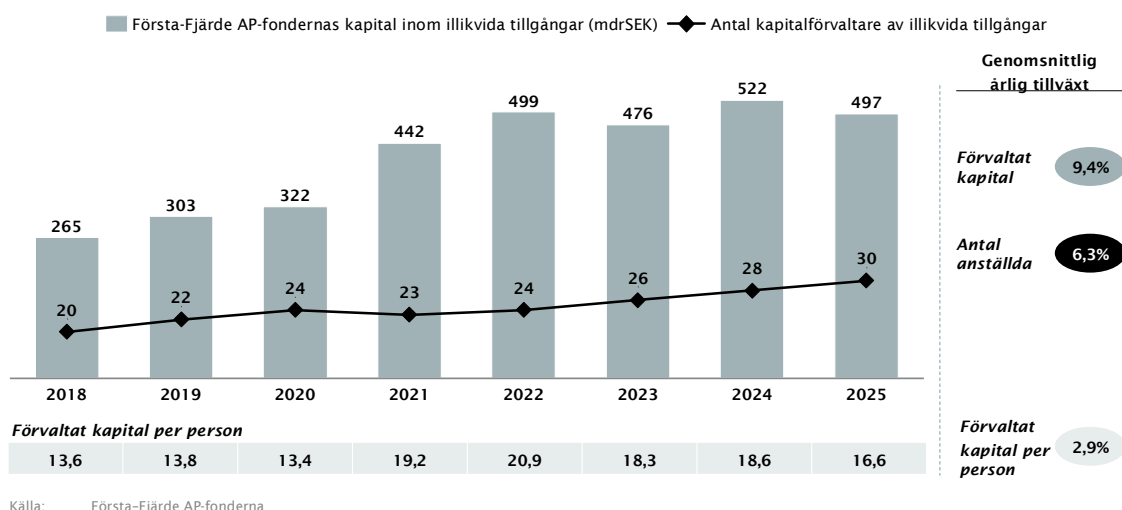
### 2.2.2 Utveckling av organisationerna mellan 2018 och 2025

Under 2020 introducerades ytterligare en lagförändring, för andra året i rad, som medförde ett större handlingsutrymme inom placeringar i illikvida tillgångar.<sup>4</sup> Första-Fjärde AP-fonderna har i olika grad förstärkt sina organisationer inom illikvida tillgångar till följd av detta. Aggregerat har Första-Fjärde AP-fondernas kapitalförvaltningsorganisationer för illikvida tillgångar vuxit från 20 till 30 heltidsanställda mellan 2018 och 2025. Fondernas sammanlagda illikvida portföljer har för samma tidsperiod vuxit från 265 till cirka 500 miljarder kronor, primärt drivet av värdestegringar i portföljen (se avsnitt 2.1).

<sup>4</sup> Se avsnitt 4 Yttre ramverk för närmare genomgång av lagförändringarna.

Måttet förvaltad kapital per person är inte perfekt för att bedöma dimensioneringen, bland annat på grund av att portföljtillväxten primärt har drivits av värdestegringarna. Däremot ger måttet en indikation på investeringsorganisationens ansvar och hur detta har utvecklats över tid. AP-fondernas samlade förvaldade kapital har i snitt vuxit med 9,4 procent årligen mellan 2018 och 2025. Motsvarande ökning för AP-fondernas kapitalförvaltningsorganisationer har däremot uppgått till 6,3 procent. Detta har resulterat i att förvaltad kapital per person i snitt har vuxit med 2,9 procent årligen. Vid utgången av 2018 förvaltades i snitt 13,6 miljarder kronor per person. Denna siffra har ökat till 18,6 miljarder kronor år 2024 och 16,6 miljarder kronor år 2025. Värdet sjunker noterbart för 2025 då AP-fonderna under året påbörjade att anpassa sina organisationer till AP-fondernas sammanslagning som trädde i kraft den första januari 2026. Figur 3 sammanfattar hur Första-Fjärde AP-fonderna kapitalförvaltningsorganisationer har utvecklats i relation till de illikvida portföljerna mellan 2018 och 2025.

### Totalt förvaltad kapital inom illikvida tillgångar och totalt antal kapitalförvaltare av illikvida tillgångar, Första-Fjärde AP-fonderna, 2018-2025, mdrSEK



Figur 3: Totalt förvaltad kapital inom illikvida tillgångar och totalt antal kapitalförvaltare av illikvida tillgångar, Första-Fjärde AP-fonderna, 2018-2025, mdrSEK

## 2.3 Första–Fjärde AP-fondernas former för investeringar i onoterade tillgångar

Första–Fjärde AP-fondernas former för investeringar i illikvida tillgångar kan övergripande delas in i två huvudkategorier: bolagsstrukturer och fondstrukturer. Samtliga former och dess delkategorier redogörs för nedan.

### 2.3.1 Introduktion till formerna för investeringar

AP-fonderna tillämpar tre typer av bolagsstrukturer: gemensamägda riskkapitalföretag, direktinvesteringar samt ”opportunistiska” sidoinvesteringar. Dessa redogörs för nedan:

- **Gemensamägda riskkapitalföretag:** AP-fonderna investerar kapital samt allokerar interna resurser för att bedriva ägarstyrning av dessa gemensamägda riskkapitalföretag. De två hittills etablerade riskkapitalföretagen har endast AP-fonder som ägare, men det finns möjlighet att inkludera externa ägare.
- **Direktinvesteringar:** Direktinvesteringar kan genomföras genom helägda strukturer, samägande med andra aktörer eller ”fondliknande strukturer” avsedda för en tillgång. För de två förstnämnda strukturerna har AP-fonderna ägarstyrningsansvar för de underliggande tillgångarna. För fondliknande strukturer har en extern part - huvudinvesteringen (eng: lead investor) - det primära ägarstyrningsansvaret.
- **”Opportunistiska” sidoinvesteringar:** En av två former för sidoinvesteringar. Opportunistiska sidoinvesteringar avser i denna rapport att AP-fonden ges möjlighet att genomföra en enskild investering vid sidan av en befintlig fondstruktur. Denna investering utvärderas och beslutas separat av AP-fonden. AP-fonden investerar direkt i tillgången, även om det normalt sett formellt sker genom en för ändamålet upprättad fond.

Utöver bolagsstrukturer investerar AP-fonderna även genom fondstrukturer, vilket beskrivs nedan:

- **Sidoinvesteringsfond:** En av två former för sidoinvesteringar. Sidoinvesteringsfonder ger AP-fonden exponering mot ett större antal sidoinvesteringar i en fondstruktur, där fondförvaltaren har mandat att utvärdera och genomföra dessa.
- **”Traditionella” fondinvesteringar:** För en diversifierad exponering mot ett flertal underliggande tillgångar tillämpas ”traditionella” fondinvesteringar, där kapital allokeras till externt förvaltade fonder med definierat investeringsmandat och strategi.

Alla investeringsformer är inte tillgängliga för samtliga tillgångsslag. Endast tillgångar som klassificeras som fastigheter kan investeras i genom direktinvesteringar. En översikt över samtliga investeringsformer presenteras i Figur 4.

## Strukturen för investeringsformerna inom illikvida tillgångar

Investeringsform		Investeringsstruktur		Kommentar
Bolagsstruktur	Risikkapitalföretagsinvestering	Gemensamt riskkapitalföretag		<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna är investerare till riskkapitalföretaget</li> <li>AP-fondernas resurser bedriver styrelsearbete för riskkapitalföretaget</li> </ul>
	Direktinvestering	Ensam ägande		<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna investerar direkt i den underliggande tillgången/ bolagsstrukturen</li> <li>Ingen "mellanhand" används</li> </ul>
		Samägande		<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna investerar direkt i den underliggande tillgången/ bolagsstrukturen</li> <li>Ingen "mellanhand" används</li> </ul>
		Fondliknande strukturer med en tillgång		<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna investerar i en fondliknande struktur som sätts upp för att investera i en specifik tillgång</li> <li>Strukturen investerar i den underliggande tillgången</li> </ul>
Sidoinvestering	Opportunistisk modell		<ul style="list-style-type: none"> <li>Fondförvaltare presenterar en sidoinvesteringsmöjlighet till dess befintliga investerare</li> <li>AP-fonderna investerar direkt i tillgången</li> </ul>	
	Sidoinvesteringsfond		<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna sätter upp en sidoinvesteringsfond vid sidan om en traditionell fond</li> <li>Förvaltaren investerar i tillgången via denna fond</li> </ul>	
Fondsstruktur	Fondinvestering	Traditionell fond		<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna investerar i en fond</li> <li>Fonden investerar i flertalet underliggande tillgångar</li> </ul>

Källa: Första–Fjärde AP-fonderna, Arkwright analys

Figur 4: Strukturen för investeringsformerna inom illikvida tillgångar

Värt att notera är att Första–Fjärde AP-fondernas mandat kan variera mellan investeringsformer. För ensamägda eller samägda direktinvesteringar kontrollerar vanligtvis AP-fonderna samtliga faser av investeringsprocessen, från identifiering av investeringsmöjligheter och investeringsbeslut till den efterföljande uppföljningen av portföljnehavet. AP-fonderna har även ett relativt omfattande mandat för fondliknande strukturer som sätts upp för att investera i en enskild tillgång, samt för opportunistiska sidoinvesteringar. För dessa investeringar genomför AP-fonderna en utvärdering av innehavet och fattar beslut om investeringen internt. Däremot ansvarar en extern förvaltare för genomförandet av investeringen och den löpande uppföljningen.

Vad gäller traditionella fondinvesteringar samt för investeringar i sidoinvesteringsfonder läggs investeringsmandatet för de underliggande tillgångarna i sin helhet ut på externa förvaltare. För dessa former tilldelas en extern förvaltare ett diskretionärt investeringsmandat. Däremot genomför AP-fonderna ett omfattande arbete med att identifiera, utvärdera och bygga relationer till dessa förvaltare, samt följa upp deras förvaltningsresultat. På motsvarande sätt tilldelas gemensamägda riskkapitalföretag ett mandat över investeringsprocessen. Däremot bör det noteras att AP-fonderna har utsett representanter till riskkapitalföretagens styrelser, där investeringsbeslut fattas. En översikt av mandatfördelningen per investeringsform återfinns i Figur 5.

## Ansvar som tillfaller Första-Fjärde AP-fonderna per investeringsform

Investeringsform		AP-fondernas mandat per underliggande invest.				Kommentar	
Bolagsstruktur	Riskkapital-företags-investering	Gemensamt riskkapital-företag	Identifiera möjligheter	Utvärdera innehavet	Besluta om investering	Monitorera / följa upp innehavet	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna är med i beslutsfattande organ (styrelse) och beslutar ev. om kapitaltillskott</li> <li>AP-fonderna kan delta i beredande organ (IK<sup>1</sup>)</li> </ul>
	Direkt-investering	Ensam ägande	Identifiera möjligheter	Utvärdera innehavet	Besluta om investering	Monitorera / följa upp innehavet	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna har mandat för processens alla faser</li> <li>Fonderna anlitar externa för t.ex. operationell utvärdering i varierad utsträckning</li> </ul>
		Samägande	Identifiera möjligheter	Utvärdera innehavet	Besluta om investering	Monitorera / följa upp innehavet	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna har mandat för processens alla faser</li> <li>Fonderna anlitar externa för t.ex. operationell utvärdering i varierad utsträckning</li> </ul>
		Fondliknande strukturer med en tillgång	Identifiera möjligheter	Utvärdera innehavet	Besluta om investering	Monitorera / följa upp innehavet	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna beslutar om investering</li> <li>Huvudinvesteraren har ägarstyrningsansvaret för den underliggande tillgången</li> </ul>
Fondsstruktur	Sido-investering	Opportunistisk modell	Identifiera möjligheter	Utvärdera innehavet	Besluta om investering	Monitorera / följa upp innehavet	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna utvärderar och fattar beslut om en enskild investeringsmöjlighet</li> <li>Förvaltaren har ägaransvaret för investeringen</li> </ul>
		Sidoinvesterings-fond	Identifiera möjligheter	Utvärdera innehavet	Besluta om investering	Monitorera / följa upp innehavet	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna ger ett diskretionärt mandat till förvaltaren, inom vissa strategiska inriktningar</li> <li>Förvaltaren genomför flertalet sidoinvesteringar</li> </ul>
	Fond-investering	Traditionell fond	Identifiera möjligheter	Utvärdera innehavet	Besluta om investering	Monitorera / följa upp innehavet	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonderna får tillgång till fondförvaltare via nätverkande och väljer ut dessa enligt inv.process</li> <li>Förvaltaren har ett diskretionärt mandat</li> </ul>

Källa: Första-Fjärde AP-fonderna, Arkwright analys

■ Ansvar som tillfaller AP-fond    ■ Ansvar som tillfaller fondförvaltare

Figur 5: Ansvar som tillfaller Första-Fjärde AP-fonderna per investeringsform

Investeringsformer som lägger ut en större del av investeringsmandatet på en extern part har ofta högre avgiftsnivåer. Dessa avgifter ämnar kompensera för organisationen, kompetensen, förmågan och förvaltningsresultaten som AP-fonderna får ta del av genom investeringar i denna form. Direktägande och andra former som till högre grad förlitar sig på AP-fondernas interna organisation innebär i regel en lägre kostnadsnivå. Däremot ställer dessa investeringar väsentligt högre krav på den interna organisationens förmåga till analys, ägarstyrning och uppföljning, för att säkerställa ett förvaltningsresultat som möter målen. Det kan förenklat sägas att institutionella investerare, inklusive AP-fonderna, väljer investeringsform baserat på vad som anses lämpligt för den underliggande investeringsstrategin samt högst förväntad riskjusterad avkastning.

### 2.3.2 Första-Fjärde AP-fondernas bevakande av intressen per investeringsform

#### Komponenter av att bevaka intressen

För samtliga investeringar i onoterade tillgångar måste Första-Fjärde AP-fonderna bevaka sina intressen. På en övergripande nivå innebär detta att säkerställa att investeringarna utvecklas i linje med AP-fondernas mål, vilket enligt lag är att förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Aspekter som särskilt lyfts är en låg total risknivå, hög avkastning vid vald risknivå samt ansvarsfulla och hållbara investeringar. För att förverkliga detta har AP-fonderna ett antal centrala verktyg att använda sig av:

- Inför investeringen:** Genomföra en formell genomlysning (eng: due diligence) av investeringen, alternativt säkerställa tillgång till samt utvärdera och göra en formell genomlysning (eng: due diligence) av fondförvaltare.
- Vid beslut om investeringen:** AP-fonderna fattar välgrundade beslut om investering eller kapitaltillskott. Vid samägande upprättas ett aktieägaravtal som syftar till att bevaka och ena intressen mellan involverade parter.



3. **Under innehavs- och ägarperioden:** En aktiv ägarstyrning, inklusive utvärdering och uppföljning, över investeringens livscykel.
4. **Vid beslut om avyttring eller förändrade ägarandelar:** Utifrån analyser av innehavet, marknadens utveckling samt fondernas strategiska inriktning fattar AP-fonderna beslut om fortsatt ägande eller avyttring.

Dessa fyra faser är centrala för samtliga investeringar i onoterade tillgångar. Däremot kan deras karaktär variera mellan de olika formerna för investeringar. För att förstå hur Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen i illikvida tillgångar finns det därmed ett behov av att, på en konceptuell nivå, applicera dess faser för respektive investeringsform. Detta sammanfattas i Figur 6.

**Första–Fjärde AP-fondernas bevakande av intressen per investeringsform**

Investeringsform		Inför en investering	Vid investeringsbeslut	Under ägarperioden	Vid avyttring	
Bolagsstruktur	Risikkapital-företags-investering	Gemensamt riskkapital-företag	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond upprättar företag, strategi, ev. kapitalram &amp; aktieägaravtal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Företag fattar investeringsbeslut</li> <li>Saknas kapitalram beslutar AP-fond om kapitaltillskott</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Företag utövar operativ företagsledning</li> <li>AP-fond utövar aktiv ägarstyrning &amp; fattar ägarbeslut</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Företaget utvärderar innehavets attraktivitet</li> <li>AP-fond avyttrar formen enligt aktieägaravtal</li> </ul>
	Direkt-investering	Ensam ägande	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond gör en formell genomlysning av innehavet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond fattar investeringsbeslut &amp; upprättar styrningsstrukturer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond utövar aktiv ägarstyrning &amp; fattar ägarbeslut</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering av innehavets attraktivitet</li> </ul>
		Samägande	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond gör en formell genomlysning av innehavet</li> <li>AP-fond utvärderar potentiella delägare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond fattar investeringsbeslut</li> <li>Ägare upprättar aktieägaravtal &amp; styrningsstrukturer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond/ ägare utövar aktiv ägarstyrning &amp; fattar ägarbeslut</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond/ ägare utvärderar innehavets attraktivitet</li> <li>AP-fond/ ägare avyttrar enligt aktieägaravtal</li> </ul>
Fondsstruktur	Sido-investering	Fondliknande strukturer med en tillgång	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond gör en formell genomlysning av innehavet</li> <li>AP-fond utvärderar huvudinvesterare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond fattar investeringsbeslut &amp; upprättar avtal m. fondförvaltare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond följer upp investeringen via huvudinvesterare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond utvärderar innehavets attraktivitet</li> <li>AP-fond avyttrar innehavet enligt avtal</li> </ul>
		Opportunistisk modell	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond gör en formell genomlysning av innehavet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond fattar investeringsbeslut</li> <li>AP-fond upprättar avtal m. förvaltare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond följer upp investeringen direkt och/eller via förvaltare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond utvärderar innehavets attraktivitet</li> <li>AP-fond avyttrar innehavet enligt avtal</li> </ul>
	Fond-investering	Sidoinvesterings-fond	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond nätverkar, utvärderar och bygger/ värddar relationer till förvaltare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond beslutar om att utfästa kapital till en fond &amp; en sidoinvesteringsfond</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond följer upp fonden och fondförvaltaren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tidsbestämd investeringshorisont</li> <li>Förvaltare beslutar om avyttring</li> </ul>
		Traditionell fond	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond nätverkar, utvärderar och bygger/ värddar relationer till förvaltare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fond beslutar om att utfästa kapital &amp; upprättar avtal m. förvaltare</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AP-fonden följer upp fonden och förvaltaren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tidsbestämd investeringshorisont</li> <li>Förvaltare beslutar om avyttring</li> </ul>

Källa: Första–Fjärde AP-fonderna, Arkwright analys

Figur 6: Första–Fjärde AP-fondernas bevakande av intressen per investeringsform

### Gemensamägda risikkapitalföretag

Ett gemensamt riskkapitalföretag är en juridisk person där en eller fler av Första–Fjärde AP-fonderna är ägare.<sup>5</sup> Externt deläggande är möjligt, men har inte tillämpats i de två risikkapitalföretag som hittills har bildats. Likt strukturen för en fondinvestering utfäster Första–Fjärde AP-fonderna kapital till riskkapitalbolaget, som i sin tur genomför investeringar i underliggande innehav. Beslut om investeringar tillfaller styrelsen i respektive riskkapitalföretag. Ägarna är representerade i dessa styrelser. Första–Fjärde AP-fonderna kan därmed anses ha en tvådelad roll i denna form för investering, då de både är investerare och har styrelsrepresentanter som fattar beslut om investeringar i underliggande innehav. Till följd av detta kan AP-fonderna anses bevaka sina intressen från två olika perspektiv.

<sup>5</sup> Fram till den 1 januari 2026 har AP-fonderna högst kunnat inneha 35 procent av röstetalet i ett företag. Den uppdaterade lagstiftningen, till följd av konsolideringen till färre AP-fonder, medger däremot en högsta gräns på 50 procent av röstetalet (lag [2000:192] om allmänna pensionsfonder, kap. 4 Medelförvaltning, §§ 9–9 a).

För att bevaka sina intressen i egenskap av investerare upprättar AP-fonderna ett aktieägaravtal, där bland annat kapitallåtaganden och riskkapitalföretagets strategiska riktning regleras. För investeringen i 4 to 1 Investments<sup>6</sup> fattar ägarna beslut om kapitaltillskott för respektive investering, med en formell genomlysning av investeringen som grund. I Polhem Infra finns däremot en kapitalram som riskkapitalföretaget kan kalla på efter att styrelsen har fattat ett investeringsbeslut. I egenskap av styrelserepresentant föreligger däremot andra aspekter av att bevaka intressen, såsom beslut om investeringsstrategi och enskilda investeringar. De ägande AP-fonderna är representerade i de två riskkapitalföretagens styrelser, där samtliga investeringsbeslut fattas. I Polhem Infra, som har byggt upp en investeringsorganisation, deltar representanter från AP-fonderna även i styrelsens beredande investeringskommitté.

Den operativa företagsledningen tillfaller riskkapitalföretagets vd och organisation. För att säkerställa god riskjusterad avkastning genomför organisationen utvärderingar av potentiella investeringar via en formell genomlysning (eng: due diligence). Väl i det gemensamägda riskkapitalföretagets portfölj följer riskkapitalföretaget upp investeringarna och utövar aktiv ägarstyrning för att säkerställa långsiktigt värdeskapande. Både utvärdering och ägarstyrning av innehaven kräver en väl anpassad organisation med relevant och adekvat kompetens inom både tillgångsförvaltning och branscherna som riskkapitalföretagen investerar i. För ändamålet har Första–Fjärde AP-fonderna dimensionerat organisationerna med kapitalförvaltningsresurser.

### *Ensamägda direktinvesteringar*

AP-fonderna får enligt APL göra direktinvesteringar i tillgångar som klassificeras som fastigheter enligt jordabalken. Detta omfattar i) traditionella uthyrningsfastigheter – byggnader som ägs i syfte att hyra ut lokaler för kontor, butik, lager eller fabrik, ii) infrastruktur tillgångar som producerar och säljer tjänster som el, vatten eller data men som ändå är fast anknutna till marken, samt iii) jord- och skogsfastigheter. Inför ett beslut om en direktinvestering är det centralt att göra en omfattande formell genomlysning (eng: due diligence) av den aktuella verksamheten, dess marknadsförutsättningar, risker och långsiktiga attraktivitet. Direktägda innehav är i regel mycket långsiktiga innehav som ”ärvs” inom Första–Fjärde AP-fondernas organisationer. Det innebär att en betydande del av dagens direktägda portfölj bygger på investeringsbeslut som fattats av tidigare medarbetare – och i förekommande fall av hela förvaltningsorganisationer – snarare än av den nuvarande. Trots långsiktigheten följs innehaven upp och utvärderas kontinuerligt, vilket lägger grunden för ägarbeslut avseende bland annat kapitaltillskott, utveckling och eventuell avyttring.

Ett investeringsbeslut efterföljs av att styrningsstrukturer och styrdokument, såsom strategisk inriktning och avkastningsmål, fastställs. Vid direktägda investeringar utser AP-fonderna styrelserepresentanter som utövar aktiv ägarstyrning. Detta innefattar ansvar för beslut om bolagets strategiska inriktning, fastställande av övergripande mål samt definiering av det mandat som tilldelas vd. Via denna ägarstyrning kan representanter från AP-fonderna aktivt följa upp och verka för värdeökning i tillgången.

---

<sup>6</sup> 4 to 1 Investments avser härnäst 4 to 1 Investments KB om inte annat uttrycks. 4 to 1 Investments KB bedriver investeringsverksamheten med 4 to 1 Investments AB som dess komplementär. Se en fördjupning av ägarstrukturen i avsnitt 7.1.2.

I de fall en valberedning finns utser Första–Fjärde AP-fonderna representanter till denna och verkar därigenom för en ändamålsenlig och effektiv styrelsesammansättning i sina direktägda bolag. AP-fonderna betonar särskilt att bolagens styrelser behöver ha en bred bas av expertis och perspektiv. Genom att nyttja sina omfattande nätverk av branshexperter kan fonderna vid behov rekrytera och tillsätta externa styrelseledamöter.

### *Samägda direktinvesteringar*

AP-fonderna kan även samäga direktinvesteringar med andra AP-fonder och/eller externa aktörer. Ett samägande kan bidra till att bevaka AP-fondernas intressen, till exempel genom tillgång till en utökad kapitalbas och kompetens. Däremot tillför samägandet också en nivå av komplexitet i AP-fondernas intressebevakning. Första–Fjärde AP-fonderna återger att ägarbeslut i regel kräver konsensus mellan ägarna, vilket generellt är svårare att uppnå med fler delägare. Möjliga konsekvenser av detta är att ägare behöver kompromissa avseende vissa beslut, eller åsidosätta sina egna intressen om det inte representerar majoritetens vilja.

För att reglera samägda ägarkonstellationer upprättas aktieägaravtal eller motsvarande överenskommelser. Första–Fjärde AP-fonderna betonar vikten av att ha ett omfattande avtal som vägleder situationer där ägarnas syn på investeringen skiljer sig åt. En central förutsättning för effektiv styrning är även att ingå samägande med likasinnade aktörer som delar AP-fondernas investeringsfilosofi, strategi och kultur. En särskild viktig aspekt är långsiktigheten hos de samägande parterna. De direktägda investeringarna har även typisk sett någon form av ägarråd där olika syner diskuteras och styrdokument upprättas, vilket faciliterar samstämmigheten mellan ägarna.

### *Fondliknande strukturer som sätts upp för en enskild investering*

För investeringar i större och mer komplexa innehav som befinner sig utanför AP-fondernas normala hemmamarknad kan en fondliknande struktur som endast är avsedd för ett enskilt innehav upprättas. Investeringsformen tillåter AP-fonderna att bevaka sina intressen via en extern förvaltare som har de resurser och den kompetens som krävs för att vara huvudinvestorare (eng: lead investor). Första och Tredje AP-fonden tillämpade denna struktur i samband med investeringen i Thames Water, en internationell infrastruktur tillgång verksam i ett komplext reglerat landskap och med behov av omfattande marknadsspecifik expertis. För kapacitetskrävande investeringar där fondförvaltarens kompetens, resultathistorik och marknadsnärvaro anses starkare än AP-fondernas, bedöms detta vara ett mer lämpligt ägaralternativ. AP-fondernas ägarandel i det underliggande innehavet kan vara begränsad i denna investeringsform.

Givet att förvaltningsansvaret externaliseras till huvudinvestoraren (eng: lead investor) kan denna investeringsform hämma transparens och informationsdelning. Vidare saknas möjligheter för AP-fonderna att påverka innehavets utveckling, bland annat vid krishantering eller övriga resurskrävande situationer. Samtidigt noteras ett graden av inflytande kan härledas till en begränsad ägarandel, och att ett samägande med motsvarande ägarandel sannolikt inte hade gett större möjligheter till kontroll eller insyn.

### *Opportunistiska sidoinvesteringar*

En av de huvudsakliga formerna för sidoinvesteringar (eng: co-investments) som nyttjas av AP-fonderna är så kallade opportunistiska sidoinvesteringar. Inför varje sådan investering genomför AP-

fonderna en formell genomlysning (eng: due diligence) av den potentiella investeringen, dess marknadsförutsättningar, risker, legala struktur och fondförvaltaren. Normalt förses AP-fonderna med omfattande material och analyser från fondförvaltaren. AP-fonderna har vanligtvis fullt beslutsmandat i dessa investeringar och kan därmed kontrollera vilka sidoinvesteringar (eng: co-investments) de exponeras mot. Både den noggranna utvärderingen och det direkta investeringsmandatet stärker Första–Fjärde AP-fondernas möjligheter att generera en god riskjusterad avkastning och bevaka sina intressen.

När investeringen har genomförts bedriver primärt fondförvaltaren det aktiva ägarstyrningsarbetet av de underliggande innehaven. AP-fonderna följer dock upp dess utfästelser och kan bevaka sina intressen genom att bedriva en aktiv ägarstyrning vid sidan om fondförvaltaren. AP-fonderna kan även delta i fondernas investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat LPACs).

Det bör noteras att investeringsformen ställer omfattande krav på AP-fonderna att, med interna resurser, välja ut investeringar och bygga en diversifierad portfölj som genererar en god riskjusterad avkastning. Formen används inte av alla AP-fonder då den anses kräva en viss organisatorisk förmåga som inte finns i alla AP-fondernas organisationer samt inte alltid är strategiskt prioriterad.

### *Sidoinvesteringsfonder*

Sidoinvesteringsfonder tillämpas av Första, Andra och Tredje AP-fonderna. Vid uppsättning av en sådan fond utvärderar AP-fonden fondförvaltaren samt etablerar strategiska riktningar för framtida sidoinvesteringar (eng: co-investments). Formen nyttjas när AP-fonderna bedömer att deras intressen bäst bevakas genom att delegera mandatet för investeringsprocessen, inklusive investeringsbeslutet, till en fondförvaltare. Genom att använda denna investeringsform kan AP-fonderna uppnå en differentierad portföljexponering mot sidoinvesteringar (eng: co-investments), utan att väsentligt belasta deras interna organisationer. Samtidigt innebär formen att AP-fonderna inte är involverade i enskilda investeringsbeslut.

### *Fondinvesteringar*

I fondinvesteringar utvärderar investerare, i detta fall Första–Fjärde AP-fonderna, fondförvaltare i stället för underliggande tillgångar. Tillgång till högpresterande fondförvaltare är avgörande för goda förvaltningsresultat och bevakande av intressen. För att säkerställa denna tillgång bedriver fonderna ett kontinuerligt nätverksarbete gentemot fondförvaltare och utvärderar deras prestation över längre tidsperioder. Avtalet som skrivs mellan fondförvaltare och AP-fonderna är också en grundläggande legal komponent som säkerställer att båda parter intressen bevakas, bland annat avseende kapitalåtaganden, hållbarhet och kostnader.

När en fondutfästelse har genomförts utvärderas fondförvaltaren kontinuerligt för att informera framtida investeringsbeslut. AP-fonderna kan även delta i fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Advisory Committee, förkortat LPAC). Ytterligare en central del av att bevaka sina intressen är att bibehålla relationen till fondförvaltaren. Detta kan bland annat skapa ökat inflytande över utvalda strategiska frågor samt ge tillgång till framtida attraktiva investeringsmöjligheter, däribland sidoinvesteringar (eng: co-investments).

### 2.3.3 Kategorisering av Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning

Första–Fjärde AP-fonderna kan bedriva ägarstyrning på olika sätt. På den mest övergripande nivån kan AP-fonderna anses bedriva en ”strategisk ägarstyrning”, vilken ämnar bevaka AP-fondernas intressen som investerare. För bolagsstrukturer avser detta beslut om bland annat kapitaltillskott och avyttring. I fondstrukturer har AP-fonderna begränsat beslutsmandat för de underliggande innehaven, men kan i förekommande fall delta i beslutsfattande inom ramen för fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Association Committé, förkortat LPAC). Beslut fattas dock normalt inte i denna konstellation och investeringsbeslut hanteras inte i detta forum.

I bolagsstrukturer kan Första–Fjärde AP-fonderna även bedriva en ”aktiv styrelsekontroll” genom representation i styrelse, valberedning och/ eller styrelseutskott. För denna typ av ägarstyrning tillämpar AP-fondsrepresentanter ett företagsperspektiv. I styrelsen fattar representanter beslut om bland annat strategiska riktningar och ambitioner. Styrelsen tillsätter även vd för företaget och ger denne mandat att organisera och bedriva verksamheten. Via deras representation i valberedningen medverkar AP-fonderna även i beslut om styrelsens sammansättning.

Ytterligare en styrningskategori är ”operativ företagsledning”, vilket innefattar beslut som påverkar och driver företagets vardagliga verksamhet. Enligt Arkwrights tolkning av begreppet tillfaller detta styrningsansvar primärt vd och företagets övriga ledning. AP-fonderna kan enligt lag endast bedriva operativ företagsledning i direktägda investeringar. De tre styrningsbegreppen, samt dess förekomst i AP-fondernas styrning, presenteras i Figur 7.<sup>7</sup>

**Kategorisering av styrningsmekanismer och deras respektive förekomst inom de olika investeringsformerna**

Styrningsbegrepp	Perspektiv	Exempel på beslut	Relevanta instanser	Styrning per investeringsform			
				Riskkapital-företag	Direkt-investering	Sido-investering	Fond-investering
Strategisk ägarstyrning	Ägarperspektiv	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kapitaltillskott och avyttring</li> <li>Utdelningspolicys</li> <li>Beslut inom ramen för LPACs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ägarråd (formellt/informellt)</li> <li>AP-fondens investeringsprocess</li> <li>LPACs</li> </ul>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Aktiv styrelsekontroll	Företagsperspektiv	<ul style="list-style-type: none"> <li>Strategisk riktning, t.ex. övergripande mål/ ambitioner</li> <li>Tillsättning av styrelseledamöter</li> <li>Mandatdelegering till organisationen och tillsättning av vd</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelserepresentation</li> <li>Valberedning</li> <li>Styrelseutskott</li> </ul>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Operativ företagsledning	Företagsperspektiv	<ul style="list-style-type: none"> <li>Frågor som påverkar företagets dagliga verksamhet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Den löpande ledningen, vilken bedrivs av vd &amp; övrig ledningsgrupp</li> </ul>		<input checked="" type="checkbox"/>		

Styrningen är tillåten     Styrningen används frekvent     Styrningen används till viss del     Styrningen används i begränsad omfattning/ inte alls

Källa: Första–Fjärde AP-fonderna, Arkwright analys  
 Not: Baserat på extern och intern data har Arkwright utarbetat ovanstående definitioner av styrningsbegrepp. Definitionerna är inte officiella, utan återspeglar Arkwrights egen förståelse av styrningen inom Första–Fjärde AP-fonden.

<sup>7</sup> Begreppen och deras definitioner inte är officiella. De baseras i stället på Arkwrights förståelse av styrningsmekanismerna inom Första–Fjärde AP-fonderna och syftar till att utgöra ett pedagogiskt ramverk för rapportens analys och diskussion.

Figur 7: Kategorisering av styrningsmekanismer och deras respektive förekomst inom de olika investeringsformerna

## 2.4 Första-Fjärde AP-fondernas nyttjande av investeringsformer per tillgångsklass

AP-fondernas nyttjande av investeringsformer varierar mellan tillgångsklasserna. Till exempel gör fonderna vanligtvis direktinvesteringar i onoterade fastighetsbolag, medan fondinvesteringar ofta nyttjas för onoterade aktier. Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk har däremot en större spridning av investeringsformer. Detta visas i Figur 8, där fondernas nyttjande av en investeringsform per tillgångsklass markeras med en exempelinvestering.

Nyttjande av investeringsformer samt exempel på investeringar per illikvid tillgångsklass

Investeringsform		Onoterade fastigheter	Infrastruktur, skog & jordbruk	Onoterade aktier
Bolagsstruktur	Riskkapital-företags-investering	Gemensamägt riskkapital-företag		
	Direkt-investering	Ensam ägande		
		Samägande	 	 TIAA-CREF Global Agriculture OMERS Farmoor 2 och 3
Fondliknande strukturer med en tillgång				
Fondsstruktur	Sido-investering	Opportunistisk modell	 	
	Fond-investering	Sidoinvesterings-fond		 Ytterligare fonder har analyserats
		Traditionell fond		 Ytterligare fonder har analyserats

Källa: Första-Fjärde AP-fonderna, Arkwright analys

Figur 8: Nyttjande av investeringsformer samt exempel på investeringar per illikvid tillgångsklass

Nedan sammanfattas de investeringsformer som nyttjas inom respektive tillgångsklass. Inledningsvis presenteras investeringsformen gemensamägda riskkapitalföretag, som till följd av dess särskiljande karaktär har brutits ut från kategoriseringen enligt tillgångsklasser. Därefter följer en beskrivning av formerna inom de analyserade tillgångsklasserna, nämligen i) onoterade fastighetsbolag, ii) infrastruktur, skog och jordbruk samt iii) onoterade aktier.

### 2.4.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Första-Fjärde AP-fonderna har bildat två gemensamägda riskkapitalföretag: Polhem Infra och 4 to 1 Investments. Polhem Infra sattes upp 2019 med syftet att investera i hållbar infrastruktur och ägdes 2025 till lika delar av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna. 4 to 1 Investments ägdes 2025 av Första-Fjärde AP-fonderna och sattes upp år 2021 för att investera i Northvolt, med en struktur som medgav att kunna nyttjas för ytterligare investeringar framöver.

På ett övergripande plan kan investeringsformerna för de två riskkapitalföretagen anses likna varandra, givet deras motsvarande juridiska bolagsstrukturer, ägarstrukturer och tilldelade investeringsmandat. Däremot föreligger ett antal avgörande skillnader mellan riskkapitalföretagen, till

exempel avseende finansiering av investeringar. Vid tidpunkten för dess grundade tilldelades Polhem Infra en kapitalram som företaget kan kalla på efter att styrelsen fattat ett investeringsbeslut. I 4 to 1 Investments fattar ägarna (respektive AP-fond) däremot beslut om kapitaltillskott för respektive investering.

För att nyttja kapitalramen byggde dåvarande vd för Polhem Infra upp en investeringsorganisation, vilken sedan dess har utvecklats kontinuerligt. Samtidigt bildades en investeringskommitté med en representant från varje ägare. Investeringskommittén är ett beredande organ till Polhem Infrastyrelse som fattar det slutliga investeringsbeslutet. Organisationsstorleken motiveras bland annat av att Polhem Infra har en väsentlig ägarandel i samtliga innehav, vilket ställer omfattande krav på ägarstyrning och organisatorisk spetskompetens.

4 to 1 Investments har under dess verksamma år haft en mer begränsad organisation än Polhem Infra. Första–Fjärde AP-fonderna anser dock att organisationen har varit dimensionerad för portföljens storlek samt 4 to 1 Investments begränsade ägarandel, och därmed behov av ägarstyrningsarbete, i den underliggande investeringen i Northvolt. Skulle 4 to 1 Investments ha gjort ytterligare investeringar hade organisationen anpassats till detta. AP-fonderna ser det som sannolikt att 4 to 1 Investments organisation skulle ha utvecklats i linje med Polhem Infra över tid om ytterligare investeringar hade genomförts.

Tillgångsklassificeringen av Polhem Infra och 4 to 1 Investments skiljer sig även mellan fonderna, både ur ett juridiskt perspektiv och ett portföljperspektiv. Polhem Infra har gjort infrastrukturinvesteringar som inkluderar fast mark, vilket enligt jordabalken klassificeras som fastighetstillgångar. Mot bakgrund av detta bildades Polhem Infra juridiskt som ett fastighetsföretag. Vid tidpunkten för grundandet hade exponeringen mot fastigheter inte en lagstadgad limit.<sup>8</sup> Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har genomgående betraktat Polhem Infra som en infrastrukturinvestering i sina portföljer, med fastighetsföretag som formell juridisk form vid grundandet.

Ägarandelarna för 4 to 1 Investments hanteras däremot formellt som investering i ett riskkapitalföretag (enligt lagens definition). Däremot har var och en av Första–Fjärde AP-fonderna tillämpat något varierade syn och kategoriseringar av innehavet internt. I Första AP-fonderna hanterades tillgången helt eller delvis av teamet för noterade aktier. I Tredje AP-fonden utvärderades investeringen tillsammans med noterade aktier men placerades formellt under infrastruktur. Andra AP-fonden har betraktat 4 to 1 Investments som en infrastrukturstillgång som placeras i högriskkategorin i portföljen för hållbar infrastruktur. Fjärde AP-fonden har sett investeringen i 4 to 1 Investments som en investering i onoterade aktier med strategin nybildade företag (eng: venture) eller tillväxt (eng: growth).

Både Polhem Infra och 4 to 1 Investments kräver en aktiv och löpande involvering från ägare och investeringsorganisationer. Detta gäller inte minst för 4 to 1 Investment, där AP-fonderna behöver fatta beslut om kapitaltillskott för respektive investering. Även representation i styrelse och eventuell investeringskommitté kräver betydande resurser. Ansvar för förvaltningen och den operativa verksamheten tillfaller riskkapitalföretagets organisation och vd. Det kan dock anses finnas en viss grad av överlapp mellan den operativa verksamheten och ägarstyrningsarbetet, primärt hänförligt till att samtliga investeringsbeslut fattas i riskkapitalföretagets styrelse, där ägande AP-fonder är

---

<sup>8</sup> Den tidigare lagstadgade limiten på 5 procent illikvida tillgångar omfattade inte exponering mot onoterade fastigheter.

representerade. Första–Fjärde AP-fonderna anser dock att roll- och ansvarsfördelningen har varit tydlig för deras gemensamägda riskkapitalföretag.

Till följd av Northvolts utveckling krävde ägandet av 4 to 1 Investments en aktiv involvering från ägarna under 2024. Ägarstyrningen omfattade bland annat en nära uppföljning av innehavet, kontakt med Northvolt och övriga ägare, utvärdering och beslut om handlingsalternativ samt mediarepresentation. Första–Fjärde AP-fonderna anger, i varierande grad, att ägarstyrningsarbetet för 4 to 1 Investment tidvis har varit omfattande och skett på bekostnad av övriga portföljförvaltningen samt nyinvesteringar. Samtidigt belyser AP-fonderna att resurser från andra delar av organisationen har allokerats enligt behov. AP-fonderna anser inte heller att det är rimligt att dimensionera ordinarie organisationer utifrån resursbehov i krissituationer.

## 2.4.2 Investeringar i onoterade fastighetsbolag

För investeringar i onoterade fastighetsbolag på AP-fondernas hemmamarknader tillämpas i huvudsak direktägande. Fastighetsbolagen kan vara helägda av en enskild AP-fond, men ägs i praktiken oftare gemensamt med andra AP-fonder och/eller externa parter.

### *Direktägda innehav*

Första–Fjärde AP-fonderna har en lång historia av direktinvesteringar i onoterade fastighetsbolag. Ett tydligt exempel är Vasakronan som har ägts gemensamt av AP-fonderna sedan 2001. Eftersom investeringsprocessen primärt genomförs med interna resurser betraktar AP-fonderna denna form som kostnadseffektiv. Samtidigt betonar de att direktägande kräver specifik egen kompetens inom tillgångslaget, branschförutsättningar och marknaden. Mot denna bakgrund gör samtliga AP-fonder primärt direktinvesteringar på hemmamarknaden. På den svenska marknaden bedömer AP-fonderna att deras ägarförmåga och kompetens, samt möjligheten att skapa konkurrensfördelar för fastighetsföretagen genom förmånlig upplåning, kan nyttjas som mest effektivt.

I linje med sin portföljuppbyggnad har AP-fonderna utvecklat en stark intern kompetens, organisation och förmåga inom fastighetsbolag och ägarstyrning. AP-fondernas interna rekryteringsstrategi har riktats mot den expertis som krävs för förvaltningen av de större tillgångsklasserna, däribland direktägda fastighetsbolag. AP-fonderna är vanligtvis representerade i styrelserna för dessa bolag, där kompetensen ytterligare förstärks genom tillsättning av oberoende styrelseledamöter. Första–Fjärde AP-fonderna följer upp och utvärderar de direktägda innehaven kontinuerligt och fattar beslut om kapitaltillskott och avyttring.

### *Samägda direkta innehav*

För att kunna delta i större investeringar, dela kapitalbas och risk samt stärka och bredda sin kompetens genom samverkan med andra kan AP-fonderna direktäga innehav gemensamt med andra AP-fonder och/eller externa parter. I samägda strukturer krävs i regel samstämmighet bland ägarna, vilket kan komplicera beslutsprocessen. För att underlätta detta eftersträvas likasinnade medinvestorer och ett detaljerat aktieägaravtal som tydligt reglerar potentiella händelser.

Vid investeringar i internationella onoterade fastighetsbolag samarbetar AP-fonderna med externa parter som har lokal expertis och närvaro på marknaden. Dessa innehav kan utgöras av ett direktägande men dela likheter med fondstrukturer, eftersom en extern part har förvaltningsansvaret.



Ett exempel är Första och Andra AP-fondernas investering i Cityhold, som förvaltas av en extern aktör. Denna form har främst använts av Första och Andra AP-fonderna, som har relativt stora exponeringar mot internationella fastigheter.

AP-fonderna har inte traditionella fondstrukturer som uttalad strategi för onoterade fastighetsbolag, främst på grund av förvaltningskostnaderna och vald strategisk riktning. I stället föredras andra former.

### 2.4.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

Första–Fjärde AP-fonderna tillämpar en bredd av former för investeringar inom infrastruktur. För investeringar i skog och jordbruk kan en tydligare preferens mot bolagsstrukturer noteras. Samtliga investeringsformer eftersträvar däremot en hög riskjusterad avkastning, kostnadseffektiva förvaltningsalternativ samt ett effektivt nyttjande av tillgänglig kompetens och expertis inom tillgångsslaget.

#### *Samägda direkta innehav*

Samtliga AP-fonder anser sig besitta kompetens och erfarenhet inom tillgångsklassen infrastruktur. Detta inkluderar investeringsutvärdering genom en formell genomlysning (eng: due diligence), marknadsanalyser, uppföljning av innehav, aktiv ägarstyrning samt värdeskapande arbete inom portföljen. Till följd av detta har AP-fonderna förutsättningar för att direktäga infrastruktur tillgångar. Däremot bedömer fonderna att deras resurser och kompetens för ett aktivt ägararbete och bevakande av intressen primärt är koncentrerat till den svenska marknaden. Mot denna bakgrund har AP-fonderna huvudsakligen begränsat sina direktäganden till nationella bolag. Detta exemplifieras av Första och Tredje AP-fondernas direktinvestering i Ellevio, vilken möjliggörs av att innehavet juridiskt klassificeras som fastighet.

Generellt sett ser AP-fonderna fördelar i att samäga infrastruktur tillgångar, vilket bland annat reflekteras i upprättandet av Polhem Infra. Detta kan härledas till att infrastrukturinvesteringar i regel är relativt stora och därmed kräver ett omfattande investerat kapital. Tillgångsslagets exponering mot regleringar, politiska influenser och övriga marknadsförändringar kan även medföra en viss grad av styrningskomplexitet som ställer krav på ägarnas bredd och djup av kompetens. I kombination med ett begränsat utbud av infrastrukturinvesteringar har AP-fonderna på en övergripande nivå betraktat samäganden som positivt. Likt fastighetsinvesteringar betonas vikten av likasinnade medinvesterare samt ett robust aktieägaravtal.

AP-fondernas logiska grund för att göra direktinvesteringar i skog och jordbruk kan på ett övergripande plan anses motsvara den för infrastruktur tillgångar. Direktinvesteringar föredras generellt för investeringar på AP-fondernas hemmamarknad, vilket exemplifieras av Tredje AP-fondens direktäggande av Gysinge Skog. För internationella investeringar tillämpas vanligtvis samägandestrukturer där förvaltningsansvaret delegeras till en extern part, såsom i Andra AP-fondens investering i TIAA-CREF Global Agriculture. Givet en begränsad förväntad riskjusterad avkastning tillämpas fondstrukturer med högre avgifter i mindre utsträckning.

### *Fondliknande strukturer som endast är avsedda för en tillgång*

Internationella infrastrukturinvesteringar anses i regel medföra ytterligare krav på ägarstyrning och marknadskompetens. För dessa investeringar kan fondliknande strukturer utgöra kostnadseffektiva investeringsformer som skapar förutsättningar för bevakande av intressen. AP-fonderna har, i varierad utsträckning, satt upp fondliknande strukturer som är avsedda för en specifik tillgång. Första och Tredje AP-fondernas investering i Thames Water via OMERS faller inom denna kategori. I investeringsformen tilldelas huvudinvesteraren (eng: lead investor), i detta fall OMERS, fullt förvaltnings- och ägarstyrningsansvar för den underliggande tillgången och får en ersättning av begränsad storlek. De institutionella ägarna saknar i princip ägarinflytande men delges information om innehavet från fondförvaltaren. För investeringar med en begränsad ägarandel som kräver expertkompetens anses det ofta fördelaktigt att investera med förvaltare som de har ett högt förtroende för.

### *Opportunistiska sidoinvesteringar i infrastruktur*

Första–Fjärde AP-fonderna gör även sidoinvesteringar (eng: co-investments) inom infrastruktur. Till skillnad från sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier, där några av AP-fonderna inrättar en egen sidoinvesteringsfond och ger fondförvaltaren ett diskretionärt mandat, väljer AP-fonderna generellt formen opportunistiska sidoinvesteringar (eng: co-investments) för denna typ av investeringar. Investeringsformen innebär att de behåller beslutsmandatet och genomför en formell genomlysning (eng: due diligence) av investeringsmöjligheten internt.

Tredje och Fjärde AP-fonderna anser att opportunistiska sidoinvesteringar (eng: co-investments) är ett lämpligt alternativ för internationella marknader, där en direktinvestering inte är att föredra. Mot bakgrund av detta, samt möjligheten att få en utökad och mer riktad exponering mot ett önskat innehav, genomförde fonderna exempelvis en sidoinvestering (eng: co-investment) i Suez tillsammans med fondförvaltaren Meridiam. Andra AP-fonden har som exempel även genomfört en sidoinvestering (eng: co-investment) med Just Climate i Stegra, vilken faller in i AP-fondens högriskportfölj inom hållbar infrastruktur.

### *Fondinvesteringar i infrastruktur*

En annan vanlig investeringsform för internationella infrastrukturinvesteringar är fondstrukturer. Hit hör bland annat Tredje och Fjärde AP-fondernas investeringar i Meridiams fonder. Även Andra AP-fondens långtgående relation till fondförvaltaren Just Climate faller inom denna investeringsform. Likt investeringar i onoterade aktier har fondförvaltaren ett diskretionärt mandat att investera i underliggande tillgångar.

## 2.4.4 Investeringar i onoterade aktier

### *Sidoinvesteringsfonder*

Inom onoterade aktier tillämpar Första, Andra och Tredje AP-fonderna primärt sidoinvesteringsfonder för sidoinvesteringar (eng: co-investments). Inom ramen för denna investeringsform tilldelas fondförvaltaren vanligtvis ett diskretionärt investeringsmandat att bygga upp en diversifierad portfölj utifrån övergripande strategiska riktlinjer. Givet att investeringsprocessen läggs ut på en extern förvaltare anses detta vara en resurseffektiv investeringsform.

Första AP-fonden genomför samtliga sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier med Hamilton Lane. Tredje AP-fonden har en liknande investeringsplattform, vid namn Covalent, som genomför AP-fondens samtliga sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier och agerar en förlängd arm av organisationen. Andra AP-fonden tillämpar en något annorlunda investeringsform, där en sidoinvesteringsfond sätts upp per fondförvaltare. Till skillnad från Första, Andra och Tredje AP-fonderna genomför Fjärde AP-fonden i regel inte sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier. Fjärde AP-fonden har valt att inte investera i sidoinvesteringsfonder då de önskar behålla beslutsmandatet för investeringarna internt.

### *Fondinvesteringar*

För tillgångsklassen onoterade aktier investerar Första–Fjärde AP-fonderna primärt i fonder, där en fondförvaltare tilldelas ett diskretionärt investeringsmandat. Detta innebär att fondförvaltaren ansvarar för samtliga faser i investeringsprocessen, inklusive urval och formell genomlysning (eng: due diligence). Se Arkwrights fördjupade analys av investeringar i illikvida tillgångar från 2023, avsnitt 4.3 "Tillvägagångssätt för att investera i illikvida tillgångar" för bakgrund om investeringsprocessen.

Fondinvesteringar kan betraktas som "passiva" ägarstrukturer för AP-fonderna, eftersom deras möjligheter till aktiv ägarstyrning och involvering i innehaven är begränsade. AP-fonderna betonar däremot vikten av förtroende för fondförvaltare, grundat i en långtgående relation och en djupgående analys inför beslut om fondutfästelser. Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna bygger relationer till och utvärderar fondförvaltare internt. Första AP-fonden tillämpar däremot en partnerskapsmodell med en fond-i-fond-förvaltare, Hamilton Lane, som utgör en förlängd arm av AP-fondens förvaltningsorganisation. Hamilton Lane utvärderar fondförvaltare för Första AP-fondens räkning. Däremot bibehåller Första AP-fonden beslutsmandatet för fondutfästelser internt. AP-fondens utfästelser genomförs även separat från Hamilton Lanes egna utfästa fondkapital.

## 3. Slutsatser och rekommendationer

Detta kapitel presenterar Arkwrights slutsatser och rekommendationer avseende Första–Fjärde AP-fondernas i) organisationer inom illikvida tillgångar, ii) investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag, iii) investeringar i onoterade fastighetsföretag, iv) investeringar i infrastruktur samt v) sidoinvesteringar.

### 3.1 Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar

#### 3.1.1 En robust investeringsorganisation och dess förmågor

Investeringar i illikvida tillgångar ställer höga organisatoriska krav på förmågan att fullfölja investeringsprocessen för varje enskild investering. Investerare i illikvida tillgångar behöver säkerställa tillgång till attraktiva investeringsmöjligheter, samt fatta välgrundade investeringsbeslut baserade på omfattande formella genomlysningar (eng: due diligence). Vid direktinvesteringar i bolagsstrukturer tillkommer generellt sett även krav på aktiv ägarstyrning av innehaven. Bevakning av intressen i illikvida tillgångar förutsätter därmed en robust investeringsorganisation. Internationell forskning ger vägledning om god styrning av pensionsfonder, såsom OECD:s principer för pensionsreglering och Clark och Urwins (2008) ramverk för effektiv pensionsfondsstyrning. Begreppet robusthet grundas i organisationens förmåga att bedriva sin investeringsverksamhet och tillvarata och bevaka sina intressen i denna.

Förmåga är inte statisk, utan kan byggas upp och upprätthållas över tid genom rekrytering, erfarenhet och organisatoriskt lärande. På motsvarande sätt kan den också försvagas om nyckelpersoner lämnar organisationen eller om denna belastas med större portföljer eller andra arbetsuppgifter. Organisationens förmåga kan därutöver variera mellan olika tillgångsslag, marknader och faser i investeringsprocessen. För att en organisation ska kunna betraktas som robust anser dock Arkwright att den behöver ha en samlad förmåga att konsekvent utföra sitt mandat i investeringsprocesserna, såväl inom bolags- som fondstrukturinvesteringar. Samtliga aktiviteter som AP-fonderna bedriver och har mandat för kan sammanfattas på följande sätt:

- **Utvärdera marknaden kontinuerligt:** Förmåga att systematiskt och löpande analysera marknaden samt selektera inkommande propåer i syfte att identifiera och prioritera attraktiva affärsmöjligheter.
- **Nätverkande och relationsbyggande:** Förmåga att bygga och upprätthålla nätverk och relationer för att få tillgång till investeringsmöjligheter, medinvesterar och högpresterande fondförvaltare. På den onoterade marknaden är tillgång till transaktioner ofta avhängt etablerade relationer snarare än öppna marknadsprocesser.
- **Genomföra investeringsanalyser:** Förmåga att genomföra resurskrävande och kvalitetssäkra formella genomlysningar (eng: due diligence), inklusive värderingsanalyser och riskbedömningar. Detta innefattar både kvantitativa metoder och kvalitativ bedömning av affärsmodeller, ledningsteam och marknadsförutsättningar.
- **Nyttja spetskompetens:** Förmåga att använda djup kunskap inom specifika tillgångsklasser, branscher eller geografiska marknader vid utvärdering av affärsmöjligheter samt ägarstyrning. Spetskompetens är särskilt betydelsefull för illikvida tillgångar, där informationsasymmetrier är mer uttalade än på noterade marknader.

- **Fatta välgrundade investeringsbeslut:** Förmåga att kritiskt utvärdera investeringsmöjligheter och deras former mot varandra, i relation till portföljstrategin och övergripande målsättningar.
- **Driva ett aktivt värdeskapande:** Förmåga att stärka direktägda portföljinnehav genom ägarstyrning, grundat i en bred och djup kompetens i tillgångarna och deras marknader.
- **Utvärdera innehav löpande:** Förmåga att kontinuerligt utvärdera befintliga direktägda portföljinnehav och deras alternativkostnader djupgående för att fatta välgrundade beslut om fortsatt ägande, kapitaltillskott och avyttringar.

För att en investeringsorganisation ska kunna betraktas som robust anser Arkwright att samtliga ovan nämnda förmågor behöver kunna upprätthållas även när risker materialiseras eller oväntade händelser inträffar. En robust investeringsorganisation behöver ha förmågan att hantera realiserade risker i befintliga innehav, utan att takten för nyinvesteringar eller portföljens framtida avkastning påverkas negativt. AP-fondernas investeringsbeslut behöver grundas i deras långsiktiga strategi och kan inte avgöras av enskilda händelser.

En robust investeringsorganisation förutsätter alltså en viss marginal i resurser och bemanning samt en förmåga att omfördela resurser vid behov. Bemanning marginaler behöver dock avvägas mot kostnadseffektivitet. En mindre organisation med begränsad bemanning kan framstå som kostnadseffektiv under normala förhållanden, men sakna den marginal som krävs för att hantera avvikelser. Omvänt kan en organisation med betydande resursmarginal uppfattas som ineffektiv trots att den är väl rustad för krissituationer. Arkwrights bedömning är dock att kostnadseffektivitet inte får uppnås på bekostnad av robusthet. En investeringsform som endast fungerar under optimala förutsättningar är inte lämplig för institutionella investerare. Detta gäller särskilt för illikvida tillgångar, där möjligheten till avyttring är begränsad och där krishantering kan kräva betydande resurser under utdragna perioder.

### *Styrelsens roll i robusta organisationer*

En grundläggande förutsättning för en robust investeringsorganisation är en välfungerande och proaktiv styrelse med relevant förmåga och erfarenhet för att fastställa mål, strategi och risknivå, samt ansvara för att ändamålsenliga policy och styrdokument finns fastställda och på plats. I perioder av kriser eller negativ medial uppmärksamhet, exempelvis kring enskilda innehav tenderar AP-fonderna att utsättas för hårt externt tryck. I sådana situationer behöver fondernas styrelser ha förmåga att stå fast vid vald strategi och utgöra en stabiliserande kraft mot kortsiktigt agerande. Genom att stödja AP-fondernas ledningar i deras strategigenomförande säkerställer styrelserna att fonderna inte drabbas av reaktiva styrningar som kan skada deras långsiktiga avkastningar.

### 3.1.2 Den historiska utformningen av Första–Fjärde AP-fondernas organisationer

Arkwright konstaterar att Första–Fjärde AP-fondernas kapitalförvaltningsorganisationer och investeringsfilosofier grundades under en tid då investeringsuniversumet i huvudsak omfattade den noterade marknaden<sup>9</sup>. Betoningen på noterade tillgångar förstärktes av den då gällande lagstiftningen som fram till 2019 begränsade AP-fondernas andel illikvida tillgångar till högst 5 procent av

<sup>9</sup> Dock, tidiga exempel på onoterade investeringar är fastighetsinvesteringar såsom Vasakronan, tidigare AP-Fastigheter.

portföljerna<sup>10</sup>. Mot denna bakgrund utformades AP-fondernas organisationer för att hantera stora portföljer som i huvudsak bestod av noterade aktier och obligationer. Denna investeringsverksamhet kan betraktas som skalbar och kräver i regel relativt lite personal per förvaltd krona.

Det är Arkwrights bedömning att AP-fondernas historiska bakgrund har präglat utformningen av sina respektive organisationer för illikvida tillgångar. När andelen illikvida tillgångar ökar testas strukturen fundamentalt, då illikvida investeringar kräver andra resurser och förmågor för analys och aktiv ägarstyrning än exempelvis passiv aktieförvaltning. Arkwrights bedömning är att Första–Fjärde AP-fonderna har adderat investeringar i onoterade tillgångar som en del av sin kärnverksamhet, vilken historiskt har varit inriktad mot investeringar i noterade tillgångar. Detta har resulterat i kapitalförvaltningsorganisationer av begränsad storlek, vilket stämmer väl överens med den explicita och kulturella betoningen på kostnadseffektivitet som har funnits hos AP-fonderna.

Det strukturella gapet mellan AP-fondernas organisationer och deras nuvarande portföljer har, enligt Arkwright, skapat ett styrningsgap där AP-fonderna har begränsade resurser att fullt ut tillvarata och bevaka sina intressen i sina illikvida tillgångar. Arkwright anser att kapitalförvaltningsorganisationer för illikvida tillgångar bör utformas med beaktande av tillgångsslagets unika natur och behov, vilka väsentligen skiljer sig från noterade tillgångar. Detta gäller även stödfunktioner, såsom juridik och riskanalys.

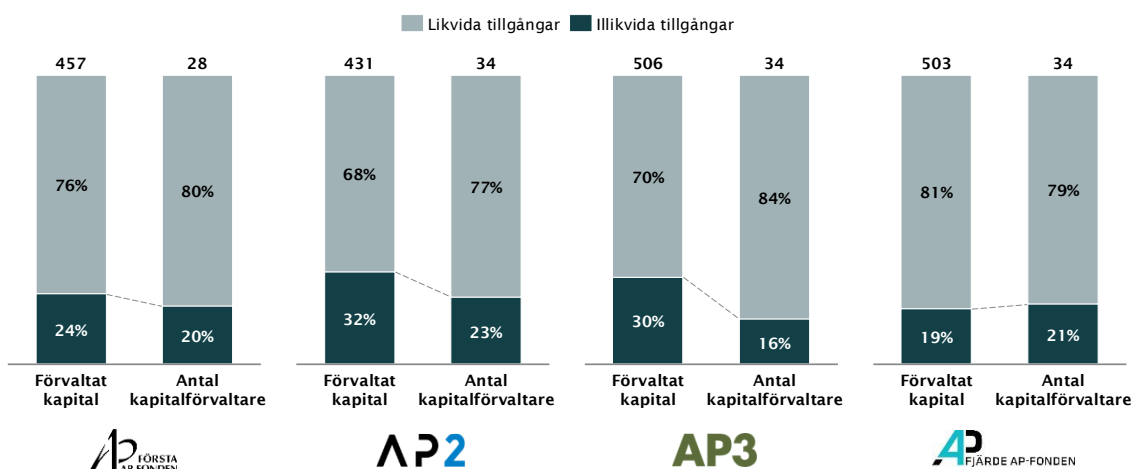
### 3.1.3 Perspektiv på Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar

För att utvärdera om tillräcklig kapacitet – i form av egen intern kompetens och resurser – är säkerställd i AP-fondernas respektive organisationer inom illikvida tillgångar behöver frågan analyseras ur flera perspektiv. Ett perspektiv som Arkwright bedömer som relevant är att jämföra förvaltad kapital och resursallokeringen av antal kapitalförvaltare inom illikvida tillgångar med motsvarande andelar i den totala portföljen. Ett exakt definierat idealt förhållande mellan andelen förvaltad kapital och resursallokering är svårt att fastställa. Däremot anser Arkwright att andelen resursallokering till illikvida tillgångar rimligen som minst bör motsvara tillgångsslagets andel i Första–Fjärde AP-fondernas totala kapitalförvaltningsorganisationer. Det kan noteras att detta endast har stämt för Fjärde AP-fonden mellan 2022 och 2024. För övriga AP-fonder understiger resursallokeringen andelen förvaltad kapital inom illikvida tillgångar med mellan 4 och 14 procentenheter. Jämförelsen illustreras i Figur 9.

---

<sup>10</sup> Laglimiten omfattade inte onoterade fastigheter.

## Allokerat kapital och resurser till illikvida tillgångar i förhållande till den totala portföljen och kapitalförvaltningsorganisationen, snitt för 2022-2024, antal anställda och mdrSEK



Källa: Första-Fjärde AP-fonden  
 Not: Genomsnittliga värden mellan 2022 och 2024 har använts. Vissa AP-fonder proaktivt har utökat sina organisationer under 2025, inför sammanslagningen den 1 januari 2026 (där kvarvarande AP-fonders illikvida portföljer kommer utökas). För att inte ge en missvisande bild av AP-fondernas organisationer historiskt har detta år exkluderats från analysen.

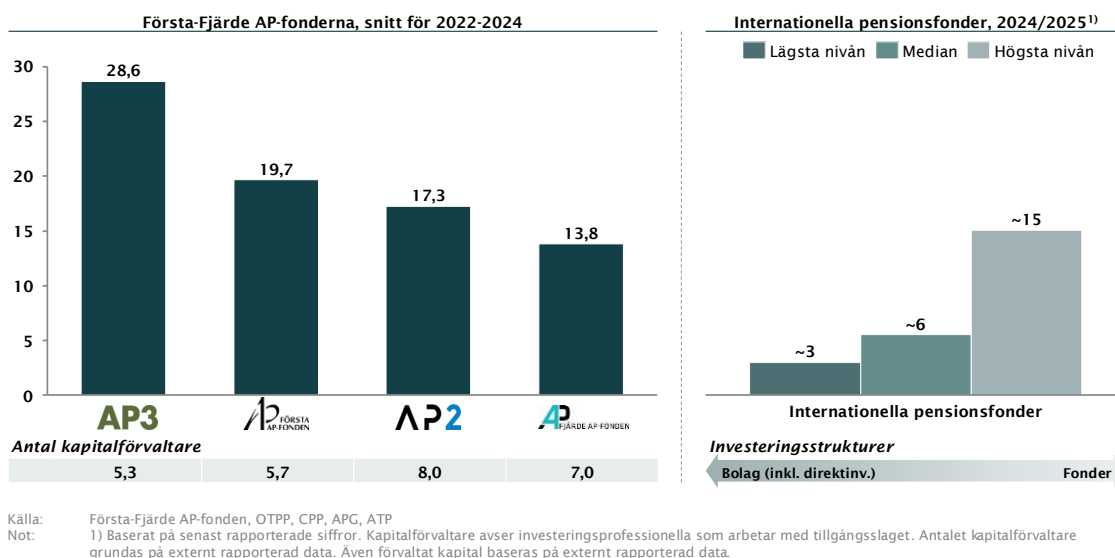
Figur 9: Allokerat kapital och resurser till illikvida tillgångar i förhållande till den totala portföljen och kapitalförvaltningsorganisationen, snitt för 2022-2024, antal anställda och mdrSEK

För att ge ytterligare perspektiv på dimensioneringen av Första-Fjärde AP-fondernas organisationer kan en indikativ jämförelse göras med internationella pensionsfonder. Arbetsmängd och resursbehov påverkas av ett flertal faktorer, däribland vilka aktiviteter som ingår i investeringsprocessen samt i vilken utsträckning investeringar sker via fondstrukturer respektive direkt i bolagsstrukturer och i vilka former. Ett förenklat mått är att relatera förvaltad kapital till antal kapitalförvaltare. Externt rapporterade data visar att varje kapitalförvaltare i de analyserade internationella fonderna förvaltar cirka 3–15 miljarder kronor.<sup>11</sup>

Trots att analysen är indikativ bedömer Arkwright att intervallet ger en uppfattning om hur dessa pensionsfonder bemannar sina organisationer i relation till AP-fonderna. Det kan konstateras att AP-fondernas värde av förvaltad kapital per anställd väsentligt överstiger medianen för de internationella jämförelsefonderna. Med fler kapitalförvaltare, men samma portföljstorlek, hade AP-fonderna rört sig närmare medianen. Endast Fjärde AP-fonden uppvisar ett värde som understiger den högsta nivå som rapporterats i det internationella urvalet. Den indikativa jämförelsen presenteras i Figur 10.

<sup>11</sup> En internationell jämförelse av pensionsfonders bemanning inom alternativa tillgångar ingick inte i uppdraget. Arkwright har däremot valt att ta med ett indikativt internationellt perspektiv för att ge ett perspektiv på AP-fondernas bemanning inom illikvida tillgångar. Arkwright har även funnit exempel på institutioner som enbart investerar i fondstrukturer (inkl. sidoinvesteringar) och då når högre kapital per förvaltare än det identifierade intervallet. Dessa har däremot exkluderats med anledning av dess mer begränsade jämförbarhet till AP-fonderna.

## Indikativ jämförelse av förvaltad kapital per person mellan Första-Fjärde AP-fonden och internationella pensionsfonder, mdrSEK



Figur 10: Indikativ jämförelse av förvaltad kapital per person mellan Första-Fjärde AP-fonderna och internationella pensionsfonder, mdrSEK

Både den internationella jämförelsen samt jämförelsen med deras egna portföljer talar för att AP-fonderna, särskilt Första, Andra och Tredje AP-fonderna, har resursbegränsad bemanning inom illikvida tillgångar.

Samtidigt bör det noteras att Första-Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar inkluderar stödfunktioner och, vid behov, andra kapitalförvaltningsteam som inte har inkluderats i ovan analys. AP-fonderna har även, i varierande grad, förlängningar av sina organisationer. Polhem Infra kan anses falla inom denna kategori. Även Första AP-fondens samarbete med Hamilton Lane och Tredje AP-fondens investeringsplattform Covalent kan anses förstärka de interna investeringsorganisationerna.

### 3.1.4 Risker med Första-Fjärde AP-fondernas nuvarande organisationer inom illikvida tillgångar

Arkwrights övergripande uppfattning är att det strukturella gapet mellan fondernas resurskapacitet och storleken på de illikvida portföljerna utgör den enskilt största risken i AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar (bedömningen rör organisationernas strukturella kapacitet och säkerhetsmarginal, inte medarbetarnas kompetens och professionalism). Likt de fördjupade analyserna (tilläggsuppdragen) för 2023 och 2024 års utvärderingar (Regeringen, 2024, Skr. 2023/24:130, bil. 9; Regeringen, 2025, Skr. 2024/25:130, bil. 9) påtalar Arkwright att AP-fondernas relativt begränsade organisationer kan begränsa förmågan att utföra samtliga delar av investeringsverksamheten på ett kvalitetssäkrat sätt. Detta riskerar att bli särskilt påtagligt när risker materialiseras i enskilda innehav.

Det ligger i de illikvida tillgångsslagens natur att vissa innehav utvecklas i en oväntad riktning och kräver omfattande uppmärksamhet och resurser från dess ägare. När detta oundvikligen inträffar bedömer Arkwright att AP-fondernas organisationer har begränsad förmåga att, med adekvat



kapacitet, utföra samtliga arbetsuppgifter inom nyinvesteringar och befintlig förvaltning. En möjlig konsekvens är att nyinvesteringar genomförs i lägre utsträckning, vilket observerades när 4 to 1 Investments investering i Northvolt utvecklades negativt. På samma sätt bedömer Arkwright att AP-fondernas förmåga till proaktiv riskmitigering är delvis begränsad. AP-fonderna kan därför, vid materialiseringen av ytterligare risker i den illikvida portföljen, tvingas till reaktiva åtgärder som i värsta fall inträffar för sent.

Arkwright anser att AP-fonderna behöver säkerställa robusta organisationer med relevanta resurser och förmågor som har en viss säkerhetsmarginal för hantering av oväntade händelser. Idag bedöms den organisatoriska kapacitetsbufferten som marginell och vara i behov av utbyggnad. Det bör även noteras att Första–Fjärde AP-fonderna har ett relativt stort utrymme att investera i illikvida tillgångar. För att kunna generera bästa möjliga nytta för pensionssystemet måste AP-fonderna optimera förmågan att nyttja utrymmet. Om alltför hög kostnadsmedvetenhet sätts i första rummet framför organisatorisk styrka riskerar fondernas förmåga att nå investeringsmålen att undermineras.

### 3.1.5 Arkwrights rekommendationer

Arkwrights rekommendationer avseende Första–Fjärde AP-fondernas organisationer inom illikvida tillgångar sammanfattas på följande sätt:

- **Säkerställa robusta investeringsorganisationer:** Första–Fjärde AP-fonderna behöver säkerställa robusta organisationer med kapacitet och förmåga att genomföra de faser i investeringsprocessen som de har mandat för, även under resurskrävande perioder. Arkwright rekommenderar att AP-fonderna förstärker sina interna kapitalförvaltningsorganisationer inom illikvida tillgångar genom att tillföra fler medarbetare. Ytterligare kapacitetsmarginal kan även säkerställas genom ett ökat nyttjande av samarbetspartners.
- **Introducera organisationsnyckeltal:** I nuvarande styrningsstrukturer behandlas organisationsfrågan i budgetsammanhang, där resursallokeringen i huvudsak optimeras från ett kostnadsperspektiv. Arkwright anser att AP-fondernas styrelser bör införa nyckeltal som mäter organisationernas robusthet och relevans i relation till vald investeringsstrategi samt förmåga att implementera densamma. Exempel: i) medarbetare per mdrSEK portfölj (fastigheter, onoterade aktier, infrastruktur), ii) kapacitetsbuffert (max hanterbar vs. faktisk portfölj per medarbetare), iii) stresstest (tillgängliga medarbetare vid simultana riskhändelser i till exempel 3–5 innehav).

## 3.2 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Första–Fjärde AP-fonderna har upprättat två gemensamägda riskkapitalföretag: Polhem Infra och 4 to 1 Investments. Det sistnämnda har blivit särskilt uppmärksammat till följd av sin investering i batteritillverkaren Northvolt. Bildandet av dessa bolag, och erfarenheterna från deras investeringar, har gett värdefulla insikter om AP-fondernas investeringsformer styrning och organisation. Nedan presenteras de mest centrala slutsatserna och lärdomarna som Arkwright har identifierat.

### 3.2.1 Organisatorisk substans

AP-fondslagen (2000:192), inklusive de lagändringar som trädde i kraft den 1 januari 2019 och 1 maj 2020, som utökade utrymmet att investera i illikvida tillgångar och höjde röstandelsgränsen för AP-fonderna till 35 procent i riskkapitalföretag, definierar inte organisatoriska krav för gemensamägda riskkapitalföretag. Lagstiftningen anger ramar för AP-fondernas placeringsverksamhet, inklusive bland annat krav på låg total risknivå och långsiktigt hög avkastning, samt att AP-fonderna inte ska ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i riskkapitalföretag (Sveriges regering, 2019; Sveriges riksdag, 2000, 4 kap. 1 § och 5 b §). Däremot specificeras inte vilka organisatoriska egenskaper ett riskkapitalföretag bör ha för att fungera som en lämplig investering i AP-fondernas kapitalförvaltning.

För att möjliggöra en systematisk utvärdering av investeringsformen gemensamägda riskkapitalföretag introducerar Arkwright begreppet organisatorisk substans som ett analytiskt ramverk.<sup>12</sup> Ett riskkapitalföretag besitter i denna analys *organisatorisk substans* om det *som minst* uppfyller följande tre grundläggande principer:

- **Organisatorisk robusthet:** En robust och självständig organisation med ledning samt dedikerad investeringsorganisation som bedriver en dokumenterad investeringsprocess, inklusive ett beredande investeringsorgan och tydliga roller för riskhantering och oberoende uppföljning.
- **Portföljansats:** En fastställd strategi och kapacitet att över tid bygga upp och förvalta en portfölj inom det givna förvaltningsmandatet, med god diversifiering, definierad risknivå och riskbudget, anpassad kapital- och likviditetsram samt tydlig koppling till AP-fondernas uppdrag och hållbarhetskrav. Detta innefattar förmåga att planera uppföljningsinvesteringar, hantera återflöden och successivt anpassa portföljen utifrån erfarenheter och marknadsförutsättningar.
- **Definierad kapitalram:** En kapitalram, anpassad till vald strategi och investeringshorisont, som möjliggör en effektiv uppbyggnad och förvaltning av portföljen, inklusive uppföljningsinvesteringar.

Utöver dessa tre principer, som utgör en grundläggande nivå för organisatorisk substans, finns även andra aspekter som kan vara avgörande för ett riskkapitalföretags långsiktiga lämplighet. Hit hör bland annat transparens i processer och rapportering, oberoende översyn och konflikthantering, en lärande och adaptiv organisationskultur.

Enligt Arkwright bör gemensamägda riskkapitalföretag som huvudregel uppfylla dessa principer för organisatorisk substans innan de påbörjar sin investeringsverksamhet. Ramverket används i följande avsnitt för att översiktligt belysa investeringsformen riskkapitalföretag och hur dess organisatoriska förutsättningar tar sig uttryck i de gemensamägda bolag som Första-Fjärde AP-fonderna har etablerat.

---

<sup>12</sup> Begreppet tar sin utgångspunkt i internationella styrningsprinciper, såsom OECD:s riktlinjer för pensionsfondsstyrning (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2012), forskning om goda principer (eng: best practice) för institutionella investerare (Clark & Urwin, 2008), samt, i besläktad EU-reglering av alternativa investeringsfonder (Europaparlamentet & Europeiska unionens råd, 2011, art. 20) som illustrativ parallell och för relevans av principerna, även om AP-fonderna inte omfattas av detta regelverk. Sammantaget betonar dessa källor att delegerad kapitalförvaltning bör ske till strukturer med reell organisatorisk kapacitet, inte till juridiska former utan faktisk substans.

### 3.2.2 Slutsatser och lärdomar från Polhem Infra

Tilläggsuppdraget har analyserat Polhem Infra ur ett ägarperspektiv, där AP-fondernas informationsdelgivning har legat till grund för utvärderingen. I uppdraget ingick inte att i detalj utvärdera Polhem Infrans organisation, exempelvis avseende investeringsprocess, organisatorisk kapacitet och interna målsättningar. Den tillgängliga informationen indikerar dock att Polhem Infra uppfyllde substansprinciperna på en grundläggande nivå. Bolaget har en organisation bestående av sju medarbetare samt en investeringskommitté som bereder investeringsbeslut inför styrelsen. Styrelsen består av såväl beroende som oberoende ledamöter. Sedan grundandet 2019 har Polhem Infra även genomfört ett flertal investeringar, vilket indikerar en portföljansats. Bolaget har därutöver en definierad kapitalram.

Uppbyggnaden av Polhem Infra exemplifierar dock komplexiteten i att bygga upp en robust organisation med förmåga att bedriva investeringsverksamhet. Den identifierade komplexiteten avser dels den tid som krävs för att etablera en lämplig organisation, dels de ersättningsstrukturer som kan erbjudas kapitalförvaltarna. Båda dessa aspekter redogörs för nedan.

#### *Riskkapitalföretagets uppbyggnadsprocess*

Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna bildade det gemensamma riskkapitalföretaget Polhem Infra<sup>13</sup> 2019. Organisationen har successivt byggts upp och består idag av sju medarbetare med bedömd relevant kompetens inom nordisk infrastruktur. Polhem Infra är en självständig organisation med ledning, egen investeringsorganisation samt en definierad kapitalram inom sitt förvaltningsmandat. Arkwright betonar den tid som har krävts för att nå nuvarande nivå och struktur, uppskattningsvis tagit minst sex år.

Utifrån att det kan ta 5–10 år att bygga upp organisatorisk substans från grunden bör AP-fonderna överväga rimligheten i att bilda gemensamägda riskkapitalföretag. Detta bör särskilt vägas mot kostnaderna för utvecklingsfasen, inklusive alternativkostnaden från uteblivna investeringar i tillgångsslaget via andra former, samt risken att ledning och styrelse i riskkapitalföretaget binds upp i rekrytering och processutveckling i stället för aktiv förvaltning.

Gemensamägda riskkapitalföretag ger förutsättningar för en kostnadseffektiv investeringsform, med insyn och inflytande. Arkwright menar inte att AP-fonderna bör undvika gemensamägda riskkapitalföretag som investeringsform. I stället betonar Arkwright vikten av att inte låta upprättandet ske på bekostnad av omfattningen och kvaliteten i den löpande investerings- och förvaltningsverksamheten.

#### *Kompetensförsörjningens centrala roll*

En central förutsättning för att lyckas som riskkapitalföretag är förmågan att rekrytera och behålla erfarna och kvalificerade förvaltare med spetskompetens inom relevanta tillgångsklasser och marknader. Detta bör särskilt beaktas i relation till den privata marknadens uppbyggnad, som i hög grad vilar på individers nätverk, relationer och tillgång till affärer.

---

<sup>13</sup> Polhem Infra AB/KB beskrivs mer ingående i avsnitt 6.1.2.

För att kunna rekrytera relevant personal måste de AP-fondsägda riskkapitalföretagen vara konkurrenskraftiga arbetsgivare, vilket inkluderar ersättningsnivåer och strukturer. AP-fonderna har däremot, i egenskap av ägare, begränsade möjligheter att erbjuda konkurrenskraftiga ersättningsnivåer till nyckelpersoner i sina riskkapitalbolag. Trots att andra faktorer än kompensation bidrar till riskkapitalföretagens attraktivitet på arbetsmarknaden anser Arkwright att nuvarande ersättningsnivåer kan utgöra ett hinder för att långsiktigt upprätthålla robusta organisationer. Polhem Infras uppbyggnad belyser Första–Fjärde AP-fondernas strukturella utmaningar avseende ersättningsnivåer och -strukturer. Mot denna bakgrund bör lämpligheten av gemensamägda riskkapitalföretag utvärderas mot i relation till dessa förutsättningar.

Ett alternativ är investeringar via fondstrukturer eller liknande. Trots högre avgiftsnivåer ger denna investeringsform tillgång till robusta team och nettoavkastning, eftersom de har förmåga att attrahera och behålla högpresterande medarbetare. Gemensamägda riskkapitalföretag kan dock vara mer kostnadseffektiva än fondstrukturer för "core"-infrastruktur. Noteras att de kan ge konkurrensfördelar för specifika tillgångar inom nordisk infrastruktur, där AP-fonderna ses som attraktiva, långsiktiga ägare. Lämpligheten av fondstrukturer respektive gemensamägda riskkapitalföretag varierar därmed med vald investeringsstrategi.

### *Arkwrights rekommendationer*

Arkwrights rekommendationer, grundade i lärdomar från Polhem Infra, kan sammanfattas på följande sätt:

- **Överväg alternativa investeringsformer under uppbyggnadsfasen:** För att undvika alternativkostnader i form av utebliven avkastning bör andra investeringsformer, exempelvis fondstrukturer, övervägas parallellt med att riskkapitalföretagets organisation byggs upp.
- **Utvärdera formens lämplighet givet ersättningen som kan erbjudas:** Riskkapitalföretag bör endast etableras om AP-fonderna långsiktigt kan rekrytera och behålla en organisation med hög kompetens. Fondinvesteringar kan, trots högre avgiftsnivåer, potentiellt generera högre nettoavkastning.

### 3.2.3 Slutsatser och lärdomar från 4 to 1 Investments

Det andra gemensamägda riskkapitalföretaget som AP-fonderna har upprättat är 4 to 1 Investments, som investerade i batteritillverkaren Northvolt. Det är en central del av AP-fondernas uppdrag att ta risker i sina investeringar, både på den noterade och onoterade marknaden. Investeringsformen 4 to 1 Investments har upprättats i enlighet med lagens bestämmelser och propositionens formuleringar, vilket AP-fonderna framhåller som en grund för dess lämplighet. Att förvalta kapital i en gemensam struktur för att uppnå skalfördelar och kostnadseffektivitet är även i grunden förenligt med etablerad och ansvarsfull kapitalförvaltning.

Utifrån den information som Arkwright har tagit del av finns det inga indikationer på att AP-fonderna avvek från sina fastställda beslutsprocesser i bildandet av det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments. Respektive AP-fond följde sin mandatstruktur och investeringsprocess vid beslut om kapitaltillskott till riskkapitalföretaget, med formella genomlysningar (eng: due diligence) som grund. På samma sätt följde 4 to 1 Investments sin investeringsprocess vid investeringsbeslutet i Northvolt.

Däremot anser Arkwright att investeringsformen 4 to 1 Investments har utförts med en strukturellt bristfällig styrning, sett till utformningen av det gemensamma riskkapitalföretaget och dess avsaknad av organisatorisk substans. En fördjupning av upprättandet av 4 to 1 Investments, den identifierade styrningsproblematiken, samt Arkwrights slutsatser och rekommendationer, presenteras nedan.<sup>14</sup>

### *Bakgrunden till 4 to 1 Investments bildade: beslutsmiljö*

En av tilläggsuppdragets centrala frågeställningar är hur AP-fonderna säkerställer lämplig styrning, bemanning, resurser och bevakning av ägarintressen vid investeringar genom gemensamägda riskkapitalföretag. Svaret på den frågan kan inte helt skiljas från den kontext där 4 to 1 Investments bildades och investeringsbeslutet fattades. Den beslutsmiljö som rådde runt 2019–2021, med regulatoriska reformer, global hållbarhetstrend och bred marknadskonsensus kring batteriteknologi, är faktorer som investeringsformen och beslutsprocessen behöver vara robusta nog att hantera.

Det finns ingenting som pekar på att en *direkt* politisk styrning låg till grund för 4 to 1 Investments bildande eller dess investeringsbeslut i Northvolt. Däremot hade Northvolt en framträdande roll i den svenska industripolitiken och den europeiska gröna omställningen, med stöd från statliga aktörer och EU-finansiering, vilket skapade en bakgrund med starkt fokus på strategiska mål. Detta belyste frågor kring form- och styrningsaspekter som detta uppdrag analyserar. Ett urval av centrala komponenter som skapade den då rådande tidsandan redogörs för nedan.

**Lagändringen 2019:** Den 1 januari 2019 ändrades AP-fondslagen på två avgörande sätt. Taket för illikvida tillgångar höjdes från 5 till 40 procent av portföljen. Samtidigt infördes kravet på att fonderna ska bedriva sin förvaltning "på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande," med särskild vikt vid hur hållbar utveckling kan främjas. Lagen skapade en strukturell medvind som förstärkte den tidsanda och fokus på hållbara investeringar som redan rådde. Fonderna fick ett utökat mandat att investera i illikvida tillgångar och en lagstadgad förväntning att prioritera hållbarhet. Samtidigt valde AP-fonderna att upprätta riskkapitalföretaget 4 to 1 i mars 2021, mindre än 2,5 år efter lagändringen. Denna kombination skapade en strukturell sårbarhet.

**Den "gröna investeringsvågen":** Perioden 2018–2021 utgjorde en del av den så kallade "gröna investeringsvågen". Det globala hållbara fondkapitalet växte från omkring 5 biljoner<sup>15</sup> kronor 2018 till över 20 biljoner kronor 2021 (se kapitel 5.7 för utveckling t.o.m. 2025). EU:s taxonomi för hållbara investeringar (Europaparlamentet och Europeiska unionens råd, 2020)<sup>16</sup>, SFDR-regelverket (Europaparlamentet och Europeiska unionens råd, 2019)<sup>17</sup> och European Green Deal (Europeiska kommissionen, 2019)<sup>18</sup> skapade ett ramverk som inte bara uppmuntrade utan i praktiken förväntade

---

<sup>14</sup> Avsnittet omfattar slutsatser och rekommendationer som Arkwright har identifierat fram till den sista december 2025. Eventuella offentliggöranden som har skett därefter har inte inkluderats i rapporten.

<sup>15</sup> 1 biljon = 1 000 miljarder

<sup>16</sup> EU:s taxonomi för hållbara investeringar ämnar etablera ett gemensamt klassificeringssystem som definierar vilka ekonomiska aktiviteter som kan anses miljömässigt hållbara, i syfte att styra kapitalflöden mot hållbara investeringar och motverka så kallad "greenwashing".

<sup>17</sup> SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) är EU:s förordning om hållbarhetsrelaterade upplysningar som även kallas disclosureförordningen. SFDR reglerar hur finansmarknadsaktörer och finansiella rådgivare ska informera sina investerare och kunder om hållbarhet.

<sup>18</sup> European Green Deal, eller den europeiska gröna given, är EU:s övergripande strategi för att ställa om ekonomi, energi, transporter och industri mot klimatneutralitet. Den syftar till att minska utsläppen med minst 50 procent till 2030, med ambitionen att nå 55 procent, samt att göra klimatneutralitet till 2050 rättsligt bindande genom den europeiska klimatlagen.

att institutionella investerare sökte gröna investeringsmöjligheter. Fonder klassificerade under SFDR Artikel 9 behövde investera i bolag som Northvolt för att uppfylla sina egna fondmandat.

AP-fonderna operationaliserade lagkravet kring föredömlig förvaltning och hållbar utveckling genom att skapa dedikerade hållbarhetskategorier. Samtliga fonder pekade konsekvent ut onoterade tillgångar som en central arena för hållbarhetspåverkan. När Northvolt presenterade sig som den mest karaktäristiska europeiska gröna investeringen, vid exakt rätt tidpunkt, sammanföll detta med fondernas organisatoriska behov av investeringar att fylla dessa kategorier med.

**Riksrevisionens granskning:** Den 3 juni 2021, sex dagar innan 4 to 1 Investments investeringsbeslut i Northvolt offentliggjordes, publicerade Riksrevisionen sin granskning av AP-fondernas hållbarhetsarbete (RiR 2021:18). Rapporten bedömde fondernas hållbarhetsarbete som "ändamålsenligt" i förhållande till det lagstadgade uppdraget. I en internationell jämförelse (Regeringen, 2020) angavs dessutom att AP-fonderna tillhörde den globala fronten inom hållbart ägande. Granskningen konstaterade att fonderna hade etablerade processer för hållbarhetsriskanalys och aktivt ägande.

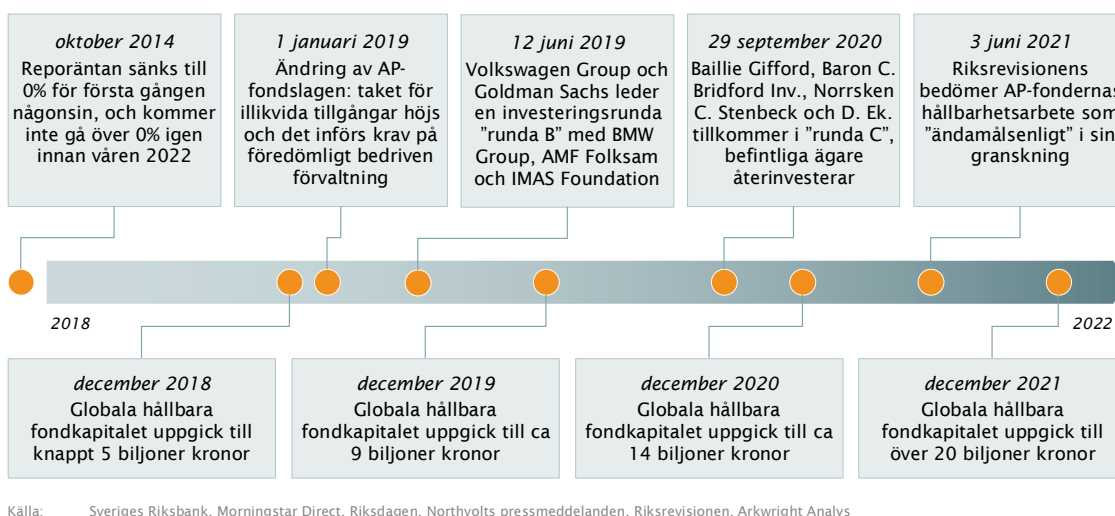
Bedömningen var rimlig givet granskningens syfte, nämligen att utvärdera huruvida fondernas hållbarhetsarbete svarade mot det nya lagkravet. Däremot bör det understrykas att granskningen utvärderade övergripande processer och strukturer, inte specifika investeringsbesluts *former, process och kvalitet*. Tidpunkten innebar att fonderna fick en implicit validering av sitt hållbarhetsramverk några dagar innan de genomförde sin största enskilda hållbarhetsinvestering. Även om granskningen inte tog ställning till specifika investeringar, kan den ha bidragit till en beslutsmiljö där fondernas interna ramverk uppfattades som validerat av en oberoende granskare.

**Räntemiljö:** Investeringen genomfördes i slutet av en utdragen nollränteperiod. Riksbanken hade hållit styrräntan på noll procent sedan 2015, i linje med andra centralbanker som ECB (-0,5 procent) och Fed (0–2,25 procent). Låga diskonteringsräntor gynnade per definition tillgångar med lång kassaflödesduration, som Northvolts projekterade kassaflöden.

**Cirkulär validering:** Välrenommerade aktörer, såväl institutionella investerare som industriella strategiska investerare, deltog i Northvolts kapitalanskaffningar genom ett flertal investeringsrundor. I respektive finansieringsrunda hänvisades till tidigare investerares deltagande som en kvalitetsindikator. Investerarnas engagemang kan ha bidragit till ökad legitimitet och förtroende för investeringen samt ha påverkat efterföljande investerares riskbedömning.

Den konvergens av regulatoriska reformer, global hållbarhetstrend, nollräntemiljö, cirkulär validering och intern organisatorisk dynamik som rådde 2021 skapade förutsättningar som gjorde Northvolt-investeringen *lättare* att fatta och svårare att avstå från. En tidslinje över ovan nämnda händelser, som tillsammans kan förklara den rådande beslutsmiljö, sammanfattas i Figur 11.

## Tidslinje: Urval av händelser som formade beslutsmiljön kring investeringen i 4 to 1 Investments i juni 2021



Figur 11: Tidslinje: Urval av händelser som skapade beslutsmiljön kring investeringen i 4 to 1 Investments i juni 2021

### Beteendeekonomiska mekanismernas roll i den gröna omställningen

Den beslutsmiljö som beskrivs ovan verkar inte i ett vakuum. Forskningen inom beteendeekonomi identifierar systematiska mekanismer som förklarar hur beslutsfattare, även erfarna och professionella, avviker från strikt rationell analys. Dessa mekanismer utmanar just de processer som tilläggsuppdraget analyserar: kritisk granskning av styrning, investeringsform, resurser och uppföljning. De verkar sällan isolerat och i en miljö som den som rådde 2021 förstärker de varandra. Följande mekanismer är särskilt relevanta att belysa i ett investeringsfall som Northvolt:

- **Överkonfidens:** Forskningen om överkonfidens (eng: overconfidence bias) visar att beslutsfattare systematiskt överskattar sin förmåga att bedöma komplexa situationer och underskattar osäkerheten i sina prognoser (Kahneman & Tversky, 1979; Moore & Healy, 2008). Denna mekanism illustreras i situationer som Northvolt, där en utbredd uppfattning på marknaden om hög sannolikhet för framgång i förhållande till risken uppstår, särskilt när den egna bedömningen valideras genom investeringar från andra välrenommerade institutionella och strategiska aktörer (cirkulär validering). Detta utmanar förmågan till oberoende och kritisk granskning i investeringsprocesser som de hos AP-fonderna.
- **Asymmetrisk riskbedömning (prospektteori):** Kahneman och Tverskys prospektteori (1979) visar att beslutsfattare värderar förluster tyngre än motsvarande vinster. Enligt teorin kan ett avstående från investeringen uppfattas som en förlust, både i form av utebliven finansiell avkastning och i relation till det lagstadgade hållbarhetsuppdraget. En sådan förlustperception kan påverka beslutsfattandet mot ett högre risktagande.
- **Ankring:** Forskningen om ankring (Tversky & Kahneman, 1974) visar att initiala referenspunkter har oproportionerligt stor påverkan på efterföljande bedömningar, även när beslutsfattaren är medveten om förankringseffekten. Denna mekanism visas i investeringsprocesser där (vissa) beslutsunderlag ofta tillhandahålls av rådgivare med intresse i transaktionen. Här etableras ursprungliga explicita och implicita värderingsantaganden om

exempelvis stark efterfrågan på hållbara NMC<sup>19</sup>-litium-jon-battericeller för elbilar och energilagring, fungerande teknologi, produkt lansering utan regulatoriska hinder, effektiv uppskalning av produktionskapacitet, konkurrenskraft gentemot kinesiska tillverkare som CATL eller BYD med konkurrenskraftigt kostnadsläge genom statliga subsidier, stordrift och optimerade produktionsprocesser samt fortsatt policy-stöd från EU:s Green Deal. Enligt mekanismen resulterar detta i att efterföljande investerare utgår från dessa antaganden snarare än att pröva dem mot oberoende analyser, vilket ger dem en styrande effekt genom hela investeringskedjan. Detta utmanar förmågan till oberoende utvärdering i investeringsprocesser.

- **Representativitet och extrapolering:** "Representativeness heuristic" (Tversky & Kahneman, 1974) beskriver tendensen att behandla en kort observationsperiod som representativ för det långsiktiga normalfallet. Enligt denna mekanism resulterar en historiskt unik miljö som perioden 2018–2021, med nollräntor, explosiv tillväxt i elfordonsmarknaden och kraftiga ESG-flöden i att den uppfattats som det nya normalfallet. Detta utmanar förmågan att separera temporära marknadsvillkor från strukturella trender, såsom hållbarhet, drivet av lagkrav och avtal, upplevs i vågor med hype-toppar som 2018–2021, men som en underliggande systemförändring.
- **Narrativ ekonomi:** Robert Shillers "Narrative economics" (2019) visar hur dominerande berättelser driver ekonomiska beslut på sätt som avviker från vad en strikt finansiell analys motiverar. Denna mekanism illustreras i situationer som Northvolt, som blev en symbol för den gröna omställningen, Europas industriella självständighet och Sveriges roll i den globala energitransitionen. Enligt teorin tenderar sådana narrativ att minska uppmärksamheten på hårda utvärderingsfrågor, där ett ifrågasättande av investeringen uppfattas som ett ifrågasättande av den gröna omställningen i sig. Narrativets styrka är ofta en produkt av de övriga mekanismerna: överkonfidens minskar benägenheten att söka motbevis, ankring låser fast förväntningarna vid optimistiska antaganden, och representativitetsheuristiken får en unik marknadsperiod att framstå som det nya normalfallet. Tillsammans skapar dessa mekanismer en beslutsmiljö som systematiskt utmanar den kritiska analysen.
- **Flockbeteende:** Abhijit Banerjees "A Simple Model of Herd Behavior" (1992) beskriver hur beslutstagare kan fatta beslut baserat på andras handlingar snarare än på egen information. Exempelvis, när flera aktörer investerar i ett bolag kan detta skapa en informationskaskad där efterföljande investerare tolkar tidigare beslut som en signal om bolagets kvalitet, även om den underliggande informationen är osäker.

Det bör noteras att beslutsmiljön inte skapar investeringsbeslut. Däremot resulterar den i förutsättningar som gör vissa beslut mer sannolika enligt beteendeeconomiska teorier. Den tenderar även att förklara varför eventuella styrningsbrister inte uppmärksammas i tillräcklig grad. I en miljö där en investering uppfattas som moraliskt riktig, regulatoriskt motiverad och validerad av andra tungviktiga investerare leder mekanismerna till att de normala incitamenten att ifrågasätta investeringens attraktivitet försvagas enligt dessa mekanismer.

En robust beslutsprocess ska vara konstruerad för att motstå denna typ av kontextuellt tryck, genom oberoende analys, systematisk identifiering av risker, ifrågasättande av konsensus, etablerade policies,

---

<sup>19</sup> NMC: Nickel-Mangan-Kobolt-kemi



och tydliga eskaleringsrutiner. En central fråga är därför om AP-fondernas rådande styrningsstrukturer var tillräckligt robusta för att kompensera för trycket som skapas av rådande beslutsmiljö.

#### *4 to 1 Investments organisatoriska substans*

Till skillnad från Polhem Infra, det andra gemensamägda riskkapitalföretaget som AP-fonderna har upprättat, saknar 4 to 1 Investments heltidsanställda i sin investeringsorganisation och företaget har endast investerat i en tillgång (Northvolt). Riskkapitalföretaget saknar även en kapitalram. Redan vid en översiktlig tillämpning av ramverket för organisatorisk substans på en grundläggande nivå för 4 to 1 Investments kan det konstateras att ingen av principerna ännu är uppfyllda. En bedömning av substansprincipernas uppfyllnad, avseende i) organisatorisk robusthet, en ii) portföljansats och iii) en definierad kapitalram, redogörs för nedan.

**Organisatorisk robusthet:** 4 to 1 Investments har sedan bildandet bemannats med deltidskonsulter som har ansvarat för företagets operativa företagsledning. AP-fonderna menar att 4 to 1 Investments bemanning var väl avvägd för portföljen och sannolikt skulle ha utökats i takt med portföljens tillväxt om ytterligare investeringar hade genomförts. Arkwright anser dock att riskkapitalföretagets organisation saknade kapacitet och förmåga att med egna resurser självständigt utvärdera marknaden, identifiera attraktiva investeringsmöjligheter, genomföra formella genomlysningar (eng: due diligence), fatta investeringsbeslut och bedriva aktiv ägarstyrning av portföljinnehaven.

Arkwright instämmer helt med AP-fondernas syn att riskkapitalföretagens organisationer behöver vara kostnadseffektiva. Däremot får kostnadseffektivitet inte ske på bekostnad av organisatorisk relevans och förmåga. Arkwright anser att riskkapitalföretagets investeringsverksamhet behöver *föregås* av en robust organisation med relevant kompetens som har förmågan att utvärdera möjligheter och fatta investeringsbeslut, separat från AP-fondernas egna förvaltningsverksamheter. Organisationen bör därmed bemannas proaktivt snarare än reaktivt. 4 to 1 Investments kan inte ha ansetts uppfylla detta.

Arkwright anser att riskkapitalföretagets organisation kräver en långsiktig resursuppbyggnad, med utgångspunkt i företagets investeringsstrategi och förväntade utveckling. Beslut om uppbyggnad av riskkapitalföretaget får inte grundas i kortsiktiga budgetbegränsningar eller enstaka investeringsobjekt. Saknas dessa organisatoriska förutsättningar – vilket Arkwright bedömer var fallet för 4 to 1 Investments – är det enligt Arkwright olämpligt att genomföra investeringar via ett riskkapitalföretag som investeringsform.

**Portföljansats:** 4 to 1 Investments portfölj har uteslutande bestått av dess innehav i Northvolt. Varken AP-fondslagen eller dess förarbeten anger att riskkapitalföretag behöver ha fler än ett innehav. Däremot är det Arkwrights bedömning, grundad i god institutionell investeringspraxis, att riskkapitalföretag bör vara väl diversifierade och ha ett flertal portföljinnehav. Diversifiering är en fundamental princip för riskhantering inom institutionell kapitalförvaltning. Branschstandard är att bygga en portfölj om 10–20 innehav över en investeringsperiod om minst 3–5 år. Mot denna bakgrund framstår 4 to 1 Investments portfölj, med endast ett innehav under närmare fyra år, som avvikande från vad som kan förväntas av ett riskkapitalföretag.

Vikten av diversifiering betonas särskilt inom affärsmodellen för investeringar i nybildade företag (eng: venture), som bygger på att ett fåtal framgångsrika investeringar kompenserar för övriga

lågavkastande portfölj innehav.<sup>20</sup> Northvolt, ett nystartat bolag som verkade på en ny marknad och nyttjade ny teknik, kan betraktas som ett nybildat företag (eng: venture, growth). Portföljdiversifiering är därmed särskilt central för att uppnå en attraktiv riskjusterad avkastning.

I sammanhanget bör det noteras att Första–Fjärde AP-fonderna menar att 4 to 1 Investments bildades med en intention om att investera i ytterligare innehav och att ett antal investeringsmöjligheter har förelagts riskkapitalföretagets styrelse. Arkwright konstaterar att riskkapitalföretaget varit verksamt sedan 2021 men inte genomfört några investeringar utöver Northvolt. När investeringen skrevs ned till noll vid utgången av 2024 hade bolaget uppvisat en passivitet avseende investeringar i andra bolag under närmare fyra års tid. Arkwright anser att denna passivitet strider mot vad ett aktivt riskkapitalföretag bör uppvisa och väcker frågor om företagets operativa kapacitet och syfte, investeringsstrategins bredd och ägarnas samsyn. På motsvarande sätt menar Arkwright att avsaknaden av en kapitalram skapade suboptimala förutsättningar för en fortsatt uppbyggnad av portföljen.

Arkwrights bedömning är att AP-fonderna sammantaget uppnår en god riskspridning i sina totala portföljer. Dock, en utvärdering av just denna specifika form för investering som det gemensamägda riskkapitalföretagets investeringsverksamhet utgör, kan konstateras sakna en egen portföljdiversifiering. Detta kan jämföras med fondinvesteringar i onoterade aktier som på motsvarande sätt normalt diversifierar sina portföljer.

**Definierad kapitalram:** 4 to 1 Investments saknade en definierad kapitalram, vilket innebar att varje investeringsbeslut krävde ett beslut om kapitaltillskott från respektive AP-fond. För att kunna fatta dessa beslut behövde AP-fondernas egna medarbetare genomföra ett analysarbete av riskkapitalföretagets respektive investering vid sidan av sina ordinarie uppdrag. Riskkapitalföretaget kan därför ha ansetts haft avsikten att systematiskt nyttja AP-fondernas resurser för att bedriva centrala delar av sin investeringsverksamhet.

4 to 1 Investments och dess investering i Northvolt belyser därmed en problematik kring hur en struktur kan dra nytta av ägarnas resurser för att genomföra investeringar. Sett från detta perspektiv kan 4 to 1 Investments ha ansetts utgöra ett verkställande organ för AP-fondernas resurser, snarare än en självständigt uppbyggd investeringsorganisation. Arkwright menar att denna distinktion är avgörande: ett genuint riskkapitalföretag tillför värde genom sin specialistkompetens och oberoende bedömningsförmåga, medan en genomförandestruktur endast tillför en juridisk form utan motsvarande substans. Det kan även ifrågasättas om ett riskkapitalföretag som förlitar sig på resurser från AP-fonderna verkligen är ett riskkapitalföretag, annat än i formell mening.

**Arkwrights sammantagna bedömning:** Det kan konstateras att 4 to 1 Investments saknade en investeringsorganisation med heltidsanställd personal och investeringskommitté, en diversifierad portfölj och en definierad kapitalram. Dessa komponenter kännetecknar professionella riskkapitalföretag och utgör grundläggande förutsättningar för en oberoende förvaltning och för funktionen som intermediär mellan kapitalägare och portföljbolag.

---

<sup>20</sup> En tumregel är att omkring 10 procent av investeringarna i nybildade företag (eng: ventures) genererar en hög avkastning, medan 60–70 procent typiskt resulterar i partiella eller totala förluster. En portfölj med endast ett innehav saknar därmed statistiska förutsättningar för riskjusterad avkastning.

Arkwrights bedömning är att 4 to 1 Investments organisation från grunden inte var rustad för en bredare riskkapitalverksamhet och saknade tydliga intentioner att bedriva en sådan. Investeringsformens avsaknad av substans talar snarare för att företaget sattes upp för att nå en specifik direktinvestering som i sig inte låg inom ramarna för lagens placeringsregler, i andra former än riskkapitalföretag. Baserat på intervjuer med Första–Fjärde AP-fonderna ser Arkwright det som sannolikt att en eller fler AP-fonder hade gjort en direktinvestering i Northvolt om lagen hade medgivit det. Arkwright anser dock inte att det är lämpligt att sätta upp ett riskkapitalföretag utan substans som ett alternativ till direktinvesteringar som inte tillåts av lagen. Detta förflyttar inte den ekonomiska risken.

### *Styrelsens roll i att avstå investeringar och former*

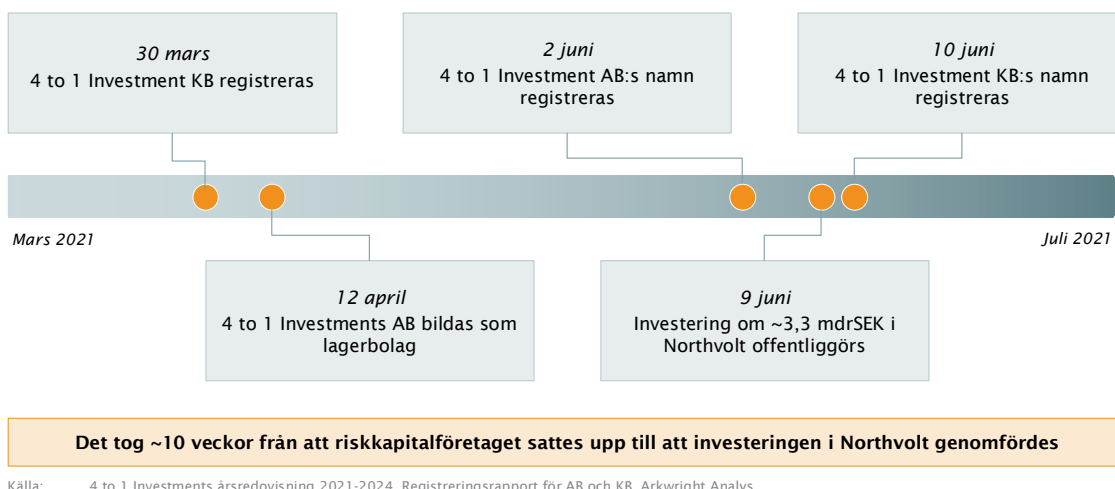
I samband med den årliga utvärderingen 2024 (Skr. 2024/25:130, bil. 9) redogörs i tilläggsuppdraget för litteratur om institutionell investeringsstyrning, bland annat Clark och Urwins (2008) forskning om "styrningsalfa" (eng: governance alpha). Enligt internationellt etablerade principer för god styrning av pensionsfonder har styrelsen ett övergripande ansvar för att säkerställa att fondens investeringsverksamhet bedrivs inom lämpliga ramar och med tillräckliga resurser. Detta ansvar omfattar inte bara enskilda investeringsbeslut, utan även de strukturer och former genom vilka investeringar genomförs. I linje med detta anser Arkwright att AP-fondernas styrelser ska försäkra sig om att nya investeringsformer, såsom 4 to 1 Investments, endast introduceras efter en noggrann bedömning av organisationens "substans".

Styrelserna borde ha infört policyer för val och beslut om nya investeringsformer som ställer tydliga minimikrav på substans vid upprättande av riskkapitalbolag eller andra investeringsformer. Sådana "substansprinciper" innebär att nya investeringsformer inte får upprättas utan att relevanta resurser, planer och ramar finns på plats. Substansprinciperna bör som minst omfatta en plan för etablering av en robust organisation, en tydlig investeringsstrategi med förutsättningar för portföljdiversifiering samt en definierad kapitalram. Om en AP-fond, trots att substansprinciperna inte är uppfyllda, bedömer att det finns skäl att gå vidare med en investeringsform, bör detta ske efter ett explicit och dokumenterat styrelsebeslut där styrelsen tar ställning till *undantaget* och de risker det medför.

Ett alternativ till att införa policyer för substansprinciper är att samtliga beslut om upprättande av nya investeringsformer fattas direkt av styrelsen med substansprinciperna som grund. Arkwright anser dock att denna nivå av styrning kan betraktas som alltför centraliserad för AP-fondernas verksamheter. Det är därmed att föredra att styrelserna inför policyer om substanskrav inför upprättandet av nya investeringsformer och att endast undantag från dessa lyfts till styrelsen. I fallet 4 to 1 Investments saknades dock policyer kring substanskrav, varför frågan enligt Arkwright borde ha lyfts direkt till styrelsen för godkännande i samtliga AP-fonder.

Vid en utvärdering av investeringsformen för 4 to 1 Investments borde AP-fondsstyrelserna ha identifierat att ingen av ovan nämnda substansprinciperna var uppfyllda. Mot denna bakgrund borde styrelserna ha avstått från bildandet av 4 to 1 Investments på de rådande grunderna. Styrelserna borde även ha gjort bedömningen att det saknades förutsättningar för att sätta upp riskkapitalföretaget, genomföra en formell genomlysning (eng: due diligence) av innehavet samt upprätta de investeringsavtalen som krävdes inom den rådande tidsramen. Givet den rådande korta tidsramen på cirka tio veckor, illustrerad i Figur 12, bedömer Arkwright det som osannolikt att organisatorisk robusthet skulle ha varit möjligt att uppnå inför investeringen i Northvolt.

## Tidslinje: Från etableringen av 4 to 1 Investments AB/KB till genomförandet av bolagets första investering



Figur 12: Tidslinje: Från etableringen av 4 to 1 Investments AB/KB till genomförandet av bolagets första investering

Slutligen menar Arkwright att AP-fondstyrelserna även borde ha utvärderat det bakomliggande syftet med investeringsformen, inklusive sannolikheten för att riskkapitalföretaget faktiskt skulle genomföra ytterligare investeringar. Mot bakgrund av att substansprinciperna inte var uppfyllda bedömer Arkwright det som osannolikt att en ändamålsenlig portföljdiversifiering skulle ha kunnat uppnås.

Enligt Arkwright är en central del av AP-fondstyrelsernas uppdrag, och en hörnsten i god pensionsfondsstyrning, förmågan att avstå investeringar och former som inte uppfyller substanskraven. Denna förmåga kräver integritet, särskilt när investeringsmöjligheten framstår som attraktiv och när det finns interna eller externa förväntningar på deltagande. Arkwright betonar dock att en substansbrist inte kan kompenseras av en enskild affärsmöjlighets potential. I dessa fall ska styrelsen fungera som en motvikt till organisationens ofta naturliga tendens att vilja genomföra dessa investeringar (även med investeringsprocesser på plats) och ställa de obekväma frågorna om huruvida organisationen är rustad för de åtaganden som en investeringsform medför.

### Lämpliga former för investeringar i högriskstrategier

Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning av bolagsstrukturer kräver betydande organisatoriska resurser, särskilt vid realisering av risker. När både en kapitalrisk och anseenderisk realiserades för 4 to 1 Investments ställdes utökade krav på Första–Fjärde AP-fondernas styrning, både i egenskap av investerare och representanter för riskkapitalföretaget. Händelsen exemplifierade hur ett mindre portföljinnehav kan uppta en betydande andel av AP-fondernas redan begränsade resurser som annars hade kunnat läggas på att identifiera, utvärdera och genomföra nya investeringar.

Trots att krishanteringen av Northvolt sammanföll med en något mindre aktiv investeringsmarknad kommer ett systematiskt upprepande av tidskrävande perioder oundvikligen leda till att fonderna går miste om investeringsmöjligheter. Den verkliga kostnaden för en resurskrävande investering kan därmed anses betydligt större än det förlorade kapitalet eller personalkostnaden som kan hänföras

till ägarstyrningen. Den största långsiktiga kostnaden är argumenterbart den uteblivna avkastningen från alternativa investeringar som AP-fonderna saknade resurser till att genomföra.

Konsekvenserna av 4 to 1 Investments investering i Northvolt väcker frågan om ett ägande av högriskinvesteringar i bolagsstrukturer är ett optimalt användande av Första–Fjärde AP-fondernas resurser. Detta gäller både investeringar i nybildade företag (eng: ventures) och opportunistiska infrastrukturinvesteringar (eng: opportunistic). Det bör samtidigt noteras att högriskinvesteringar ställer särskilt höga krav på investeringsorganisationens kompetens och förmåga att genomföra kvalificerade formella genomlysningar (eng: due diligence) samt att identifiera den begränsade andel av affärsmöjligheter som har förutsättningar att generera en attraktiv riskjusterad avkastning. Utvärderingskomplexiteten förstärks dessutom vid investeringar som nyttjar ny och obeprövad teknik och verkar på oetablerade marknader med föränderlig efterfrågan och reglering.

Arkwright anser att AP-fonderna bör använda bolagsstrukturer restriktivt för investeringar med särskilt hög riskprofil. För högriskinvesteringar som är svåra att utvärdera och förväntas kräva betydande resurser kan exponering via fondstrukturer utgöra ett mer ändamålsenligt nyttjande av AP-fondernas kapacitet. Inom sådana strukturer finns etablerad spetskompetens inom tillgångslaget och ansvaret för krishantering vilar på en extern aktör med mer omfattande förvaltningsresurser och förmåga att vid behov skala upp organisationen.

### *Vikten av styrelserepresentation i bolagsstrukturer*

Med en ägarandel om cirka 3,5 procent i Northvolt saknade 4 to 1 Investments representation i bolagets styrelse. För högriskinvesteringar där AP-fonderna exponeras via bolagsstrukturer anser Arkwright att det är centralt att säkerställa tillgång till verktyg för att skydda kapitalet, där de viktigaste komponenterna utgörs av informationsrättigheter, inflytande och rösträtt. Arkwright menar att avsaknad av styrelserepresentation riskerar att leda till informationsasymmetri, där investeraren, i detta fall 4 to 1 Investments, kan erhålla ägarinformation med fördröjning och i högre grad vara hänvisad till publikt rapporterat material.

Arkwright anser därför att AP-fondernas gemensamägda riskkapitalföretag, inklusive 4 to 1 Investments, bör införa en policy enligt vilken direktägande i onoterade bolagsstrukturer endast genomförs under förutsättning att styrelserepresentation eller observatörsstatus säkerställs.

### *Policyer för beslutsmaterial vid direktinvesteringar i onoterade högriskbolag*

Investeringen i Northvolt via 4 to 1 Investments illustrerar en potentiell utmaning vid stora direktinvesteringar, eller likartade former, i onoterade högriskbolag. AP-fonderna genomförde egna analyser av investeringen enligt etablerade processer (via 4 to 1 Investments styrelse). Även om inga indikationer på otillbörlig påverkan eller beroendeställning finns, kom delar av underlaget från aktörer med egna intressen, till exempel investmentbanker med dubbelroll. Sådana upplägg är vanligt förekommande på kapitalmarknaden och hanteras rutinmässigt via professionella investeringsprocesser, men högriskbolags komplexitet motiverar skärpta policyer för oberoende verifiering.

Framåt bör policyerna vid sådana investeringar som minst säkerställa:

- Komplettering med oberoende analys från eller på uppdrag av AP-fonden.

- Information till investeringskommittén om underlagets ursprung och incitament.
- Extern oberoende formell genomlysning (eng: due diligence) från aktör utan koppling.
- Högre krav på oberoende vid direktinvesteringar än vid allokering till externa fonder.

Syftet är att stärka processerna i de mest resurskrävande fallen, utan att ifrågasätta AP-fondernas professionella hantering i allmänhet.

### *Arkwrights rekommendationer*

Utvecklingen av 4 to 1 Investments och Northvolt bör inte leda till slutsatsen att Första–Fjärde AP-fonderna ska undvika risktagande eller avstå från investeringar på den privata marknaden. Tvärtom bör dessa inslag även fortsättningsvis utgöra centrala komponenter i fondernas portföljstrategier. Arkwright menar inte heller att AP-fonderna bör avstå från att investera i eller etablera riskkapitalföretag. Däremot bör upprättandet av ett riskkapitalföretag förutsätta att substansprinciperna är uppfyllda.

Arkwrights bedömning, grundad i ovanstående resonemang, är att 4 to 1 Investments investering i Northvolt genomfördes under bristfällig styrning. Investeringen har samtidigt möjliggjort en djupare analys av AP-fondernas investeringsverksamhet och synliggjort lärdomar som kan bidra till att stärka pensionssystemet. I syfte att förbättra förutsättningarna för AP-fondernas fortsatta risktagande inom illikvida tillgångar har Arkwright sammanställt de centrala slutsatserna och lärdomarna från investeringsformen 4 to 1 Investments. Arkwrights rekommendationer presenteras nedan.

- **Styrelserna bör införa policyer för substanskrav inför upprättande av nya investeringsformer:** Styrelserna bör införa en policy som reglerar att nya former, inklusive riskkapitalföretag, endast bör upprättas om substansprinciperna är uppfyllda. För riskkapitalföretag bör substansprinciperna som minst omfatta en plan för uppbyggnad av en robust organisation, en investeringsstrategi som möjliggör en diversifierad portfölj samt en definierad kapitalram. Ett undantag från policyerna bör fattas av styrelsen.
- **Riskkapitalföretag bör endast tillämpas i undantagsfall för högriskinvesteringar:** Bolagsstrukturer bör tillämpas restriktivt för högriskinvesteringar. Fondstrukturer kan vara mer lämpade för högriskinvesteringar som är särskilt svåra att utvärdera och förväntas kräva omfattande resurser för ägarstyrning.
- **Säkerställ styrelserepresentation i riskkapitalföretagets direktägda investeringar:** Gemensamägda riskkapitalföretag bör införa en policy som reglerar att direktägande i onoterade tillgångar endast får genomföras om styrelserepresentation eller observatörsstatus beviljas.
- **Policyer för beslutsunderlag vid direktinvesteringar i onoterade högriskbolag:** som beskrivet i avsnittet om policyer för beslutsunderlag, bör material från aktörer med egna intressen inte vara primärt; egna och opartiska analyser ska vara obligatoriskt komplement.

## 3.3 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade fastighetsföretag

### 3.3.1 Möjligheten till avyttring i samägande konstellationer

Fastighetsinvesteringar har generellt visat på en positiv värdeutveckling sedan 2008. Detta kan delvis härledas till det unika ränteläget - med trendmässigt fallande och periodvis negativa styrräntor under en längre tid - och dess påverkan på fastighetsmarknaden. Fastighetsmarknaden, de makroekonomiska förutsättningarna och AP-fondernas investeringsstrategier är däremot föränderliga. För att kunna hantera dessa dynamiska omständigheter behöver AP-fonderna ha ett handlingsutrymme som möjliggör beslut om såväl kapitaltillskott som avyttring av samtliga innehav. Arkwright anser att det är särskilt viktigt att överväga vilket formellt avtalsutrymme AP-fonderna har att reducera sin exponering mot sina större samägda innehav, såsom Vasakronan.

AP-fondernas investering i Vasakronan har generellt visat på en stark tillväxt under innehavsperioden och är idag det största innehavet i Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade portfölj. Totalt utgör Vasakronan cirka 5 procent av AP-fondernas totala förvaltade kapital. Arkwright bedömer att storleken är ett naturligt resultat av investeringens positiva utveckling och därför inte bör betraktas som ett problem i sig. Däremot är det värt att reflektera över om AP-fonderna har avtalsmässig möjlighet att förändra eller minska sitt innehav i Vasakronan, givet att ett beslut om avyttring eller en i övrig förändrad exponering inte har skett avseende investeringen.

AP-fondernas investering i Vasakronan binder de samman i en struktur där ägarbeslut i regel kräver konsensus. En enskild AP-fond som önskar minska sin fastighetsexponering, ändra risknivå eller frigöra kapital för andra investeringar är sannolikt beroende av de övriga tre fondernas medverkan. Huruvida aktieägaravtalet<sup>21</sup> möjliggör en avyttring i frånvaro av konsensus är inte fastställt. Arkwright anser att konsensus rimligen bör vara svårt att uppnå med fyra olika ägare. En möjlig fråga att överväga är om avsaknaden av ägarbeslut återspeglar en gemensam bedömning, grundad i respektive fonds portföljoptimering, om att låta innehavet fortsätta utvecklas – eller om den kan vara ett uttryck för en avvägning mellan delvis olika perspektiv.

Varje AP-fond har enligt lag ett självständigt förvaltningsuppdrag med eget mandat, egen styrelse och egen investeringsstrategi. Arkwrights bedömning är att AP-fondernas gemensamma ägande av Vasakronan skapar en koordinerad investeringsstrategi inom fastighetssegmentet som begränsar varje fonds möjlighet till individuell portföljoptimering. Strukturen prioriterar stordriftsfördelar och förvaltningseffektivitet framför strategisk flexibilitet. För att möjliggöra individuella utformningar av AP-fondernas fastighetsportfölj utgör ett omfattande och detaljerat aktieägaravtal en central förutsättning.

### 3.3.2 Styrelserepresentation i direktägda bolag

Första–Fjärde AP-fondernas respektive vd:ar är representerade i Vasakronans styrelse. Styrelserepresentation är i grunden ett effektivt verktyg för att utöva aktiv ägarstyrning och bidra till långsiktig värdetillväxt i innehavet. Samtidigt förutsätter strukturen att styrelseledamöterna agerar i

---

<sup>21</sup> Aktieägaravtalets innehåll är sekretessbelagt. Arkwright har inte tagit del av aktieägaravtalet och det har inte använts som grund för analys i denna rapport.

bolagets intresse, i detta fall Vasakronans, och inte i de enskilda ägarnas intresse. Detta ställer krav på rollseparation hos representanter från AP-fondernas organisationer. I praktiken innebär det att samma individer kan komma att verka i flera roller: som ägarföreträdare, som styrelseledamöter och, i vissa fall, som deltagare i ägarråd. I ett bolag som uteslutande har ägts av AP-fonderna under flera års tid kan gränsdragningen mellan ägarstyrning och bolagsstyrning riskera att bli mindre tydlig. Mot denna bakgrund menar Arkwright att ett betydande inslag av oberoende styrelserepresentation i ett innehav som Vasakronan är särskilt viktigt för att säkerställa god bolagsstyrning och ett beslutsfattande som entydigt utgår från bolagets bästa.

### 3.3.3 Arkwrights rekommendationer

Arkwrights rekommendation avseende Första–Fjärde AP-fondernas samägda fastighetsföretag kan sammanfattas på följande sätt:

**Säkerställ ett kontraktuellt handlingsutrymme för samtliga investeringar:** För att kunna hantera föränderliga omständigheter behöver AP-fonderna ha kontraktuella möjligheter till både avyttring och kapitaltillskott. Detta förutsätter ett robust och detaljerat aktieägaravtal, vilket bör finnas för samtliga AP-fondernas samägda direktinvesteringar. Arkwright anser även att samtliga direktinvesteringar i bolagsstrukturer bör ha ett reglerat likviditetstillfälle, där ägarna kan öppna för omprövning utan konsensus.

## 3.4 Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i infrastruktur

### 3.4.1 Direktinvesteringar i tillgångar som juridiskt klassificeras som fastigheter

AP-fondslagen begränsar direktäggande i onoterade tillgångar till fastigheter. AP-fonderna har gjort direktinvesteringar i infrastruktur, till exempel Ellevio och Polhem Infra, möjliggjorda genom att tillgångarna klassificeras till fast egendom, även om verksamheten primärt rör att sälja tjänster (el, data) snarare än hyra ut lokaler. Polhem Infra grundades som juridiskt fastighetsbolag. Även riskkapitalföretagsform hade möjliggjort samma investeringar, men vid bildandet översteg vardera AP-fonds ägarandel den dåvarande 30-procentsgränsen för riskkapitalföretag.

Både fastigheter och infrastruktur är reala tillgångar med gemensamma drag. Arkwright betonar väsentliga skillnader. Infrastrukturinvesteringar präglas av högre komplexitet än hyresfastigheter genom stark reglering av prissättning samt politisk risk – till skillnad från hyresfastigheter som inte uppvisar samma typer av risker och regleringar. Skillnaderna blir tydliga när olika investeringsstrategier och riskexponeringar beaktas. AP-fonderna tillämpar, i varierande grad, högriskinvesteringar inom infrastruktur. Dessa investeringar klassificeras i många fall juridiskt som fastigheter men saknar i all väsentlighet liknande drag som stabila ”core” fastigheter. Opportunistiska infrastrukturinvesteringar (eng: opportunistic) bör snarare jämföras med riskprofilen för nybildade företag (eng: ventures). Arkwright bedömer därför att lämpligheten av direktinvesteringar i traditionella uthyrningsfastigheter inte nödvändigtvis överförs till direktinvesteringar i infrastrukturverksamheter, med tjänster som el och data, trots samma fastighetsklassificering.

Arkwright anser inte att AP-fondernas portföljer i väsentlig mening har en omotiverad exponering mot direktinvesteringar i högrisktillgångar på grund av den juridiska klassificeringen som fastigheter. Däremot bör det noteras att AP-fonderna systematiskt tillämpar den juridiska definitionen av



fastigheter, snarare än tillgångens portfölj- och förvaltningsklassificering, för att avgränsa investeringsuniversumet för möjliga direktinvesteringar. Detta ger AP-fonderna relativt stora möjligheter att göra direktinvesteringar i onoterade tillgångar, inte minst infrastruktur, där endast ett fåtal delsegment – såsom exempelvis marina fartyg – faller utanför den juridiska fastighetsdefinitionen.

Arkwright bedömer att direktinvesteringar i infrastruktur bör tillämpas för investeringar med relativt låg risk. Arkwright anser att AP-fondsstyrelserna mer explicit bör avgränsa utrymmet för direktinvesteringar till detta.

### 3.4.2 Investeringar i fondliknande strukturer avsedda för ett innehav

En direktinvestering som ur ett förvaltningsperspektiv kan liknas med en fondinvestering är Första och Tredje AP-fondernas investering i Thames Water via OMERS Farmoor 2 och 3 Holdings. Investeringsformen medför att Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS), den största ägaren i den underliggande tillgången, har fullt förvaltningsansvar. Arkwright anser i grunden att det är lämpligt att AP-fonderna inte tar på sig förvaltningsansvaret för komplexa och internationella investeringar, såsom Thames Water. Förmågan och kapaciteten hos AP-fondernas organisationer kan inte anses tillräckliga för att bedriva ägarstyrningen för denna typ av tillgångar. AP-fondernas resursbegränsningar hade sannolikt blivit särskilt påtagliga i den resurskrävande ägarstyrning som Thames Water har krävt under innehavsperioden.

Det är motiverat att AP-fonderna ingår en investering som Thames Water med en huvudinvestor (eng: lead investor). Däremot anser Arkwright att det kan ifrågasättas om en fondliknande struktur avsedd för endast en tillgång är lämpligt för komplexa innehav utanför AP-fondernas hemmamarknad, eller om en traditionell fondstruktur bör tillämpas för dessa investeringar. Den förstnämnda formen ger AP-fonderna en odiversifierad exponering mot endast ett innehav, vilket innebär en betydande koncentrations- och bolagsrisk. I en traditionell fondstruktur för internationella infrastrukturinvesteringar skulle en fondförvaltare ha diversifierat bort kapitalrisken för enskilda investeringar som Thames Water, genom välinformerade investeringsbeslut inom dess expertisområden.

För en investering med ett enskilt innehav, oavsett investeringsform, anser Arkwright att AP-fonderna huvudsakligen behöver genomföra en formell genomlysning (eng: due diligence) av det underliggande innehavet. En analys med fokus på fondförvaltaren är i första hand relevant för beslut om kapitalallokering till en traditionell fondstruktur, där investerare betalar avgifter för förvaltarens förmåga att genomföra högavkastande investeringar och bygga en diversifierad portfölj. I fallet Thames Water menar Arkwright att AP-fonderna själva bär ansvaret för att utvärdera investeringsmöjlighetens attraktivitet och lämplighet. Avgifterna som associeras med en sådan investeringsform är låga, men det ställer krav på AP-fondernas utvärderingsförmåga i en internationell och komplex marknad.

Arkwright anser att det är centralt att skilja på att investera i en viss tillgång och att utfästa kapital till en fondförvaltare. Det är även viktigt att reflektera över i vilken utsträckning AP-fonderna bör göra det förstnämnda. Arkwrights bedömning är att investeringar i enskilda tillgångar bör begränsas till marknader där AP-fonderna har relevant erfarenhet, förmåga och resurser. På övriga marknader bör exponering mot enskilda tillgångar endast ske i undantagsfall. Arkwright anser också att en gedigen

analys av en potentiell huvudinvesterare (eng: lead investor), såsom OMERS, inte kan ersätta denna förmåga.

Arkwrights bedömning är att AP-fonderna bör avstå fondliknande strukturer avsedda för ett innehav för internationella tillgångar med betydande risk och komplexitet. I stället anser Arkwright att det är mer lämpligt att ingå dessa typer av investeringar genom fondinvesteringar med förvaltare som besitter kunskap om den specifika internationella marknaden och har förutsättningar för fonddiversifiering.

### 3.4.3 Arkwrights rekommendationer

Arkwrights rekommendation avseende Första–Fjärde AP-fondernas investeringsformer för infrastrukturinvesteringar kan sammanfattas på följande sätt:

- **Styrelserna bör införa en investeringspolicy som avgränsar utrymmet för direktinvesteringar i infrastruktur:** AP-fondernas styrelser bör införa en investeringspolicy som anger att direktinvesteringar i infrastruktur i första hand bör tillämpas för investeringar med begränsad risk.
- **Avstå från fondliknande strukturer avsedda för ett enskilt innehav för internationella investeringar:** Arkwright anser att traditionella fondstrukturer, med en diversifierad portfölj, är en lämplig form för internationella infrastrukturinvesteringar. Koncentrationsrisker via fondliknande strukturer bör undvikas.

## 3.5 Första–Fjärde AP-fondernas sidoinvesteringar

### 3.5.1 Opportunistiska sidoinvesteringar och organisatoriska krav

Sidoinvesteringar kan bidra till att sänka AP-fondernas totala förvaltningskostnader och samtidigt ge en mer riktad exponering mot specifika tillgångsslag. Arkwright bedömer därför att sidoinvesteringar utgör ett viktigt inslag i AP-fondernas portföljer. Samtidigt förutsätter en sådan strategi att fondernas organisationer är anpassade för den valda investeringsformen och besitter tillräckliga resurser och kompetenser för att genomföra investeringarna på ett ändamålsenligt sätt.

Sidoinvesteringar kan förenklat genomföras genom två huvudsakliga former: sidoinvesteringsfonder och opportunistiska sidoinvesteringar.<sup>22</sup> Arkwright bedömer att sidoinvesteringsfonder är en relativt resurseffektiv modell för Första–Fjärde AP-fonderna, då en stor del av investeringsmandatet överläts till externa förvaltare. Opportunistiska sidoinvesteringar innebär däremot att investeringsmandatet i huvudsak kvarstår internt, vilket ställer högre krav på AP-fondernas investeringsorganisationer.

En strategi som inkluderar opportunistiska sidoinvesteringar förutsätter därför större och mer specialiserade organisationer med förstärkt kapacitet för analys, genomförande och ägarstyrning. Strategin är därmed inte kostnadsneutral utan medför behov av organisatoriska investeringar som bör vägas mot att sidoinvesteringar ofta är relativt små och därmed har ett mer begränsat avkastningsbidrag i absoluta termer.

---

<sup>22</sup> Se avsnitt 3.3 för vidare förklaring av investeringsformerna.

Det bör även noteras att opportunistiska sidoinvesteringar kräver särskilda organisatoriska förmågor. AP-fonderna har en gedigen erfarenhet av att utvärdera enskilda investeringsmöjligheter och deras attraktivitet. Däremot menar Arkwright att uppbyggnaden av en diversifierad sidoinvesteringsportfölj kräver en annan typ av kompetens och erfarenhet som AP-fonderna inte nödvändigtvis blir exponerade mot i sin övriga investeringsverksamhet. Det är därmed inte givet att dessa förmågor finns på plats utan riktade organisatoriska anpassningar.

Sammantaget innebär detta att om AP-fonderna väljer att arbeta med opportunistiska sidoinvesteringar krävs en förstärkning av såväl organisationens kapacitet som relevanta förmågor. Strategin kan därmed inte implementeras utan organisatoriska anpassningar och bör betraktas som ett aktivt och resurskrävande val.

### 3.5.2 Opportunistiska sidoinvesteringar i tillgångar med hög risk

AP-fonderna tillämpar i regel inte opportunistiska sidoinvesteringar (eng: co-investments) inom tillgångsslaget onoterade aktier. Däremot används denna investeringsform i viss utsträckning för investeringar i infrastruktur. Det bör dock noteras att infrastruktur-tillgångar uppvisar en betydande variation i riskprofil, där mer riskfyllda investeringar, såsom nyinvesteringar i infrastrukturprojekt (eng: greenfield), i många fall kan liknas vid riskprofilen för investeringar i nybildade företag (eng: venture). Andra AP-fondens opportunistiska sidoinvestering (eng: co-investment) i Stegra kan anses tillhöra en sådan högriskkategori.

Likt resonemanget för 4 to 1 Investments och investeringen i Thames Water via OMERS Farmoor 2 och 3 Holdings anser Arkwright att opportunistiska sidoinvesteringar (eng: co-investments) bör tillämpas restriktivt för högriskinvesteringar. Investeringsformen innebär exponering via bolagsstrukturer och medför att en stor del av mandatet för investeringsprocessen tillfaller AP-fondernas interna organisationer. Detta ställer omfattande krav på intern kapacitet och kompetens. Därtill är högriskinvesteringar särskilt komplexa att utvärdera och ställer därmed utökade krav på AP-fondernas förmåga att genomföra kvalificerade formella genomlysningar (eng: due diligence).

Mot denna bakgrund anser Arkwright att AP-fonderna bör tillämpa investeringsformen opportunistiska sidoinvesteringar selektivt och i begränsad omfattning för mer riskfyllda investeringar, såsom nyinvesteringar i infrastrukturprojekt (eng: greenfield). För dessa högriskinvesteringar anser Arkwright att investeringar via sidoinvesteringsfonder är en mer ändamålsenlig investeringsform, där fondförvaltare med relevant marknadsspecifik spetskompetens ansvarar för utvärdering och urval av de enskilda innehaven.

### 3.5.3 Arkwrights rekommendationer

Arkwrights rekommendation avseende Första–Fjärde AP-fondernas investeringsstrategier för sidoinvesteringar kan sammanfattas på följande sätt:

- **Säkra organisatorisk kapacitet och förmåga enligt vald sidoinvesteringsstrategi:** AP-fonder som väljer att arbeta med opportunistiska sidoinvesteringar bör förstärka såväl organisatorisk kapacitet som relevanta förmågor i enlighet med strategins krav.
- **Opportunistiska sidoinvesteringar bör endast tillämpas i undantagsfall för högriskinvesteringar:** Sidoinvesteringsfonder bör tillämpas i första hand för sidoinvesteringar

(eng: co-investments) i högrisktillgångar. Den opportunistiska formen bör endast tillämpas i undantagsfall.

## 4. Yttre ramverk

Första–Fjärde AP-fonderna regleras i Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL). Detta avsnitt sammanfattar ett urval av lagstadgade limiter och bestämmelser som Första–Fjärde AP-fonderna behöver förhålla sig till.

### 4.1 Bestämmelser om medelsförvaltning

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL) ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Detta ska ske på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet för placeringsverksamheten. Den totala risknivån ska vara låg och vid vald risknivå ska fondmedel placeras på ett sådant sätt att långsiktig hög avkastning uppnås.

Med illikvida tillgångar avses enligt lagen tillgångar som inte uppfyller kriterierna för likvida tillgångar, bland annat avseende möjligheten att omsätta dem utan betydande värdeförlust. Lagen anger även att illikvida tillgångar som bedöms kunna omsättas utan betydande värdeförlust inom ett år ska klassas som likvida tillgångar. Första–Fjärde AP-fondernas högsta tillåtna allokeringssgräns mot illikvida tillgångar uppgår till 40 procent. Detta beslutades genom riksdagens godkännande av proposition 2017/18:271 den 20 november 2018 och trädde i kraft 1 januari 2019 då placeringsreglerna uppdaterades och gav AP-fonderna ett större spelrum att investera i illikvida tillgångar. Tidigare begränsades investeringar i detta tillgångsslag av bland annat en maximal andel onoterade tillgångar om 5 procent av fondernas portföljer. Illikvida fastighetsinvesteringar omfattades däremot varken av denna eller någon annan exponeringslimit, utöver kravet på en minimal allokering om 20 procent till räntebärande tillgångar.

Genom riksdagens beslut den 11 mars 2020 om proposition 2019/20:57 trädde nya placeringsregler i kraft den 1 maj 2020 avseende flexibiliteten att allokera kapital till onoterade investeringar. . Lagförändringen förtydligade att Första–Fjärde AP-fonderna får göra saminvesteringar i onoterade företag genom onoterade riskkapitalföretag. Däremot får Första–Fjärde AP-fonderna inte ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i ett riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES. Detta motiveras i propositionen till lagändringen (Prop. 2019/20:57) som anger att AP-fondernas kapitalförvaltning primärt har finansiella mål. Med anledning av detta bör inte AP-fonderna bygga upp organisationer som bedriver riskkapitalföretagets operativa företagsledning.

De nya placeringsreglerna höjde även AP-fondernas högsta tillåtna rösträttsandel i ett riskkapitalföretag från 30 till 35 procent. I ovan nämnda proposition återgavs att Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna föreslog en nivåhöjning till 50 procent, eller åtminstone till 35 procent. Däremot belyser propositionen att AP-fonderna delar på kostnader för till exempel kompetens, förvaltning och risker genom investeringar i riskkapitalbolag. Det ansågs därmed inte lämpligt att tillåta ett allt för högt röstetal i riskkapitalbolag. Mot denna bakgrund ansågs en limit på 35 procent av röstetalet vara väl avvägt.<sup>23</sup> Propositionen betonade att en AP-fond kan investera i ett riskkapitalföretag även om det

---

<sup>23</sup> En röstetalslimit föreligger inte för aktier i onoterade fastigheter.

inte redan har bildats av externa investerare. Det framhölls även att Första–Fjärde AP-fonderna själva kan vara med och starta en sådan investeringsform, antingen tillsammans med externa parter eller tillsammans med varandra.

I tillägg till ovan nämnda förändringar möjliggjorde de nya placeringsreglerna även investeringar i onoterade bolag vid sidan av riskkapitalfonder som en AP-fond är investerad i, så kallade sidoinvesteringar (eng: co-investments). Regeringen bedömde det som lämpligt att tillåta sidoinvesteringar (eng: co-investments) utan krav på att de görs genom en fond eller ett riskkapitalföretag då formen för investering är passiv, kräver begränsat med personalresurser och bidrar till att minska förvaltningskostnaderna.

## 4.2 Regeringens propositioner

### *Möjligheten till direktinvesteringar i onoterade bolag*

Proposition 2019/20:57 låg till grund för ovan nämnda lagförändring som genomfördes år 2020. Remissinstanserna Första, Fjärde och Sjunde AP-fonden, Landsorganisationen i Sverige (LO), Swedish Private Equity & Venture Capital Association (SVCA) och Swedish House of Finance vid Handelshögskolan i Stockholm (SHoF) ansåg att AP-fonderna bör få göra direktinvesteringar i onoterade företag. Motivet till detta var att direktinvesteringar ger AP-fonderna större flexibilitet och att fler investeringsmodeller skulle bidra till fler investeringsmöjligheter. SHoF specificerade även att förbehållet för detta är att AP-fonderna genomgår organisationsmässiga förändringar då det är viktigt att AP-fonderna inte bygger upp fyra parallella investeringsorganisationer för investeringar i illikvida tillgångar. I stället framhöll SHoF att AP-fonderna bör samarbeta om kompetens och resurser.

Regeringen delade däremot inte samma syn som Första, Fjärde och Sjunde AP-fonden, LO och SVCA utan ansåg att det i dagsläget inte är lämpligt att möjliggöra direktinvesteringar i onoterade företag för Första–Fjärde AP-fonderna, annat än i fastighetsbolag och riskkapitalbolag. I stället delade regeringen SHoF:s syn om att det inte är eftersträvansvärt att skapa en reglering som resulterar i att Första–Fjärde AP-fonderna bygger fyra parallella investeringsorganisationer för investeringar i illikvida tillgångar. Då organisationsförändringar för AP-fonderna inte föll inom ramen för lagstiftningsärendet bedömde regeringen att AP-fonderna fortsättningsvis bör vara hänvisade till indirekt ägande i onoterade företag.

### *Operativ företagsledning*

En allmän utgångspunkt för Första–Fjärde AP-fonderna är att de, i sin kapitalförvaltning, främst ska ha finansiella mål och inte ta näringspolitisk eller ekonomisk–politisk hänsyn. AP-fonderna får inte heller ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i de riskkapitalbolag de investerar i, vilket innebär att de bör ha en begränsad ägarandel i andra företag än fastighetsbolag. Med anledning av detta framhöll regeringen i proposition 2019/20:57 att saminvesteringar i onoterade företag genom riskkapitalbolag var lämpliga. Denna investeringsform skulle inte medföra att respektive AP-fond bygger upp egna organisationer som ämnar ha det operativa företagsledningsansvaret för de underliggande innehaven. Strukturen ansågs inte heller innebära ett behov för AP-fonderna att bygga upp omfattande organisationer för riskkapitalinvesteringar, vilket i regel krävs för direktinvesteringar.

I samma proposition framhöll Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna att begreppet operativt företagsledningsansvar var otydligt i förhållande till strategiskt ägaransvar och behövde förtydligas.

SVCA ansåg även att termen riskkapitalföretag var föråldrad, skapade begreppsförvirring och borde ersättas. Regeringen menade däremot att begreppet riskkapitalföretag definieras i lagen om allmänna pensionsfonder och har använts sedan lagens tillkomst. Därav såg regeringen inget skäl att göra någon ändring av begreppet.

Propositionen definierar operativt företagsledningsansvar som ”den löpande förvaltningen av ett företag och beslut som fattas med anledning av den”. Vad som avses med löpande förvaltning varierar beroende på verksamhetens art och storlek. I ett riskkapitalföretag kan det innebära att söka efter och utvärdera företag, till exempel genom formella genomlysningar (eng: due diligence), utföra värderingar och analyser i den löpande förvaltningen samt sköta förvaltningen av de underliggande innehaven. Även om Första–Fjärde AP-fonderna inte bör ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i de onoterade riskkapitalföretagen kan de vara aktiva ägare av dessa genom att fatta strategiska beslut för företagen. Detta kan till exempel innefatta styrelsrepresentation och röstning på bolagsstämmor.

### *Kostnadseffektivitet*

Proposition 2019/20:57 och 2017/18:271 omnämner kostnadseffektivitet av AP-fondernas förvaltning. Innan 2019 förelåg ett krav på Första–Fjärde AP-fonderna att överlämna minst 10 procent av kapitalet till extern förvaltning. Kravet infördes bland annat för att stimulera AP-fondernas nyttjande av extern expertis för placeringar på marknader där det, av kompetensskäl, är motiverat för att uppnå en kostnadseffektiv förvaltning. Kravet togs däremot bort i samband med lagförändringen 2019. I proposition 2017/18:271 motiveras beslutet av att utvecklingen har gått i önskad riktning och att det inte längre ansågs föreligga ett behov av att styra AP-fondernas förvaltning i detta avseende. Det framhölls att beslutet att anlita externa förvaltare i stället bör utgå från vad som ger bäst möjligheter till hög avkastning.

Proposition 2019/20:57 anger kostnadseffektivitet som ett bakomliggande syfte till de uppdaterade placeringsreglerna. En allmän utgångspunkt som nämns i propositionen är även att AP-fondernas verksamhet fortsatt ska bedrivas kostnadseffektivt. Mot denna bakgrund bör inte lagförslag lämnas som innebär krav på att AP-fonderna bygger upp stora organisationer för att kunna placera medel i illikvida tillgångar.

AP-fondernas kostnader och kostnadseffektivitet granskas även systematiskt av riksdagen. Till exempel publicerade Finansutskottet ett betänkande av AP-fondernas verksamhet till och med 2019 (2020/21:FiU6) där fondernas kostnader berördes. Betänkandet rapporterade att AP-fondernas negativa kostnadsutveckling bröts 2016 och att reduceringen sedan toppnivån 2015 primärt kunde hänföras till minskade kostnader för extern kapitalförvaltning. Vidare framhölls att regeringen ser att en hög andel internt förvaltad kapital ökar verksamhetens kostnadseffektivitet. Enligt rapporten ansåg regeringen det som viktigt att AP-fonderna, liksom övrig verksamhet i offentlig regi, ständigt arbetar för en hög kostnadseffektivitet.

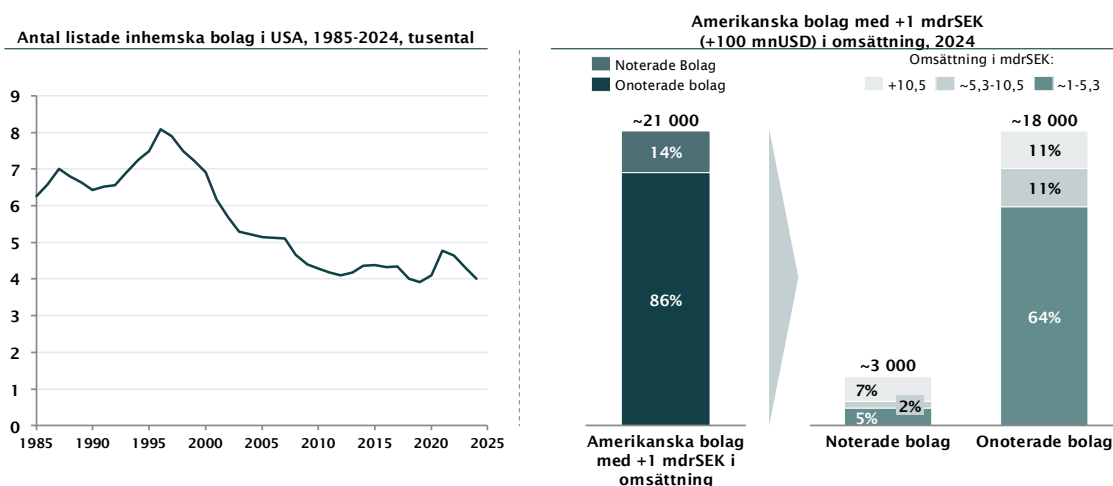
Första–Fjärde AP-fondernas yttre ramverk kan sammantaget anses uppmuntra och ställa krav på en kostnadseffektivitet i kapitalförvaltningen. En metod för att uppnå detta är att bedriva en hög andel intern förvaltning. Det framhålls även att en uppbyggnad av stora organisationer för att placera medel i illikvida tillgångar inte är eftersträvsvärt.

## 5. Utgångsläge

### 5.1 En växande privat marknad

Börsnoteringar har under decennier betraktats som en central milstolpe för mognande bolag. Denna trend har dock vänt mot en starkare preferens för alternativa investeringskällor där allt fler bolag väljer att skjuta upp eller helt avstå en börsnotering. Detta speglas i antalet inhemska börsnoterade bolag i USA som har minskat från cirka 8 000 till 4 000 mellan 1996 och 2024.<sup>24</sup> Samtidigt uppges marknaden för onoterade bolag överstiga marknaden för noterade bolag i USA. Figur 13 visar att det finns omkring 21 000 amerikanska bolag med en omsättning på minst cirka 1 miljarder kronor (100 miljoner USD). Av dessa är cirka 18 000, motsvarande 86 procent, onoterade. Utvecklingen av antalet noterade bolag i USA över tid samt storleksordningen på onoterade amerikanska bolag återfinns i Figur 13.

#### Översikt av noterade och onoterade amerikanska bolag



Källa: World Bank Group, Bain and Company, FactSet, Jay Ritter - University of Florida, S&P Capital IQ, World Federation of Exchanges, via J.P. Morgan Asset Management.

Not: Graferna är baserade på tillgänglig data vid augusti 2025. Det angivna antalet bolag med +100 mn dollar i omsättning, samt de procentuella fördelningarna, är ungefärliga värden. Samtliga värden har konverterats till SEK baserat på växelkursen vid utgången av 2024.

Figur 13: Översikt av noterade och onoterade amerikanska bolag

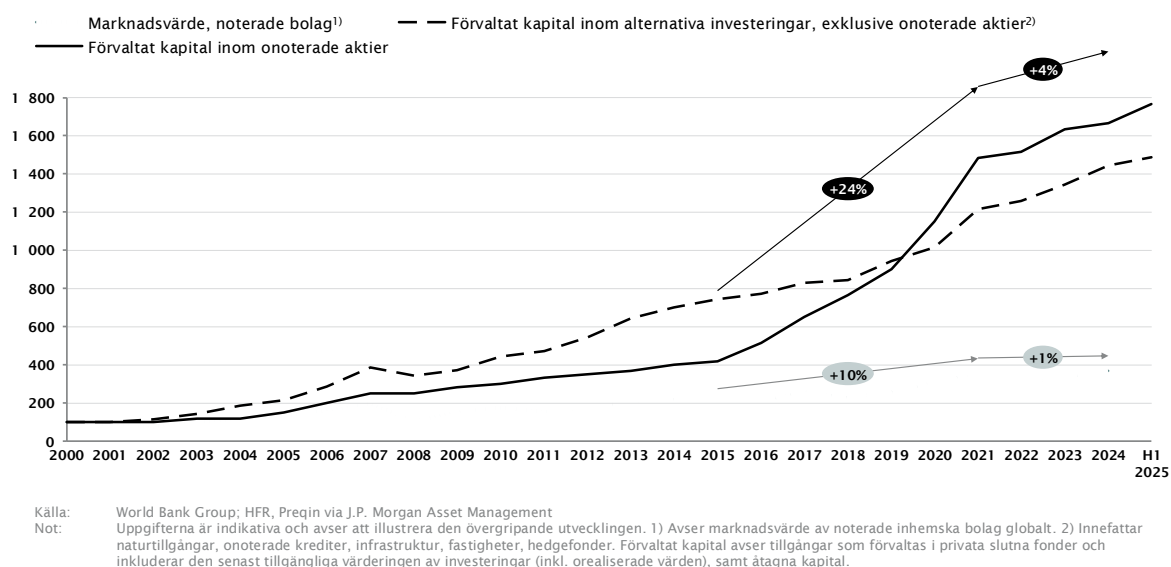
Samtidigt som antalet noterade amerikanska bolag visar på en nedåtgående trend har den globala privata marknaden haft en stark tillväxt under 2000-talet och etablerat sig som en central del av världsekonomin. Tillväxten kan delvis förklaras av ett ökande intresse för tillgångsslaget bland institutionella investerare som eftersträvar högre riskjusterad avkastning och ökad portföljdiversifiering genom exponering mot onoterade tillgångar. I linje med detta har även andrahandsmarknaden vuxit, vilket stärker tillgångsslagets likviditet. Företag kan även föredra att vända sig till privata aktörer för kapitaltillskott då detta innebär en begränsad regulatorisk exponering och befriar dem från kvartalsvisa granskningar av resultatprestationer (Connection Capital, 2025; Ponciano, 2025). Figur 14 visar att det förvaltade kapitalet inom onoterade aktier växte snabbare än

<sup>24</sup> Utvecklingen av antalet noterade bolag i Sverige visar på en något annorlunda utveckling av antalet inhemska onoterade bolag som har ökat från 456 till 967 mellan 2006 och 2024 (SCB, 2025). Det bör även noteras att Sverige har en stor noterad aktiemarknad relativt övriga Europa. Under de tre första kvartalen i 2025 uppges även Stockholm vara den starkaste börsnoteringsmarknaden i Europa (EY, 2025).



både den noterade marknaden och övriga alternativa tillgångsslag under perioden 2015–2021, med en genomsnittlig årlig tillväxt om 24 procent. Efter 2021 har tillväxttakten dämpats och i stort sett följt utvecklingen för övriga alternativa investeringar, med en genomsnittlig årlig ökning om cirka 4 procent mellan 2021 och 2024. Detta kan jämföras med noterade tillgångar, som under samma period uppvisade en genomsnittlig årlig tillväxt om cirka 1 procent.

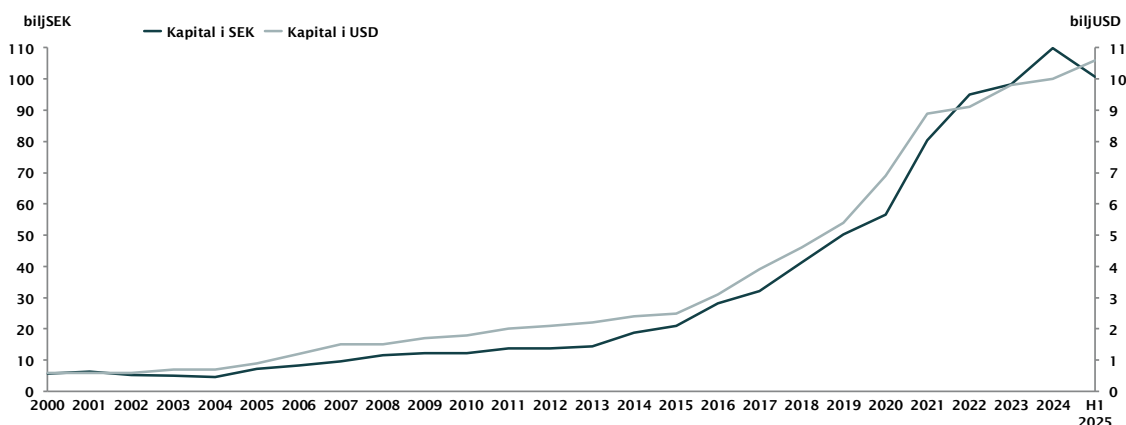
### Indexerad global utveckling av den onoterade marknaden relativt den noterade marknaden, 2000-2025 (H1)



Figur 14: Indexerad global utveckling av den onoterade marknaden relativt den noterade marknaden, 2000–2025 (H1)

Tillväxten i den onoterade marknaden speglas i utvecklingen av globalt förvaltad kapital inom onoterade aktier, vilket är den största tillgångsklassen inom onoterade tillgångar. Figur 15 visar att globalt förvaldade tillgångar inom onoterade aktier har ökat från omkring 20 biljoner kronor (2,4 biljoner USD) till drygt 100 biljoner kronor (10,6 biljoner USD) mellan 2014 och 2025 (H1). Utvecklingen indikerar att företag i växande grad har möjlighet att resa kapital utanför den noterade marknaden.

## Tillgångar under förvaltning inom onoterade aktier globalt, 2000-2025 (H1), biljSEK/biljUSD



Källa: Preqin via J.P. Morgan Asset Management  
Not: Uppgifterna är indikativa och avser att illustrera den övergripande utvecklingen. Värdena har konverterats från USD till SEK med valutakursen vid slutet av respektive år eller halvårsperiod.

Figur 15: Tillgångar under förvaltning inom onoterade aktier globalt, 2000-2025 (H1), biljSEK

Givet marknadsutvecklingen och den växande närvaron av onoterade företag blir det allt viktigare för institutionella investerare att exponera sig mot denna marknad och ha en långsiktig strategi för allokering mot alternativa tillgångar.

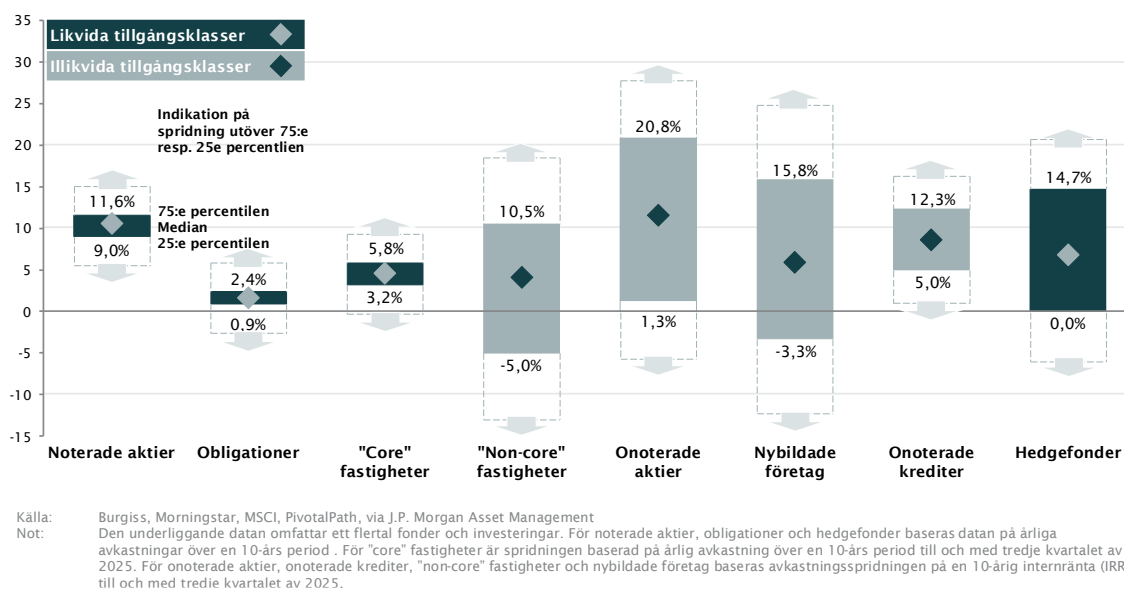
## 5.2 Avkastningsspridning och vikten av formen för investeringar

Illikvida tillgångar kan både medföra hög avkastning och en betydande nedsida. Detta visas i Figur 16, som sammanfattar hur spridningen i avkastning har sett ut för illikvida och likvida tillgångsklasser under en tioårsperiod fram till 2025<sup>25</sup>. I grafen visas att både högriskfastigheter (eng: non-core) och onoterade aktier har en relativt hög spridning i avkastning. För onoterade aktier uppgår den nedre kvartilen till 1,3 procent och den övre till 20,8 procent. Detta kan kontrasteras till noterade aktier där motsvarande avkastningsspridning endast uppgår till 2,6 procentenheter.

Investeringar i nybildade företag (eng: ventures) har en större inneboende risk än etablerade företag (eng: buyouts). Avkastningsspridningen under det senaste decenniet visar att den nedre kvartilen för investeringar i nybildade företag (eng: ventures) har en negativ avkastning om -3,3 procent. Ett liknande mönster återfinns för onoterade sekundära fastigheter där den nedre kvartilen har avkastat -5,0 procent över samma tidsperiod. Nämnvärt är att de övre kvartilerna för både investeringar i nybildade företag (eng: venture) och onoterade aktier överstiger den av noterade aktier.

<sup>25</sup> Avkastningen för noterade tillgångar mäts med tidsvägd avkastning (TWRR), medan avkastningen för onoterade tillgångar mäts med internränta (IRR). Måtten är inte fullt ut jämförbara, men bedöms ge ett relevant och ändamålsenligt underlag för analys.

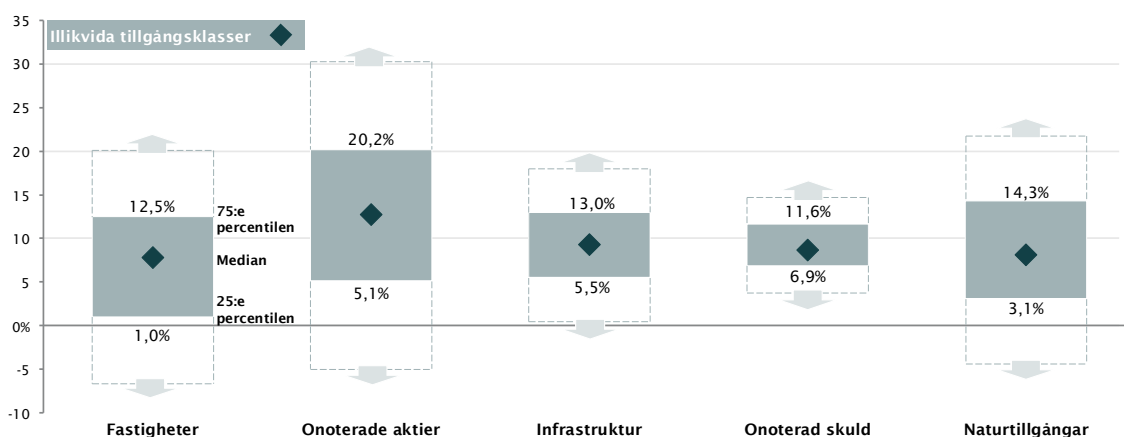
## Spridning i avkastning inom globala likvida och illikvida tillgångsklasser, tioårsperiod, procent



Figur 16: Spridning i avkastning mellan globala likvida och illikvida tillgångsklasser, tioårsperiod, procent

Avkastningsspridningen mellan illikvida tillgångar skiljer sig även väsentligt i fondstrukturer, vilket illustreras i Figur 17. Skillnaden i avkastning mellan nedre och övre kvartilen uppgår till över 10 procentenheter för fastigheter, onoterade aktier och naturtillgångar. Störst spridning i avkastning visas i onoterade aktier, där den övre och nedre kvartilen skiljer sig med 15 procentenheter. Tillgångsklassen onoterad skuld kan anses sticka ut med en begränsad skillnad på 4,7 procentenheter mellan den övre och nedre kvartilen.

## Spridning i avkastning inom illikvida tillgångsklasser i fondstrukturer, årgångar 2012-2021, procent



Källa: MSCI Private Capital Solutions, via McKinsey  
 Not: Grafen visar medianvärde internränta (IRR) samt kvartiler för fonder med separata årgångar 2012-21. Dessa har sedan vägts samman till ett genomsnitt. Medianen har beräknats genom att ta median-IRR för fonder inom respektive årgång. Grafen visar nIRR efter kostnader fram till 2024-09-30. Trots det begränsade urvalet per vintageår för infrastrukturinvesteringar (typiskt 10-50 observationer) används kvartilberäkningar då det är den bästa tillgängliga datan för att ge en indikativ bild av avkastningsspridningen i linje med branschpraxis, även om robustheten är lägre än för likvida tillgångar

Figur 17: Skillnad i avkastning inom illikvida tillgångsklasser i fondstrukturer, årgångar 2012-2021, procent

Den relativt omfattande avkastningsspridningen inom illikvida tillgångsslag visar på betydande möjligheter för investerare att erhålla alfa. Samtidigt är magnituden av risken vanligtvis mer omfattande än för likvida investeringar. För att uppnå avkastning i den övre kvartilen behöver institutionella investerare inneha fonder eller tillgångar som presterar bättre än genomsnittet. Detta förutsätter både en förmåga att identifiera affärsmöjligheter och förvaltare med hög avkastningspotential samt ägarstyrning som driver långsiktigt värdeskapande. För Första–Fjärde AP-fonderna ställer detta krav på att inneha en investeringsform som möjliggör att de kan bevaka sina intressen i investeringen, antingen via deras egna organisationer eller i samverkan med externa parter.

## 5.3 Nybildade företag och företag i tillväxtfas

Detta avsnitt presenterar en fördjupning inom nybildade företag (eng: venture). För en omfattande beskrivning av samtliga strategier inom noterade akter, samt övriga illikvida tillgångar, hänvisas till tilläggsuppdraget 2023 (Regeringen, 2024).

### 5.3.1 Förväntad risk och avkastning

Onoterade aktier kan delas in i strategierna nybildade företag (eng: venture), tillväxtföretag (eng: growth) och etablerade företag (eng: buyout). Strategierna skiljer sig åt i ett flertal hänseenden. Etablerade företag (eng: buyout) är ofta större och har en lägre risk medan nybildade företag (eng: venture) och i viss utsträckning tillväxtföretag (eng: growth) är mindre och har en högre risk. De yngre bolagen står inför eller befinner sig i en stark tillväxtresa som etablerade företag (eng: buyout) redan har genomgått. Till skillnad från resterande strategier förvärvar vanligtvis riskkapitalfonder ett majoritetsäggande av etablerade företag (eng: buyout).

Investerare i riskkapitalfonder utgörs vanligtvis av större institutionella investerare som endast placerar en liten andel av sitt totala kapital i högriskinvesteringar, det vill säga nybildade företag (eng: venture). Enligt Carta (2025) förväntar sig institutionella investerare att fondens nettointernränta ska uppgå till minst 20 procent vid avyttring av dess samtliga innehav. För att nå en genomsnittlig avkastning om cirka 20 procent behöver investeringar i nybildade företag (eng: venture) ofta en potentiell avkastning på omkring tio gånger det investerade kapitalet över en femårsperiod. Det höga avkastningskravet kan hänföras till den begränsade framgångsfrekvensen bland nybildade företag (eng: ventures).

Sannolikheten att samtliga nödvändiga affärsförutsättningar realiserar bedöms endast uppgå till 10 procent. De starkaste företagen kan antas ha en 80 procents chans att lyckas på samtliga faktorer. I ett räkneexempel presenterat av Zider (1998) antas detta resultera i en framgångssannolikhet om 17 procent. Skulle sannolikheten för en av dessa händelser minska från 80 till 50 procent faller den kombinerade sannolikheten däremot till 10 procent. Räkneexemplet sammanfattas i Figur 18.

### Räkneexempel: Estimerad framgångsfrekvens av nystartade företag

Affärshändelse	Sannolikhet <i>Optimistiskt utfall</i>	Sannolikhet <i>Realistiskt utfall</i>
Företaget har tillräckligt mycket kapital	80 %	50%
Företagsledningen är kapabel och fokuserad	80 %	80 %
Produktutvecklingen går enligt plan	80 %	80 %
Produktion och produktinköp går enligt plan	80 %	80 %
Konkurrenter agerar som förväntat	80 %	80 %
Kunden vill ha produkten	80 %	80 %
Prissättning estimeras korrekt	80 %	80 %
Patent ges ut och kan tillämpas	80 %	80 %
<b>Kombinerad sannolikhet för framgång</b>	<b>17 %</b>	<b>10 %</b>

Källa: Harvard Business Review

Figur 18: Räkneexempel: Estimerad framgångsfrekvens av nystartade företag

Utfallen av dessa sannolikheter spelar ut i investerarens portföljer av nybildade företag (eng: ventures). Mer än hälften av samtliga bolag kan antas resultera i förluster och som bäst generera en avkastning som motsvarar den ursprungliga investeringen. Detta motsvarar den generella tumregeln som lyder att av 10 nybildade företag (eng: venture) kommer 3–4 misslyckas, 3–4 generera en avkastning motsvarande det ursprungliga investerade kapitalet och 1 eller 2 generera substantiellt värde. Andra forskningsperspektiv visar dock att denna estimering är optimistisk och att den verkliga frekvensen för misslyckande är högre. Gage (2012) undersökte över 2000 nybildade företag som erhöll kapital mellan 2004 och 2010. Analysen visade att omkring 75 procent av nybildade företag (eng: ventures) i USA som fått investerat kapital inte hade genererat positiv avkastning.

Givet investeringsstrategins riskfyllda natur kan investerare och fondförvaltare förvänta sig att en andel av investeringarna i nybildade företag kommer misslyckas. Däremot väntas de mest framgångsrika investeringarna generera en avkastning som kan väga upp för detta. Det estimeras som tillräckligt att cirka 10–20 procent av innehaven lyckas generera den målsatta avkastningsgraden på 25–30 procent (Zider, 1998).

### 5.3.2 Kategorisering av nybildade företag och företag i tillväxtfas

Det finns ytterligare kategoriseringar av nybildade företag (eng: ventures). Enligt NVCA (2025) som produceras gemensamt av National Venture Capital Association (NVCA) och Pitchbook, delas nybildade företag (eng: ventures) in i ett antal delkategorier baserat på mognadsgrad. Den tidigaste kategorin benämns försåddfasen (eng: pre-seed) eller såddfasen (eng: Seed) och omfattas av bolag som är mindre än två år gamla och har erhållit sin första investering. Nästföljande delkategori utgörs av nybildade företag i ett tidigt skede (eng: early stage venture), vilka är yngre än fem år vid affärstillfället och ofta tillhör investeringsrunda (eng: series) A eller B. Företag som är minst fem år, oavsett investeringsrunda, klassificeras som nybildade företag i ett sent skede (eng: late stage venture). Klassificeringen kan också grundas i att företaget som minst har genomfört investeringsrunda (eng: series) C. Nästföljande företagskategori benämns som nybildade företag i

tillväxtfas (eng: venture growth), vilka generellt sett har genomgått investeringsrunda (eng: series) E. För dessa företag kan även en mer kvalitativ bedömning göras baserat på företagets ålder, antal investeringsrundor, företagets nuläge och deltagande investerare.

Respektive investeringsrunda medför varierade storlekar för investerat kapital, där tidigare rundor i regel karaktäriseras av mindre affärer. För nybildade företag i USA uppgick försåddsinvesteringsrundan (eng: pre-seed) till cirka 5 miljoner kronor (0,5 miljoner USD) år 2025 medan runda D+ uppgick till cirka 1 miljard kronor (100 miljoner USD). Storleksskillnaden på investerat kapital per runda förefaller sig naturligt då kapitalbehovet i regel är mer begränsat i början av företagets livscykel och investeringarna medför högre risk. Mer etablerade bolag har däremot nått en produkt- och marknadsmatch med en etablerad affärsmodell som genererar intäkter från en växande kundbas. De företag som lämnar den nybildade fasen och övergår till en tillväxtfas kan antas ha uppnått lönsamhet eller vara nära att göra detta (EQT, 2024). Kategoriseringen av nybildade företag (eng: venture), samt dess investeringsrundor, återfinns i Figur 19.

### Kategorisering av nybildade företag enligt mognadsgrad

	Delkategori av nybildade företag	Antal verksamma år	Investeringsrunda	Rundornas medianstorlek 2025, mnSEK <sup>1)</sup>
Mognadsgrad/ riskreducering	Försåddfas/ såddfas (eng: Pre-seed/seed)	Mindre än 2 år	Försåddsinvesteringsrunda	~5
			Såddinvesteringsrunda	~35
	Nybildade företag i ett tidigt skede (eng: Early stage)	Mindre än 5 år	Kapitalrunda A	~150
			Kapitalrunda B	~330
	Nybildade företag i ett sent skede (eng: Late stage)	Mer än 5 år	Kapitalrunda C	~530
Kapitalrunda D+ <sup>2)</sup>			~1000	
Nybildade företag i tillväxtfas (eng: Venture growth)	Ej specificerat	Kapitalrunda E	~1000 <sup>3)</sup>	

Källa: The PitchBook-NVCA Venture Monitor, Q4 2025  
 Not: 1) Samtliga värden har konverterats från USD till SEK med den genomsnittliga valutakursen för 2025. 2) Nybildade företag i ett sent skede har som minst nått serie C. En maximal runda definieras inte. 3) Data finns angett för serie D+ och har använts för samtliga serier som överstiger serie D

Figur 19: Kategorisering av nybildade företag enligt mognadsgrad

Det bör dock noteras att Pitchbook och NVCAs kategorisering inte är officiell och att andra institutioner kan ha varierade syner på detta. Kategoriseringen kan även variera beroende på företagets unika förutsättningar och situation. Det kan exempelvis argumenteras för att företag lämnar den nybildade fasen och går in i tillväxtfasen tidigare än vad den presenterade kategoriseringen föreslår. Detta perspektiv ges bland annat av EQT (2025), som menar att ett företag i tillväxtfas (eng: growth) kan initiera allt från investeringsrunda (eng: series) A och förbi investeringsrunda (eng: series) D.

### 5.3.3 Framgångsfaktorer för investerare i nybildade företag

Investeringar i nybildade företag (eng: ventures) har en omfattande avkastningsspridning, vilket reflekteras i Figur 16 (avsnitt 5.2). För att kunna placera sig i de övre kvartilerna behöver investerare i

riskkapital ha förmågan att identifiera investeringsmöjligheter med hög potential samt driva värdeutveckling av sina innehav. Ett antal framgångsfaktorer för aktörer som investerar i nybildade företag (eng: ventures) redogörs för nedan.

1. **En platt organisation med snabba beslutsvägar:** Framgångsrika investerare i nybildade företag (eng: ventures) har generellt en platt struktur med korta beslutsvägar. Förmågan att vara snabb och tidseffektiv anses vara ett vitalt framgångskriterium (Franzke, 2001). Tillgångsklassens tidskänsliga natur kan bland annat hänföras till begränsade investeringstidsfönster.
2. **En stark historisk prestation:** Fondens historiska prestation är en avgörande faktor för dess framtida framgång. Detta hänvisas typiskt sätt till ledningens överlägsna förmåga att identifiera de mest attraktiva investeringarna. Andra perspektiv belyser däremot att det snarare handlar om tillgång till ett flöde av affärer än skillnad i ledningskompetens (Nanda et al., 2020).
3. **Ett brett och djupt nätverk:** Investerares nätverk är en förutsättning för att få tillgång till ett flöde av affärer. En undersökning genomförd av Hochberg och hans kollegor (2007) identifierade att institutionella investerare gynnas av att ha ett brett nätverk av relationer, särskilt med andra investerare i nybildade företag (eng: ventures) som själva har starka nätverk. På samma sätt är det fördelaktigt för investerare att få tillgång till andra investerares affärsmöjligheter, vilket kan uppnås genom medlemskap i syndikat för investeringar i nybildade företag (eng: ventures).
4. **En robust utvärderings- och urvalsprocess:** Investerare i nybildade företag (eng: ventures) rapporterar att en affär i snitt tar 83 dagar att stänga och kräver 118 timmar av formell genomlysning (eng: due diligence), där 10 referenssamtal tas (Gompers et al., 2021). En framgångsrik investerare i nybildade företag (eng: ventures) måste ha förmågan att identifiera högpresterande investeringar, grundade i omfattande utvärderingar.
5. **Ett aktivt ägarstyrningsarbete:** En undersökning genomförd av Gompers (et al., 2021) visar att en omfattande rådgivningsverksamhet är den främsta mekanismen som riskkapitalbolag använder för att skapa mervärde i sina portföljbolag. Ägarstyrnings- och rådgivningsförmågan påverkar även fondens förmåga att attrahera entreprenörer. Mot bakgrund av detta kan den institutionella investerarens ägarstyrningsförmåga betraktas som en central framgångsfaktor.
6. **En konkurrenskraftig kompetensförsörjning:** Förekomsten av bolagsägda investerare i nybildade företag (eng: ventures) har gett uppmärksamhet till vikten av kompensationsstrukturer. Det noteras att investeringsorganisationer som tilldelas det ägande bolagets ersättningsmodell kan hindra dess förmåga att bibehålla och rekrytera högpresterande medarbetare. För att säkerställa en långsiktig kompetens i investeringsorganisationer är det därmed centralt att erbjuda en konkurrenskraftig ersättning som motsvarar branschstrukturer och nivåer (Moore, 2023).
7. **En omfattande spetskompetens:** Investerare i nybildade företag (eng: ventures) behöver besitta spetskompetens inom de marknader och branscher där de är verksamma. Detta kan både informera välgrundade investeringsbeslut och bidra till en effektiv och värdeskapande

ägarstyrning av de underliggande innehaven. På marknader med hög grad av komplexitet, exempelvis till följd av politiska eller regulatoriska faktorer, kan spetskompetens vara särskilt viktig.

## 5.4 Investeringens livslängd och bemanningscykler

Illikvida tillgångar karaktäriseras av ett relativt långsiktigt värdeskapande och ägande. Däremot skiljer sig långsiktigheten mellan tillgångsklasserna och investeringsformerna. Fondinvesteringar i onoterade aktier har ofta en tidsbestämd investeringshorisont på cirka 10 år, där de första åren utgörs av en investeringsperiod och de senare en förvaltnings- och avyttringsperiod. Bolagsstrukturer saknar däremot en sådan tidsbegränsning och kan innehåsa i flera decennier, vilket exemplifieras av Första–Fjärde AP-fondernas långvariga innehav i Vasakronan.

Illikvida tillgångar kan anses vara ett lämpligt tillgångsslag för Första–Fjärde AP-fonderna att investera i, givet pensionssystemets långsiktighet och fondernas begränsade likviditetskrav. Likt övriga institutionella investerare tenderar tidshorisonten för portföljinnehaven däremot att överstiga förvaltarnas anställningstid på AP-fonderna. Detta skapar en viss komplexitet kring att ärva innehav inom AP-fonderna, där förstahandsinsikter i innehaven och dess investeringsprocesser behöver föras vidare till nya förvaltare i takt med att nuvarande nyckelpersoner lämnar sina poster. De efterträdande förvaltarna tilldelas därmed innehav som de inte har varit med och fattat beslut om. Rotationen av förvaltare kan dels medföra nya och värdefulla perspektiv på portföljen som i längden stärker dess riskjusterade avkastning. Samtidigt tillkommer även kunskapsmässiga risker, där de nya medarbetarna behöver överta den information som krävs för maximalt värdeskapande och en lämplig ägarstyrning. Trots en gedigen dokumentation kring överväganden, fattade beslut och lärdomar inom tillgångsslaget finns en risk att tyst kunskap inte förs vidare till kommande förvaltargenerationer.

För investeringar i bolagsstrukturer utan tidsbestämd innehavsperiod är det inte osannolikt att en annan medarbetare än den som fattade investeringsbeslutet kommer att fatta beslut om avyttring. Ett sådant avyttringsbeslut kan till exempel föräledas av att kontexten för AP-fonderna har förändrats sedan investeringstillfället. Detta kan bero på förändrade marknadsförutsättningar som gör investeringen mer eller mindre lämplig i dagsläget jämfört med vid investeringens genomförande. På samma sätt kan en reviderad investeringsstrategi påverka bedömningen av ett innehavs lämplighet i portföljen. Dessa situationer kan påkalla en översyn av investerarens innehav samt en eventuell avyttring.

Det finns i regel inte en tydlig andrahandsmarknad för illikvida tillgångar, vilket begränsar likviditeten och möjligheterna till avyttring. Därtill kan storleken, karaktären eller de legala förutsättningarna för illikvida tillgångar innebära att endast ett fåtal institutionella investerare har möjlighet att förvärva dem. Det kan därför dröja flera år innan en lämplig köpare för ett visst innehav identifieras och en avyttring blir möjlig. På grund av detta är det inte givet att samtliga ärvda innehav kan anpassas till en reviderad investeringsstrategi eller förändrade marknadsförutsättningar. Samtidigt har Första–Fjärde AP-fonderna i uppdrag att för samtliga verksamma år bidra till största möjliga nytta för pensionssystemet, vilket förutsätter en handlingsmöjlighet för samtliga portföljinnehav.

För att kunna balansera långsiktigheten i investeringarna samt ge utrymme för förändrade omständigheter till kommande generationer av medarbetare är det centralt för fonderna att skapa



ett kontraktuellt utrymme för handlingsbeslut. Detta är avhängt på utformningen av aktieägaravtalen som skrivs med både interna och externa parter.

## 5.5 Juridiska investeringsformer och förhållningsramar

En central aspekt av Första–Fjärde AP-fondernas former för investeringar är de bakomliggande juridiska strukturerna och avtalen som AP-fonderna har ingått. För fondinvesteringar tillämpas ofta en struktur där en part (förvaltaren) har ett större juridiskt ansvar och åtagande än resterande ägare (investerarna). Denna struktur kallas begränsat partnerskap (eng: Limited Partnerships) och kan jämföras med den svenska bolagsformen kommanditbolag.

Första–Fjärde AP-fondernas gemensamägda riskkapitalföretag har tillämpat strukturen för kommanditbolag och regleras därmed av lagen (1989:1102) om handelsbolag och enkla bolag. Kommanditbolag är en form av handelsbolag där en eller flera bolagsmän har begränsat ansvar för bolagets förbindelser. Dessa bolagsmän kallas kommanditdelägare och kan inte påföras en förlust som överstiger vad de har satt in eller åtagit sig att sätta in i bolaget vid en eventuell upplösning eller utträde ur bolaget. Denna bestämmelse är dock dispositiv och kan därför avtalas bort. Ett kommanditbolag måste även ha minst en bolagsman som är obegränsat ansvarig för bolagets förbindelser, en så kallad komplementär. Till skillnad från kommanditdelägare har komplementären rätt att företräda kommanditbolaget. Samtliga komplementärer är solidariskt ansvariga för bolagets förpliktelser. Stiftelser och ideella föreningar får inte vara komplementärer, men juridiska former, såsom aktiebolag, får anta denna roll. Enligt lagen har en bolagsman i ett kommanditbolag rätten att när som helst säga upp ett bolagsavtal som har slutits för en obestämd tid. Bolagsmännen har även rätt att avtala om att bolagsmannen i fråga ska träda ur bolaget i stället för att bolaget försätts i likvidation.

Det finns ett flertal anledningar att välja kommanditbolag som juridisk person. En central aspekt är kommanditdelägarnas möjlighet att investera kapital i bolaget utan att ha ansvaret för kommanditbolagets eventuella förluster. Bolagsformen kan även anses vara ett mindre komplext alternativ till aktiebolag, då kommanditbolag inte har samma krav på revisor, upprättande av årsredovisningar och aktiekapital. Därutöver är bolagsformens lag till stor del dispositiv, vilket innebär att bolagsmännen har en relativt stor frihet att själva utforma ägaravtalet. Kommanditbolag har inte heller en egen beskattning, vilket innebär att kommanditdelägarna blir direkt beskattade för sin del av bolagets överskott.

Kommanditbolag är den närmaste svenska motsvarigheten till begränsade partnerskap (eng: limited partnerships), en struktur som vanligen tillämpas bland riskkapitalfonder globalt. I denna bolagskonstruktion finns alltid en ansvarig bolagsman (eng: General Partner, förkortat GP), vilket kan liknas med en komplementär i kommanditbolag. När strukturen används för riskkapitalfonder fattar vanligtvis den ansvariga bolagsmannen (eng: General Partner, förkortat GP), det vill säga fondförvaltaren, beslut avseende verksamheten. Strukturen innefattar även begränsat ansvariga bolagsmän (eng: Limited Partners, förkortat LP) som kan jämföras med kommanditbolagets kommanditdelägare (Naxs, u.å). Dessa begränsat ansvariga partners står för kapitalet som investeras.

Den begränsade partnerskapsstrukturen (eng: limited partnerships) regleras via ett partnerskapsavtal (eng: Limited Partnership Agreement, förkortat LPA). Avtalet reglerar bland annat ansvarsfördelningen mellan de involverade parterna, processen för kapitalanrop (eng: capital calls)

och åtaganden, distributioner och vattenfall<sup>26</sup> samt avgifter. På en övergripande nivå syftar avtalet till att skapa en samstämmighet mellan parternas intressen (Linnovative Partners, 2025). Likt kommanditbolag ger denna investeringsstruktur en flexibilitet för de involverade parterna att själva utforma partnerskapsavtalet, samtidigt som en tydlig roll- och ansvarsfördelning bibehålls.

## 5.6 Risker kopplade till investeringar i illikvida tillgångar

Risker och risktagande är centrala komponenter i investeringsverksamhet och utgör grundläggande förutsättningar för avkastning och måluppfyllelse. Detta är särskilt relevant vid investeringar i illikvida tillgångar, där informationsasymmetrier, avsaknaden av en tydlig andrahandsmarknad och mindre effektiva marknadsmekanismer innebär att risknivåerna generellt är högre än för noterade tillgångar. Investerare i illikvida tillgångar är därmed per definition aktiva risktagare som kontinuerligt behöver identifiera, fördela, bedöma och hantera flera risktyper. Riskhantering är dock inte synonymt med att undvika risk: risker ska inte elimineras, utan hanteras och förvaltas för att uppnå en hög riskjusterad avkastning. Detta ställer höga krav på investeringsorganisationers förmåga och kompetens.

I denna rapport lyfts fyra risker upp som centrala att beakta: illikviditetsrisk, kapitalrisk, anseenderisk och systemrisk. Dessa utgör dock inte en uttömmande redogörelse för de risker som kan vara förknippade med illikvida tillgångar. Utöver dessa förekommer exempelvis operativa risker kopplade till aktivt ägande samt systemiska marknadsrisker.

### 5.6.1 Illikviditetsrisk

Illikvida tillgångar har ofta en begränsad andrahandsmarknad och kan vara svåra att sälja med kort varsel till önskat pris. Detta skapar en likviditetsrisk som investerare förväntar sig att bli kompenserade för via den så kallade illikviditetspremien.<sup>27</sup> Trots att begreppet är välkänt inom finansiell teori och har bevisats i flertalet studier bör det noteras att det finns delade åsikter och en komplexitet i bedömningen av huruvida en illikviditetspremie verkligen föreligger. Se 2023 års Tilläggsuppdrag, avsnitt 4.4 "Beskrivning av målsättning med innehav i illikvida tillgångar", för ytterligare resonemang kring akademiska perspektiv på illikviditetspremien (Regeringen, 2024).

Förutsatt att en premie föreligger är AP-fonderna lämpade för att exponera sig mot illikviditetsrisk, då de har ett långsiktigt sparandemål och ett begränsat likviditetskrav. Därmed kan AP-fonderna åtnjuta illikviditetspremien utan att möta samma likviditetsutmaningar som traditionella investerare. AP-fondernas exponering mot illikvida tillgångar behöver dock ske inom vissa begränsningar då en utbetalningsberedskap behöver föreligga. Beredskapen behöver både beakta pensionssystemets nuvarande behov, vilket estimeras via Asset Liability Management (ALM)-analyser som tar höjd för olika scenarios. Ett sådant scenario är inträffandet av en så kallad "gas" i pensionssystemet, vilket innebär att Första–Fjärde AP-fondernas utbetalningar till pensionssystemet tillfälligt ökar och därmed medför ett högre krav på likviditet. Givet att endast en mindre del av Första–Fjärde AP-fondernas portföljer utgörs av illikvida tillgångar anses däremot en god likviditet föreligga.

---

<sup>26</sup> Vattenfall avser i denna kontext hur fondens vinst fördelas mellan investerare och fondförvaltaren avseende ordning och procentsatser.

<sup>27</sup> Illikviditetspremien är den en ytterligare avkastningen en investerare förväntar sig för att låsa upp kapital över en längre period.

Sammantaget bedöms illikviditetsrisken, som för den genomsnittliga investeraren är påtaglig, vara viktig att beakta men ha begränsad påverkan för Första–Fjärde AP-fonderna. Andra risker, såsom kapitalrisk och anseenderisk, kan anses vara av större vikt för AP-fonderna.

### 5.6.2 Kapitalrisk

Kapitalrisk avser risken att permanent förlora delar av eller samtligt investerat kapital. En realisering av denna risk kan leda till att Första–Fjärde AP-fonderna inte uppfyller sina avkastningsmål, vilket begränsar deras förmåga att bidra med största möjliga nytta till pensionssystemet. Samtidigt utgör riskexponering en central förutsättning för AP-fondernas måluppfyllnad och bör därmed ha en tydlig plats i AP-fondernas portföljer. Mot denna bakgrund är kapitalrisken argumenterbart central att beakta för Första–Fjärde AP-fonderna, inte minst avseende investeringar i illikvida tillgångar där avkastningsspridningen är relativt hög. Figur 16 (avsnitt 5.2) visar att investeringar i nybildade företag (eng: ventures) samt fastigheter i sekundära marknader uppvisar en betydande uppsida, samtidigt som avkastningen i de nedre kvartilerna är negativ. I sammanhanget bör det även belysas att AP-fonderna har en förhållandevis låg portföljexponering mot dessa typer av högriskinvesteringar.

För att hantera risken på ett ändamålsenligt sätt och undvika att kapitalrisken realiserar är det av särskild vikt att Första–Fjärde AP-fonderna bevakar sina intressen i deras investeringar. En central aspekt i att bevaka sina intressen är arbetet inför investeringstillfället, där tillgången grundligt utvärderas i en formell genomlysning (eng: due diligence). På samma sätt kan en aktiv ägarstyrning bidra till långsiktigt värdeskapande och förhindra att kapitalrisken förverkligas. Trots att investerare kan skapa förutsättningar för en god avkastning bör det noteras att kapitalrisken till stor del är utanför investerarens kontroll. Till exempel kan nya marknadstrender, förändrade regelverk eller oväntade operativa utmaningar i den underliggande tillgången göra att kapitalrisken realiserar.

För att hantera kapitalrisken på ett ändamålsenligt sätt och minska sannolikheten för att den realiserar är det av särskild betydelse att Första–Fjärde AP-fonderna aktivt bevakar sina intressen i genomförda investeringar. En central del i detta arbete utgörs av förberedelserna inför investeringstillfället, där tillgången eller förvaltaren grundligt utvärderas i en formell genomlysning (eng: due diligence). Utöver detta kan en aktiv och välfungerande ägarstyrning bidra till långsiktigt värdeskapande samt till att reducera risken för värdeförlust över tid. Samtidigt bör det noteras att kapitalrisken i betydande utsträckning ligger utanför investerarens direkta kontroll. Externa faktorer såsom förändrade marknadsförutsättningar, nya eller ändrade regelverk samt oväntade operativa utmaningar i den underliggande tillgången kan, trots riskhanteringsåtgärder, medföra att kapitalrisken realiserar.

Trots att institutionella investerare inte kan påverka eller förutse förändrade externa förutsättningar kan de välja att begränsa exponeringen mot tillgångsklasser med en högre risk för negativ avkastning, såsom nybildade företag (eng: ventures) och fastigheter i sekundära områden (eng: non-core). Samtidigt utgör risktagande en central del av AP-fondernas uppdrag, varför en reducerad exponering mot högriskinvesteringar behöver vägas mot risken för utebliven avkastning som genereras i tillgångsklassernas övre kvartiler. Snarare än att undvika kapitalrisken bör den hanteras på ett optimalt sätt, bland annat genom val av investeringsformer.

### 5.6.3 Anseenderisk

Anseenderisk definieras i denna rapport som risken för att huvudmannens eller allmänhetens förtroende för pensionssystemet tar skada. För Första–Fjärde AP-fonderna kan anseenderisken

primärt hänförs till negativ medial uppmärksamhet kring exponeringen mot det underliggande innehavet. Riskens omfattning kan bero på både magnituden och frekvensen för sådan uppmärksamhet.

Frekvensen, eller sannolikheten för att en sådan negativ medial händelse ska inträffa, kan anses högre för illikvida tillgångar än likvida tillgångar. Detta kan delvis hänförs till tillgångsslagets långsiktighet, där en längre exponering mot tillgången ökar sannolikheten för att medial händelse ska inträffa under ägarperioden. Risken kan realiseras av en förändrad omvärld under ägarperioden som påverkar huruvida allmänheten bedömer innehavets verksamhet och strategiska riktning som lämplig. Givet illikviditeten som följer av detta tillgångsslag finns det i regel begränsade möjligheter att snabbt avyttra tillgångsslaget i ett sådant fall att externa omständigheter påkallar det.

Utöver anseenderiskens frekvens bedöms dess magnitud vara betydande. Detta gäller inte minst för bolagsstrukturer där AP-fonderna ofta har en större ägarandel och därmed omfattande ägaransvar. AP-fonderna måste kunna svara för portföljnehavens utveckling i händelse av negativ medial uppmärksamhet. AP-fondernas närhet till investeringarna ökar även risken för att de själva förknippas med negativ uppmärksamhet och därigenom exponeras för anseenderisk. Innehaven som ägs via bolagsstrukturer blir relativt synliga i AP-fondernas portföljer, till exempel till följd av dess storlek eller ägarform, vilket ökar sannolikheten för en granskning från allmänheten.

Det är centralt för pensionssystemet, inklusive Första–Fjärde AP-fonderna, att bibehålla ett högt förtroende över tid från allmänheten. AP-fonderna bör därmed ha en begränsad aptit för anseenderisker. Samtidigt bör det noteras att ett allt för restriktivt förhållningssätt till denna risk kan begränsa AP-fondernas investeringsuniversum väsentligt. För att uppnå en ändamålsenlig riskexponering är det viktigt att hantera risker på ett sätt som begränsar exponeringen utan att i onödan inskränka investeringsmöjligheterna.

#### 5.6.4 Systemrisk

De tidigare riskerna (5.6.1–5.6.3) avser nivån för en enskild institutionell investerare, till exempel en enskild AP-fond, men Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar tillsammans buffertkapitalet i inkomstpensionssystemet. Deras samlade exponering mot illikvida tillgångar påverkar därmed systemets finansiella stabilitet.

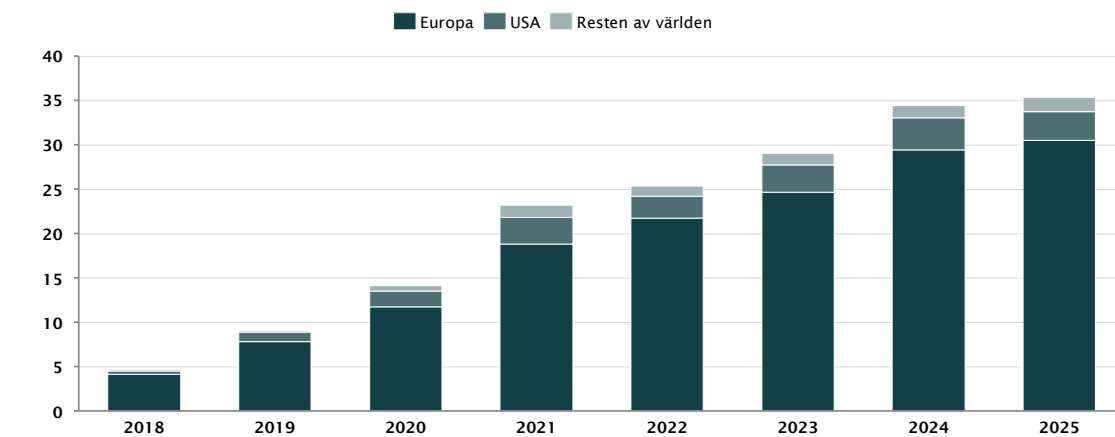
Strukturella faktorer ökar koncentrationsrisk: gemensam hemmamarknad, lagramverk och samägda bolag, till exempel Vasakronan och Polhem Infra, skapar överlapp i svenska fastigheter och infrastruktur. Till skillnad från noterade tillgångar är illikvida svåra att reducera snabbt, varför en nedgång i en stor tillgång eller sektor kan förstärkas systemiskt, bortom individuella riskmodeller som exempelvis ALM-analyser, vilka görs fondvis.

Ingen central instans aggregerar eller övervakar den gemensamma illikvida exponeringen, då varje styrelse hanterar sin riskplan oberoende. Detta utesluter inte fondernas oberoende, men informationsdelning och aggregerad riskrapportering kunde ge styrelser och Riksdagen bättre överblick av systemrisken i enskilda tillgångar och sektorer.

## 5.7 Hållbarhet

I linje med den övriga samhällsdebatten och globala utvecklingen har hållbarhet fått en alltmer central roll i investeringsuniversumet. Detta visas i utvecklingen av det globala hållbara fondkapitalet som har mer än fyrdubblats mellan 2018 och 2025. Kapitalet uppgick till över 35 biljoner<sup>28</sup> kronor (3,8 biljoner USD) år 2025, vilket är den högsta rapporterade helårsnivån. Särskilt noterbart är kapitalets årliga tillväxttakt mellan 2018 och 2021 som uppgick till cirka 70 procent. Majoriteten av tillväxten kan hänföras till europeiska fonder som under 2025 stod för 86% av det globala hållbara fondkapitalet. USA stod för cirka 9 procent av kapitalet, vilket motsvarar en ökning på ungefär 1 procentenhet jämfört med 2018 (Pucci, 2025). Utvecklingen av det globala hållbara fondkapitalet återfinns i Figur 20.

Hållbart fondkapital globalt, 2018-2025, biljSEK



Källa: Morningstar Direct  
Not: Baserad på data från december 2025. Värdena har konverterats från USD till SEK med växelkursen vid utgången av respektiveår.

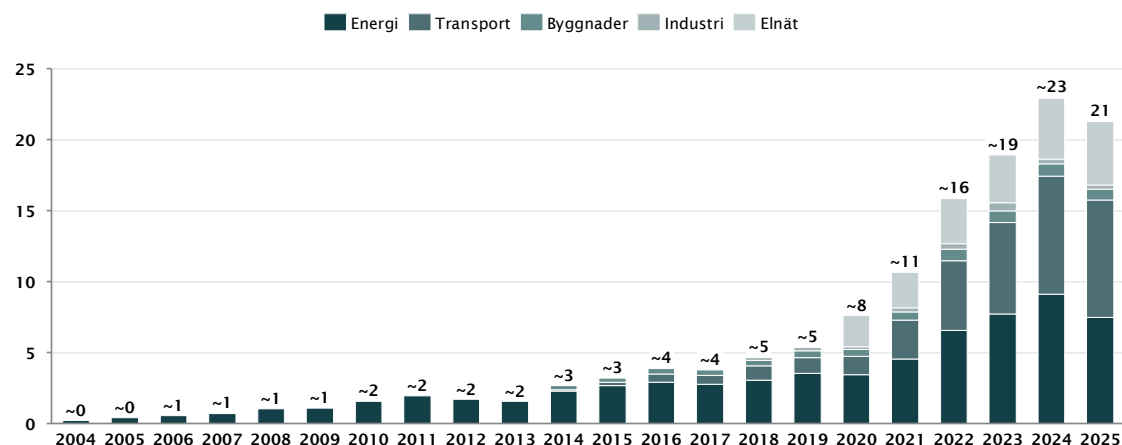
Figur 20: Hållbart fondkapital globalt, 2018-2025, biljSEK

En liknande positiv trend kan identifieras för globala investeringar i energiomställningen. Mellan 2018 och 2024 ökade de årliga investeringarna i genomsnitt med 26 procent per år. Investeringarna översteg för första gången 21 biljoner kronor (2 biljoner USD) år 2024. Under 2025 ökade investeringarna mätt i USD, men minskade något uttryckt i SEK.

Delsegmenten el-transport, förnybar energi och elnät är särskilt drivande i tillväxten. År 2025 uppgick de globala investeringarna i el-transport till cirka 8,2 biljoner kronor (897 miljarder USD), förnybar energi till cirka 7,5 biljoner kronor (811 miljarder USD) och elnät till cirka 4,4 biljoner kronor (483 miljarder USD). Tillsammans stod dessa delsegment för omkring 95 procent av det totala investerade kapitalet i energiomställningen globalt. De årliga investeringarna sammanfattas i Figur 21.

<sup>28</sup> 1 biljon = 1 000 miljarder

## Årliga investeringar i energiomställningen globalt, 2004-2025, biljSEK



Källa: BloombergNEF, via Energy Transition Investment Trends 2025 & 2026  
Not: Värdena har konverterats från USD till SEK med växelkursen vid utgången av respektive år. Delsegmentens staplar ämnar ge en indikativ storleksordning på investerat kapital. Delsegmentet Energi utgörs till ca 90% av förnybar energi.

Figur 21: Årliga investeringar i energiomställningen globalt, 2004-2025, biljSEK

Utvecklingen av hållbart fondkapital samt investeringar i energiomställningen speglar den utökade efterfrågan på hållbarhet och institutionella investerares centrala roll i den gröna omställningen. Den geografiska spridningen av det hållbara fondkapitalet talar för att trenden är särskilt närvarande inom Europa. Första–Fjärde AP-fonderna har, likt övriga institutionella investerare, verkat i denna miljö och riktat ett större strategiskt fokus mot hållbarhet. Investeringar i hållbar infrastruktur, såsom Polhem Infra, 4 to 1 Investments och Stegra, kan anses falla inom ramen för detta investeringsuniversum.

## 5.8 Styrelsers roll vid investeringar i illikvida tillgångar

Investeringar i illikvida tillgångar ställer generellt högre krav på styrelsens roll hos institutionella investerare än investeringar i noterade tillgångar. Vid noterade investeringar är styrelsens primära uppgift att fastställa övergripande ramar för tillgångsallokering och riskmandat, medan de operativa investeringsbesluten delegeras till kapitalförvaltningsorganisationen. Denna delegation fungerar väl i en miljö med likvida marknader, transparent prissättning och möjlighet att snabbt justera positioner.

Vid illikvida tillgångar, särskilt vid bolagsstrukturer, är förutsättningarna annorlunda på ett grundläggande sätt. Investeringsbesluten är i praktiken irreversibla under lång tid (5.6.1), kapitaltillskott kan krävas efter det initiala beslutet och värderingen av tillgångarna bygger på modeller snarare än på marknadspriser. Dessutom kan valet av investeringsform, exempelvis genom fondstruktur eller bolagsstruktur (till exempel ett gemensamt riskkapitalföretag eller en direktinvestering), ha avgörande betydelse för en institutionell investerares (till exempel AP-fonds) möjlighet att bevaka sina ägarintressen och för vilka organisatoriska resurser som krävs.

Dessa särdrag innebär att styrelsens strategiska övervakande roll generellt blir mer krävande vid illikvida tillgångar. Internationella riktlinjer, däribland OECD:s principer för pensionsfondsstyrning (OECD, 2009) och Clark och Urwins ramverk för god styrning (Clark & Urwin, 2008), betonar att styrelser i pensionsfonder behöver tillräcklig kompetens för att kunna bedöma inte enbart enskilda investeringars avkastningspotential, utan även de strukturella förutsättningarna för att förvalta dem.

Det handlar bland annat om att kunna utvärdera om den valda formen för en investering är lämplig givet organisationens resurser, om delegationsordningen är anpassad för de specifika krav som illikvida tillgångar ställer, och om det finns tillräckliga eskaleringsrutiner för situationer som avviker från det förväntade förloppet.

I svensk kontext specificerar lagstiftningen från 1 januari 2026 (SFS 2025:376) att AP-fondernas styrelser i sin helhet ska ha hög kompetens inom kapitalförvaltning samt tillräcklig kompetens inom bland annat illikvida tillgångar, finansiell ekonomi och hållbarhet. Detta understryker att generalistkompetens inte ansågs tillräcklig för den portföljsammansättning som följde av lagändringen 2019, då taket för illikvida tillgångar höjdes från 5 till 40 procent. Styrelsens förmåga att bedöma formfrågor, organisatoriska resurser och övervaka investeringar genom hela livscykeln är av central betydelse för den analys som detta uppdrag omfattar.

För en mer utförlig beskrivning av hur Första – Fjärde AP-fonderna hanterar allokeringsbeslut, inklusive styrelsernas roll, samt investeringsprocess för investeringar i illikvida tillgångar, se den fördjupade analysen i samband med den årliga utvärderingen av AP-fonderna till och med år 2024 (Skr. 2024/25:130, bilaga 9).

## 5.9 Avveckling och exit ur illikvida tillgångar

Tilläggsuppdragets frågeställning omfattar hela investeringscykeln, från nyinvestering till avveckling. Avvecklingsfasens krav varierar påtagligt beroende på investeringsform.

- **Gemensamt ägda strukturer:** Försäljning (för en eller fler parter) kräver ägarsamsyn eller formaliserade processer kring initiering och villkor. Skilda tidshorisonter, mål eller riskaptit försvårar. Väl genomarbetade, fördefinierade principer i aktieägaravtal täcker scenarier som avvecklingsvillkor, oenighetshantering, eskaleringsgränser till respektive parts styrelse, byggda under goda relationer.
- **Direktägda fastighetsbolag:** Den institutionella investeraren (AP-fonden) ansvarar själv för hela försäljningsprocessen, exempelvis oberoende värdering, marknadskontakter och transaktionsgenomförande, vilket ställer krav på intern kompetens, ofta kompletterat med extern rådgivning.
- **Fondinvesteringar:** Fondförvaltaren ansvarar för avveckling inom fondens löptid enligt partnerskapsavtalet. Fondinvesterare, till exempel AP-fonder, deltar i beslut om förlängning av fondens löptid eller sekundärförsäljning av sin fondandel till andra investerare.

Planerade avvecklingar, till exempel genom börsintroduktion eller försäljning till en strategisk köpare, medger förberedelse, medan krisdrivna avvecklingar vid snabb försämring kräver omedelbar beredskap och specialistkompetens – som visats i senaste års investeringar. AP-fondernas strukturer och organisation måste klara båda.

De senaste årens utveckling i ett antal av de analyserade investeringarna visar att krisutlösta förlopp kan uppstå med kort varsel och ställa omfattande krav på organisatorisk beredskap och specialistkompetens.

## 6. Analyserade investeringar och deras former

Detta kapitel presenterar de investeringar och tillgångsklasser som analysarbetet fördjupar sig inom. Inledningsvis presenteras investeringsformen gemensamägda riskkapitalföretag, som till följd av dess särskiljande karaktär har brutits ut från kategoriseringen enligt tillgångsklasser. Därefter följer en beskrivning av de analyserade tillgångsklasserna, nämligen i) onoterade fastighetsföretag, ii) infrastruktur, skog och jordbruk samt iii) onoterade aktier. Respektive avsnitt redogör för tillgångsklassens, eller formens, bakgrund samt ett antal innehav som en eller flera AP-fonder har investerat i. Innehavens beskrivningar bör däremot inte betraktas som uttömmande.

### 6.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

#### 6.1.1 Bakgrund till investeringsformen

##### *Formens investeringsrational*

Gemensamägda företag tillåter kostnadseffektiva investeringar i underliggande innehav, utan involvering av externa fondförvaltare.<sup>29</sup> Kostnadseffektiviteten kan hänföras till att investeringsprocessen av de underliggande innehaven genomförs av riskkapitalföretagets organisation, i stället för att läggas ut på externa fondförvaltare. Till skillnad från fondstrukturer täcker AP-fonderna enbart kostnaden för riskkapitalföretagets organisation, utan tillägg för övriga avgifter och prestationsbaserade ersättningar.

Formen kan även betraktas som mer kostnadseffektiv än direktägda bolagsinvesteringar, givet att AP-fonderna inom ramen för riskkapitalföretaget kan poola sina investeringsresurser och kompetenser. AP-fonderna har även möjlighet att utöva en aktiv ägarstyrning av riskkapitalföretaget. Då AP-fonderna är representerade i riskkapitalföretagets styrelser har de möjlighet att fatta investeringsbeslut och utöva en väsentlig grad av kontroll över riskkapitalföretaget, jämfört med traditionella fondstrukturer.

##### *Investeringsstrukturen och AP-fondernas roll*

Gemensamägda riskkapitalföretag kan liknas med en riskkapitalfond som AP-fonderna sätter upp gemensamt och investerar i. Riskkapitalföretaget är en separat juridisk enhet, med en egen investeringsprocess och beslutsmandat för investeringar. Enligt lag får AP-fonderna maximalt äga 35 procent av riskkapitalföretaget. Förutsatt att riskkapitalföretaget inte har externa delägare behöver minst tre AP-fonder ingå i saminvesteringen.

I egenskap av investerare beslutar Första–Fjärde AP-fonderna om kapitaltillskott eller kapitalram till gemensamägda riskkapitalföretag. Ägarna är även representerade i styrelsen för riskkapitalföretaget och utövar därigenom en aktiv ägarstyrning och styrelsekontroll av riskkapitalföretaget. I de två gemensamägda riskkapitalföretagen har styrelsen beslutsmandat för investeringar i underliggande innehav. Den operativa företagsledningen bedrivs däremot av vd och riskkapitalföretagens

---

<sup>29</sup> AP-fonderna redovisar nettoavkastningen för dess gemensamägda riskkapitalföretag, vilket innebär att dess kostnader inte är direkt synliga i AP-fondernas resultatredovisning.



organisationer, utan involvering av ägarna. Första–Fjärde AP-fondernas roller i deras gemensamägda riskkapital sammanfattas i Figur 22.

### Strukturen bakom gemensamägda riskkapitalföretag och AP-fondernas roller



Källa: Första–Fjärde AP-fonderna; Arkwright Analys

Figur 22: Strukturen bakom gemensamägda riskkapitalföretag och AP-fondernas roller

### Utvalda investeringar

AP-fonderna har, sedan uppdateringen av placeringsreglerna år 2020, bildat två gemensamägda riskkapitalföretag. Ett av dessa är 4 to 1 Investments som ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna och har investerat i batteritillverkaren Northvolt. Det andra riskkapitalföretaget är Polhem Infra som ägs av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna och uteslutande investerar i infrastruktur. Båda riskkapitalföretagen har den juridiska bolagsformen kommanditbolag med ett aktiebolag som komplementär (se avsnitt 5.5 för mer information om den juridiska formen). Trots att 4 to 1 Investments och Polhem Infra delar liknande juridiska strukturer föreligger betydande skillnader mellan riskkapitalföretagen inom följande delar:

- Formell och juridisk klassificering av riskkapitalbolaget
- Investeringsstrategi och riskprofil, inklusive ägarandel, grad av inflytande i underliggande innehav samt strategisk exponering mot olika tillgångsklasser
- Portföljuppbyggnad och diversifieringsgrad
- Struktur för kapitalallokering
- Organisation och bemanning, inklusive styrelsens sammansättning, förekomst av beredande kommittéer samt utformning av investeringsorganisationen
- Investeringsprocessens utformning samt involverade styrningsorgan och roller

Båda riskkapitalföretagen, inklusive dess utformning, portfölj och organisationer, redogörs för i mer detalj nedan.

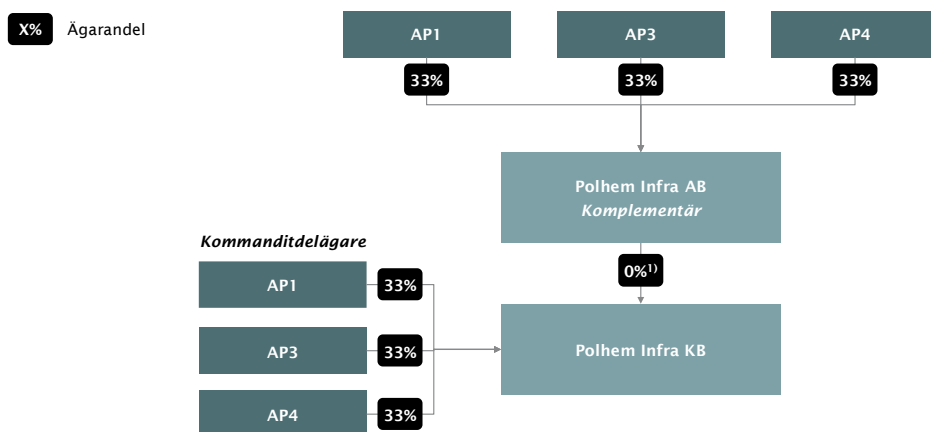
## 6.1.2 Analyserade investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

### Polhem Infra

- **Ägande:** Polhem Infra AB, Polhem Infra KB, med Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna som institutionella investerare
- **Grundat:** 2019
- **Investeringar:** Direktägda infrastrukturinvesteringar i Sverige och Norden
- **Ägarstyrning:** Ägarbeslut, styrelserepresentation, deltagande i företagets investeringskommitté samt kontinuerlig uppföljning

Polhem Infra AB och KB grundades i början av 2019 av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna. Riskkapitalföretaget skulle investera i reala infrastruktur tillgångar med fast mark och sattes därför upp som ett fastighetsbolag enligt jordabalken. Vid tidpunkten för dess grundande var det inte möjligt för AP-fonderna att sätta upp det som ett riskkapitalbolag då lagen inte tillät ägarandelar över 30 procent i riskkapitalföretag. Polhem Infra AB är komplementär till Polhem Infra KB och ägs till lika delar av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna, utöver Polhem Infra AB:s ägarandel. I Polhem Infra KB:s årsredovisning rapporteras att Polhem Infra AB har gjort insättningar på 10 kronor. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna är även kommanditdelägare till Polhem Infra KB och äger en tredjedel var av bolaget. Kapitaltillskott för att finansiera förvärv kommer från kommanditdelägarna. Den juridiska strukturen för Polhem Infra illustreras i Figur 23.

#### Polhem Infrans bolagsstruktur



Källa: Första, Tredje och Fjärde AP-fonden, Arkwright Analys  
Not: Polhem Infra ABs ägarandel i Polhem Infra KB uppgår till 0,00000003% och avrundas till 0%.

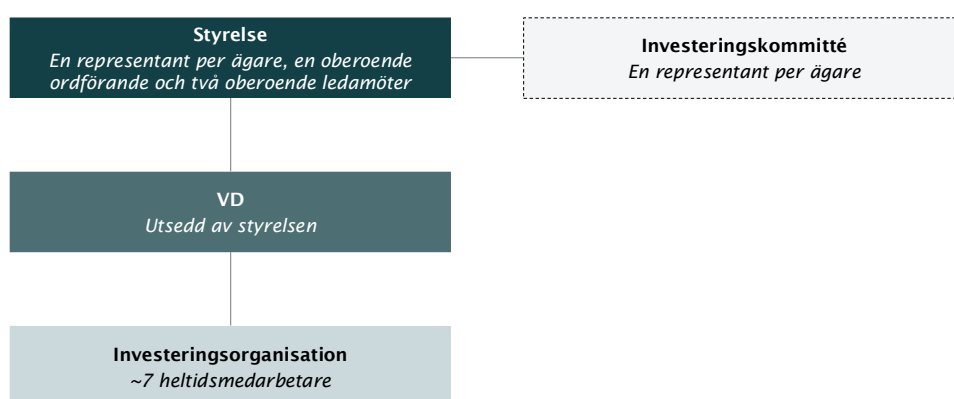
Figur 23: Polhem Infrans bolagsstruktur

Det gemensamägda riskkapitalföretaget Polhem Infra grundades med en målsättning om att bli en prioriterad partner för både offentliga och privata aktörer som investerar i och förvaltar infrastruktur tillgångar för en hållbar samhällsutveckling. Under bolagets första verksamhetsår påbörjades etableringen av investeringsverksamheten, bland annat genom rekrytering och framtagande av en investeringsprocess. Styrelsen rekryterade en permanent VD i oktober samma år

och vid slutet av året hade bolaget 6 anställda. Riskkapitalföretagets organisation har fortsatt växa i takt med portföljens förvalta kapital och vid utgången av 2024 bestod organisationen av 7 anställda (6 heltidsanställda och 1 interim CFO).

Investeringsbeslut fattas av Polhem Infrass styrelse, bestående av en representant per ägare<sup>30</sup>, en oberoende ordförande och två oberoende ledamöter. Investeringsbeslut bereds av Polhem Infrass investeringsorganisation och Investeringskommitté, bestående av ytterligare en representant per ägare. Investeringskommittén är ett utvärderingsorgan som granskar och utmanar samtliga investeringsförslag innan de presenteras för styrelsen. Polhem Infrass organisation illustreras i Figur 24.

#### Polhem Infrass organisation vid utgången av 2024



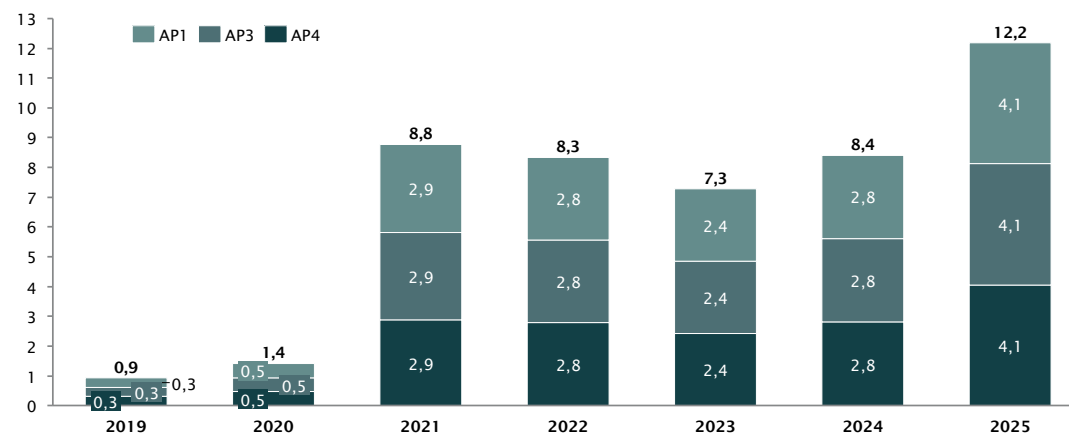
Källa: Första-Fjärde AP-fonden

Figur 24: Polhem Infrass organisation vid utgången av 2024

Under dess verksamma år har riskkapitalbolaget genomfört totalt fem investeringar, varav fyra färdigställdes innan 2025. Vid utgången av 2025 summerade Första, Tredje och Fjärde AP-fondernas rapporterade verkliga värde av Polhem Infra till 12,2 miljarder kronor. Riskkapitalföretagets verkliga värde mellan 2019 och 2025, enligt AP-fondernas årsredovisningar, sammanfattas i Figur 25.

<sup>30</sup> Varje ägare har rätt att nominera varsin ledamot.

## Verkligt värde av Polhem Infra KB enligt Första, Tredje och Fjärde AP-fondens årsredovisningar, 2019-2025, mdrSEK



Källa: Första, Tredje och Fjärde AP-fondens årsredovisningar, 2019-2025  
Not: Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 25: Verkligt värde av Polhem Infra KB enligt Första, Tredje och Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2019-2025, mdrSEK

Polhem Infras första investering genomfördes i november 2019 då bolaget förvärvade 21,45 procent av Solör Bioenergi Holding AB (Solör) för 926 miljoner kronor. Solör är ett av Sveriges ledande privatägda energibolag med fokus på bioeldad fjärrvärme och hållbarhet. Utöver Sverige har Solör även en betydande verksamhet i Norge. Polhem Infras ägarandel i innehavet utökades med 3,3 procent år 2020 och 18,6 procent år 2021, vilket resulterade i riskkapitalets nuvarande ägarandel på 40 procent.

I april 2020 genomförde Polhem Infra sin andra investering då en andel av vindkraftsprojektet Skaftåsen i Härjedalens kommun förvärvades. Affären genomfördes av ett syndikat av institutionella investerare, företrädna av BAE Systems Pension Funds Investment Management Ltd. Polhem Infra förvärvade en ägarandel på 23 procent i FW Skaftåsen BidCo AB. Vid investeringstillfället var vindkraftsprojektet under uppförande med ett beräknat fastställande under 2021 och påbörjad kommersiell drift i början på 2022. Den officiella invigningen blev dock något försenad och hölls i oktober 2023. Vid utgången av 2023 var majoriteten av vindparkens turbiner i full drift.

Ytterligare en investering genomfördes i juni 2021 då Polhem Infra förvärvade samtliga andelar av Telias Companys internationella nätgrossistverksamhet (eng: carrier), Arelion (tidigare benämnt Telia Carrier). Anskaffningsvärdet för bolaget var 5 495 miljoner kronor och vid förvärvstidpunkten var bolaget värderat till cirka 9 450 miljoner kronor. Arelion erbjuder anslutningstjänster till 129 länder och står för en betydande del av den globala internettrafiken. Uppskattningsvis möjliggör Arelion 65% av världens internetanslutningar.

En fjärde investering genomfördes i december 2024 tillsammans med investeringsbolaget Prime Capital AG (Prime Capital). Partnerskapet avsåg ett uppförande av vindkraftsparker i Lycksele till en investering på ca 4,8 miljarder kronor (420 miljoner euro), där Polhem Infra ägarandel utgjorde 49 procent. Tre vindkraftsparker väntas tas i drift under 2027 och beräknas motsvara förbrukningen av

cirka 100 000 hushåll. I saminvesteringen ingår även ett nätbolag som ansvarar för att ansluta vindkraftsparkerna till regionnätet.

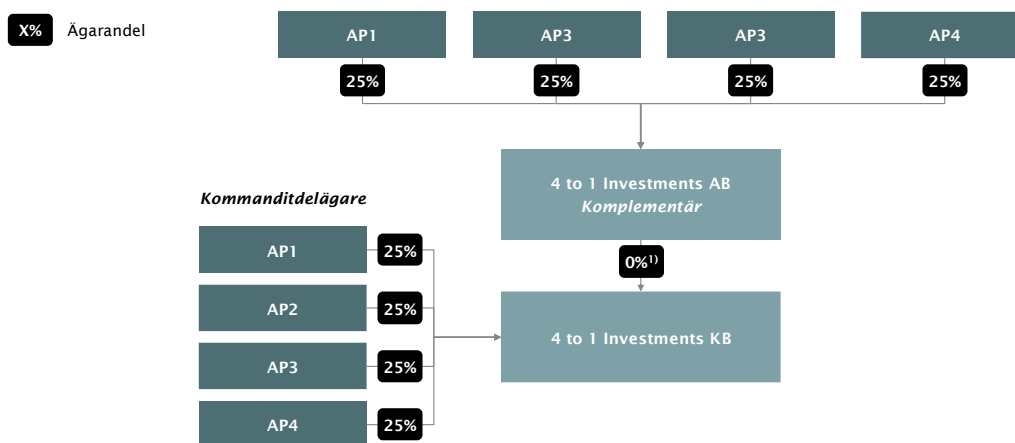
Så sent som i juni 2025 genomförde Polhem Infra en investering i Pori Energia Oy, ett finskt energibolag med verksamhet inom fjärrvärme, grundat 1897. Polhem Infra förvärvade 49 procent av bolaget och breddade därmed sin geografiska spridning till Finland. Detta föranleddes av att Poris stad godkände försäljningen i januari 2025. Poris stad är kvar som majoritetsägare av Pori Energia.

### 4 to 1 Investments

- **Ägande:** 4 to 1 Investments AB, 4 to 1 Investments KB, med Första–Fjärde AP-fonderna som institutionella investerare
- **Grundat:** 2021
- **Investeringar:** Primärt direktägda onoterade företag i Sverige som ger en positiv samhällspåverkan och har en plan om börsnotering
- **Ägarstyrning:** Beslut om kapitaltillskott, styrelserepresentation, samt kontinuerlig uppföljning och monitorering

4 to 1 Investments AB och KB bildades i april 2021 och ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna. 4 to 1 Investments AB är komplementär till 4 to 1 Investments KB och har tillskjutit 100 kronor i kapital, vilket motsvarar en ägarandel på 0,000003 procent. Första–Fjärde AP-fonderna är kommanditdelägare till 4 to 1 Investments KB och äger 25 procent var av bolaget. Den juridiska strukturen av 4 to 1 Investments sammanfattas i Figur 26.

#### 4 to 1 Investments bolagsstruktur



Källa: Första–Fjärde AP-fonden, Arkwright Analys

Not: 1) 4 to 1 Investment ABs ägarandel i 4 to 1 Investments KB uppgår till 0,000003% och avrundas till 0%.

Figur 26: 4 to 1 Investments bolagsstruktur

Riskkapitalföretaget förvaltar och investerar i onoterade andelar i svenska aktieföretag. Investeringsstrategin omfattar direktinvesteringar i onoterade bolag, primärt i Sverige, som har en påvisbar positiv samhällspåverkan och en god avkastning i förhållande till exponering och risk. Det

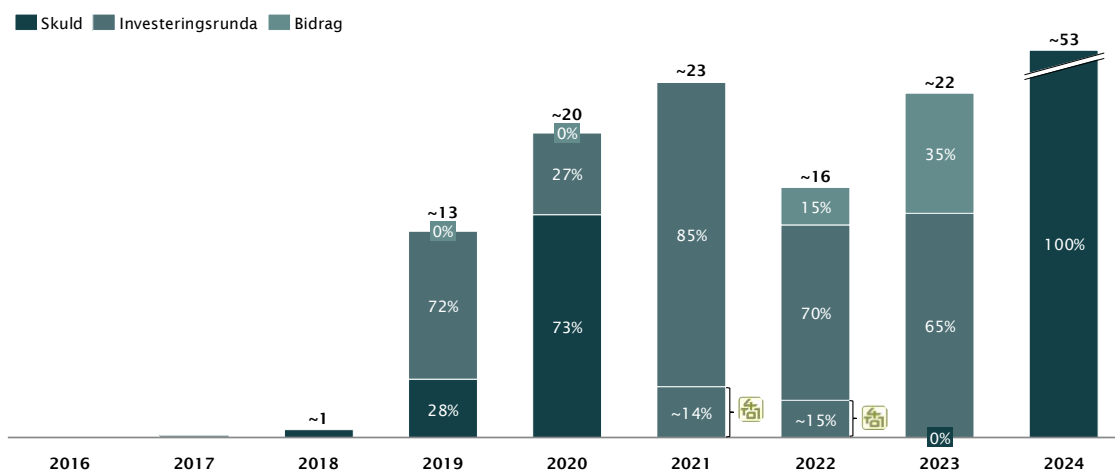
onoterade bolaget bör ha en plan för att på sikt noteras. Då 4 to 1 Investments önskar göra affärer av en viss volym utan att vara huvudinvesteraren (eng: lead investor) bör de underliggande innehaven vara av betydande storlek. Bolaget har hittills endast genomfört investeringar i bolaget Northvolt AB till ett totalt värde på cirka 5,8 miljarder kronor. 4 to 1 Investments KB investering i Northvolt, samt Northvolts verksamhet, redogörs för nedan. 4 to 1 Investments KB benämns härnäst 4 to 1 Investments.

Northvolt grundades som ett batteritillverkningsföretag 2016 med visionen att möjliggöra Europas övergång till förnybar energi genom att bygga världens grönaste batteri. Efter att ha säkrat en första investeringsrunda på cirka 100 miljoner kronor (13 miljoner USD) lanserades Northvolt officiellt i mars 2017. I oktober samma år bekräftade Northvolt att dess gigafabrik, Northvolt Ett, skulle byggas i Skellefteå. Bolaget bekräftade även att en demonstrationsfabrik och forskningsanläggning, Northvolt Labs, skulle etableras i Västerås. Ett år senare, i oktober 2018, inleddes utvecklingen av Northvolt Battery Systems Jeden i Gdańsk, Polen – en anläggning avsedd för industrialisering och montering av batterimoduler och lösningar. Vid årsskiftet 2018–2019 hade Northvolt omkring 200 anställda och tre fabriker under utveckling.

Mellan 2019 och 2024 expanderades Northvolts produktionskapacitet och geografiska spridning vid ett flertal tillfällen. I april 2019 gavs tillstånd att utöka kapaciteten av Northvolt Ett till 16Gwh per år. Detta följdes av ett lån på närmre 4 miljarder kronor (400 miljoner USD) i maj och en nyemission i juni på strax under 10 miljarder kronor (1 miljard USD), ämnade för utveckling av fabriken. Nästa större kapitaltillskott inträffade i juli 2020 då Northvolt tog upp lån på cirka 14 miljarder kronor (1,6 miljarder USD) för att stödja utvecklingen av produktionskapacitet, återvinningsinitiativ samt forskning och utveckling. I september samma år reste Northvolt ytterligare cirka 5 miljarder kronor (600 miljoner USD) i en nyemission. Kapitalet möjliggjorde en expansion av Northvolt Labs Campus samt bygget av en fullskalig återvinningsanläggning vid Northvolt Ett. Detta följdes av en nyemission på cirka 23 miljarder kronor (2,75 miljarder USD) i juni 2021 för att finansiera expansionen av Northvolt Ett till 60 Gwh per år, efter ett godkänt miljötillstånd.

Northvolt levererade sina första battericeller till kunder i maj 2022. Med detta blev Northvolt det första europeiska bolaget att göra kommersiella leveranser till en biltillverkare. Två månader senare, i juli 2022, gjorde Northvolt en nyemission på cirka 12 miljarder kronor (1,1 miljarder USD), ämnade för att bygga upp verksamheten. Expansionen i Sverige och internationellt finansierades av ytterligare en nyemission i augusti 2023 som uppgick till cirka 13 miljarder kronor (1,2 miljarder USD). I januari 2024 tillkännagav Northvolt undertecknandet av ett projektfinansieringslån på cirka 53 miljarder kronor (5 miljarder USD), utan regress, för att möjliggöra expansionen av Northvolt Ett i norra Sverige. Affären var det största gröna lånet som ditills hade tagits upp i Europa. Vid denna tidpunkt hade Northvolt totalt rest omkring 150 miljarder kronor (15 miljarder USD), fördelat över skulder, investeringsrundor och bidrag, vilket illustreras i Figur 27.

## Northvolts finansiering fördelat över skulder, investeringsrunder och bidrag, 2016-2024, mdrSEK

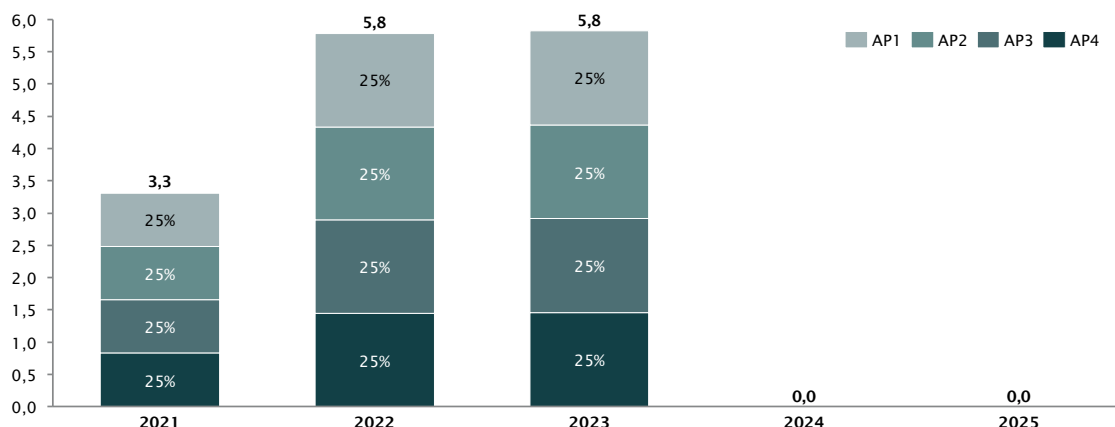


Källa: Tracxn, 4 to 1 Investments årsredovisning  
 Not: 4 to 1 Investments andel investerat kapital är endast en indikativ uppskattning. Värdena i grafen har konverterats från USD till SEK med den genomsnittliga valutakursen för den månad som skulden, kapital eller bidrag genomfördes.

Figur 27: Northvolts finansiering fördelat över skulder, investeringsrunder och bidrag, 2016-2024, mdrSEK

Första-Fjärde AP-fonderna deltog, via det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments KB, i investeringsrunda C i juni 2021 och investerade cirka 3,3 miljarder kronor. 4 to 1 Investments förvärvskostnader för investeringen uppgick till cirka 1,2 miljoner kronor. År 2022 genomfördes ytterligare två investeringar i Northvolt, bestående av drygt 2 miljarder kronor i en konvertibel nominerad i USD samt cirka 320 miljoner kronor i aktier. Anskaffningskostnaderna för den förstnämnda uppgick till cirka 1,8 miljoner kronor och den andra till cirka 0,3 miljoner kronor. Totalt summerade 4 to 1 Investments investeringar till 5,8 miljarder kronor. Sammanställning av det verkliga värdet av 4 to 1 Investments investering i Northvolt presenteras i Figur 28.

## Verkligt värde av 4 to 1 Investments KB enligt Första-Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2021-2025, mdrSEK

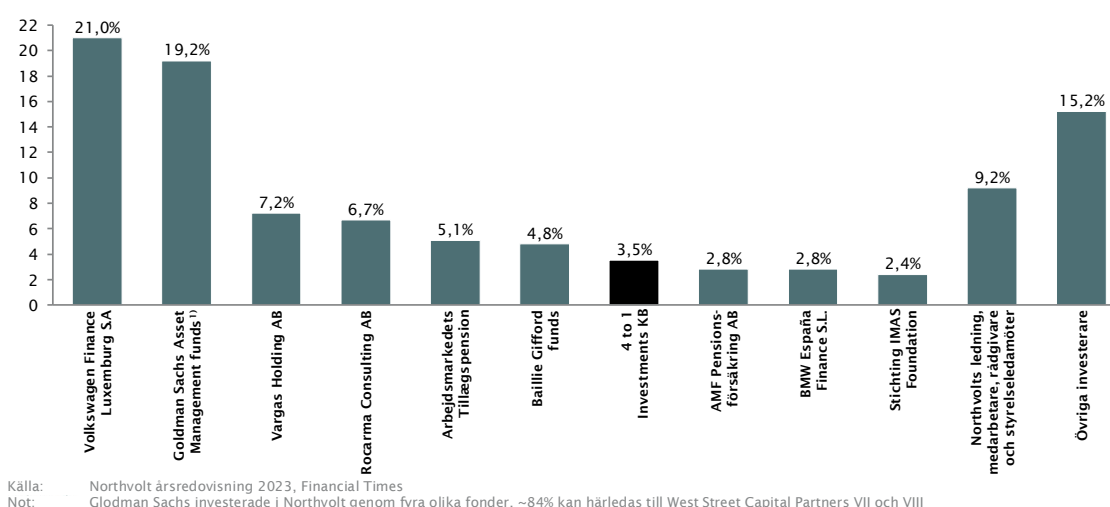


Källa: Första-Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2021-2025  
 Not: Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 28: Verkligt värde av 4 to 1 Investments KB enligt Första-Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2021–2025, mdrSEK

Med investeringar på 5,8 miljarder kronor i Northvolt, varav cirka 3,6 miljarder i aktier, blev 4 to 1 Investments den sjunde största ägaren i Northvolt med en 3,5 procentig ägarandel i bolaget. De tio största ägarna av Northvolt återges i Figur 29. I listan av de största investerarna finns även den danska pensionsfonden ATP. Med en ägarandel på 5,1 procent var ATP den femte största aktieägaren av Northvolt.

#### Aktieägare i Northvolt, ägarandelar i procent vid årsskiftet 2023/2024



Figur 29: Aktieägare i Northvolt, ägarandelar i procent vid årsskiftet 2023/2024

Samtidigt som finansieringen säkrades arbetade Northvolts produktion med att utveckla och leverera batterier till dess kunder. Däremot nådde produktionen inte de förväntade nivåerna, och BMW annullerade en batteriorder till ett värde på cirka 22 miljarder kronor (2 miljarder euro) i juni 2024. BMW kvarstod dock som kund till Northvolt. Det nyligen offentliggjorda lånet på 52 miljarder kronor från januari 2024 hade vid denna tidpunkt ännu inte betalats ut.

I augusti uppges Northvolt ha en akut likviditetsbrist. Den sjunde augusti släppte flera av ägarna ett bryggån på cirka 1,6 miljarder kronor (154 miljoner USD) till en ränta på 16 procent. 4 to 1 Investments sköt inte till några pengar vid detta tillfälle. Lånet avsåg hjälpa Northvolt att exekvera en ny avskalad affärsplan samt täcka transaktionskostnaderna för företagets kapitalresning. Däremot blev kapitalbristen åter påtaglig mot slutet på augusti, vilket föranledde en ägardiskussion om att investera ytterligare kapital. Diskussionerna tog dock en ny vändning när Volkswagen, Northvolts största ägare, valde att lämna förhandlingarna på grund av utmaningar i sin egen verksamhet.

För att kapa kostnader varslades 1600 anställda från Northvolt Ett i september 2024. Kort därefter, den 8e oktober 2024, försattes Northvolt Ett Expansion AB i konkurs. Lånet på cirka 52 miljarder kronor som ännu inte betalats ut var avsett för expansionen i Skellefteå. Efter att Northvolt Expansion AB konkurssattes föll lånet officiellt i november efter en långvaromröstning. Offentliggörandet åtföljdes av att Northvolt ansökte om en rekonstruktion, ett så kallat "Chapter 11" förfarande, i USA.



Givet osäkerheten i investeringen skrev 4 to 1 Investments, i linje med övriga ägare i Northvolt, ned investeringen i batteritillverkaren till 0 i 2024 års årsredovisning. Den 12 mars 2025 ansökte Northvolt om konkurs i Sverige och den 7 augusti tillkännagavs det amerikanska bolaget Lytens uppköp av Northvolt.

## 6.2 Investeringar i onoterade fastighetsföretag

### 6.2.1 Bakgrund till tillgångsklassen

#### *Tillgångsklassens investeringsrational*

Investeringar i fastigheter kan erbjuda relativt stabila driftsnetton över tid samt möjligheten till långsiktig kapitaltillväxt. Tillgångsslaget bidrar även till portföljdiversifiering genom en begränsad korrelation till traditionella tillgångar och ett visst långsiktigt inflationsskydd. Onoterade fastigheter erbjuder en särskild diversifieringsmöjlighet, då detta tillgångsslag tenderar att påverkas av aktiemarknaden i lägre utsträckning än noterade tillgångar. Barton och Varanasi (2024) menar att priset på noterade fastighetstillgångar, till exempel aktier, tenderar att fluktuera i högre utsträckning än onoterade fastigheter, givet att marknaden reagerar på ny information samtidigt som den influeras av den bredare aktiemarknadens sentiment. Onoterade fastigheter omvärderas mer sällan än noterade.

Första–Fjärde AP-fonderna har sedan dess bildande haft möjlighet att göra direktinvesteringar i onoterade fastighetsbolag. Denna investeringsform ger, genom investerarens närhet till innehavet, större insyn samt möjlighet till inflytande och kontroll. Samtidigt kräver den ett mer aktivt ägarengagemang för att säkerställa att investerarens intressen bevakas. Första–Fjärde AP-fonderna har även möjligheten att ta på sig det operativa företagsledningsansvaret för dessa tillgångar. Givet att AP-fonderna internaliserar ägaransvaret för tillgången kan investeringsformen betraktas som kostnadseffektiv.

Tack vare dess långsiktighet och kapitalstruktur betraktas AP-fonderna i regel som attraktiva ägare av onoterade fastigheter. AP-fonderna kan ge deras direktägda fastighetsföretag en konkurrenskraftig upplåningsränta och därmed reducera företagets lånekostnader.

#### *Utvalda investeringar*

Första–Fjärde AP-fonderna har en långtgående historia av att genomföra direktinvesteringar i fastighetsbolag. Nedan listas de tillgångar som har valts ut för vidare analys i denna rapport:

- *Vasakronan*: Ett fastighetsbolag som ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna och står för omkring 5% av AP-fondernas samlade tillgångar.
- *Cityhold*: Ett fastighetsbolag som investerar i kommersiella fastigheter i Europa och ägs av Första och Andra AP-fonderna samt externa aktörer.
- *Willhem*: Ett fastighetsbolag som fokuserar på bostäder och ägs av Första AP-fonden.
- *Hemsö*: Ett fastighetsbolag med fokus på samhällsfastigheter som ägs av Tredje AP-fonden och Sagax.
- *Rikshem*: Ett fastighetsbolag som fokuserar på bostäder och ägs av Fjärde AP-fonden och AMF.

## 6.2.2 Analyserade direktinvesteringar

### *Vasakronan*

- **Ägare:** Första–Fjärde AP-fonderna (25% vardera)
- **Grundat:** 1993. AP Fastigheter övertog investeringen 2001, vilken sedan omstrukturerades 2008
- **Investeringar:** Direktägda kontors- och butiksfastigheter i storstäder i Sverige
- **Ägarstyrning:** Ägarråd, ägarbrev, valberedning, beslut om kapitaltillskott, styrelserepresentation samt uppföljning och monitorering

Vasakronan är ett av Sveriges största fastighetsbolag som ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna sedan 2001. Företaget har ett kommersiellt fastighetsbestånd, bestående av kontor och butikslokaler i Stockholm, Uppsala, Göteborg och Malmö. Vasakronan bildades år 1993, i samband med ett beslut om att merparten av statens fastigheter skulle bolagiseras. Finansdepartementet förvaltade Vasakronan fram till årsskiftet 2002/2003, då Näringsdepartementet tog över ägarstyrningen för majoriteten av de statliga bolagen, inklusive Vasakronans moderbolag Civitas Holding. Vasakronan gavs då uppdraget att bedriva en effektiv förvaltning med högsta möjliga långsiktiga totalavkastning som mål, vilket innebar att Vasakronan skulle agera som ett konkurrensutsatt bolag likt övriga marknadsaktörer. Detta åtföljdes av en strukturförändring, där fastighetsbeståndet fokuserade på kommersiella fastigheter med en betoning på storstadsregionerna.

I mars 2007 publicerade Regeringskansliet en proposition (prop. 2006/07:57) som framhöll att det statliga ägandet av företag bör minskas. Regeringen ansåg initialt att ägarandelen skulle minska i 6 olika bolag, däribland Civitas Holding AB som vid denna tidpunkt ägde samtliga aktier i Vasakronan. Regeringen bemyndigades att inleda försäljningsprocessen för bolaget i juni 2007.

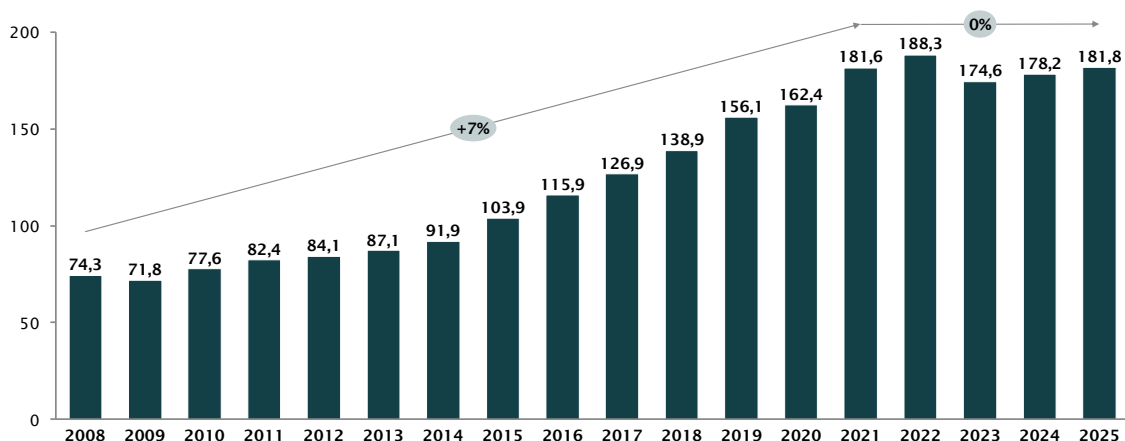
Försäljningen av Vasakronan ägde rum under 2008 och sammanföll därmed med den finansiella krisen, vilken bidrog till ett markant minskat antal transaktioner av fastighetsbolag. I början av maj 2008 hade 6 indikativa bud inkommit på Vasakronan, där utvalda aktörer togs vidare i processen och bjöds in för att göra en formell genomlysning (eng: due diligence) av Vasakronan. Två slutbud kom in i juni 2008, varav ett från AP Fastigheter. Till följd av marknadsutvecklingen var båda slutbuden lägre än de indikativa buden som hade lämnats två månader tidigare. Regeringen accepterade AP Fastigheters bud den 3 juli 2008 på 41,1 miljarder kronor. I Vasakronans delårsbokslut den 30 juni 2008 värderades fastigheterna till 46,7 miljarder kronor (Riksrevisionen, 2010). Försäljningen av Vasakronan slutfördes den 1 september 2008 och samtliga aktier övertogs då av AP Fastigheter.

AP Fastigheter bildades 1998 med uppdraget att äga och förvalta de dåvarande Första till Tredje fondstyrelsernas fastighetsinnehav. År 2000 reformerades Första–Femte fondstyrelserna till dagens Första–Fjärde AP-fonder. I samband med denna omstrukturering fördelades ägandet av AP Fastigheter lika mellan de fyra fonderna år 2001. AP Fastigheter och dess bestånd, vilka sedan 2008 är en del av Vasakronan, har därmed stått under AP-fondernas gemensamma ägande sedan 2001. Detta år påbörjades Första–Fjärde AP-fondernas ägande i Vasakronan.

I samband med att AP Fastigheter köpte upp Vasakronan 2008 bildades ett nytt bolag som också gavs namnet Vasakronan. Med detta skapades Sveriges, och ett av Europas, största fastighetsbolag. Marknadsvärdet av Vasakronans sammanslagna fastighetsbestånd uppgick till cirka 74 miljarder

kronor vid förvärvsåret. Därefter ökade marknadsvärdet med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om cirka 7 procent fram till 2021. Under 2021 noterades det högsta värdet, vilket uppgick till 188 miljarder kronor. Mellan 2021 och 2025 har marknadsvärdet därefter stagnerat och uppgick 2025 till cirka 182 miljarder kronor. Se Figur 30 för utvecklingen av förvaltningsfastigheternas marknadsvärde.

#### Värdet av Vasakronans förvaltningsfastigheter, 2008-2025, mdrSEK



Källa: Vasakronan, årsredovisning 2008-2025

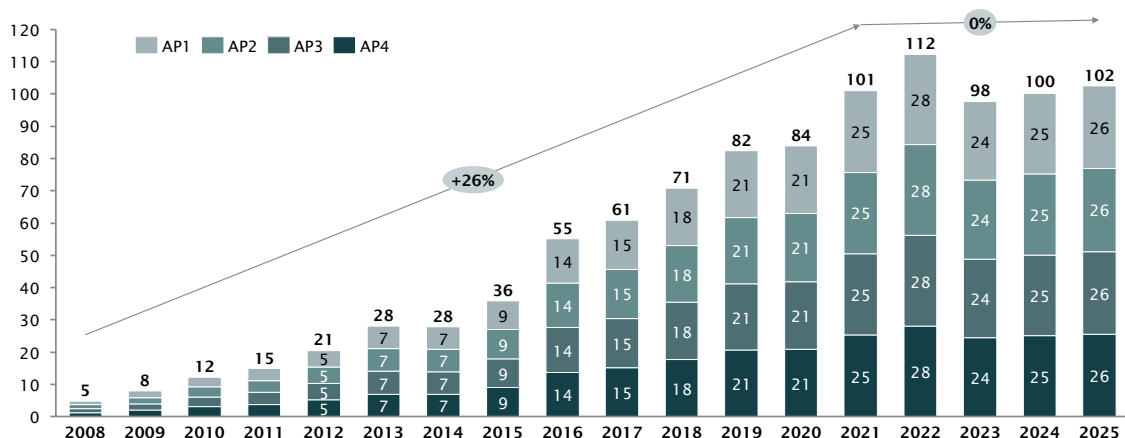
Figur 30: Värdet av Vasakronans förvaltningsfastigheter, 2008-2025, mdrSEK

Miljöfrågan har, sedan Vasakronans grundandes, varit en strategisk prioritet för företaget. Vasakronan har uppnått flertalet milstolpar inom hållbarhet, såsom medgrundandet av Sweden Green Building Council (SGBC) år 2009, tecknandet av det första gröna hyresavtalet år 2010, emitteringen av den första gröna företagsobligationen 2013 och Sveriges första utnämning till Green Star i den globala hållbarhetsrankningen GRESB år 2013. Vasakronan drev även utvecklingen i Europa genom att år 2014 certifiera byggnader enligt LEED Volume. År 2018 blev Vasakronan, efter flertalet miljöinitiativ, utnämnd som sektorledare i GRESB. Följande år antog företaget Färdplan 2030 för klimatneutralitet i hela värdekedjan. Samtidigt påbörjades bygget av Magasin X, Sveriges största kontorshus och en vägvisare i klimatomställningen, samt en solcellspark som togs i drift följande år. Miljöinitiativen har fortsatt under verksamhetsåret 2024, där bland annat ett återbruksprojekt har färdigställts.

Flertalet av Vasakronans fastigheter har tilldelats miljöpriser och utmärkelser. Till exempel har Sergelhusen i Stockholm tilldelats Årets Miljöpris på Sveriges betonggala och Årets LEED-byggnad/projekt av SGBC år 2020. Ett år senare nådde byggnaden LEED Platina, där endast två fastigheter i världen har en högre poäng. Även Magasin X fick pris för årets LEED-byggnad/projekt år 2023 och tilldelades Solenergi priset av branschföreningen Svensk Solenergi.

I takt med bolagets utveckling har summan av det verkliga värdet av Första–Fjärde AP-fondernas innehav i Vasakronan vuxit från 4,9 miljarder kronor år 2008 till 102 miljarder kronor år 2024. Det kan konstateras att värdet har vuxit relativt kraftigt mellan 2008 och 2021, med en årlig tillväxttakt på 26 procent. Mellan 2021 och 2025 har det verkliga värdet däremot cirkulerat runt 100 miljarder kronor. En översikt av det verkliga värdet av Vasakronan, enligt Första–Fjärde AP-fondernas rapporterade verkliga värde av innehavet, presenteras i Figur 31.

## Det verkliga värdet av Första-Fjärde AP-fondernas investeringar i Vasakronan, 2008-2025, mdrSEK

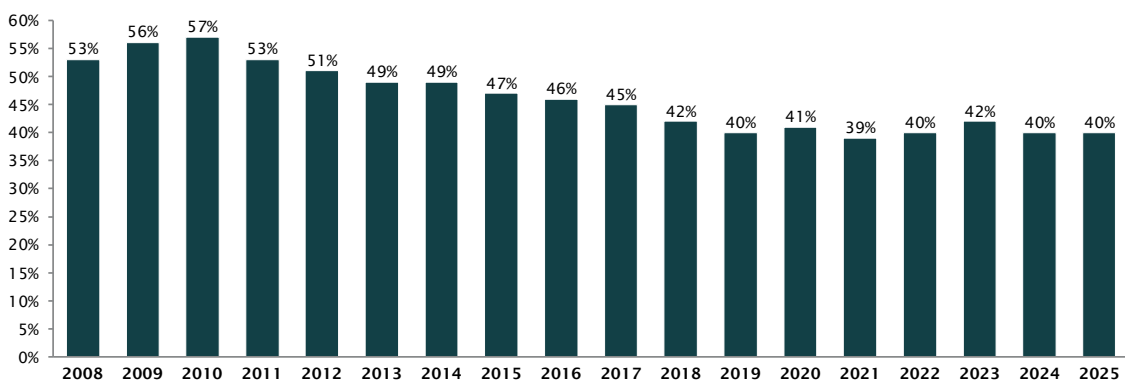


Källa: Första-Fjärde AP-fondernas årsredovisningar, 2008-2025  
 Not: Det verkliga värdet i AP2s årsredovisning har antagits för AP1 2008-2013, AP3 2009-2011 och AP4 2008-2013, Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 31: Det verkliga värdet av Första-Fjärde AP-fondernas investeringar i Vasakronan, 2008-2025, mdrSEK

Samtidigt som det verkliga värdet har ökat har belåningsgraden visat på en nedåtgående trend mellan 2008 och 2019.<sup>31</sup> Vid Vasakronans bildande 2008 uppgick belåningsgraden till 53 procent men har därefter successivt minskat till 40 procent 2019. Samma nivå noterades i december 2025. En sammanställning av Vasakronans belåningsgrad redovisas i Figur 32.

## Utveckling av Vasakronans belåningsgrad, 2008-2025, procent



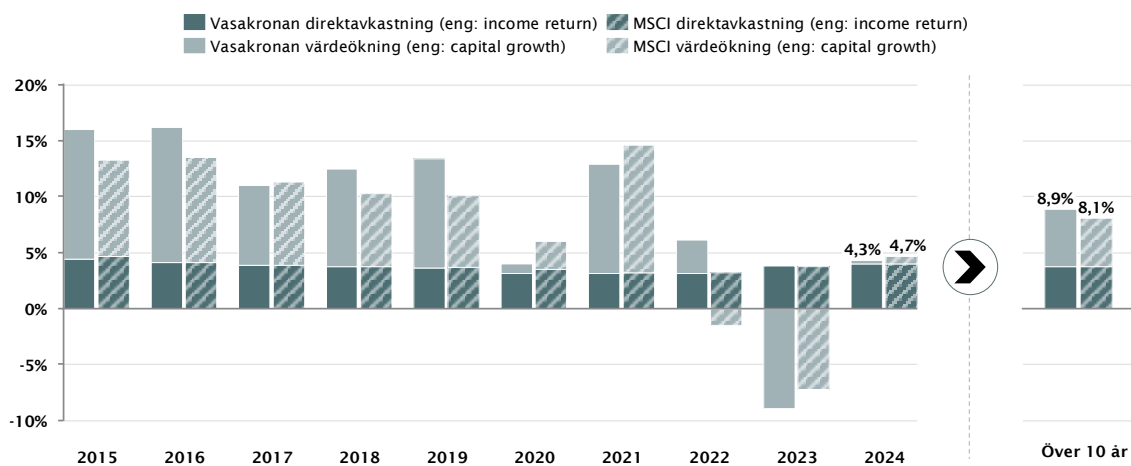
Källa: Vasakronan, årsredovisning 2008-2025

Figur 32: Utveckling av Vasakronans belåningsgrad, 2008-2025, procent

<sup>31</sup> Belåningsgraden är kvoten av nettovärdet av räntebärande skulder och totala tillgångar (exklusive tomträtt och arrende)

Vasakronans målsättning är att generera en totalavkastning på minst 6,5 procent över en tioårsperiod samt att överträffa branschens genomsnitt med minst 0,5 procentenheter. Under perioden 2015–2024 har Vasakronan uppnått dessa mål med en genomsnittlig årlig avkastning på 8,9 procent, vilket överstiger MSCI Swedish Property Index med 0,8 procentenheter. En sammanställning av Vasakronans totala avkastning, fördelad över inkomstavkastning och kapitaltillväxt samt jämfört med branschens genomsnitt, redovisas i Figur 33.

### Vasakronans totala avkastning relativt MSCI Swedish Property Index, 2015-2024, procent



Källa: Vasakronan Investerarpresentation, 30 juni 2025

Not: 1) Inkomstavkastning, eller direktavkastning, mäter det nettoinkomstbelopp som erhålls i förhållande till det investerade kapitalet under en viss tidsperiod. 2) Kapitaltillväxt, även kallad indirekt avkastning eller värdestegring, mäter förändringen i en tillgångs kapitalvärde över en viss tidsperiod, netto efter eventuella kapitalutgifter och intäkter under perioden, i förhållande till det investerade kapitalet.

Figur 33: Vasakronans totala avkastning relativt MSCI Swedish Property Index, 2015–2024, procent

## Ägarstyrning

Första–Fjärde AP-fonderna utövar ägarstyrning via ett informellt ägarråd, där vd och representant från Alternativa tillgångar från respektive fond deltar. Ägarrådet diskuterar specifika ägarfrågor, såsom förvärv och strategisk riktning, och tar fram ett ägarbrev som dokumenterar fondernas gemensamma strategiska inriktning och utgör en vägledning för styrelsens arbete. Vd från respektive AP-fond sitter i styrelsen för Vasakronans holdingbolag, där beslut om bland annat kapitaltillskott fattas. I styrelsen för Vasakronan sitter, förutom vd för respektive AP-fond, fyra oberoende ledamöter. Beslut om styrelsetillsättning tillfaller valberedningen och består av en representant per ägare.

## Cityhold

- **Ägare:** Första och Andra AP-fonderna, TIAA–CREF, CBRE GIP (ägarandel på 25% vardera)
- **Grundat:** 2011
- **Investeringar:** Direktägda kommersiella fastigheter i storstäder i Europa
- **Ägarstyrning:** Ägarbeslut, styrelserepresentation samt uppföljning och monitorering av innehavet

Cityhold Property AB grundades 2011 med fokus på investeringar i kommersiella fastigheter i attraktiva lägen i Europa. Vid grundandet ägdes bolaget till lika delar av Första och Andra AP-fonderna,

som tillsköt ett aktiekapital om cirka 4,5 miljarder kronor (500 miljoner euro) var. Verksamheten bedrevs tillsammans med Catella, som i egenskap av finansiell rådgivare tillhandahöll resurser och kompetens inom ramen för ett långsiktigt förvaltningsavtal.

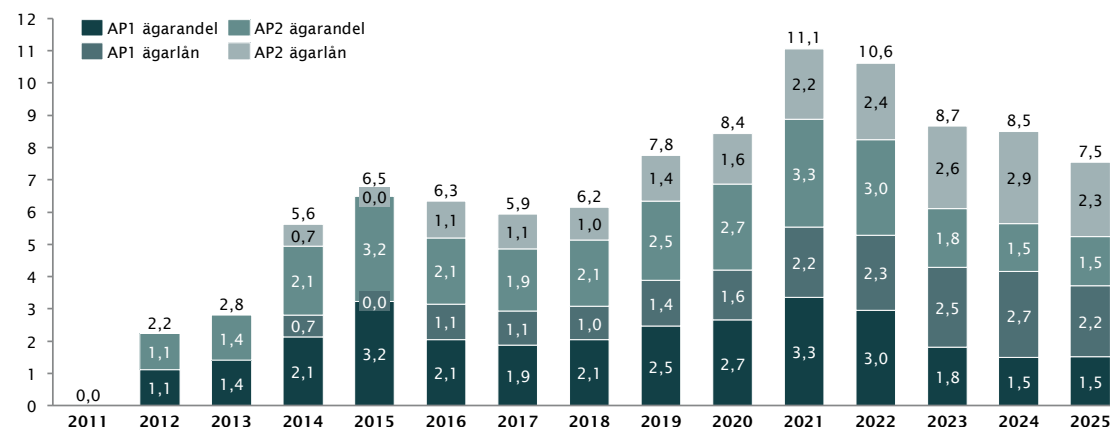
Cityholds första förvärv genomfördes i London år 2012 och omfattade en kontorsfastighet till ett värde av cirka 2,5 miljarder kronor. Samma år genomfördes ett andra förvärv, även det en kontorsfastighet i London, till ett värde av 1,45 miljarder kronor. Det tredje förvärvet, ytterligare en kontorsfastighet i London, tillkännagavs i december 2012 och uppgick till 1,2 miljarder kronor. Under 2013 inledde Cityhold en geografisk expansion genom sitt första förvärv utanför Storbritannien, en kontorsfastighet i München. Expansionen i Tyskland fortsatte därefter med uppköp av två kontorsfastigheter i Hamburg.

I augusti 2015 offentliggjordes en ägarförändring i Cityhold då Första och Andra AP-fonderna gick samman med TIAA-CREF för att bilda det nya fastighetsbolaget Cityhold Office Partnership. Företaget etablerades av TH Real Estate, som fick i uppdrag att driva plattformens verksamhet samt tillhandahålla investerings- och förvaltningstjänster. Cityhold Office Partnership tilldelades fastighetsinvesteringar från både TIAA General Account och Cityhold, med ett samlat värde på cirka 19 miljarder kronor (2 miljarder euro). Plattformen omfattade totalt 15 fastighetstillgångar - nio från TIAA General Account och sex från Första och Andra AP-fonderna. I det nya bolaget uppgick TIAA-CREF:s ägarandel till 50 procent, medan Första och Andra AP-fonderna ägde 25 procent vardera. Under 2015 förvärvade TIAA-CREF samtliga aktier i TH Real Estate, som därmed blev ett helägt dotterbolag.

Under 2015 och 2016 fortsatte Cityhold Office Partnerships verksamhet i London med både ett förvärv och en såld fastighet. Ytterligare två fastigheter såldes under 2017, en i London och en i München. I april år 2018 förvärvade TH Real Estate, genom Cityhold Office Partnership, EDGE Olympic i Amsterdam av EDGE Technologies. Plattformen förband sig även att förvärva EDGE Grand Central i Berlin, en kontorsfastighet som väntades vara färdigställd i slutet av 2019. De förvärvade tillgångarnas värde beräknades uppgå till omkring 2 miljarder kronor (200 miljoner euro). EDGE technologies skulle äga 10 procent av tillgångarna och TH Real Estate blev tilldelad rollen som investeringsansvarig. Samma år tillkännagavs även att TH Real Estate skulle få namnet Nuveen Real Estate för att kunna konsolideras med TIAA-CREF:s dotterbolag Nuveen.

I februari 2020 sålde TIAA-CREF hälften av dess ägarandel till japanska Government Pension Investment Fund (GPIF), vars innehav förvaltas av CBRE Global Investment Partners (GIP). Ägarförändringen innebar att Första och Andra AP-fonderna, TIAA och CBRE GIP ägde 25 procent var i Cityhold Office Partnership. År 2022 rapporterades plattformens fastighetsbestånd vara värderat till cirka 40 miljarder kronor (3,6 miljarder euro). I november 2023 sålde Cityhold Office Partnership fastigheter i London för cirka 1,8 miljarder kronor (135 miljoner pund). Samma år rapporterades fastighetsinnehavet uppgå till strax under 30 miljarder kronor (2,6 miljarder euro). Utvecklingen av det verkliga värdet av Första och Andra AP-fondernas investeringar i Cityhold presenteras i Figur 34.

## Det verkliga värdet av Första och Andra AP-fondernas investeringar i Cityhold, 2015-2025, mdrSEK



Källa: Första och Andra AP-fondens årsredovisningar, 2012-2025  
 Not: Det verkliga värdet i AP2s årsredovisning har antagits för AP1 2011-2013

Figur 34: Det verkliga värdet av Första och Andra AP-fondernas investeringar i Cityhold, 2015-2025, mdrSEK

### Ägarstyrning

Första och Andra AP-fonderna fattar, tillsammans med andra ägare, beslut om till exempel kapitaltillskott och utdelning. Ägarna har även varsin representant som sitter i styrelsen för Cityhold Office Partnerships, där strategiska beslut fattas och innehaven följs upp. Förvaltningsorganisationen inom alternativa tillgångar på Första och Andra AP-fonderna följer även upp innehavet löpande. Givet att TIAA-CREF, via dotterbolaget Nuveen Real Estate, innehar förvaltningsansvaret för portföljen faller detta utanför Första och Andra AP-fondernas ägaransvar.

### Willhem

- **Ägare:** Första AP-fonden (100%)
- **Grundat:** 2010
- **Investeringar:** Direktägda investeringar i bostadsfastigheter i Sverige
- **Ägarstyrning:** Deltagande i årsstämman, styrelsrepresentation, uppföljning och monitorering av innehavet

Willhem AB är ett fastighetsbolag som grundades 2010 med ett fokus på bostäder. Dess huvudkontor ligger i Göteborg men fastighetsbeståndet är lokaliserat runt om i Sverige. Företaget är helägt av Första AP-fonden som blev approacherade med en investeringsmöjlighet i svenska hyresrätter år 2010.

Under företagets första verksamma år tillkännagavs att bolaget hade förvärvat 11 000 hyresrätter i Stockholm, Göteborg, Malmö, Jönköping, Borås, Karlstad och Linköping till ett värde av totalt 7 miljarder kronor. Tre år efter bolagets grundande, vid 2013, hade Willhem 16 500 hyresrätter i sin portfölj och hade därmed blivit en av Sveriges största privata bostadsbolag. Samma år initierades ett uppgraderingskoncept, Willhemlyftet, vilket omfattade renoveringar av lägenheter och ämnade förverkliga fastighetsbolagets långsiktiga plan för fastigheter och bostadsområden. Vid denna tidpunkt uppgick Willhems marknadsvärde till omkring 13 miljarder kronor.

År 2014 tilldelades Willhem det långsiktiga kreditbetyget A- med stabil utsikt av kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's. Vid denna tidpunkt utökade även fastighetsbolaget sitt företagscertifikatprogram, etablerat i september 2013, från 2 till 3 miljarder kronor. Programmet bildades för att möjliggöra upplåning från kapitalmarknaden som ett komplement till bankupplåning. Willhem upptog även ett Medium Term Note-program (MTN-program) som tillåter bolaget att löpande uppta lån på upp till fem miljarder kronor nominellt. Upprättandet av programmet följdes av två obligationsemissioner år 2015 på 2 000 respektive 1 050 miljoner kronor. Utöver förvärv av fastigheter till ett värde av 1,1 miljarder kronor fattades även beslut om att starta företagets första nyproduktionsprojekt i Jönköping 2015. Samma år driftsattes Willhems första solcellsanläggning och företaget placerades topp fem i Europa i GRESB-rapporten. Samtliga efterföljande år har Willhem tilldelats höga betyg och placeringar av GRESB.

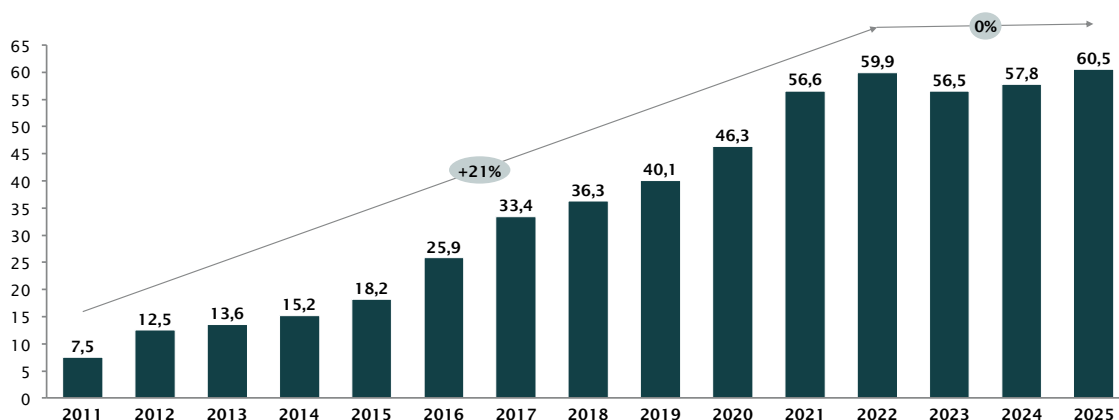
I takt med en fortsatt stark tillväxt och flera förvärv under 2016 och 2017 utökades Certifikat- och obligationsprogrammen under 2017 för att möjliggöra en ökad andel upplåning på kapitalmarknaden. Obligationsprogrammet kompletterades även för att möjliggöra emissioner i norska kronor. I linje med bolagets hållbarhetsarbete utökade Willhem sin MTN-program till att inkludera gröna obligationer under 2018, där den första gröna obligationen emitterades i september samma år. Obligationsprogrammets rambelopp utökades igen under 2021 från 18 till 21 miljarder kronor, vilket åtföljdes av ett tilläggsprospekt som godkändes av Finansinspektionen. År 2023 uppgick rambeloppet till 23 miljarder kronor.

Willhem behöll Standard & Poor's kreditbetyg A- med stabila utsikter fram till 2023, då utsikterna justerades från stabila till negativa. Motivet bakom detta var försämrade nyckeltal samt en osäkerhet kring den framtida värdeutvecklingen för fastigheter. Utsikterna kom däremot att ändras till stabila igenom under nästföljande år.

Kontinuerliga förvärv samt nybyggnads- och renoveringsprojekt har bidragit till Willhems bolagstillväxt, med ett fastighetsbestånd utspritt över ett tiotal orter. Tillväxten återges i Figur 35, som visar hur företagets fastighetsbestånd har utvecklats sedan dess grundande år 2010 fram tills 2025. Marknadsvärdet har i genomsnitt vuxit med 21 procent årligen mellan 2011 och 2022 och har därefter cirkulerat kring 60 miljarder kronor, vilket motsvarar värdet för 2025.



## Marknadsvärdet av Willhems fastighetsbestånd, 2011-2025, mdrSEK

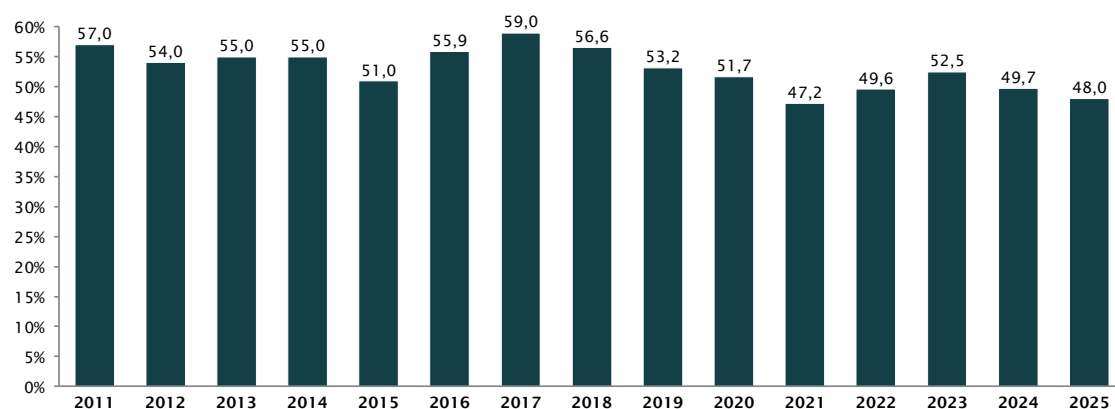


Källa: Willhems årsredovisningar, 2011-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 35: Marknadsvärdet av Willhems fastighetsbestånd, 2011-2025, mdrSEK

Belåningsgraden har även visat på en viss nedåtgående trend under bolagets verkamma år, vilket visas i Figur 36. Sedan 2017 har belåningsgraden bibehållit en relativt god marginal till bolagets målsatta maximala belåningsgrad om 60 procent. En viss ökning visas år 2023, vilket sammanföll med Standard & Poor's tillfälligt förändrade framtidsutsikt från stabil till negativ.

## Utveckling av Willhems belåningsgrad, 2011-2025, procent



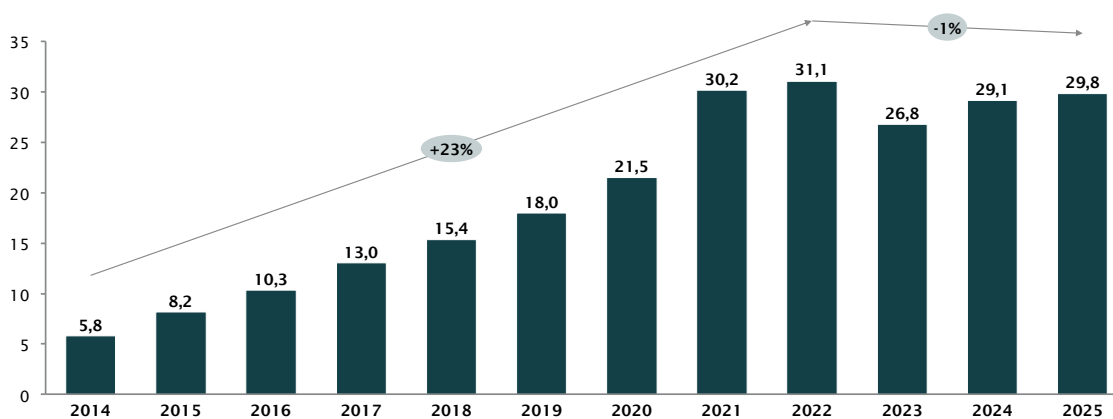
Källa: Willhems årsredovisningar, 2011-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 36: Utveckling av Willhems belåningsgrad, 2011-2025, procent

I linje med ett växande fastighetsbestånd samt en nedåtgående belåningsgrad har det verkliga värdet av Willhem, rapporterat av Första AP-fonden, ökat de senaste tio åren. Detta visas i Figur 37. Det högsta värdet rapporterades år 2022 och uppgick till 31,1 miljarder kronor. Efter en viss sänkning

under 2023 och återhämtning under 2024 uppgick det senast rapporterade verkliga värdet till 29,8 miljarder kronor.

#### Det verkliga värdet av Första AP-fondens investering i Willhem, 2014-2025, mdrSEK



Källa: Första AP-fondens årsredovisningar, 2014-2025

Figur 37: Det verkliga värdet av Första AP-fondens investering i Willhem, 2014-2025, mdrSEK

### Ägarstyrning

Första AP-fonden är ensam ägare av Willhem och utövar sitt ägarinflytande i den årliga årsstämman, bland annat genom val av styrelsemedlemmar. Givet att Första AP-fonden är ensam ägare tillämpas inte en valberedning. Fondens ansvarige förvaltare sitter i styrelsen och deltar därmed i företagets aktiva styrelsekontroll. Därutöver följer Första AP-fonden upp innehavet löpande inom ramen för dess förvaltningsverksamhet.

### Hemsö

- **Ägare:** Tredje AP-fonden (85%) och Sagax (15%)
- **Grundat:** 2009
- **Investeringar:** Direktägda investeringar i samhällsfastigheter, till exempel skolor, äldreboenden och sjukhus, i Sverige
- **Ägarstyrning:** Beslut om kapitaltillskott, styrelserepresentation och uppföljning och monitorering av innehavet

Hemsö Fastighets AB (Hemsö) är ett fastighetsbolag som utvecklar, äger och förvaltar samhällsfastigheter med fokus på hållbarhet. Bolaget grundades 2009 när Kungsledens publika fastighetsbestånd samlades i ett separat bolag. Vid denna tidpunkt förvärvade Tredje AP-fonden 50 procent av Hemsö till ett anskaffningsvärde om cirka 2,3 miljarder kronor. Tre år senare, i december 2012, tecknade Tredje AP-fonden avtal om att förvärva resterande 50 procent av bolaget från Kungsleden för 3,4 miljarder kronor. I samband med transaktionen renodlades Hemsös fastighetsbestånd genom att Kungsleden återköpte 15 kontorsfastigheter för 1,6 miljarder kronor. Året därpå gick Sagax in som minoritetsägare i Hemsö. Ägarförändringen genomfördes via det

nybildade företaget Hemsö Intressenter AB, som förvärvade 30 procent av Hemsö och ägdes till lika delar av Tredje AP-fonden och Sagax. Ägarfördelningen på 85–15 procent har inte förändrats efter detta tillfälle.

Under Hemsös första verksamma år breddades fastighetsbeståndet till internationella marknader. Hemsö genomförde sitt första förvärv i Tyskland år 2011 och i Finland år 2013. Fastighetsbeståndet i Sverige har utvecklats parallellt med detta, vilket bland annat reflekteras i färdigställandet av en nybyggd gymnasieskola i Upplands Väsby år 2011 och en grundskola år 2013. Bolaget integrerade även hållbarhet som en del av dess affärsmodell år 2015, vilket följdes av att Hemsö emitterade Nordens första hållbara obligation år 2016.<sup>32</sup>

Hemsö har under dess verksamma år genomfört ett flertal utvecklingsprojekt i Sverige. Företaget breddade sina projekt geografiskt år 2018 genom sin första nybyggnation i Tyskland, följt av en nybyggnation i Finland 2019. Parallellt med detta fortsatte Hemsös utveckling inrikes, till exempel genom bildandet av Hemtag Fastigheter AB 2021. Företaget förvaltare bad- och friskvårdsanläggningar och ägdes till lika delar av Hemsö och Tagebad. Samma år utsåg även Sweden Green Building Council (SGBC) Hemsö som vinnare av årets NollCO<sub>2</sub>-projekt och årets Breem-In-Use-byggnad. Detta följdes av ett antal förvärv under 2022, bestående av tre social- och hälsovårdsfastigheter och ett psykiatriskt sjukhus i Finland samt tre äldreboenden i Tyskland.

År 2023 erhöll Hemsö kapitaltillskott i form av både lån och aktiekapital. Den multilaterala utvecklingsbanken Council of Europe Development Bank (CEB) beviljade bolaget ett åttaårigt, icke-säkerställt lån på cirka 250 miljoner kronor (22,2 miljoner euro) för finansiering av projektet Campus Tensta. Samma år beslutade ägarna att tillföra 2 miljarder kronor i aktiekapital, i syfte att stärka bolagets kapitalstruktur samt möjliggöra investeringar i nya hållbara skolor och äldreboenden. Under 2023 och 2024 tecknade Hemsö dessutom flera långsiktiga hyresavtal, däribland ett 15-årigt avtal för ett nytt polishus i Borlänge (2023) och ett 20-årigt avtal med Helsingfors stad för en ny grundskola. År 2024 inledde Hemsö även en samägd struktur (eng: joint venture) med Austrian Real Estate för utveckling av skolfastigheter.

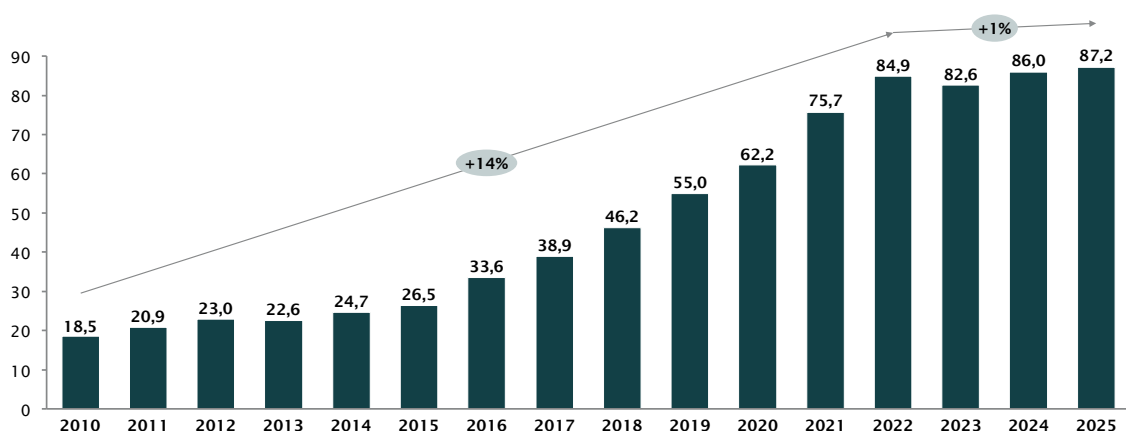
Sedan 2015 har Hemsö genomgående tilldelats kreditbetyget "A-" av Standard & Poor, med undantag för en period år 2021 då kreditinstitutet uppdaterade sina kriterier och temporärt placerade Hemsö på kreditbevakning negativ. Vid 2021 tilldelades Hemsö även det långsiktiga kreditbetyget A med stabila utsikter av Fitch Ratings, vilket sedan uppgraderades till A+ med stabila utsikter år 2021 och till AA- med stabila utsikter år 2024. Ett tredje kreditinstitut, Moody's, gav fonden det långsiktiga kreditbetyget A3 med stabila utsikter år 2025.

Fastighetsbeståndet har i snitt ökat med en årlig tillväxttakt om 14 procent mellan 2010 och 2022, varefter utvecklingen har stagnerat. En särskilt hög utvecklingstakt uppvisades mellan 2015 och 2022, då portföljens marknadsvärde ökade från 26,5 till 84,9 miljarder kronor. Den årliga tillväxttakten för denna period uppgick till 18 procent. En sammanställning av marknadsvärdet av Hemsös fastighetsbestånd återfinns i Figur 38.

---

<sup>32</sup> Det fanns sedan tidigare gröna obligationer på den svenska marknaden. Hållbara obligationer omfattar både miljömässig och sociala hållbarhet.

## Marknadsvärdet av Hemsös fastighetsbestånd, 2010-2025, mdrSEK

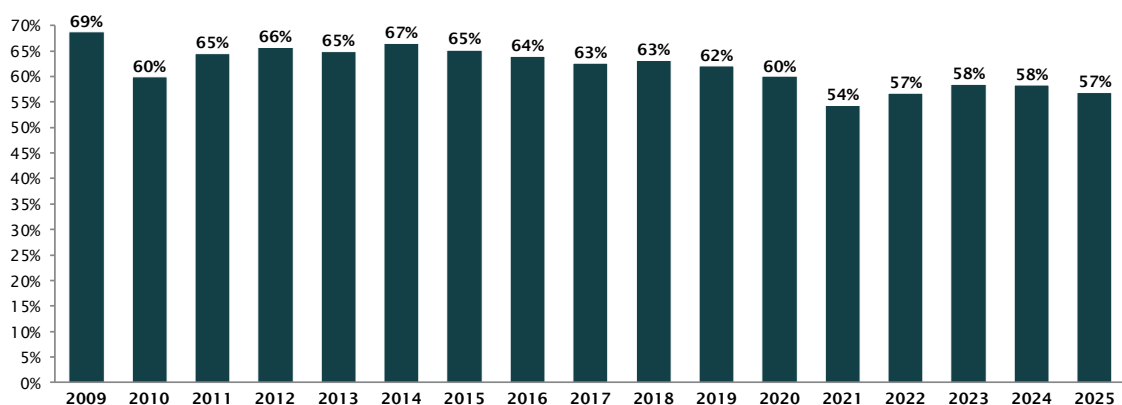


Källa: Hemsö årsredovisningar, 2010-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 38: Marknadsvärdet av Hemsös fastighetsbestånd, 2010-2025, mdrSEK

Samtidigt som fastighetsbeståndet har ökat i värde har belåningsgraden visat på en viss nedåtgående trend. År 2025 uppgick företagets belåningsgrad till 57 procent, vilket motsvarar en minskning med 8 procentenheter över en tio-årsperiod. Den lägsta belåningsgraden rapporterades 2021 och uppgick till 54 procent. En sammanställning av belåningsgradens utveckling återfinns i Figur 39.

## Utveckling av Hemsös belåningsgrad, 2009-2025, procent



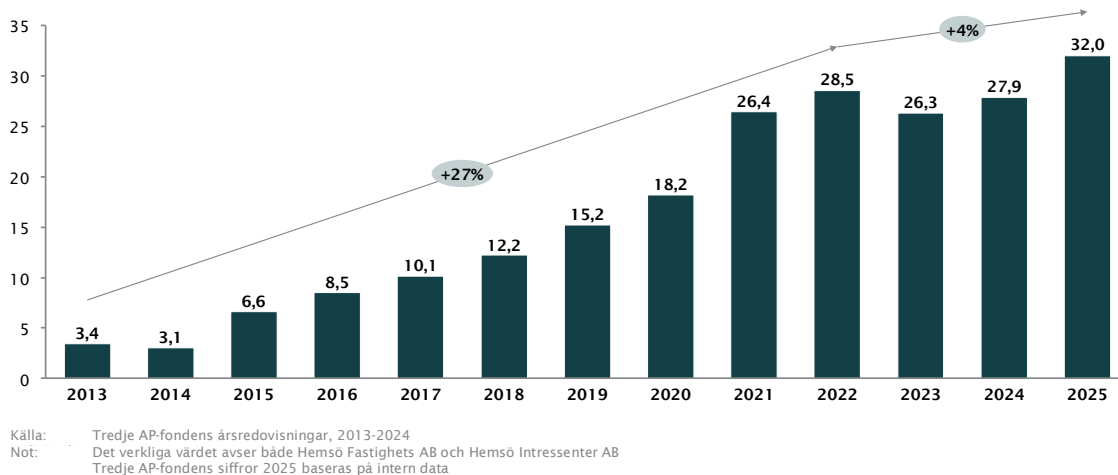
Källa: Hemsö årsredovisningar, 2010-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 39: Utveckling av Hemsös belåningsgrad, 2009-2025, procent

I linje med utvecklingen av Hemsös fastighetsbestånd uppvisar Tredje AP-fondens rapporterade verkliga värde av sin investering i bolaget en ökande trend. Detta kan krediteras till den starka tillväxttakten mellan 2013 och 2022 som uppgick till 27 procent årligen. Tillväxten kan delvis förklaras

av värdeökningen i fastighetsportföljen och delvis av den minskande belåningsgraden. Figur 40 illustrerar utvecklingen av det verkliga värdet för Tredje AP-fondens ägarandel i Hemsö.

#### Det verkliga värdet av Tredje AP-fondens investering i Hemsö, 2013-2025, mdrSEK



Figur 40: Det verkliga värdet av Tredje AP-fondens investering i Hemsö, 2013-2025, mdrSEK

#### Ägarstyrning

Tredje AP-fondens vd sitter i styrelsen för Hemsö, tillsammans med vd för Sagax samt tre oberoende ledamöter. Inom ramen för ägarstyrningsarbete följer Tredje AP-fonden upp Hemsös avkastning, genomför omvärldsbevakningar, konkurrentanalyser och för en dialog med såväl bolaget som dess medägare. Ägarstyrningen innefattar beslut om utdelning och kapitaltillskott liksom utnämning av styrelseledamöter.

#### Rikshem

- **Ägare:** Fjärde AP-fonden (50%) och AMF Tjänstepension AB (50%)
- **Grundat:** 2010
- **Investeringar:** Direktägda investeringar i bostadsfastigheter i Sverige
- **Ägarstyrning:** Beslut om kapitaltillskott i bolagsstämma, deltagande i formellt ägarråd, deltagande i informellt ägarråd, upprättande av ägardirektiv, val av styrelsetillsättning i valberedning, styrelserepresentation samt uppföljning och monitorering av innehavet

Rikshem är ett av Sveriges största fastighetsbolag vars bestånd består av cirka 72 procent bostadsfastigheter och 28 procent samhällsfastigheter. Omkring 50 procent av beståndet är lokaliserat i Uppsala, Knivsta och Storstockholm. Företaget bildades 2010 i samband med att Vasakronan sålde 8 000 bostadsfastigheter till ett värde av 5,5, miljarder kronor till Fjärde AP-fonden. Nästföljande år förvärvade AMF Tjänstepension AB (AMF) 50 procent av företaget. Strukturellt äger Fjärde AP-fonden och AMF 50 procent var i Rikshem Holding AB, som i sin tur är äger samtliga aktier i Rikshem.

Under Första-AP-fondens och AMF:s ägande har Rikshem vuxit kraftigt. Företagets tillväxtambitioner reflekterades i dess namnbyte från Dombron till Rikshem år 2011, som ämnade spegla företagets målsättning om att bli Sveriges största fastighetsföretag. Tillväxttakten under denna period drevs bland annat av förvärv och resulterade i utvecklingen av en ny förvaltningsorganisation år 2012 som strukturerades enligt portföljens geografiska närvaro. Rikshem vidtog även åtgärder för att stärka projektorganisationen. År 2013 startade Rikshem sitt första nyproduktionsprojekt, vilket har ackompanjerats av flertalet nybyggnadsprojekt över dess verksamhetsår. Under Rikshems tillväxtperiod 2011–2016 genomförde företaget förvärv för totalt 27 miljarder kronor.

Mellan 2016 och 2019 gick Rikshem in i en konsolideringsfas med fokus på förvaltning, rutiner och investeringsmöjligheter i befintlig portfölj. Inom ramen för detta arbete genomförde Rikshem trygghetsanalyser i dess bostadsområden, vilket har drivit ett åtgärdande arbete inom områdesutveckling. Konsolideringsfasen följdes av ett fokus på utveckling av befintligt bestånd, där Rikshem tog sin an rollen som både förvaltare och byggherre. Under 2023 vann Rikshem Kundkristallen för bästa förbättring i kundnöjdhet och hade under samma år över 700 färdigställda nyproducerade lägenheter.

Rikshem har haft ett genomgående fokus på hållbarhet, bland annat i dess nyproduktionsarbeten där den största klimatpåverkan i en fastighets livscykel sker. Förutom att använda trä som byggmaterial arbetar Rikshem aktivt med klimatmål och kravställande vid byggprocesser och bygglovsansökningar. Företaget tillämpar även hållbar finansiering och har emitterat gröna företagsobligationer sedan 2014.

År 2013 tilldelades Rikshem det starka långsiktiga kreditbetyget A– med stabila utsikter av kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's. Med undantag för en sänkning av kreditbetyget till A– med negativa utsikter år 2016 har Rikshem bibehållit detta kreditbetyg fram till 2020. Under detta år placerades företaget på kreditbevakning negativ till följd av Rikshems uppdaterade ägardirektiv och finansiella mål. Kreditinstitutet uppdaterade även deras betygskriterier, vilket föranledde att Rikshems betyg justerades ned till BBB+ med stabila framtidsutsikter. Samma år beslutade företaget om att upphöra med Standard & Poor's kreditvärdering. Därefter har Moody's långsiktiga kreditvärdering nyttjats, vilken genomgående har varit A3.

I inledningen av 2014 upprättade Rikshem ett Medium Term Note (MTN)–program<sup>33</sup> med ett rambelopp på 5 miljarder kronor. Ramen har därefter höjts med 5 miljarder kronor i tre omgångar under 2015 och 2016, vilket resulterade i ett totalt rambelopp på 20 miljarder kronor i början av 2017. Samma år offentliggjordes programmets notering på Nasdag OMX Stockholm. Ett motsvarande program sattes upp för obligationsemissioner i Europa under 2017 och noterades på den irländska börsen samma år. Följande år tillkännagavs ett rambelopp på cirka 20 miljarder kronor (2 miljarder euro), vilken sedan höjdes till cirka 32 miljarder (3 miljarder euro) 2022.

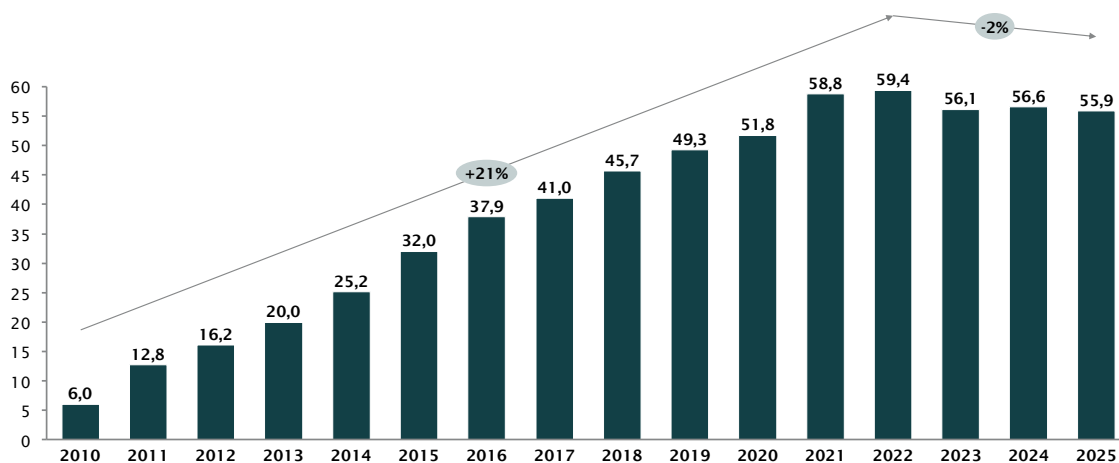
Fjärde AP-fonden har totalt investerat 3,3 miljarder kronor i Rikshem under ägarperioden. Fonden och AMF förser pro rata Rikshem med en facilitet på totalt 10 miljarder kronor som kan nyttjas i situationer där kapitalmarknaden anses otillgänglig. Över ägarperioden har denna facilitet tagit varierade skepnader men aldrig använts.

---

<sup>33</sup> Ett MTN–program är en ram inom vilken en aktör, i detta fall Rikshem, kan emittera obligationer i olika trancher/omgångar.

Rikshems fastighetsbestånd har visat på en årlig tillväxttakt på 16 procent mellan 2010 och december 2025. Tillväxten kan hänföras till perioden 2010–2022, där värdet på fastighetsbeståndet växte med 21 procent årligen. I december 2025 rapporteras ett fastighetsvärde på 55,9 miljarder kronor. Utvecklingen av fastighetsbeståndets marknadsvärde sedan Rikshems grundande visas i Figur 41.

#### Marknadsvärdet av Rikshems fastighetsbestånd, 2010-2025, mdrSEK

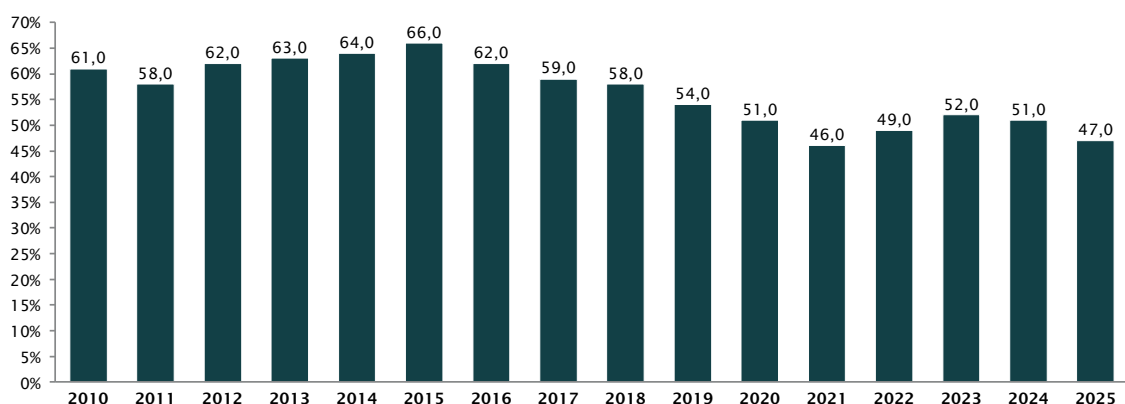


Källa: Rikshems årsredovisningar, 2010-2024 samt bokslutskommuniké för 2025  
Not: Ingående balans år 2011 utgör värdet för 2010. Det verkliga värdet exkluderar fastigheter i samägda strukturer (eng: joint ventures)

Figur 41: Marknadsvärdet av Rikshems fastighetsbestånd, 2010–2025, mdrSEK

Parallellt med ett växande fastighetsbestånd har Rikshem sedan 2015 systematiskt reducerat sin belåningsgrad. Mellan 2010 och 2015 uppgick belåningsgraden till omkring 60 procent, med den högsta noteringen på 66 procent år 2015. Därefter har belåningsgraden reducerats med i snitt 3 procent per år, vilket har resulterat i en belåningsgrad på 47 procent i december 2025. Detta motsvarar den näst lägsta rapporterade nivån sedan dess grundande. Utvecklingen av Rikshems belåningsgrad sammanställs i Figur 42.

## Utveckling av Rikshems belåningsgrad, 2010-2025, procent

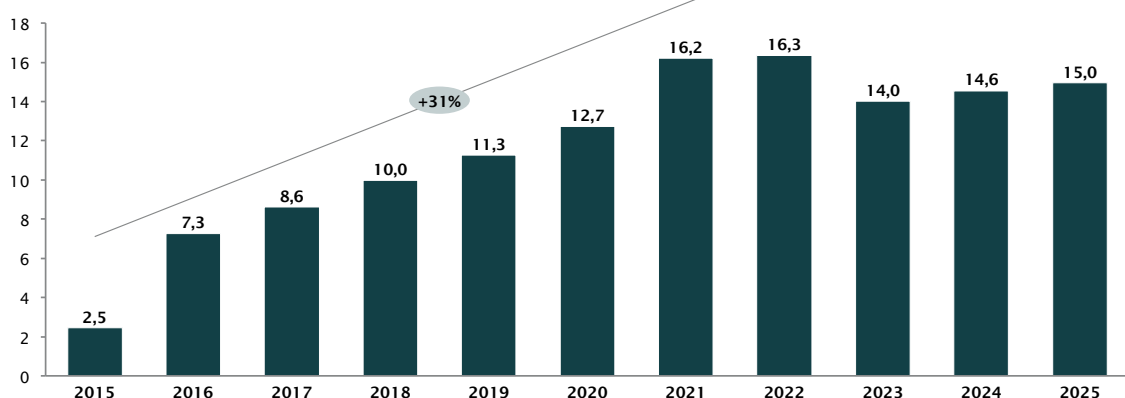


Källa: Rikshems årsredovisningar, 2010-2024 samt bokslutskommuniké för 2025

Figur 42: Utveckling av Rikshems belåningsgrad, 2010–2025, procent

Det växande fastighetsvärdet och den reducerade belåningsgraden kan ha antagits bidra till den positiva utvecklingen av Fjärde AP-fondens rapporterade verkliga värde av företaget. Mellan 2015 och 2022 växte värdet med i snitt 31 procent årligen. Efter 2022 uppvisas en något negativ värdeutveckling. Figur 43 återger Fjärde AP-fondens rapporterade verkliga värde av dess innehav i Rikshem mellan 2015 och 2025.

## Det verkliga värdet av Fjärde AP-fondens investering i Rikshem, 2015-2025, mdrSEK



Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar, 2015-2025

Figur 43: Det verkliga värdet av Fjärde AP-fondens investering i Rikshem, 2015–2025, mdrSEK

## Ägarstyrning



Fjärde AP-fonden utövar ägarstyrning via representation i ett formellt ägarråd, bestående av ägarrepresentanter, styrelseledamöter och VD, där specifika ägarfrågor såsom kreditbetyg behandlas. Det finns även ett informellt ägarforum där styrelseledamöter deltar för att diskutera bolagsspecifika frågor och ägardirektiv upprättas. Beslut om styrelsetillsättning tillfaller valberedningen och består av en representant per ägare. Fjärde AP-fondens ansvarige för Alternativa Investeringar är representerad i både ägarråd och valberedning. Rikshems styrelse består av fyra oberoende ledamöter samt en representant per ägare. Från Fjärde AP-fonden sitter ansvarig förvaltare för innehavet i styrelsen. Tillsammans med Fjärde AP-fondens team för Alternativa Investeringar följer ansvarig förvaltare upp innehavet löpande inom ramen för fondens förvaltningsverksamhet.

## 6.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

### 6.3.1 Bakgrund till tillgångsklassen

#### *Tillgångsklassens investeringsrational*

Infrastruktur är en real tillgång som erbjuder exponering mot reala kassaflöden. Det är vanligt att kontrakt eller reglering inom infrastruktur möjliggör prishöjningar som mitigerar en högre inflation, vilket skyddar investerare från ökade kostnader och ger ett naturligt inflationskydd. Givet att infrastruktur ofta förser nödvändiga tjänster, såsom el och kommunikation, uppvisar tillgångsslaget även en relativt låg marknadskänslighet och korrelation med andra tillgångsklasser. I en investeringsportfölj kan tillgångsklassen därmed erbjuda stabilitet och förutsägbarhet, diversifiering samt långsiktiga avkastningar. Tillgångsklassen karaktäriseras även av höga inträdesbarriärer, bland annat på grund av marknadsregleringar, vilket begränsar antalet aktörer som kan investera på marknaden.

Skog och jordbruk uppvisar liknande karaktäristika som infrastruktur med eftersökta stabila kassaflöden och inflationskyddande egenskaper med låg korrelation till övrig ekonomi, vilket kan bidra till en högre riskjusterad avkastning.

#### *Klassificering av risk och investeringsstrategier inom infrastruktur*

Trots att tillgångsklassen infrastruktur som helhet karaktäriseras av begränsad risk och säkra kassaflöden varierar förhållandet mellan risk och avkastning mellan investeringarnas mognadsstadiet. Preqin (u.å.) delar in projektutveckling inom infrastruktur i tre övergripande faser: nyinvesteringar (eng: greenfield), omvandlingsprojekt (eng: brownfield) och operativa tillgångar (eng: secondary stage), vilka listas nedan<sup>34</sup>.

- **Nyinvesteringar (eng: greenfield):** Fasen omfattar infrastrukturell tillgångar som ännu inte existerar och kan exempelvis omfattas mark med tillstånds- och konstruktionsrisk. Investerare finansierar såväl uppförandet som det löpande underhållet när tillgången väl är byggd och i drift. Dessa investeringar är relativt riskfyllda och genererar inga intäkter vid investeringstillfället.

---

<sup>34</sup> Terminologin för klassificering av infrastrukturinvesteringar kan variera mellan aktörer och regioner – exempelvis kring huruvida core-plus primärt handlar om marknader eller expansionsmöjligheter. Denna rapport följer däremot Preqins ramverk, som ger en tydlig överblick över risk-avkastningsprofiler. Andra tolkningar kan dock förekomma beroende på sammanhang.

- **Omvandlingsprojekt (eng: brownfield):** Fasen består av befintliga infrastrukturtillgångar som kräver förbättringar, reparationer eller utbyggnad. Tillgångarna är ofta delvis i drift och genererar intäkter, vilket begränsar risken.
- **Operativa tillgångar (eng: secondary stage):** Detta är den mest mogna fasen och innefattar etablerade och fullt operativa tillgångar som inte kräver investeringar för utveckling. De driftsatta infrastrukturerna genererar ett kassaflöde och en avkastning, vilket begränsar risken. Alla tillgångar når inte denna fas.

Institutionella investerare utformar investeringsstrategier i infrastruktur utifrån exponering mot respektive utvecklingsfas. Investeringsstrategierna benämns kärninvestering (eng: core), kärninvestering plus (eng: core-plus), värdeutökande (eng: value-added), opportunistisk infrastruktur (eng: opportunistic) och infrastrukturkrediter (eng: infrastructure debt). Samtliga strategier redogörs för nedan.

- **Kärninvestering (eng: core):** Denna strategi inriktar sig på kritiska tillgångar med begränsad operativ risk som redan genererar avkastning. Tillgångarna har ofta nått det operativa stadiet och befinner sig i regel i utvecklade länder med transparent reglering och politisk styrning. Kännetecknen för dessa tillgångar inkluderar en monopolposition, påvisad efterfrågan samt långsiktigt stabila kassaflöden.
- **Kärninvestering plus (eng: core-plus):** Strategin omfattar tillgångar på outvecklade marknader, men med liten eller ingen uppbyggnadsrisk. Tillgångarna är vanligtvis operativa, alternativt under omvandling om de befinner sig i en utvecklad marknad. De kan också vara mer konjunktorkänsliga och exponerade för efterfrågefuktuationer. Däremot har vissa tillgångar egenskaper som begränsar riskerna, såsom långsiktiga avtal, långsiktigt statligt eller regulatoriskt prisstöd samt höga inträdesbarriärer.
- **Värdeutökande (eng: value-added):** Detta är en strategi med måttlig till hög risk, bestående av tillgångar som kräver förbättringar. Strategins fokus är att skapa värde genom att öka efterfrågan på tillgången. Tillgångarna är typiskt sätt nyinvesteringar (eng: greenfield) eller omvandlingsprojekt (eng: brownfield) och kan omfatta nya teknologier som saknar inflytande över prissättningen vid investeringstillfället.
- **Opportunistisk infrastruktur (eng: opportunistic):** Opportunistisk infrastruktur har den högsta risk- och avkastningsprofilen av de fem strategierna. Tillgångarna kan behöva byggas upp, helt eller delvis. Strategin ämnar utveckla tillgångens värde snarare än att generera stabila kassaflöden.
- **Infrastrukturskuld:** Denna strategi omfattar finansiering av infrastrukturtillgångar genom att organisera eller förvärva lån med dessa som säkerhet, till exempel via mezzaninelån<sup>35</sup>, preferenskapital eller seniora lån. Strategins riskexponering avgör vilken typ av skuld som tillhandahålls. Däremot finansieras de flesta infrastrukturtillgångar med senior skuld och har enkla kapitalstrukturer, vilket medför en begränsad risk.

Det bör däremot noteras att investeringsstrategier som fokuserar på omvandlingsprojekt (eng: brownfield) och operativa tillgångar (eng: secondary stage) inte är fria från riskexponering. Samtliga infrastrukturinvesteringar kan anses vara exponerade mot politiska och regulativa risker. Dessa kan

---

<sup>35</sup> Avser ett efterställt lån som ofta är helt eller nästan helt utan säkerhet. Det utgör en mellanform av finansiering och fungerar som en brygga mellan seniora lån (banklån) och aktiekapital.

realiseras vid genomförande av oväntade politiska förändringar eller regulatoriska beslut som påverkar infrastruktur tillgången (World Economic Forum, 2015). Denna risk exemplifierades med Ofwats förslag på prisprövning år 2024 (PR24 Draft Determinations), där Thames Water (2024) bland annat ansåg att förslagen skapade en obalans i förhållandet mellan risk och avkastning. Ofwat (2024) justerade däremot vissa delar i det slutgiltiga beslutet (Final Determinations).

### *Behovsutveckling av infrastruktur*

Globalt bedöms infrastruktur vara ett underinvesterat tillgångsslag. De kommande 15 åren estimeras upp till 900 miljarder kronor (90 miljarder USD) i infrastrukturinvesteringar behövas globalt för att möta de växande behoven från en utökad population, klimatanpassning och ekonomisk tillväxt (SEB, 2025). Den Europeiska unionen har även betonat det akuta behovet av omfattande infrastrukturinvesteringar för att stärka Europas konkurrenskraft. I Europeiska kommissionen (2024) lyfts både digital och grön infrastruktur fram som kritiska beståndsdelar av Europas ekonomiska framgång.

Tillgångsklassens egenskaper, i kombination med framväxten av den gröna industrin, det ökade behovet av infrastruktur samt en långvarig lågräntemiljö som har drivit investerare att söka alternativa tillgångar för att få avkastning, har sammantaget bidragit till investerarens utökade exponering mot infrastruktur. Detta reflekteras i de årliga investeringarna i energiomställningen globalt, som har visat på en kraftig tillväxt de senaste fem och tio åren. Tillväxten kan primärt hänföras till segmenten elnät, förnybar energi och eltransport. 2024 var det första året som de årliga investeringarna globalt översteg 21 miljarder kronor (2 miljarder USD). Se Figur 21 (avsnitt 5.7) för en sammanställning av hur globala årliga investeringar i energiomställningen har utvecklats över tid.

### *Utvalda investeringar*

Första–Fjärde AP-fonderna har till varierande grad investerat i infrastruktur. Ett urval av investeringar listas nedan:

- Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna investerar i grön infrastruktur, både digital och fysisk, genom det gemensamägda riskkapitalföretaget Polhem Infra.
- Första och Tredje AP-fonderna, via OMERS och Kembe Water Group, investerat i vatten- och avloppsbolaget Thames Water.
- Tredje och Fjärde AP-fonderna investerar i grön infrastruktur via fondförvaltaren Meridiam och har även gjort en sidoinvestering i Suez via denna förvaltare.
- Andra AP-fonden har introducerat hållbar infrastruktur som en ny strategi, där bland annat sidoinvesteringen i Stegra återfinns i AP-fondens portfölj.

## 6.3.2 Analyserade direktinvesteringar

### *Ellevio*

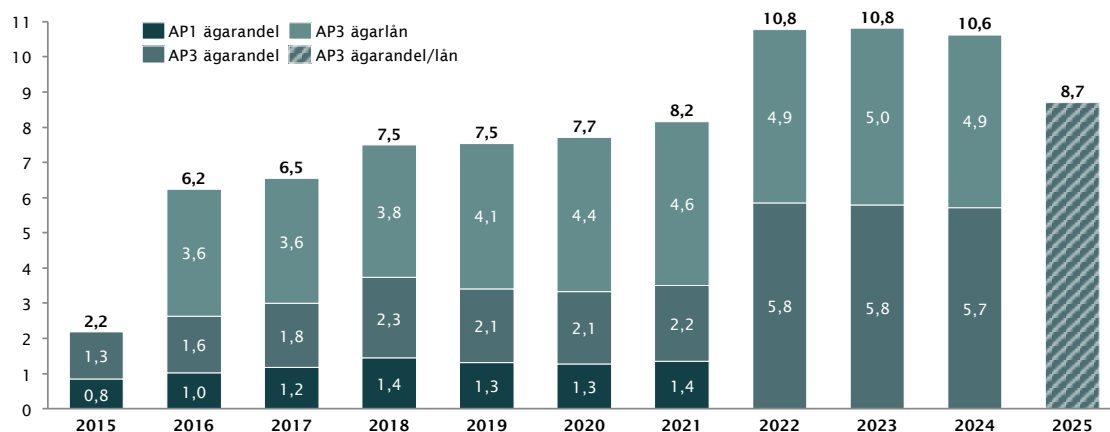
- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Ägare:</b> Tredje AP-fonden (20%). Första AP-fonden var delägare fram till 2022 (f.d. 12,5%)</li><li>▪ <b>Grundat:</b> 2015</li><li>▪ <b>Investeringar:</b> Elnätverk i Sverige</li><li>▪ <b>Ägarstyrning:</b> Ägarbeslut, valberedning, styrelsrepresentation och löpande uppföljning</li></ul> |
|---|

Ellevio är ett av Sveriges största energibolag som förser en miljon kunder via dess elnät. Företaget klassificeras enligt jordabalken som ett fastighetsbolag, varför AP-fonderna kunde investera i innehavet direkt. Ellevio bildades år 2015 då det nordiska energibolaget Fortum sålde elnätsverksamheten i Sverige till ett konsortium bestående av Tredje AP-fonden, Folksam, Första AP-fonden samt OMERS Infrastructure. Ägarandelen fördelades på följande sätt: Första AP-fonden 12,5 procent, Tredje AP-fonden 20 procent, Folksam 17,5 procent samt OMERS Infrastructure 50 procent. Köpeskillingen för bolaget uppgick till 60 miljarder kronor, vilket resulterade i koncessioner i Ellevios balansräkning 2015 om 40 miljarder och Goodwill på nära 5,8 miljarder. Bolagets totala tillgångar ökade därmed från 23,4 miljarder kronor till 73,7 miljarder kronor.

Nästföljande verksamhetsår förvärvade Ellevio Nynäshamn Energi. Detta följdes av ytterligare ett uppköp av Elverket Vallentuna år 2017, vilket utökade Ellevios kundbas med 14 500 nya kunder. Ellevio har även tagit steg inom hållbarhet och anslöt sig till byggnadsbranschens säkerhetsinitiativ Håll Nollan samt skrev avtal med GodEl under 2018. Nästa förvärv genomfördes år 2020 då Ellevio köpte upp Hamra Besparingskrog och därmed fick ytterligare 500 kunder. Samma år inleddes det omfattande projektet att bygga om kraftledningen mellan Beckomberga och Bredäng i Stockholm. Kundbasen breddades ytterligare under 2021 då Edsbyns Elverk förvärvades, vilket gav Ellevio omkring 4 000 nya elnätskunder. Vid samma tidsperiod påbörjades ombyggnationen av ställverket Värtan i Hjorthagen, Stockholm.

Mot slutet av år 2022 sålde Första AP-fonden sin ägarandel på 12,5 procent till pensionsförvaltaren AMF. I samband med att affären ägt rum ökade det verkliga värdet av Tredje AP-fondens ägarandel i bolaget från 2,2 till 5,8 miljarder kronor, vilket illustreras i Figur 44. Efter ägarbytet har Ellevios utvecklingsarbete fortsatt. Exempelvis etablerade sig koncernen i Norrbotten 2023 genom förvärv av Markbyggnad Net samt initierade 2024 ett omfattande kabelprojekt i Gullspång.

#### Det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investeringar i Ellevio, 2015-2025, mdrSEK



Källa: Första och Tredje AP-fondens årsredovisningar, 2019-2025  
 Not: Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data och saknar uppdelning mellan ägarandel och ägarlån

Figur 44: Det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investeringar i Ellevio, 2015-2025, mdrSEK

## Ägarstyrning

Tredje AP-fonden utövar ägarstyrning genom ägarbeslut om till exempel kapitaltillskott och utdelning. Fonden är även med i valberedningen där val av styrelseledamöter beslutas om. Därutöver är fonden representerad i Ellevios styrelse, tillsammans med representanter från övriga ägare samt oberoende ledamöter. Förvaltningsorganisationen för Alternativa Investeringar följer även upp innehavet och dess marknad löpande. Ansvarig kapitalförvaltare har även en löpande kontakt med både Ellevio och övriga ägare.

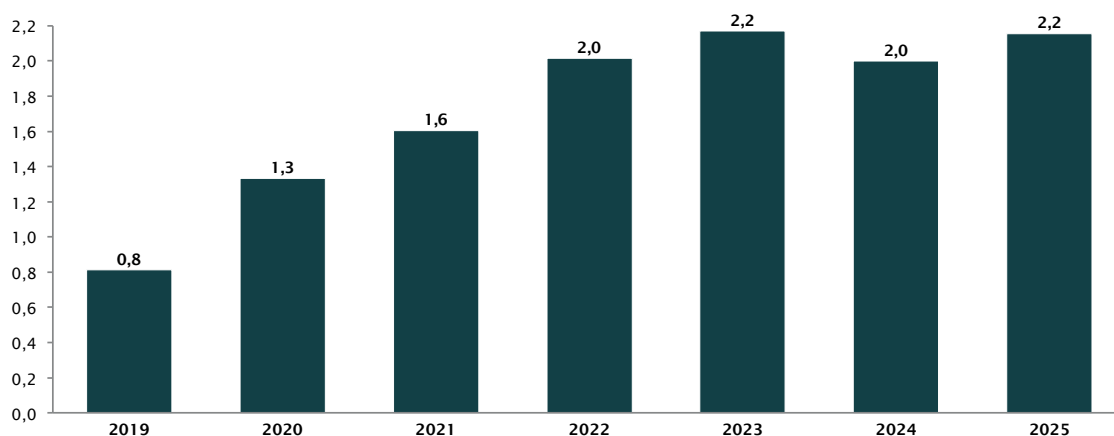
### Gysinge Skog

- **Ägare:** Tredje AP-fonden (50%) och Kåpan Tjänstepension (50%)
- **Grundat:** 2019
- **Investeringar:** Skog i Sverige
- **Ägarstyrning:** Ägarbeslut, aktieägarbeslut, styrelsepresentation, valberedning, uppföljning av innehavet

Gysinge Skog AB (Gysinge) bildades 2019 i samband med delningen av Bergvik Skog AB, en skogsägare som hade grundats 2004 av Stora Enso och Billerud Korsnäs. Vid bolagets upplösning gavs ägarna en utdelning i annan form än kontanter (eng: distributions in kind). Två av ägarna till Bergviks Skog var Tredje AP-fonden och Kåpan Tjänstepension (Kåpan), som båda ville äga de utdelade tillgångarna långsiktigt. Mot bakgrund av detta slog Tredje AP-fonden och Kåpan samman sina respektive innehav och bildade företaget Gysinge.

Under ägarperioden har värdet på Gysinges tillgångar inom byggnader och mark uppgått till mellan 2,64 och 2,68 miljarder kronor, med det högsta rapporterade värdet på 2,683 miljarder kronor 2024. Det verkliga värdet på investeringen har mellan 2022 och 2025 cirkulerat runt 2 miljarder. Utvecklingen av det verkliga värdet sammanfattas i Figur 45.

#### Det verkliga värdet av Tredje AP-fondens investering i Gysinge Skog, 2019-2025, mdrSEK



Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar, 2019-2024  
Not: Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 45: Det verkliga värdet av Tredje AP-fondens investering i Gysinge Skog, 2019-2025, mdrSEK

### Ägarstyrning

Samägandet i Gysinge Skog regleras i ett aktieägaravtal mellan Tredje AP-fonden och Kåpan. Respektive ägare är representerad i styrelsen och utser styrelserepresentanter enligt aktieägaravtalets bestämmelser. Likt övriga direktägda investeringar följer Tredje AP-fonden även upp investeringar internt via förvaltningsteamet för Alternativa Investeringar.

### *TIAA-CREF Global Agriculture LLC*

- **Ägare:** Andra AP-fonden (22,0%), TIAA-CREF (43,4%), Lacera 17,2%, La Caisse 12,2% och övriga 5,2%
- **Grundat:** 2011
- **Investeringar:** Jordbruk i USA, Australien och Brasilien
- **Ägarstyrning:** Ägarstyrning, styrelserepresentation, aktieägaravtal och beslut om kapitaltillskott

TIAA CREF är en amerikansk pensionsfond för lärare och akademiker som etablerades 1918 och förvaltar över 4,200 miljarder kronor (400 miljarder USD) åt cirka 3,6 miljoner kunder. Organisationen investerar i en bredd av tillgångsklasser och påbörjade 2007 en storskalig investering i jordbruksfastigheter. Till följd av detta har en investeringsorganisation etablerats med omkring 50 personer lokaliserade i USA, Australien och Brasilien. Jordbruksinvesteringar genomförs i samtliga tre regioner. Organisationen har även ett brett spektrum av kompetenser som stödjer dess jordbruksinvesteringsverksamhet. TIAA-CREF driver i regel inte det operativa arbetet för jordbruken internt utan lägger ut dessa till större lokala arrendatorer.

Andra AP-fonden fattade beslut om att investera i jordbruk med TIAA CREF 2011. Formen som nyttjades för investeringen var ett "saminvesteringsbolag" mellan delägarna, bildat i USA, som till 22 procent ägs av Andra AP-fonden.

### **Ägarstyrning**

TIAA-CREF är huvudinvesterare och förvaltningsansvarig av saminvesteringsbolagets tillgångar. Ägarna fattar däremot gemensamma beslut om strategier och principer. Andra AP-fonden är även representerad i bolagets styrelse där övriga viktiga beslut fattas, såsom årlig budget. Ett upprättat aktieägaravtal reglerar samarbetet och ägare fattar beslut om kapitaltillskott i takt med att investeringar genomförs.

### *Omers Farmoor 2 och 3 Holdings (Thames Water)*

- **Ägare:** Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS), med Första och Tredje AP-fonderna som investerare
- **Grundat:** Den underliggande tillgången Thames Water grundades 1989 och förvärvades, via Kemble Water Group, av OMERS år 2017
- **Investeringar:** Vatten- och avloppshantering i Storbritannien
- **Ägarstyrning:** Informationsdelning från OMERS samt löpande monitorering och uppföljning

Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS) grundades år 1962 och är ett av Kanadas största förmånsbestämda pensionsplaner som förvaltar pensionen för över en halv miljon personer. År 2017 blev OMERS den största ägaren av Thames Water, Storbritanniens största vatten- och avloppsbolag med en kundbas på 16 miljoner människor.

Med ett konsortium av investerare förvärvade OMERS år 2017 32 procent av Kemble Water Group, som i sin tur ägde Thames Water. OMERS blev därmed den största ägaren i Kemble Water Group. Vid denna tidpunkt investerade både Första och Tredje AP-fonderna indirekt i innehavet via de fondliknande formerna OMERS Farmoor 2 Holdings och OMERS Farmoor 3 Holdings. Första AP-fonden investerade i OMERS Farmoor 3 Holdings i två lika stora trancher år 2017 och 2018. Investeringen redovisas till cirka 2,6 miljarder kronor i Första AP-fondens årsredovisning 2018. Tredje AP-fonden investerade cirka 3,1 miljarder kronor i OMERS Farmoor 2 Holdings år 2017. Formellt köpte Första och Tredje AP-fonderna aktier i det underliggande underhavet via OMERS fondliknande former. Ur ett juridiskt perspektiv kan den därför betraktas som en direktinvestering. Ur ett förvaltningsperspektiv har investeringsformen däremot tydliga likheter med en fondstruktur och behandlas därför som en sådan i denna rapport.

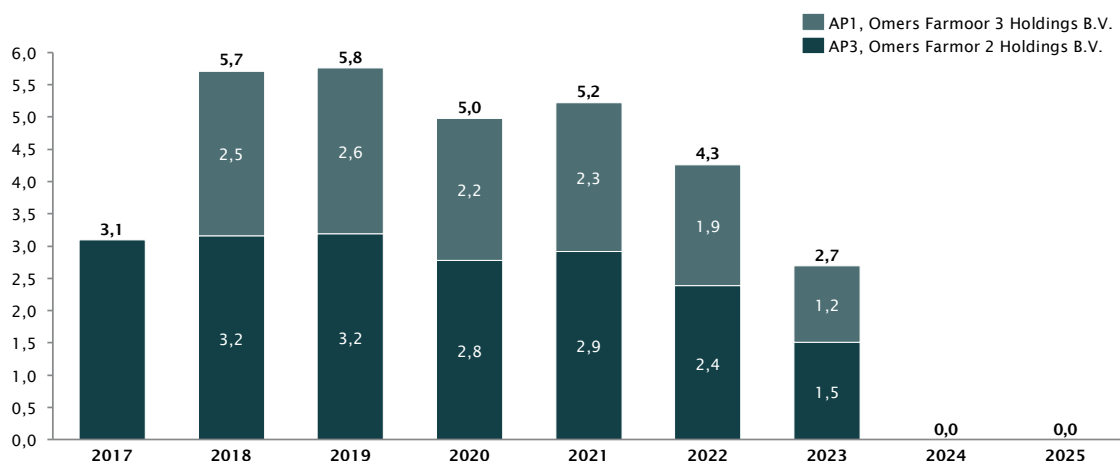
Kembles underliggande investering, Thames Water, har vid ett flertal tillfällen dömts till böter på grund av bristande miljömässig hantering av avfall. I mars 2021 bötfälldes bolaget med cirka 27 miljoner kronor (2,3 miljoner pund) för att ha förorenat en flod med avloppsvatten. I november samma år bötfälldes bolaget för att ha släppt ut orenat avloppsvatten i floder under 2016. Vid detta tillfälle uppgick boten till cirka 47 miljoner kronor (4 miljoner pund). Thames Water fick ytterligare en bot år 2023 på cirka 45 miljoner kronor (3,3 miljoner pund) för att ha pumpat orenat avloppsvatten i floder under 2017. Totalt har Miljödepartementets åtal mot Thames Water lett till böter på omkring 400 miljoner kronor (35,7 miljoner pund) mellan 2017 och 2023.

Under sommaren 2023 rapporterades Thames Water ha initierat dialoger för att säkra ytterligare kapital. Vid denna tidpunkt hade bolaget skulder på omkring 190 miljarder kronor (14 miljarder pund), vilket kunde jämföras med värdet på bolagets materiella anläggningstillgångar som för 2023 rapporterades uppgå till cirka 250 miljarder kronor (19,4 miljarder pund). Under samma period uppvisades relativt höga styrräntor. Företaget har även genomgående haft begränsade möjligheter att öka dess priser på grund av regulativt styrda prisnivåer.

I december 2023 tillkännagav styrelseordförande att bolaget inte har kapital för att betala en skuld på 2,5 miljarder kronor (190 miljoner pund) som förfaller i april kommande år. I juli 2024 uppgav bolaget att deras kassa kommer att ta slut om 11 månader. Bolagets lån hade vid denna tidpunkt stigit till omkring 200 miljarder kronor (15 miljarder pund). För att överleva uppgavs bolaget behöva öka priset på vatten med nästan 60% över en femårsperiod.

I Första och Tredje AP-fondernas årsredovisningar 2024 skrevs Omers Farmoor 2 och 3 Holdings ned till 0 på grund av den överhängande risken för konkurs. En sammanställning av det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investering i Thames Water via OMERS återfinns i Figur 46.

### Det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investeringar i OMERS Farmoor 2 och 3 Holdings, 2017-2025, mdrSEK



Källa: Första och Tredje AP-fondens årsredovisningar, 2017-2024, Första AP-fondens årsredovisning 2025 och interna siffror 2025 för Tredje AP-fonden  
Not: Första AP-fonden redovisar inte transaktionen för 2017 i en post som entydigt kan härledas till den specifika investeringen. Mot denna bakgrund har endast det verkliga värdet för Första AP-fondens investering från och med 2018 inkluderats i grafen.  
Tredje AP-fondens siffror 2025 baseras på intern data

Figur 46: Det verkliga värdet av Första och Tredje AP-fondernas investeringar i OMERS Farmoor 2 och 3 Holdings, 2017-2025, mdrSEK

I februari 2025 tilldelades Thames Water ett räddningslån på cirka 40 miljarder kronor (3 miljarder pund) för rekonstruktion. Bolagets lån uppgick vid denna tidpunkt till omkring 250 miljarder kronor (19 miljarder pund). Kort därefter, i maj 2025, tilldelades Thames Water en rekordbot på cirka 1,5 miljarder kronor (120 miljoner pund) för att ha misskött avfallshantering samt en utdelning till aktieägare. Så sent som juni 2025 tillkännagavs att det amerikanska investeringsbolaget KKR drar sig ur planerna att köpa upp företaget. Sannolikheten för att Thames Water kommer bli statligt ägt bedömdes därmed öka.

#### Ägarstyrning

Givet den passiva investeringsstrukturen och den begränsade ägarandelen har arbetet med ägarstyrning, inklusive styrelserepresentation och förvaltning av den underliggande tillgången, tillfallit huvudinvesterarerna OMERS. All information och rapportering som delgivits Första och Tredje AP-fonderna har förmedlats via OMERS, med vilken AP-fonderna har haft en kontinuerlig dialog. AP-fonderna har följt upp innehavet löpande under deras respektive innehavsperioder.

### 6.3.3 Analyserade fondinvesteringar

#### Meridiam

- **Investerare:** Tredje och Fjärde AP-fonderna
- **Grundat:** 2005
- **Investeringar:** Internationell infrastruktur, med ett betydande fokus på hållbarhet i tillägg till finansiell avkastning
- **Ägarstyrning:** Deltagande i fondens investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Association Committees, förkortat LPACs), möten med fondförvaltare, fondrapportering och övrig uppföljning



Meridiam är ett franskt investeringsbolag som grundades i Paris 2005. Bolaget har ett särskilt hållbarhets syfte som likställs till dess finansiella syfte (eng: benefit corporation). Med dess expertkunskap inom infrastruktur strävar bolaget efter att förverkliga FN:s hållbarhetsmål genom infrastruktur- och tjänsteinvesteringar inom Europa, Afrika och Amerika. Bolagets investerare både i tillväxtländer och utvecklade länder och fokuserar på att driva förbättringar inom tre områden:

- Kritiska offentliga tjänster, såsom sjukhus, skolor och förskolor;
- Hållbar transport och mobilitet, såsom vägar, tågräls, flygplatser och elektriska vägnät; samt
- Innovativa lösningar med lågt koldioxidutsläpp, till exempel med hjälp av solenergi, vattenkraft, biomassa och biogas.

Vid utgången av 2024 hade investeringsbolaget omkring 400 anställda runt om i världen och dess tillgångar hade skapat över 264 000 jobb, direkt eller indirekt. Värdet av tillgångarna under förvaltning uppgick till omkring 265 miljarder kronor (23 miljarder euro) i december 2024. Tredje och Fjärde AP-fonderna har investerat i ett urval av Meridiams fonder har även gjort en sidoinvestering (eng: co-investment) i Suez med denna aktör.

### **Ägarstyrning**

Ägarstyrning omfattas bland annat av deltagande i fondens investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat LPACs), möten med fondförvaltare, fonddrapportering samt övrig uppföljning av fondutfästelserna.

### 6.3.4 Analyserade sidoinvesteringar

#### Stegra

- **Investerare:** Andra AP-fonden, via fondförvaltaren Generation Just Climate
- **Grundat:** 2020. Andra AP-fonden investerade i tillgången 2023
- **Verksamhet:** Grön ståttillverkning
- **Ägarstyrning:** Uppföljning gentemot fondförvaltare (se 6.3.4) och det underliggande innehavet, där fonden har en löpande dialog med Stegra

Stegra, tidigare H2 Green Steel, grundades i september 2020 av riskkapitalföretaget Vargas, som beskriver sig som en inkubator för företag som verkar för den gröna omställningen. Bolaget lanserades med visionen att minska koldioxidutsläppen inom industrier där omställningen är särskilt utmanande på grund av ett starkt beroende av fossila bränslen. Stegras målsättning är att bygga en storskalig produktion av grön vätgas, grönt järn och grönt stål för användning inom ett stort antal industrier. Grönt stål har dock utgjort bolagets primära verksamhetsområde sedan dess grundande. År 2025 är Stegras första produktionsanläggning under uppbyggnad i Boden. Stegra har kommunicerat att stålverket ska drivas av grön vätgas och producera fossilfritt stål.

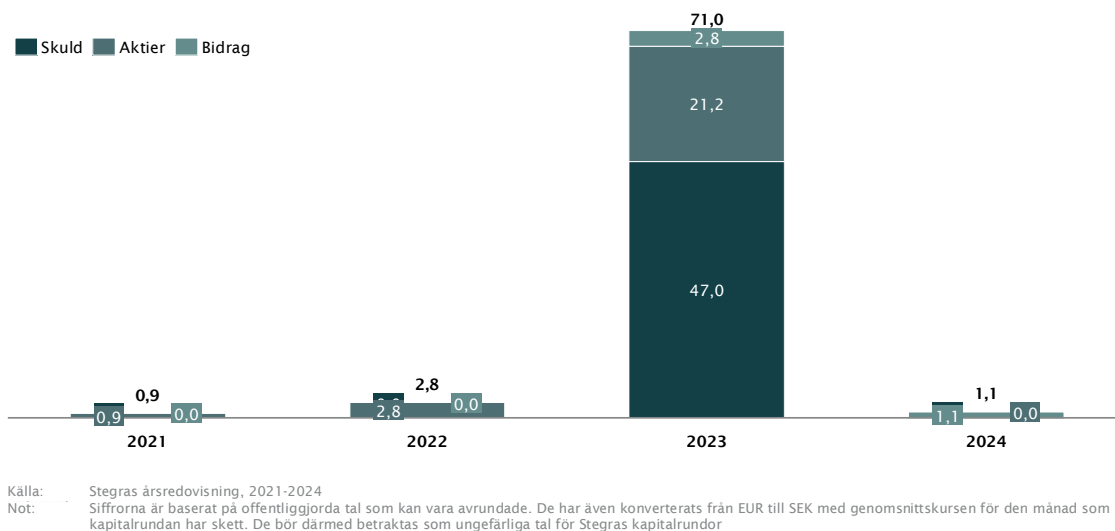
Under sitt första verksamhetsår bedrev Stegra, tillsammans med intressenter, ett projekteringsarbete för etableringen av anläggningen i Boden. Parallellt genomförde bolaget i maj 2021 sin första nyemission, vilken uppgick till cirka 870 miljoner kronor (86 miljoner euro). I juli nästkommande år beviljades Stegra ett tillstånd från Mark- och miljödomstolen att påbörja byggnationerna av den planerade verksamheten i Boden, varpå etableringen av stålverket påbörjades. Under samma år ingick Stegra även avtal om försäljning av grönt stål med flertalet kunder, bland annat BMW och Adient.

I augusti 2022 tillkännagavs en nyemission som uppgick till cirka 2 miljarder kronor (190 miljoner euro) vid seriens första stängning. Vid den slutliga stängningen i oktober hade totalt 2,8 miljarder kronor (260 miljoner euro) i aktiekapital rests. Mellanskillnaden på cirka 800 miljoner kronor (70 miljoner euro) tillfördes genom en privat placering från investerare såsom Kinnevik, Hitachi Energy och Kobe Steel. I september 2023 tillkännagavs ytterligare en nyemission på cirka 18 miljarder kronor (1,5 miljarder euro), som utökades med cirka 3,4 miljarder kronor i november. Det resta kapitalet ämnade finansiera byggandet av ståttillverkningsanläggningen samt Europas första vätgasproduktionsanläggning (giga-scale electrolyz-anläggning). Investeringen kom från en investeringsgrupp ledd av Altor, GIC, Hy24 och Just Climate. Under denna runda investerade Andra AP-fonden i Stegra genom en co-investering med Just Climate. Investeringen genomfördes via JC Verde Co-Investment 1 LP, vars verkliga värde uppgick till cirka 318 miljoner kronor år 2023 och 742 miljoner kronor år 2024. Då JC Verde Co-Investment 1 LP flyttats från kategorin "Equities in foreign subsidiaries and associated companies" till "Other non-listed foreign companies" i Andra AP-fondens innehavslista saknas verkligt värde 2025.

I början på 2024 skrev Stegra ett avtal om en skuldfinansiering på 47 miljarder kronor (4,2 miljarder USD) med en grupp långgivare. Av dessa var drygt 40 miljarder kronor i senior skuld och 7 miljarder kronor i junior lånefacilitet. Över 20 långgivare ingick i gruppen, bland dem Svensk Exportkredit (SEK) och den Europeiska Investmentbanken tillsammans med kommersiella banker, lett av BNP Paribas, ING, KfW IPEX-Bank, Societe Generale och UniCredit. Vid samma tidpunkt tilldelades Stegra ett bidrag på runt 3 miljarder kronor från Innovationsfonden genom European Climate, Infrastructure and

Environment Executive Agency (CINEA). Med detta hade Stegra säkrat cirka 75 miljarder kronor. Stegras kapitalresning mellan 2021 och 2024 sammanfattas i Figur 47.

### Stegras resta kapital fördelat över tillgångsslagen skulder, aktier och bidrag, 2021-2024, mdrSEK



Figur 47: Stegras resta kapital fördelat över tillgångsslagen skulder, aktier och bidrag, 2021–2024, mdrSEK

De genomförda finansieringsrundorna ämnar stötta den fortsatta utvecklingen av fabriken i Boden som beräknas påbörja produktionen av grönt stål 2026. Under 2023 och 2024 ingick Stegra även ett flertal kundavtal om leverans av stål med nära–noll utsläpp med planerad leveransstart under 2026 och 2027. I kundgruppen ingick bland annat Bilisten Group, Mercedes–Benz, Marcegaglia, Scania, Volvo Group och ZF Group. Stegras ambitioner sträcker sig dock förbi grönt stål till att påskynda industrins klimatomställning, där även grön vätgas och grönt järn är två viktiga komponenter. För att bättre spegla bolagets mission och vision byttes namnet H2 Green Steel till Stegra i september 2024.

Under sommaren 2024 godkände EU–kommissionen ett bidrag på cirka 3 miljarder kronor (265 miljoner euro). Under september betalades cirka 1,1 miljard kronor (100 miljoner euro) av dessa ut via Energimyndigheten. Resterande 1,9 miljarder (165 miljoner euro), som skulle ha fördelats ut via Naturvårdsverket, tillföll aldrig Stegra då produktionen inte bedömdes vara fossilfri. Med anledning av detta uppges Stegra under 2025 ha börjat se över bolaget kapitalanskaffningsbehov och planera för en nyemission. I september 2025 rapporterades även att Stegras budget för stålanläggningen i Boden har ökat med omkring 8 miljarder kronor. Stegra har däremot inte kommenterat huruvida de ökade kostnaderna är ett ytterligare skäl för nyemissionen.

### Ägarstyrning

Andra AP-fonden genomförde en sidoinvestering i Stegra år 2023 med fondförvaltaren Just Climate. Givet investeringsformen sker ägarstyrningen dels via uppföljning gentemot fondförvaltaren, dels gentemot det underliggande innehavet, där Andra AP-fonden har direkt kontakt och löpande dialog med Stegra. Däremot fattade AP-fonden investeringsbeslutet internt.

## Suez

- **Investerare:** Tredje och Fjärde AP-fonderna, via fondförvaltaren Meridiam
- **Tidpunkt för investering:** 2022
- **Verksamhet:** Vatten- och avfallshantering
- **Ägarstyrning:** Uppföljning gentemot fondförvaltare (se 6.3.4), representation i styrelseliknande forum, uppföljning av underliggande innehavet

Suez är en vatten- och avfallsaktör med en bred närvaro längs hela värdekedjan. Kärnverksamheten består av att driva vatten- och avfallsanläggningar samt nätverk inom ramen för koncessionsavtal. Bolaget har även stark kompetens inom ingenjörstjänster, konstruktion och digitala lösningar. Suez omfattar också CIRSEE, ett globalt ledande Forsknings- och utvecklingscenter, tillsammans med andra avancerade forsknings- och innovationscentra.

Fondförvaltaren Meridiam (se avsnitt 6.3.4) investerade i Suez i början av 2022, tillsammans med ett konsortium av investerare. Ägarna gavs därefter möjlighet att utöka sin exponering mot innehavet i november samma år. Både Tredje och Fjärde AP-fonderna gjorde en sidoinvestering i Suez via Meridiam.

### Ägarstyrning

Både Tredje och Fjärde AP-fonden fattade beslut om sidoinvesteringen internt. Ägarstyrning sker bland annat genom representation i ett styrelseliknande forum för investeringen samt en löpande dialog med förvaltaren. Tredje och Fjärde AP-fonderna följer även upp innehavet och fondförvaltaren internt. Däremot innehar Meridiam det aktiva ägaransvaret för Suez.

## 6.4 Investeringar i noterade aktier

### 6.4.1 Bakgrund till tillgångsklassen

#### *Tillgångsklassens investeringsrational*

Marknaden för noterade aktier har vuxit kraftigt under de senaste åren, medan den noterade marknaden har visat en nedåtgående trend (avsnitt 5.1). För institutionella investerare innebär noterade aktier tillgång till ett bredare investeringsuniversum, med exponering mot sektorer som är svåra att nå via de traditionella kapitalmarknaderna. Tillgångsslaget erbjuder omfattande möjligheter att generera alfa (överavkastning) och uppvisar samtidigt en låg korrelation med den noterade marknaden. Därigenom kan investeringar i noterade aktier bidra till ökad portföljdiversifiering och förbättrad riskjusterad avkastning.

#### *Avkastningsspridning och vikten av att välja rätt förvaltare*

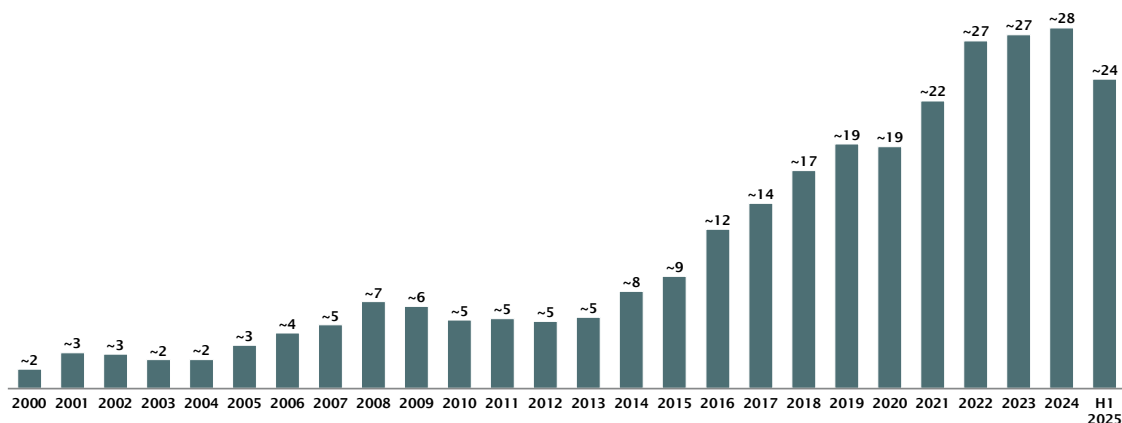
Onoterade aktier uppvisar en betydande spridning i avkastning, där skillnaden mellan den övre och nedre kvartilen för noterade aktier i fondstrukturer uppgår till 15 procentenheter (Figur 17, avsnitt 5.2). Den övre kvartilen uppgår till 20,2 procent, vilket indikerar att det finns en betydande uppsida i att investera i noterade aktier. Samtidigt uppgår avkastningen i den nedre kvartilen till 5,1 procent, vilket understiger samma kvartil för bland annat noterade aktier. Det finns därmed en nedsiderisk av att investera i detta tillgångsslag. För att undvika att denna risk realiserar är det centralt för investerare, i detta fall Första–Fjärde AP-fonderna, att välja kvalitativa fondförvaltare som befinner sig i de övre kvartilerna. Detta ställer krav på investerarens förmåga att identifiera högpresterande förvaltare och säkerställa tillgång till dessa.

Det bör noteras att marknaden för noterade aktier varken är öppen eller ”demokratisk”. De mest högpresterande fondförvaltarna attraherar ofta ett stort antal investerare, vilket gör att de kan vara selektiva med vilka som bjuds in att investera i deras fonder. För att få tillgång till högavkastande fonder behöver institutionella investerare därför ha ett starkt nätverk och en förmåga att bygga relationer med framgångsrika fondförvaltare.

#### *Ett växande oinvesterat kapital*

Vikten av att etablera och upprätthålla långsiktiga relationer med de mest högpresterande fondförvaltarna förstärks ytterligare av den växande mängden oinvesterat kapital (eng: dry powder) inom noterade aktier. Det senaste decenniet har värdet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) visat på en uppåtgående trend. S&P 500 rapporterar att det ackumulerade värdet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) bland globala noterade aktiefonder uppgick till omkring 26 biljoner kronor i juni 2025. Detta motsvarar en minskning på omkring 3 biljoner kronor från rekordnivåerna 2021. En sammanställning av värdet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) mellan 2000 och 2025 återges i Figur 48.

## Aggregerat oinvesterat kapital inom globala riskkapitalfonder, 2000-2025 (H1), biljSEK

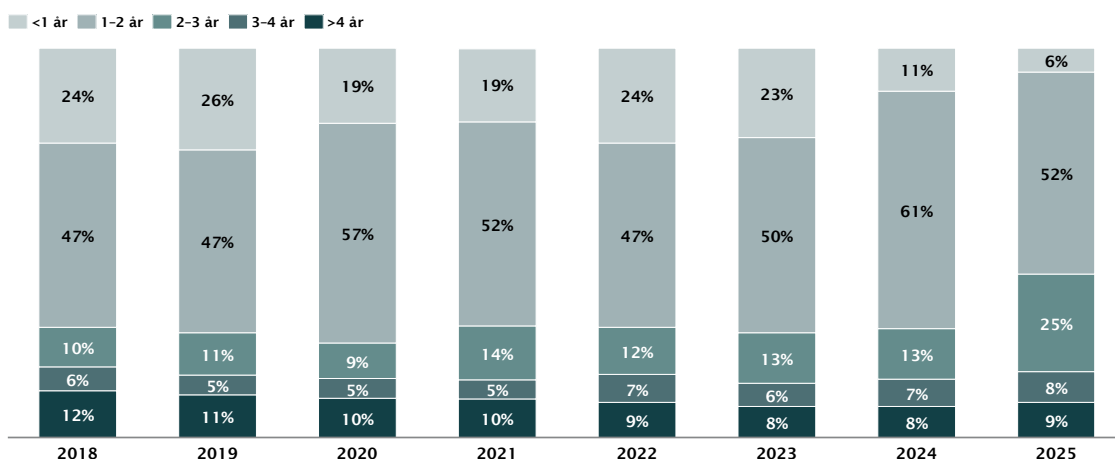


Källa: Preqin, via S&P Global Market Intelligence  
Not: Värdena har konverterats från USD till SEK med växelkursen vid utgången av respektive år eller halvår.

Figur 48: Aggregerat oinvesterat kapital inom globala riskkapitalfonder, 2000-2025 (H1), biljSEK

Trots att det ackumulerade värdet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) visade på en återhämtning 2024 kvarstår problematiken kring kapitalets åldrande. Av samtligt oinvesterat kapital (eng: dry powder) inom etablerade företag (eng: buyout) uppges 42 procent vara två år eller äldre. Detta är en markant ökning från 28 procent som rapporterades föregående år. Det åldrande kapitalet kan hänvisas till att fondförvaltare möter utmaningar i att identifiera lämpliga affärsmöjligheter och köpobjekt. Utvecklingen av andelen oinvesterat kapital (eng: dry powder) efter ålder visas i Figur 49.

### Andel av globalt oinvesterat kapital i etablerade företag (eng: buy out) fördelat efter ålder, 2018-2025, procent

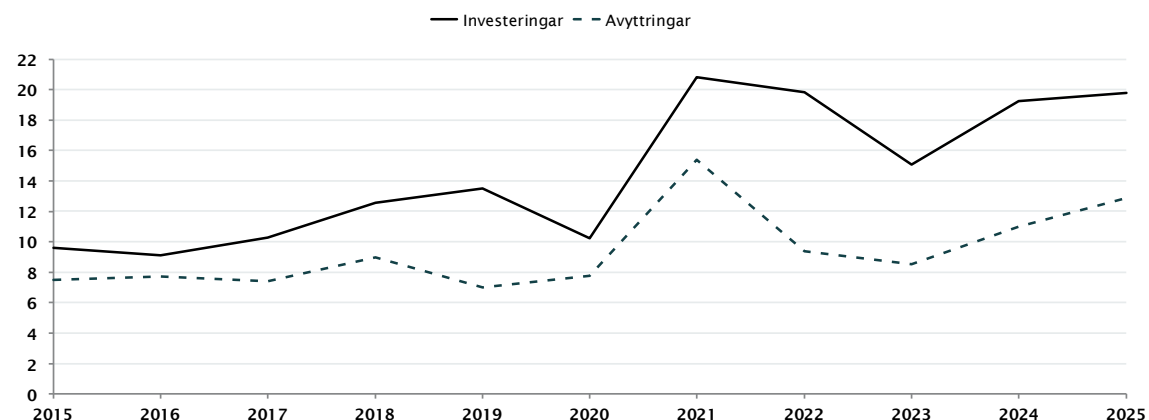


Källa: Prequin, via McKinsey & Company  
 Not: Siffrorna summerar eventuellt inte till 100 % på grund av avrundning. Data per den 30 juni respektive kalenderår.

Figur 49: Andel av globalt oinvesterat kapital i etablerade företag (eng: buy out) fördelat efter ålder, 2018-2025, procent

Det växande oinvesterade kapitalet (eng: dry powder) kan bland annat hänföras till ett minskat antal avyttringar sedan 2021 års höga nivåer. Skillnaden mellan värdet av investeringar och avyttringar har därefter ökat, vilket speglas i Figur 50. Avgörande är att upprätthålla en balans mellan investeringar och avyttringsstrategier, eftersom avyttringar återcirkulerar kapital till kapitalanskaffning. Det möjliggör även användandet av oinvesterat kapital (eng: dry powder) och kapitalutplacering, vilket stärker fondens avkastning i längden (J.P. Morgan Asset Management, 2025). Givet att antal avyttringar har minskat sedan 2021 begränsas möjligheten för förvaltare att göra nya investeringar och därmed nyttja deras resta kapital. Under 2024 kunde däremot en mer positiv utveckling anas, då både investeringar och avyttringar vände deras två-åriga nedåtgående trend (Bain & Co, 2025).

## Värdet av investeringar respektive avyttringar inom onoterade aktier globalt, 2015-2025, mdrSEK



Källa: Preqin, via J.P. Morgan Asset Management.  
Not: De presenterade värdena är indikativa och har konverterats från USD till SEK med valutakursen vid utgången av respektive år.

Figur 50: Värdet av investeringar respektive avyttringar inom onoterade aktier globalt, 2015-2025, mdrSEK

Sammantaget är det avgörande för Första–Fjärde AP-fonderna att välja fondförvaltare med högpresterande fonder och en dokumenterad förmåga att konsekvent generera en avkastning i den första eller andra avkastningskvartilen. En aspekt av detta är att undvika förekomsten av en allt för hög grad av oinvesterat kapital (eng: dry powder) genom att investera i fonder där förvaltarna konsekvent allokerar kapitalet i lämpliga underliggande innehav samt gör avyttringar i lämplig takt och omfattning.

### Sidoinvesteringar

Ytterligare en aspekt av att identifiera fondförvaltare är de framtida möjligheterna till sidoinvesteringar (eng: co-investments), vilka är förknippade med lägre förvaltningsavgifter, refererat till som "No fee, no carry" i 2023 års tilläggsuppdrag (Regeringen, 2024). Enligt en analys genomförd av HarbourVest kan sidoinvesteringar (eng: co-investments) reducera avgifterna med 53 procent jämfört med en traditionell fondinvestering. Investeringsformens förmåga till kostnadsbesparingar förutsätter dock att investeraren är exponerad mot fonder som erbjuder attraktiva och återkommande transaktionsmöjligheter. Det förutsätter även att kvalitén av de valda sidoinvesteringarna (eng: co-investments) väger tyngre än den potentiella kostnadsbesparingen. Det bör även noteras att värdet av investeringarna i slutändan avgörs av dess långsiktiga nettoavkastning och bidrag till en förbättrad riskjusterad avkastning för portföljen som helhet. För ändamålet kan sidoinvesteringar bidra till en utökad exponering mot en specifik tillgångsklass.

Det bör även noteras att sidoinvesteringar har en inneboende komplexitet och kräver omfattande resurser över hela investeringsprocessen, förutsatt att mandatet inte läggs ut på en utomstående part. Sidoinvesteringar kan även genomföras under en kortare tidsperiod, vilket ställer krav på organisationernas förmåga att snabbt utvärdera investeringen och fatta ett informerat investeringsbeslut (BAI, 2020). Processens krav på både snabbhet och resurser kan däremot variera beroende på var i processen som investerare bjuds in till och tillgångens karaktär. För infrastruktur



kan köpprocessen bli mer utdragen, exempelvis på grund av regleringar och krav på tillstånd, och sidoinvesteringar kan även syndikeras ut till saminvesterare efter att affären är slutförd. Inom onoterade aktier kan investerare bjudas in under bud- eller förvärvsprocessen, vilket ställer betydande krav på snabbhet.

### 6.4.2 Analyserade fondinvesteringar

Till skillnad från övriga tillgångsklasser genomför Första–Fjärde AP-fonderna nästan uteslutande investeringar i onoterade aktier via fondförvaltare. I kontrast till investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag, direktägda tillgångar samt fondliknande strukturer avsedda för ett specifikt innehav anses inte analyser av specifika fondförvaltare addera ytterligare förståelse för formen. I stället beaktas tillgångsklassen som helhet i rapportens analyser. Undantag till detta är Första AP-fondens partnerskap med fondförvaltaren Hamilton Lane, vilket presenteras i korthet nedan.

#### *Hamilton Lane*

- **Samarbetspartner:** Första AP-fonden
- **Grundat:** 1991. Nuvarande partnerskap med Första AP-fonden bildades 2013
- **Investeringar:** Fonder och onoterade tillgångar
- **Ägarstyrning:** Sker genom ett nära samarbete mellan parterna

Hamilton Lane är ett privat, oberoende investeringsbolag som grundades 1991 i USA. Bolaget investerar i onoterade tillgångar och har tillgångar under förvaltning till ett värde av cirka 9,5 miljarder kronor (1 biljon USD). Totalt har bolaget 2 420 klienter och investerare globalt. Dess investeringsstrategier och tillgångsslag inkluderar direkta krediter, direkta aktier, infrastruktur och reala tillgångar, fastigheter samt investeringar i nybildade företag (eng: ventures) och tillväxtföretag (eng: growth). Första AP-fonden har sedan 2013 ett nära samarbete med Hamilton Lane. Aktören kan betraktas som en fond-i-fond-förvaltare som stöttar AP-fonden med att utvärdera potentiella fondförvaltare och genomföra formella genomlysningar (eng: due diligence). Första AP-fonden har även investerat i Hamilton Lanes fonder vid ett flertal tillfällen. Därutöver gör AP-fonden sidoinvesteringar (eng: co-investments) med Hamilton Lane, som har mandat för samtliga faser i investeringsprocessen.

### 6.4.3 Analyserade sidoinvesteringar

Likt fondinvesteringar analyseras sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier på en tillgångsklassnivå, i stället för att analysera specifika investeringar. Däremot belyses investeringsplattformar eller övriga ägarkonstruktioner som nyttjas för att genomföra sidoinvesteringar.

#### *Covalent*

- **Samarbetspartner:** Tredje AP-fonden
- **Grundat:** 2023
- **Investeringar:** Sidoinvesteringar inom onoterade aktier
- **Ägarstyrning:** Sker genom ett nära samarbete mellan parterna

År 2023 etablerade Tredje AP-fonden en sidoinvesteringsplattform tillsammans med Wafra Inc. (Wafra) under namnet Covalent. Plattformen baseras på samarbetsformen Capital Constellation, som lanserades av Wafra 2018 med syftet att identifiera och investera i tillgångsförvaltare. I likhet med Capital Constellation bildades Covalent för att effektivisera värdekedjan på den privata marknaden och skapa en samarbetsstruktur mellan likasinnade förvaltare.

Wafra är en institutionell investerare inom alternativa tillgångar med ett förvaltad kapital på cirka 260 miljarder kronor (28 miljarder USD). Bolaget erbjuder ett brett spektrum av investeringsstrategier med särskilt fokus på strategiska partnerskap, fastigheter och reala tillgångar. Wafra har sitt huvudkontor i New York och betjänar omkring tjugo kunder globalt. Bolaget ägs av Public Institution for Social Security of Kuwait (PIFSS) och har ett långsiktigt investeringsperspektiv som sträcker sig över generationer.

## 7. Första AP-fonden

Följande kapitel ger en övergripande beskrivning av Första AP-fondens investeringar i illikvida tillgångar, inklusive portföljutvecklingen 2018–2025, fondens syn på tillgångsslaget, dess förhållningssätt till samägande samt den interna organisationen (avsnitt 7.1). Därefter presenteras fondens investeringsformer inom tillgångsklasserna gemensamägda riskkapitalföretag, onoterade fastigheter, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier (avsnitt 7.2). En icke-uttömmande sammanfattning presenteras i textrutan nedan.

- **Portföljen:** Första AP-fondens portfölj för illikvida tillgångar omfattas primärt av bolagsstrukturer. 63 procent av portföljen utgörs av investeringar i onoterade fastigheter. Mellan 2018 och 2025 har portföljtillväxten drivits av värdestegringar.
- **Nyttjande av bolags- och fondstrukturer:**
  - Bolagsstrukturer används ofta för reala tillgångar, där Första AP-fonden prioriterar närområden, transparens samt enkla ägarstrukturer. Dessa investeringar ärvs ofta.
  - AP-fonden genomför samtliga investeringar i onoterade akter med samarbetspartnern Hamilton Lane
- **Samägande:** AP-fonden betonar vikten av att utvärdera samarbetspartners och upprätta ett aktieägaravtal. Utanför Sverige och Europa tillämpas ett samägande med externa aktörer. Värdefull kunskap och perspektiv kommer från AP-fondens samägda strukturer.
- **Organisation:** Förvaltningsteamet består förutom chef för alternativa investeringar av tre medarbetare som arbetar med reala tillgångar och två som arbetar med övrigt onoterat.
- **Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag:** Polhem Infras organisation har tagit tid att bygga upp men beskrivs idag som välfungerande. 4 to 1 Investments sattes upp med vägledning från Polhem Infras bolagsstruktur. Organisationen dimensionerades enligt behov, och AP-fonden bedömer det som sannolikt att 4 to 1 Investments hade kunnat utvecklats på motsvarande sätt som Polhem Infra. AP-fonden noterar även att ett utökat fokus mot ett enskilt innehav kan ske på bekostnad av förvaltningen av övriga portföljen. Första AP-fonden är representerade i styrelsen (beslutsfattande organ) i båda riskkapitalföretagen, samt i investeringskommittén (beredande organ) för Polhem Infra.
- **Investeringar i fastighetsföretag:** Första AP-fonden är representerade i ägarråd (om sådana finns), styrelse och valberedning för dess direktägda innehav. AP-fonden betonar vikten av att ha externa styrelseledamöter. För samägda innehav anges ett robust aktieägaravtal som centralt. Samtliga innehav utvärderas kontinuerligt för beslut om kapitaltillskott respektive avyttring.
- **Investeringar i infrastruktur:** Första AP-fonden har avyttrat en direktägd investering i en elnätsaktör.<sup>36</sup> AP-fonden har även tillämpat ett passivt ägande, via en komplex fondliknande struktur, för en internationell investering. Formen ansågs ändamålsenlig då AP-fondens organisation saknade förmåga att internalisera investeringsmandatet. Däremot betonas vikten av att avtala möjlighet till kontroll och informationsdelning i dessa former.
- **Investeringar i onoterade aktier:** Samtliga investeringar genomförs tillsammans med fond-i-fond-förvaltaren Hamilton Lane. Första AP-fonden har ett nära samarbete med Hamilton Lane, som tilldelas mandat för de senare delarna av investeringsprocessen. Förvaltaren kan anses utgöra en förlängd arm av Första AP-fondens investeringsorganisation.

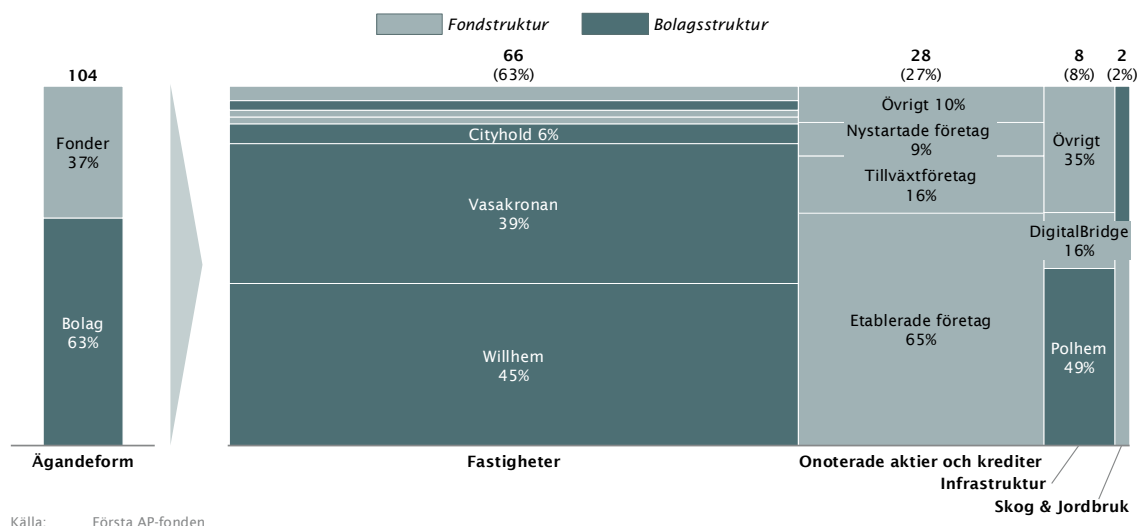
<sup>36</sup> Första AP-fonden har även avyttrat Secore – ett fastighetsbolag som AP-fonden ägde tillsammans med ICA. Denna transaktion är däremot inte föremål för analys i denna rapport.

## 7.1 Övergripande för tillgångslaget

### 7.1.1 Fondens illikvida portfölj och dess utveckling mellan 2018 och 2025

I december 2025 uppgick Första AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar till 104 miljarder kronor, motsvarande 20,1 procent av den totala portföljen. Majoriteten av kapitalet (63 procent) ägs via bolagsstrukturer. Detta kan primärt hänföras till fondens fastighetsinnehav i Vasakronan och Willhem, vilka tillsammans står för 53 procent av de illikvida tillgångarna och 11 procent av det totala fondkapitalet. Fondens näst största illikvida tillgångsklass utgjordes av onoterade aktier och krediter (27 procent av den illikvida portföljen), följt av investeringar i infrastruktur (8 procent av den illikvida portföljen) och skog och jordbruk (2 procent av den illikvida portföljen). Figur 51 sammanfattar fondens innehav per tillgångsklass och ägarstruktur.

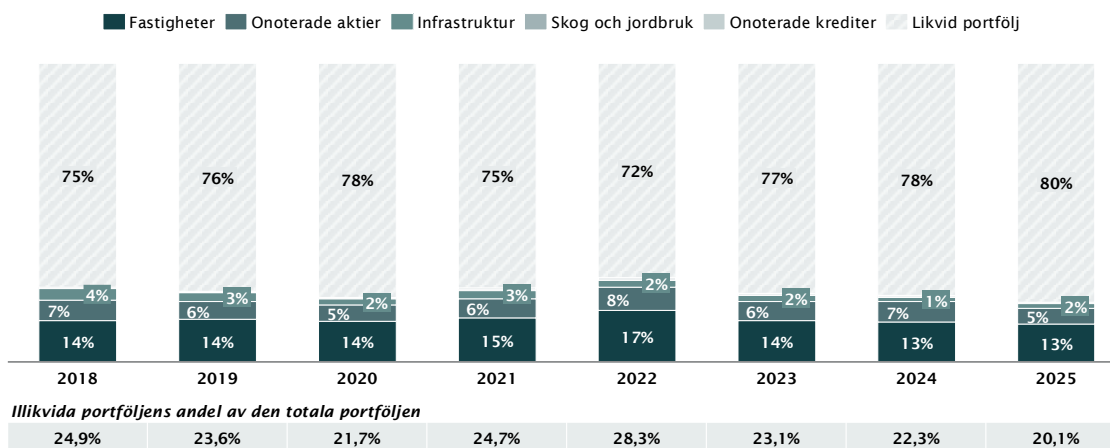
Första AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK



Figur 51: Första AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK

Innan lagförändringarna 2018 och 2019 ansåg Första AP-fonden att placeringsreglerna till viss del begränsade flexibiliteten och hanteringen av den onoterade aktieportföljen i relation till målallokeringen. Efter att de nya placeringsreglerna introducerades har AP-fonden däremot haft möjlighet att överstiga den tidigare limiten om maximalt 5 procent onoterade aktier. För övriga tillgångslag, såsom fastigheter och infrastruktur, påvisades inte samma direkta effekt av lagförändringen. Figur 52 sammanfattar hur tillgångsklasserna har utvecklats relativt den totala portföljen mellan 2018 och 2025.

## Första AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018-2025

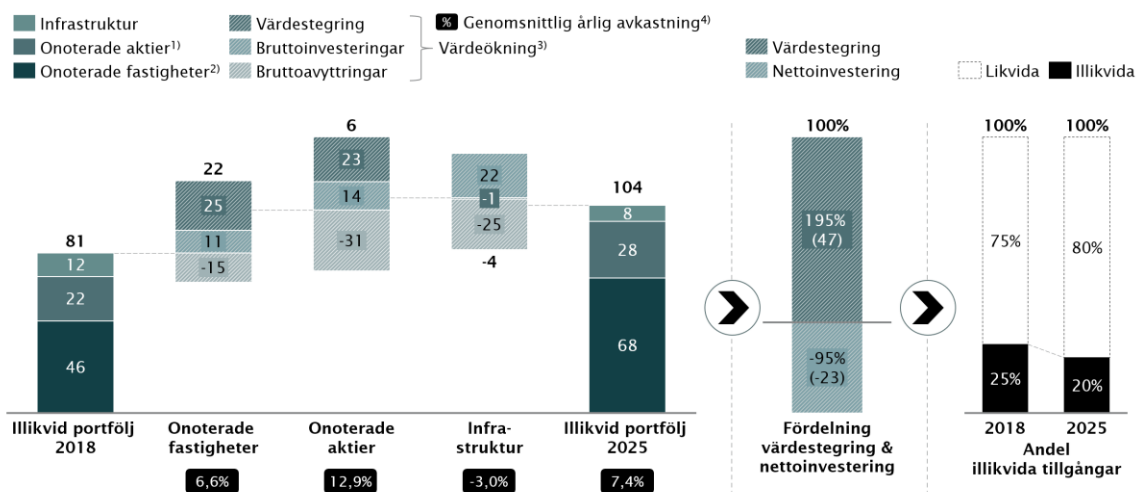


Källa: Första AP-fonden

Figur 52: Första AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018-2025

Under samma period har Första AP-fonden avyttrat 70,8 miljarder kronor och investerat 48,0 miljarder kronor inom dess illikvida portfölj, motsvarande en nettoavyttring på -22,9 miljarder kronor. Samtidigt har befintliga tillgångar ökat i värde med cirka 46,9 miljarder kronor. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit med 23,8 miljarder kronor mellan 2018 och 2025. Fondens övriga portfölj har däremot haft en högre total värdeökning, vilket har resulterat i en minskad andel illikvida tillgångar. Figur 53 sammanfattar utvecklingen av portföljen mellan 2018 och 2025.

## Första AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK



Källa: Första AP-fonden

Not: 1) Riskkapital inkluderar hedgefonder och onoterade krediter, 2) Onoterade fastigheter inkluderar skog och jordbruk, 3) Värdeökning avser summan av värdestegring och nettoinvesteringar, 4) Modifierad Dietzmetod: ett års avkastning =  $(UB - IB - \text{nettoinvestering}) / (IB + (0,5 * \text{nettoinvestering}))$ , detta räknas därefter om till det geometriska medelvärdet. UB = utgående balans, IB = ingående balans

Figur 53: Första AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK

## 7.1.2 Fondens syn på onoterade tillgångar

Första AP-fonden betraktar onoterade tillgångar utifrån ett portföljperspektiv med en målsättning om att portföljen som helhet ska generera en högre riskjusterad avkastning genom investeringar i tillgångsslaget. Detta kan till exempel uppnås via exponering mot inflationssskyddande eller diversifierande tillgångar som inte är tillgängliga på den noterade marknaden.

### *Direktägda investeringar*

Första AP-fonden nyttjar direktägda former för investeringar i reala tillgångar. Formen anses relativt resurskrävande jämfört med fondstrukturer. Detta kan bland annat hänföras till den omfattande utvärderingen av innehavet som behöver göras inför ett investeringsbeslut. Vikten av denna utvärdering förstärks av långsiktigheten i direktägda investeringar, som ofta saknar en tidsbestämd investeringshorisont. Även ägarstyrningsarbetet anges som ett resurskrävande arbete. Under ägarperioden bedriver fonden en aktiv förvaltning av innehavet, avseende bevakning, uppföljning av innehavet samt styrelserepresentation. Inom ramen för dess ägarstyrning förmedlar Första AP-fonden strategiska riktningar som bedöms gynnsamma. Tack vare dess nätverk och partnerskap besitter Första AP-fonden kunskap kring rådande trender, risker och möjligheter i Sverige och Europa, inte minst inom fastighetsbranschen.

Första AP-fonden utgår ifrån att direktägda investeringar i reala tillgångar sannolikt kommer ärvas till framtida organisationer. En investering som genomförs idag behöver därför ge utrymme för förändrade investeringsstrategier och marknadsförhållanden framgent. Möjligheterna att på kort sikt justera fondens investeringsstrategi inom reala tillgångar är begränsade. Mot denna bakgrund utgår fondförvaltarna från portföljens givna förutsättningar och förvaltar innehaven på bästa möjliga sätt utifrån dessa. Samtidigt tillämpas ett framåtblickande perspektiv på ärvda tillgångar, där fonden – oavsett tillgångens historik i portföljen – fattar ägarbeslut baserade på rådande analyser och investeringsövertygelser.

Första AP-fonden har justerat sin investeringsstrategi inom reala tillgångar mot att prioritera närområden, transparens samt enkla ägarstrukturer. I marknader där fonden besitter en omfattande intern kunskap kan ett större mandat internaliseras. Detta var fallet med Urbanea, ett fastighetsbolag med ett kommersiellt fastighetsbestånd i Stockholm, där Första AP-fonden nyttjade intern expertis inom området för att bygga upp en fastighetsportfölj. Utanför Europa bedömer Första AP-fonden sin marknadskunskap som mer begränsad. AP-fonden anser även att det är svårare att vara en aktiv ägare och nyttja sin status utanför Europa avseende finansieringsvillkor samt möjlighet till aktivt inflytande. Med anledning av detta har Första AP-fonden beslutat att endast genomföra direktägda investeringar i Sverige eller Europa.<sup>37</sup> I övriga marknader anses fondstrukturer mer lämpligt.

Den reala portföljen utformas även med beaktning av årgångsfördelning (eng: vintage), likt fondinvesteringar i onoterade aktier. För direktinvesteringar är AP-fondens inflytande över årgångsfördelningen (eng: vintage) större. Detta anses fördelaktigt då Första AP-fonden har möjlighet att avstå investeringar om marknaden bedöms vara överprisad. Samma möjlighet bedöms inte

---

<sup>37</sup> Däremot har Första AP-fonden ärvt investeringar utanför regionen från tidigare förvaltare.

föreligga för fondinvesteringar, där Första AP-fonden förbinder sig att utfästa kapital över en treårsperiod, oavsett marknadsutvecklingen.

### *Fondstrukturer*

Till skillnad från direktinvesteringar i reala tillgångar har Första AP-fondens fondinvesteringar i onoterade aktier en tidsbestämd investeringsperiod. Fonden strävar efter en kontinuerlig investeringstakt över tid och en jämn årgångsfördelning (eng: vintage). Mellan 2006 och 2011 tillämpade Första AP-fonden ett diskretionärt mandat för investeringar i onoterade tillgångar. Under denna period hade fonden sju samarbetspartners och gjorde omkring 25 fondinvesteringar per år. Första AP-fonden ansåg dock att denna grad av spridning skapade en överdiversifierad portfölj, där varje ny investering inte bidrog till en högre riskjusterad avkastning. Mot denna bakgrund utvecklade Första AP-fonden det diskretionära mandatet och koncentrerade antalet samarbetspartners till tre fonder, samtliga ägda av Hamilton Lane.

Första AP-fonden anser att investeringar i onoterade aktier kräver omfattande resurser och att två personer inte är tillräckligt för att bedriva förvaltningen internt. För att realisera dess investeringsstrategi i onoterade aktier och förvalta den existerande portföljen uppskattas 10–15 heltidsanställda krävas. Denna estimering inkluderar bland annat juridisk kompetens, ett större team för att identifiera och utvärdera investeringar, kompetens inom operationella formella genomlysningar (eng: operational due diligence) och administrativ kapacitet. Utöver detta krävs även en global närvaro i länder där investeringarna har sin hemvistelse. Det har inte ansetts lämpligt att rekrytera en sådan kapitalförvaltningsorganisation, bland annat på grund av kostnaden som uppstår av att rekrytera kompetenta personer. Mot bakgrund av detta ingick Första AP-fonden partnerskap med Hamilton Lane, en fond-i-fond-förvaltare som agerar som en förlängd arm till AP-fonden. Partnerskapet ger Första AP-fonden tillgång till en omfattande organisation med stark kompetens inom onoterade aktier, vilket möjliggör en effektiv investering och förvaltning av tillgångsslaget.

Tillsammans med Hamilton Lane gjorde Första AP-fonden omkring 10–12 fondinvesteringar årligen mellan 2013 och 2022. Därefter ändrades Första AP-fondens investeringsstrategi mot mer hållbara investeringar, vilket reducerade investeringsuniversumet med omkring 90 procent inom onoterade aktier. Detta medförde att Första AP-fonden genomförde omkring 8 investeringar per år fram till 2024. Vid denna tidpunkt expanderades vissa aspekter av fondens hållbarhetsuniversum.

### *Bedömning av investeringsformernas komplexitet*

Första AP-fondens illikvida innehav och dess former anses ha en varierande grad av komplexitet. Bedömningen av komplexiteten varierar även beroende på om den görs utifrån ett juridiskt eller ett förvaltningsperspektiv. Med utgångspunkt i det sistnämnda perspektivet kan dock fondinvesteringar anses som relativt okomplicerade. Detta kan hänföras till att det ofta handlar om ett större antal investeringar av mindre storlek, varierade årgångar (eng: vintage) som sprider risker, ett omfattande investeringsuniversum samt en tidsbestämd investeringslivslängd. Ägarformen medför också ett omfattande stöd från fondförvaltaren som ansvarar för ägarstyrningen av det underliggande innehavet.

Nästa grad av komplexitet omfattas av helägda bolag, alternativt direktägda bolag med en enkel ägarstruktur. I dessa investeringsformer har Första AP-fonden en relativt hög grad av ägarkontroll, vilket bland annat skapar möjligheter till tilläggsförvärv. Därutöver föreligger i regel aktieägaravtal

som möjliggör en förändrad ägarstruktur. Samtidigt medför formen för investeringen krav på ett aktivt ägarskap. Tillgångarna omfattas av fastighetsbolag samt infrastrukturbolag, där framför allt infrastrukturmarknaden möter komplexitet i form av politisk påverkan och reglering.

Ytterligare en nivå av komplexitet tillkommer från investeringar gemensamägda riskkapitalföretag. Trots att den juridiska bolagsstrukturen är relativt enkel och stöttas av detaljerade aktieägaravtal och ägardirektiv följer en komplexitet av investeringsverksamhetens karaktär. Riskkapitalföretagen kan investera i innehav som stämmer överens med deras formulerade strategier, syften och mandat, vilket begränsar urvalet av potentiella investeringar. Representanter från AP-fonden behöver även till viss del ansvara för riskkapitalföretagets investeringsprocess. Givet exponeringen mot innovativa lösningar och infrastruktur medföljer även en regleringsrisk. Sammantaget ställer denna form av investering krav på AP-fondens förmåga att internalisera vissa av de ansvarsområden som i en fondinvestering tillfaller fondförvaltaren.

Första AP-fonden bedömer att den mest komplicerade kategorin av investeringar, sett från både ett juridiskt- och förvaltningsperspektiv, är saminvesteringar med en komplex ägarstruktur där AP-fonden har begränsade möjligheter till handlingsalternativ och påverkan. Komplexiteten kan till exempel härledas till Första AP-fondens begränsade ägarandel. Ytterligare en dimension är marknaden som det underliggande innehavet verkar inom, vilken kan befinna sig utanför Första AP-fondens expertområde eller medföra en exponering mot regulatoriska, politiska och ryktemässiga risker.

### 7.1.3 Samägande

Första AP-fonden samäger direktinvesteringar med både AP-fonder och externa aktörer. För att bevaka sina intressen i samägandekonstellationer gör AP-fonden en omfattande utvärdering av potentiella ägarpartners inför en investering. Första AP-fonden drar nytta av sitt omfattande nätverk, goda renommé och synlighet i branschforum för att identifiera lämpliga externa samarbetspartners.

För att skapa förutsättningar att hantera avvikande investeringsövertygelse längre fram upprättar Första AP-fonden ett robust aktieägaravtal med samarbetspartners. En särskild aspekt som kan behöva regleras i aktieägaravtal är långsiktigheten hos samägande parter. Första AP-fonden har en lång investeringshorisont som sträcker sig förbi den traditionella institutionella investerarens tidsperspektiv. På samma sätt har Första AP-fonden också en naturlig stabilitet i svagare marknader eller räntemiljöer, där andra institutionella investerare kan tvingas agera mer kortsiktigt.

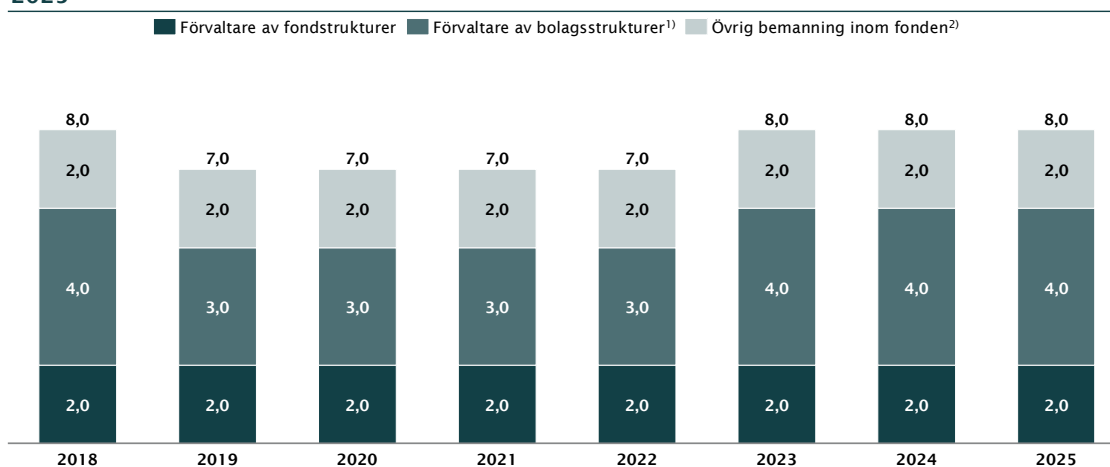
Fonden anser att samägande med internationella parter kan medföra större utmaningar än samägande med svenska investerare. Utmaningarna kan bland annat hänföras till varierade investeringsperspektiv samt kulturella och värderingsmässiga skillnader. I dessa situationer är det centralt för Första AP-fonden att bibehålla partnerrelationen och kunna föra diskussioner på en jämställd nivå med de internationella ägarna. Möjligheten till detta begränsas dock i fondkonstruktioner där Första AP-fonden har en mer passiv ägarroll. Samtidigt som det medför vissa utmaningar anses det som värdefullt att ingå i dessa partnerskap ur ett kunskapsperspektiv, där Första AP-fonden kan lära av internationella institutionella investerare, till exempel avseende trender och framträdande investeringsmöjligheter. Kunskapen kan sedan nyttjas i andra ägarkonstellationer och underliggande innehav.



## 7.1.4 Organisationen för illikvida investeringar

Första AP-fondens organisation för illikvida tillgångar består av totalt 6 medarbetare. Två av dessa arbetar uteslutande med investeringar i onoterade aktier och tre arbetar uteslutande med investeringar i reala tillgångar, vilket till största delen innefattar fastigheter och infrastruktur. Den tydliga arbetsfördelningen grundas i att Första AP-fonden värderar spetskompetens inom respektive tillgångsslag. Avdelningen leds av Chefen för Alternativa Investeringar, som ansvarar för att koordinera arbetet mellan de olika tillgångsslagen och säkerställa ett enhetligt arbetssätt inom gruppen. Första AP-fonden estimerar även att ytterligare två overheadanställda stöttar respektive team. Första AP-fondens allokering inom illikvida tillgångar har varit relativt oförändrad mellan 2018 och 2025, vilket sammanfattas i Figur 54.

**Antal heltidsanställda på Första AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025**



Källa: Första AP-fonden

Not: 1) Chef för Alternativa Investeringar ingår i denna kategori 2) Övrig bemanning inom fonden omfattar två overheadanställda (en till vardera område) verksamma inom Juridik, VaR, BO samt ekonomi. Externa resurser från Hamilton Lane har inte inkluderats i estimeringen

*Figur 54: Antal heltidsanställda på Första AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025*

Investeringsprocessen för onoterade aktier leds av två medarbetare inom avdelningen för Alternativa investeringar. Till följd av det resurskrävande förarbete som krävs för onoterade aktier vilar investeringsprocessen delvis på ett partnerupplägg med Hamilton Lane som samarbetspartner. På så sätt säkerställer AP-fonden tillgång till kompetens och analyskapacitet, vilket skapar förutsättningar för en hög processkvalitet och välgrundade investeringsbeslut. Trots partnerupplägget bibehåller Första AP-fonden samtliga investeringsbeslut. Till skillnad från onoterade aktier internaliseras en större del av investeringsprocessen för fastigheter och infrastruktur, där sourcing och underwriting-teamet på tre medarbetare leder samtliga steg i investeringsprocessen.

Första AP-fonden blir approachade av ett stort antal investeringsmöjligheter varje år. För att säkerställa att de lägger tid på rätt saker tillämpar Första AP-fonden ett antal kriterier för att effektivt kunna sälla ut omkring 90 procent av alla investeringsmöjligheter. Detta resulterar i en mer avgränsad mängd möjligheter som kapitalförvaltarna har resurser nog att grundligt kunna utvärdera.

## 7.2 Formerna för investeringar

### 7.2.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

#### *Polhem Infra*

Polhem Infra sattes upp med en ambition om att utöka exponeringen mot infrastruktur inom Norden. Tillgångsslaget tenderar att karaktäriseras av större investeringar som endast ett fåtal nordiska aktörer har möjlighet att äga. För att undvika situationer där AP-fonderna konkurrerade mot varandra i tillgångsbudgivningar inleddes diskussioner om att starta en gemensam investeringsform som kunde samla resurser från respektive ägare. Givet att AP-fondernas respektive organisationer inom infrastruktur var begränsade såg Första AP-fonden denna investeringsform som strategiskt fördelaktig. Konceptet om en kostnadseffektiv kapitalförvaltning, driven av delad kompetens och resurser, var även beprövat från samägandet av Vasakronan. Vidare ansågs ägarnas styrning, inflytande och transparens kunna bli mer effektiv i en sådan struktur jämfört med fondinvesteringar. Från ett marknadsperspektiv ansågs AP-fondernas kapital attraktivt för parter som sålde infrastruktur eller var intresserade av att bilda samägande strukturer (eng: joint ventures). Attraktiviteten bedömdes bland annat vara kopplad till AP-fondernas långsiktighet.

Ägarna för Polhem infra tar årligen fram en investeringsstrategi som specificerar vilken typ av investeringar som företaget ska fokusera på. Därutöver tar ägarna fram övriga styrdokument, såsom ägardirektiv, avkastningskrav och riskpolicy. I samband med detta tilldelas Polhem Infrans organisation mandat att identifiera investeringar som passar in i investeringsstrategin. Första AP-fonden approachas även med propåer inom infrastruktur som kan ges vidare till teamet för Polhem Infra för vidare utvärdering. Efter att Polhem Infra har identifierat en intressant investeringsmöjlighet tar organisationen fram ett investeringsmemo som presenteras för företagets investeringskommitté.

Polhem Infrans investeringskommitté består av representanter från ägarna och syftar förenklat till att ge ett objektiva perspektiv på investeringsmöjligheten och kritiskt granska dess attraktivitet. I en mer traditionell styrmodell tillfaller detta uppdrag ofta styrelsens investeringsutskott. När Polhem Infra grundades valde ägarna dock att skapa en investeringskommitté för att bibehålla kontrollen internt och därigenom bevaka sina intressen. Initialt godkänner investeringskommittén ofta en budget för förvaltningsorganisationen att jobba vidare med investeringsmöjligheten. Ett urval av utvärderade investeringsmöjligheter presenteras därefter för investeringskommittén som röstar om huruvida dessa ska tas vidare till Polhem Infrans styrelse. Styrelsen, som består av en representant per ägare och oberoende ledamöter, fattar de slutgiltiga investeringsbesluten.

För att en investering ska genomföras krävs konsensus mellan samtliga ägare. I en situation där endast två av tre ägare vill genomföra en investering möjliggör aktieägaravtalet att strukturer sätts upp för detta. Denna möjlighet har däremot inte utnyttjats hittills. I stället har ägarnas skilda synsätt på investeringar lett till diskussioner om bland annat risknivåer och avkastningskrav, vilket i sin tur har skapat förutsättningar för mer välgrundade investeringsbeslut som beaktar en bredare uppsättning perspektiv.

Polhem Infra kan anses vara en förlängning av Första, Tredje och Fjärde AP-fondernas investeringsorganisation inom onoterade tillgångar. Antalet medarbetare har rekryterats i takt med portföljens tillväxt och år 2025 bestod Polhem Infra av 7 anställda. Vd för Polhem Infra upprättar årligen en plan för den organisation som behövs för att förvalta portföljen. Ägarna har även

kommunicerat att Polhem Infra stegvis har möjlighet att bygga dess organisation i takt med att de visar på en god resultathistorik och att investeringsverksamheten växer. Första AP-fonden anser att samägandet inom Polhem Infra är välfungerade idag men belyser att det har tagit tid för organisationen att nå nuvarande mognadsgrad. Uppskattningsvis har det krävts 6 år för Polhem Infra att nå önskat stadie av förvaltningsorganisationen.

Samtidigt som organisationens ska dimensioneras enligt behov är kostnadsperspektivet centralt. Det finns inte några ambitioner om att skapa en stor investeringsorganisation. Detta kan delvis hänföras till att Polhem Infra är en investerare som bedriver en aktiv ägarstyrning utan att ta på sig det operativa företagsledningsansvaret. I samband med komplexa transaktioner tar Polhem Infra in extern expertis, vilket gör att den fasta lönekostnaden kan hållas nere. På grund av AP-fondernas ersättningsrestriktioner som förlängs till Polhem Infra finns även en utmaning i att rekrytera branschens mest kompetenta och välbetalda personer.

Initialt tilldelades Polhem Infra en kapitalram för investeringar på 9 miljarder kronor i sina innehav. Denna har därefter utökats till totalt 18 miljarder kronor, motsvarande 6 miljarder vardera för de tre ägarna. Det finns fortfarande outnyttjat kapital inom ramen som Polhem Infra har rätt att kalla på. Däremot har Polhem Infra inte fri tillgång till kapitalet. I stället fattar dess styrelse, med representanter från Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna, beslut om vad Polhem Infra kan kalla på för respektive investering. Det finns inget krav på Polhem Infra att sysselsätta det utfästa kapitalet. I stället bevakar Första AP-fonden sina intressen genom att betona vikten av att göra goda affärer vid rätt tidpunkt.

#### *4 to 1 Investments*

Det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments bildades för att möjliggöra en investering i batteritillverkaren Northvolt. Samtliga av Första–Fjärde AP-fonderna presenterades med investeringsmöjligheten, vilken bedömdes som intressant att undersöka vidare. Givet att det fanns ett tidsbegränsat investeringsfönster behövde formen för investeringen skapas parallellt med utvärderingen. Då investeringen avsåg en onoterad tillgång, som av Första AP-fonden bedömdes kunna förbli onoterad mer än 12 månader, ansågs en direktinvestering möjlig men mindre fördelaktig. Alternativet att bilda ett gemensamt riskkapitalbolag med övriga AP-fonder erbjöd både en flexibel tidshorisont och framför allt möjligheten att göra ytterligare investeringar likt Polhem. Med vägledning från Polhem Infras bolagsstruktur kunde riskkapitalföretaget sättas upp relativt snabbt.

Utvärderingen av investeringen i Northvolt initierades på AP-fonds nivå och färdigställdes i 4 to 1 Investments. Utvärderingen innefattade bland annat en operationell och kommersiell formell genomlysning (eng: due diligence), en miljöutredning, redovisningsutredning, en försäkringsutredning, en batteriteknikutredning och en legal utvärdering. 4 to 1 Investments, med stöd av Första–Fjärde AP-fondernas analytikerkompetens, utvärderade det framtagna materialet. Samtliga ägare som var med i investeringsrundan tog även del av materialet i sin helhet. Styrelsen i 4 to 1 Investments fattade ett initialt investeringsbeslut i Northvolt under förutsättningen att AP-fonderna skulle skjuta till pengar för affären. Därefter fattade AP-fonderna beslut om att skjuta till pengar. Första AP-fonden gjorde en egen utvärdering för att analysera huruvida de skulle tillskjuta kapital i 4 to 1 Investments. I linje med Första AP-fondens investeringsprocess för illikvida tillgångar togs beslutet upp i investeringskommittén.

I samband med investeringen i Northvolt anställde 4 to 1 Investments en konsult på deltid med ett ägaransvar för innehavet. Detta ansågs vara en lämplig resursallokering för att genomföra de ägaruppgifter som tillföll riskkapitalföretaget, såsom att delta på bolagsstämmor, kapitalstämmor och officiella möten. Northvolts utveckling under 2024 krävde dock ytterligare förvaltningsresurser och ägararbete från AP-fonderna. Mot bakgrund av detta anlätades en till konsult till riskkapitalföretaget och Första AP-fonden allokerade ytterligare interna förvaltningsresurser till innehavet. Därutöver utökades användandet av externa juristtjänster. Det noteras att ett utökat fokus mot en enskild investering kan ske på bekostnad av förvaltningen av den övriga portföljen.

4 to 1 Investments bildades med en intention om att kunna göra ytterligare investeringar längre fram. I takt med portföljens förväntade tillväxt planerades investeringsorganisationen att förstärkas med ytterligare personal. Första AP-fonden bedömer det som sannolikt att en fortsatt utveckling av 4 to 1 Investments hade följt Polhem Infrass riktning, med tillväxt av både organisation och förvaltad kapital, om investeringen hade utvecklats positivt. Huruvida en investeringskommitté hade kunnat sättas upp i 4 to 1 Investments skulle däremot behöva prövas. Tvetydigheten grundas i huruvida en investeringskommitté klassificeras som operativ företagsledning, vilket AP-fonderna inte får bedriva i riskkapitalföretaget. Samma lagbestämmelser förelåg inte för Polhem Infra som sattes upp som ett fastighetsbolag.

Trots att ett antal investeringsmöjligheter har övervägts har 4 to 1 Investments inte genomfört investeringar utanför Northvolt. Detta kan delvis hänföras till ett begränsat utbud av nationella investeringsmöjligheter av lämplig storlek. Aktieägaravtalet reglerar även att en investering via 4 to 1 Investments kräver konsensus mellan samtliga ägare. I händelse av att tre ägare är överens om en investering reglerar avtalet att investeringen kan genomföras i en separat struktur.

## 7.2.2 Investeringar i fastighetsföretag

### *Willhem*

Första AP-fonden är ensam ägare till fastighetsbolaget Willhem – fondens största innehav. Första AP-fondens ansvarige förvaltare är representerad i bolagets styrelse, tillsammans med fem externa ledamöter. Vikten av att komponera en professionell och kompetent styrelserepresentation betonas särskilt i bolag som endast ägs av en AP-fond, då externa ägare som kan ifrågasätta och utmana strategiska frågor saknas. Via styrelserepresentation och ägarstyrning ämnar Första AP-fonden ge stöttning i bolagets övergripande ambitioner och mål. Fonden genomför analyser av bolaget, bland annat grundat i dess kompetens från svenska marknaden, för att informera ägarstyrningen. Däremot lämnas de strategiska besluten till verksamheten. Willhems strategiplan stäms även av årsvis med styrelsen enligt ett bestämt årshjul.

Första AP-fonden har beslutat om att Willhem i första hand ska växa på egen balansräkning. Däremot har särskilda omständigheter påkallat undantag, till exempel Standard and Poors sänkta kreditbetyg. Detta initierade en intern analys av handlingsalternativ och dess konsekvenser, inklusive alternativkostnaden av att inte investera i andra potentiella investeringar. Frågan togs upp i Första AP-fondens investeringskommitté, där ett beslut att tillskjuta kapital i syfte att förbättra kreditbetyget fattades. I detta fall underlättades ägarbeslutet av att Första AP-fonden var ensam ägare av innehavet.

Trots att Willhem är en ärvd investering som funnits i Första AP-fondens portfölj i 15 år utvärderas innehavet kontinuerligt och kritiskt av Första AP-fonden. Skulle fondens analys visa att en alternativ

kapitalallokering är att föredra kommer en avyttring av innehavet att beaktas. På samma sätt grundas beslut om tillskjutning av kapital, likt i ovan exempel, i en tro på fortsatt god riskjuterad avkastning framöver.

### *Vasakronan*

För att bevaka sina intressen i samägda fastighetsinvesteringar mellan AP-fonderna, såsom Vasakronan, nyttjas ett ägarråd. Detta innehar representanter för samtliga delägare där bland annat strategi och syn på långsiktiga marknadstrender diskuteras. Rådet sätter även upp ägardirektiv till det underliggande innehavet. Första AP-fonden deltar även i valberedningen där styrelserekrytering hanteras. Därutöver dedikerar Första AP-fonden andra förvaltningsresurser på dessa innehav, så som uppföljning och utvärdering av innehavet inom teamet för reala tillgångar.

Vasakronan är en långsiktig investering som funnits i Första AP-fondens portfölj sedan 2001. Ägarnas syn på fastighetsinvesteringar bedöms därför sannolikt ha förändrats under ägandeperioden, antingen till följd av förändrade externa marknadsförutsättningar eller interna fondstrategier. Första AP-fonden menar att det ingående aktieägaravtalet är en central byggsten för att möjliggöra framtida ägarstyrning i linje med de justerade förutsättningarna. Trots att det inte är möjligt att förutse samtliga potentiella scenarios bör ett aktieägaravtal reglera utfall som sannolikt kan realiseras, såsom avyttring, förändrade ägarstrukturer, förköp och informationsprocesser. Enligt bestämmelser i Vasakronans aktieägaravtal kräver ägarbeslut konsensus. Första AP-fonden bedömer att samstämmighet mellan flera ägare kan försvåras av varierade investeringsstrategier och organisationer. Däremot anses ägarnas grundläggande samstämmighet ha underlättat beslutsfattande under ägandeperioden.

### *Cityhold*

Första AP-fonden äger företaget Cityhold AB tillsammans med Andra AP-fonden, TIAA-CREF och CBRE GIP. Samtliga ägare har två styrelserepresentanter i bolaget, en från den interna organisationen och en som sitter lokalt i Luxemburg. Till skillnad från Vasakronan, som har anställd personal, tillämpar Cityhold ett förvaltningsavtal (eng: management agreement) med ett bolag som ansvarar för att tillföra resurser och kompetens. Därmed kan investeringen, avseende arbetet kring ägarstyrningen och bevakande av intressen, liknas med en hybridlösning mellan en direktinvestering och en fondinvestering. Investeringsformens likheter med en fondstruktur medför begränsade krav på resurser från AP-fonden. Däremot kräver Cityhold ett aktivt styrelsearbete som bland annat innefattar resor till Luxemburg.

Likt övriga direktägda investeringar betonar Första AP-fonden vikten av ett aktieägaravtal. AP-fonden tar även del av kunskap och expertis från dess internationella samarbetspartners som tillför nya perspektiv i styrelserepresentationen. Första AP-fonden nyttjar denna kunskap i strategidiskussioner med deras resterande fastighetsbolag.

## 7.2.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

### *Ellevio*

Första AP-fonden köpte in sig i Ellevio 2010 vid sidan om OMERS, en aktör de hade en långtgående relation med och som ansågs erfaren i att driva värdeutveckling. Investeringen motiverades bland annat av säkra intäktsflöden, begränsad konkurrens och en förväntad accelererad elektrifiering. När

investeringen ärvdes till nya medarbetare bedömdes den initiala kalkylen däremot vara allt för optimistisk, bland annat på grund av avkastningsregleringar, politiska påtryckningar, ökande elpriser och nätavgifter samt en svagare än förväntad tillväxt i elektrifieringen.

Den uppdaterade bedömningen föranledde ett övervägande om avyttring. Däremot var utbudet av potentiella köpare smalt, givet att tillgången var säkerhetsklassad och behövde ägas av aktörer med begränsade likviditetskrav. 2021 inledde Första AP-fonden dialoger med potentiella köpare, däribland AMF som visade ett intresse för att förvärva fondens ägarandel på 12,5 procent. Första AP-fonden accepterade ett bud från AMF i december 2022. Första AP-fonden bedömde att budet var rimligt och motsvarade deras förväntningar. Avyttringen möjliggjordes av ett omfattande aktieägaravtal som bland annat reglerade en situation där en ägare önskade sälja sin andel.

### *OMERS Farmoor 3*

Första AP-fonden genomför oftast infrastrukturinvesteringar tillsammans med andra parter. Investeringen i Thames Water genomfördes via en "fondliknande struktur" med OMERS som huvudinvestor (eng: lead investor). Vid investeringstillfället 2017 bedömdes detta som en lämplig investeringsform för tillgångsslaget givet AP-fondens tillgängliga resurskapacitet. OMERS satt i styrelsen för det underliggande innehavet och ansvarade för att bedriva den aktiva ägarstyrningen. Investeringsformen gav därmed Första AP-fonden en passiv ägarroll utan beslutanderätt för det underliggande innehavet. I kombination med avtalet som förelåg mellan parterna gav investeringsformen Första AP-fonden få handlingsalternativ när investeringen visade en negativ utveckling. Första AP-fonden var inte heller en av de större investerarna i ägarkonsortiet som prioriterades högst vad gäller styrning och transparens. Detta skapade ytterligare utmaningar för Första AP-fonden att vara fullt informerade om utvecklingen av det underliggande innehavet.

Trots att möjligheten till påverkan var begränsad betonar Första AP-fonden värdet av att ha OMERS som saminvestor. Med dess omfattande kapitalförvaltningsorganisation har OMERS kunnat lägga ner en betydande mängd tid och resurser på innehavet. När det var som mest kritiskt arbetade OMERS intensivt med denna investering. Första AP-fonden har inte möjligheten att lägga motsvarande mängd resurser. OMERS anses även ha kompetens att hantera komplexa situationer på ett föredömligt sätt.

Investeringen i Thames Water via Kemble Water Group och OMERS kan anses vara en relativt komplex ägarstruktur. I dessa investeringsformer kan det anses särskilt viktigt att detaljerat specificera vad Första AP-fonden har möjlighet att kontrollera samt vilken rätt till informationsdelgivning som föreligger. Även risker, såsom finansiella och regulativa, kan med fördel regleras på en granulär nivå. Samtidigt bör det noteras att dessa regulativa aspekter endast kan generera mindre effekter på formen för investeringen. För att helt undvika problematiken som uppstod i detta fall bedömer Första AP-fonden att bemanningen behöver ske internt, alternativt att investeringen inte genomförs. En intern bemanning skulle däremot sannolikt inte vara möjlig från Sverige, och det skulle ställa höga krav på interna resurser och kompetens.

## 7.2.4 Investeringar i onoterade aktier

### *Fondinvesteringar*

Samtliga av Första AP-fondens investeringar i onoterade aktier ägs av kommanditbolaget Första AP-fonden Kapital KB. Kommanditbolaget ägs till 99,99 procent av Första AP-fonden och 0,01 procent av

komplementären Första AP-fonden Kapital AB, vilket helägs av Första AP-fonden. Historiskt sattes denna juridiska struktur upp för att minska AP-fondens exponering mot skatterisker som följde av dess placeringar i USA. I den rådande skattesituationen föreligger inte samma behov av riskskydd men strukturen lever kvar.

Investeringar i onoterade aktier kräver omfattande resurser som överstiger Första AP-fondens interna kapacitet. Mot bakgrund av detta har fonden sedan programuppdateringen 2013 ingått ett partnerskap med Hamilton Lane. Detta ger Första AP-fonden tillgång till en robust investerings- och förvaltningsorganisation inom onoterade aktier, samtidigt som beslutsmandatet bibehålls. Partnerskapet tillåter fonden att genomföra fondutfästelser i onoterade aktier i önskvärd skala och frekvens. Vidare bedöms partnerskapet bidra till en kostnadseffektiv organisatorisk robusthet som minimerar anseenderisken som skulle kunna uppstå till följd av otillräckliga förvaltningsresurser. Första AP-fonden anser anseenderisker vara särskilt önskvärt att undvika, särskilt givet dess statliga kontext och ägande.

Hamilton Lane är framför allt involverade i de senare delarna i investeringsprocessen för onoterade tillgångar, bland annat vad gäller operationella formella genomlysningar (eng: operational due diligence). Då en felaktigt utförd operationell formell genomlysning kan leda till en omfattande riskexponering anser Första AP-fonden att det är särskilt viktigt att denna genomförs av en robust organisation med stor kompetens och branschfarenhet, bland annat inom juridik och skattefrågor.

I investeringsprocessens tidigare stadie arbetar Första AP-fonden och Hamilton Lane parallellt med att identifiera potentiella investeringar. Givet storleken på Hamilton Lanes organisation har aktören kapacitet att göra ett mer omfattande identifieringsarbete. Däremot anser Första AP-fonden att det är centralt att också bedriva detta arbete internt för att bygga relationer till fondförvaltare och säkerställa en egen förmåga att utvärdera deras kvalité. Hamilton Lanes insamlade data på marknaden och dess investeringsmöjligheter sparas i en omfattande databas som Första AP-fonden har möjlighet att dra nytta av i arbetet med att identifiera investeringsmöjligheter. Första AP-fonden noterar även att det finns ytterligare potential att hämta från denna databas, men att det saknas resurser för att göra detta. Intressanta investeringsmöjligheter sammanställs i en kort lista (eng: short list) som parterna går igenom gemensamt varannan vecka.

En central aspekt av partnerskapet är att Första AP-fonden bibehåller beslutsfattanderätten för investeringsstrategi och portföljens uppbyggnad. Första AP-fonden genomför även kommersiella formella genomlysningar (eng: commercial due diligence) internt. Till följd av detta kan Första AP-fonden bilda sig en egen uppfattning om investeringens attraktivitet och säkerställa att dess intressen bevakas relativt deras investeringsstrategi och mål. Vidare betalas inte en prestationsbaserad ersättning (eng: carry) till Hamilton Lane, vilket minimerar dess incitament för att påverka Första AP-fondens beslut i en viss riktning i händelse av olika investeringssyner. Det bör dock noteras att Hamilton Lane och Första AP-fondens har haft överensstämmande investeringsövertygelser som endast har avvikit i begränsad omfattning, till exempel avseende omfattningen av en viss risk.

Ytterligare en central aspekt av ansvarsfördelningen mellan Första AP-fonden och Hamilton Lane är att Första AP-fonden konsekvent äger relationen till samtliga fondförvaltare. Detta bedöms vara av särskild vikt då eftertraktade fondförvaltare har ett begränsat investeringsutrymme och branschen i stor utsträckning bygger på relationer och tillit mellan parter. Första AP-fonden anses även vara en attraktiv investerare på marknaden som har förmågan att fatta snabba investeringsbeslut. Genom att

bygga direkta relationer till fondförvaltare skapas därmed goda förutsättningar för att ges investeringsutrymme i fonder. Första AP-fondens direkta relation till förvaltare understryks vidare av att AP-fonden utfäster kapital separat från Hamilton Lane. Detta innebär att Första AP-fonden inte behöver konkurrera med andra kunder till Hamilton Lane om investeringsmöjligheten. En separat utfästelse möjliggör även representation i fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Agreement Committee, förkortat LPAC), vilket möjliggör en aktiv ägarstyrning och uppföljning av innehaven.

### *Sidoinvesteringar*

Första AP-fonden har genomfört sidoinvesteringar (eng: co-investments) via sidoinvesteringsfonder samt separata konton med Hamilton Lane, där beslut fattas om en investeringsram som ska fyllas inom ett visst antal år. AP-fonden menar att det krävs olika kompetenser för att utvärdera en sidoinvestering och utvärdera en fondförvaltare. Båda uppgifterna kräver omfattande utvärderingsarbete via formella genomlysningar (eng: due diligence). Sidoinvesteringar medför däremot ytterligare krav på diversifieringsanalyser, i syfte att bygga upp en diversifierad sidoinvesteringsportfölj.

Givet utmaningarna som tillkommer från utvärderingsarbetet har Första AP-fonden valt att tilldela ansvaret för de formella genomlysningarna (eng: due diligence), inklusive den kommersiella formella genomlysningen (eng: commercial due diligence), till Hamilton Lane. Första AP-fonden agerar därför endast som plattform för att identifiera (eng: source) sidoinvesteringar (eng: co-investments). Första AP-fonden har däremot möjlighet att sätta riktlinjer för vad de önskar investera i eller avstå exponering mot. Första AP-fonden kan även påverka vilka sidoinvesteringsmöjligheter som presenteras för dem via dess relationer till fondförvaltare.

Sedan 2013 har Första AP-fonden genomfört totalt 25 sidoinvesteringar, samtliga tillsammans med Hamilton Lane. Initialt genomförde AP-fonden sidoinvesteringar i mindre skala i syfte att testa och utvärdera dess framgång. Efter att investeringsformen visade sig framgångsrik har Första AP-fonden, i takt med att Hamilton Lane har fortsatt investera i sin organisatoriska kompetens och byggt en stark resultathistorik, utökat användandet av dem. Samtidigt bibehåller Första AP-fonden en återhållsam inställning till sidoinvesteringar. AP-fonden är medveten om att det inte nödvändigtvis är de bästa investeringarna som presenteras samt att investeringar i denna investeringsform kan kräva omfattande tid och resurser om innehavet skulle visa på en negativ utveckling.



## 8. Andra AP-fonden

Följande kapitel ger en övergripande beskrivning av Andra AP-fondens investeringar i illikvida tillgångar, inklusive portföljutvecklingen 2018–2025, fondens syn på tillgångsslaget, dess förhållningssätt till samägande samt den interna organisationen (avsnitt 8.1). Därefter presenteras fondens investeringsformer inom tillgångsklasserna gemensamägda riskkapitalföretag, onoterade fastigheter, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier (avsnitt 8.2). En icke-uttömmande sammanfattning presenteras i textrutan nedan.

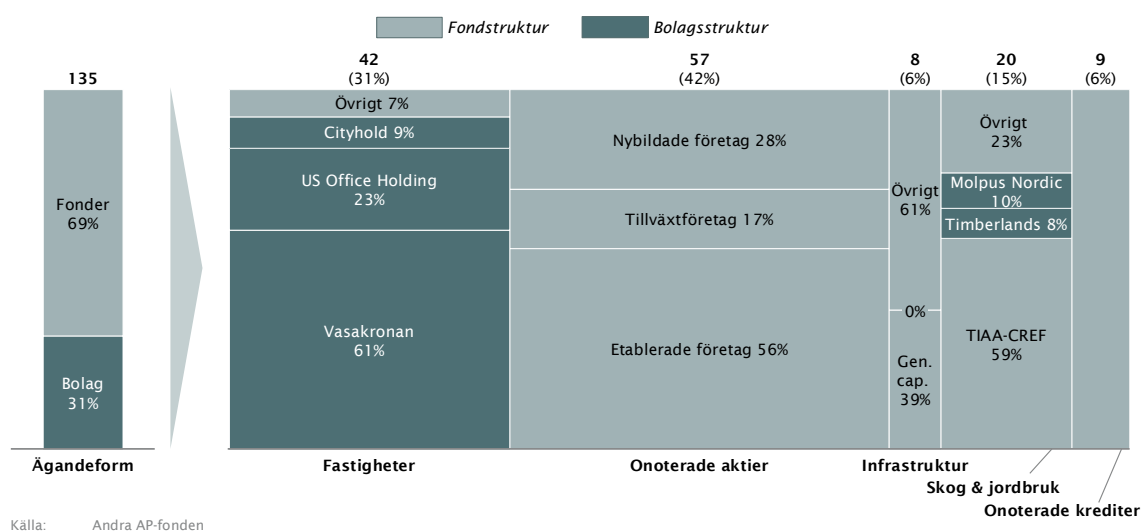
- **Portföljen:** Andra AP-fondens portfölj för illikvida tillgångar omfattas primärt av fondstrukturer. 42 procent av portföljen utgörs av investeringar i onoterade aktier. Mellan 2018 och 2025 har portföljtillväxten primärt drivits av värdestegringar.
- **Nyttjande av bolags- och fondstrukturer:**
  - Bolagsstrukturer används ofta för investeringar i fastigheter samt skog och jordbruk. För internationella investeringar tillämpas vanligen samägda strukturer (eng: joint ventures).
  - Fondstrukturer tillämpas för investeringar i hållbar infrastruktur, där portföljen ska bestå av 80% kärninvesteringar (eng: core) och 20% opportunistiska investeringar (eng: opportunistic). Fondstrukturer nyttjas även för investeringar i onoterade aktier.
- **Samägande:** Samägande parter ger tillgång till en större kapitalbas och en bredare styrelsekompetens. Däremot ställer samägande krav på samsyn och det kan försvaga AP-fondens kreditfördel.
- **Organisation:** Förvaltningsteamet för alternativa tillgångar består av 6 kapitalförvaltare, varav 2 uteslutande arbetar med onoterade aktier och 4 med onoterade fastigheter, skog och jordbruk samt hållbar infrastruktur.
- **Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag:** 4 to 1 Investments grundades för att investera i Northvolt men avsågs kunna nyttjas för andra investeringar. AP-fonden betraktade ägarformen som lämplig och resurseffektiv. Investeringen i Northvolt grundades i formella genomlysningar (eng: due diligence) och involveringen av starka finansiella och industriella aktörer som Goldman Sachs och Volkswagen ansågs värdefullt. AP-fonden är representerade i riskkapitalföretagets styrelse (beslutsfattande organ).
- **Investeringar i fastighetsföretag:** Andra AP-fonden är representerade i ägarråd (om sådant finns), styrelse och valberedning för dess direktägda innehav. AP-fonden värderar att ha likasinnade ägarpartners samt att sitta vid styrelsebordet och har mandat. Även aktieägaravtal anses centralt.
- **Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk:** För investeringar i jordbruk har Andra AP-fonden nyttjat ett samägt bolag där den operativa förvaltningen köps in. Formen anses ge en geografiskt diversifierad exponering på ett resurs- och kostnadseffektivt sätt. Inom infrastruktur har AP-fonden genomfört en sidoinvestering i Stegra. Investeringsbeslutet fattades internt och AP-fonden följer upp innehavet via både fondförvaltaren och en direkt kontakt med det underliggande innehavet. Inom infrastruktur använder AP-fonden onoterade fondstrukturer, vilka möjliggör diversifiering samt kostnadseffektiva saminvesteringar med fondernas större innehav.
- **Investeringar i onoterade aktier:** För identifiering av fondförvaltare nyttjar AP-fonden sitt internationella nätverk. Utvärdering av förvaltare är en lång och omfattande process. Andra AP-fonden följer upp fonderna genom representation i fondens investerarkommittéer (LPACs).

## 8.1 Övergripande för tillgångsslaget

### 8.1.1 Fondens illikvida portfölj och dess utveckling mellan 2018 och 2025

I december 2025 uppgick Andra AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar till 135 miljarder kronor, motsvarande 28 procent av den totala portföljen. Majoriteten av kapitalet (69 procent) ägs via fondstrukturer. Fondens största illikvida tillgångsklass utgörs av onoterade aktier (42 procent av den illikvida portföljen), där huvuddelen av investeringarna sker i etablerade företag (eng: buyout). Fondens näst största illikvida tillgångsklass utgjordes av fastigheter (31 procent av den illikvida portföljen), följt av investeringar i skog och jordbruk (15 procent av den illikvida portföljen). Infrastruktur och onoterade krediter är de två minsta tillgångsklasserna i fondens illikvida portfölj och utgör 6 procent vardera. Figur 55 sammanfattar fondens innehav per tillgångsklass och ägarstruktur.

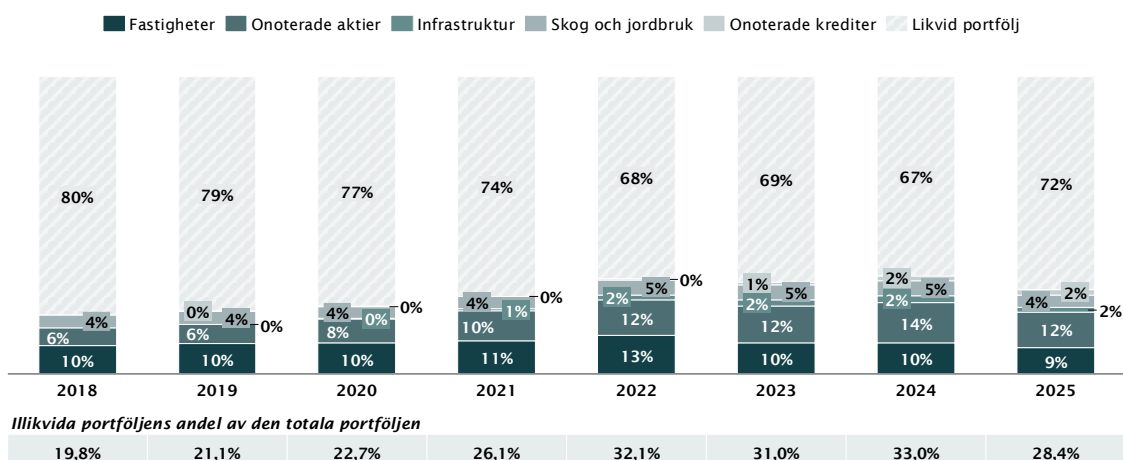
Andra AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK



Figur 55: Andra AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK

Lagförändringarna som genomfördes 2018 och 2019 möjliggjorde en utökad målallokering mot onoterade aktier, onoterade krediter samt hållbar infrastruktur. Andra AP-fonden introducerade även två nya portföljer inom de två sistnämnda tillgångsklasserna under 2020–2021. I december 2025 uppgick hållbar infrastruktur till 1,6 procent av den totala portföljen och onoterade aktier till 12,0 procent. Andelen onoterade aktier har ökat kraftigt sedan 2018, vilket reflekteras i Figur 56 som sammanfattar hur tillgångsklasserna har utvecklats mellan 2018 och 2025.

## Andra AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018-2025

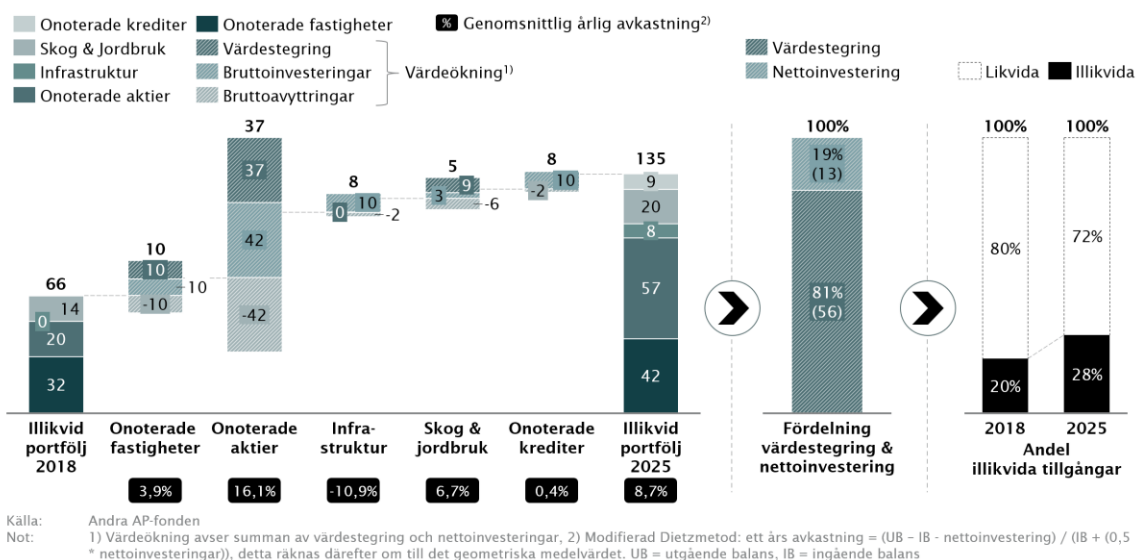


Källa: Andra AP-fonden

Figur 56: Andra AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018-2025

Under samma period har Andra AP-fonden erhållit likviditet genom bland annat avyttringar om 62,3 miljarder kronor och investerat 75,4 miljarder kronor inom dess illikvida portfölj. Detta motsvarar en nettoinvestering på 13,1 miljarder kronor. Samtidigt har befintliga tillgångar ökat i värde med cirka 55,6 miljarder kronor. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit med 68,7 miljarder kronor mellan 2018 och 2025, vilket återges i Figur 57.

## Andra AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK



Figur 57: Andra AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK

## 8.1.2 Fondens syn på onoterade tillgångar

Andra AP-fondens målallokering till onoterade aktier bestäms utifrån från dess Asset Liability Management (ALM)–analys. Målallokering är långsiktig och tillåter kortsiktiga avvikelser. ALM–modellen ger bland annat allokeringarnivåer för fastigheter, jordbruk, hållbar infrastruktur och onoterade aktier.

### *Bolagsstrukturer*

Bolagsstrukturer återfinns primärt i Andra AP-fondens fastighetsportfölj. Fram till 2008 hade AP-fonden primärt fokuserat på en nationell exponering, vilket visas i dess investeringar i Vasakronan och Norrporten. Efter finanskrisen ökade det strategiska fokuset på stabila tillgångar, vilket föranledde ett utökat fokus på tillgångar med en stabil avkastningsprofil. Givet att den noterade marknaden inte ansågs uppfylla detta och att lagen vid denna tidpunkt inte begränsade fastighetsinnehav fattade fonden beslut om att öka exponeringen mot internationella fastigheter. Även skog och jordbruk, som klassades som fastighetsinnehav enligt jordabalken, inkluderas med denna anledning<sup>38</sup>. För dessa investeringar har Andra AP-fonden genomfört direktinvesteringar genom antingen plattformar eller samägda strukturer (eng: joint ventures) och har inte varit intresserade av att ingå i fondstrukturer.

För internationella fastighetsinvesteringar, bland annat i USA, har Andra AP-fonden tillämpat samägda strukturer (eng: joint ventures) som investeringsform. Givet organisatoriska begränsningar behöver dock en annan institutionell investerare vara huvudinvesterare (eng: lead investor).

### *Fondstrukturer*

Andra AP-fonden tillämpar fondstrukturer för investeringar i tillgångsklasserna hållbar infrastruktur samt onoterade aktier, vika redogörs för nedan.

**Hållbar infrastruktur:** Hållbar infrastruktur bedöms vara en växande tillgångsklass givet det globala samhällsbehovet av ny energi samt utökade riktlinjer och regleringar inom hållbarhet. Mot bakgrund av detta, och de utökade placeringsreglerna, introducerade Andra AP-fondens sin portfölj för hållbar infrastruktur år 2021. Enligt Andra AP-fondens investeringsstrategi ska hållbar infrastruktur bidra till övergången till netto noll utsläpp av växthusgaser (eng: net zero). Tillgångsklassen ämnar även skapa additionalitet<sup>39</sup> och materialitet<sup>40</sup>. Andra AP-fonden investerar i regel inte i omvandlingsprojekt (eng: brownfield), vilket innefattar existerande hållbar infrastruktur, utan fokuserar på nyinvesteringar (eng: greenfield), där det underliggande innehavet utvecklar en ny hållbar energi. Däremot bör underliggande projekt, i största möjliga mån, vara kontrakterade innan byggstart för att minska risken. Tillgångsklassen avkastningsförväntan, som påverkar utformningen av infrastrukturportföljen, är 1 procentenhet över aktieindex. Sedan ett år tillbaka är det globala aktieindexet MSCI ACWI. Andra AP-fondens beslutade strategi är att 80 procent av investeringarna ska genomföras i kärninvesteringar (eng: core), grundade i känd teknik, medan 20 procent ska allokteras till opportunistiska investeringar (eng: opportunistic) med mer högavkastande och riskfyllda investeringar.

---

<sup>38</sup> I några fall har Andra AP-fonden gjort investeringar i skog och jordbruk genom fonder.

<sup>39</sup> Additionalitet innebär att investeringen leder till verkliga och mätbart positiva miljöeffekter.

<sup>40</sup> Materialitet innebär att de hållbarhetsrelaterade effekterna är betydande och relevanta för investeringens finansiella värde.

Investeringar i fondstrukturer har utgjort Andra AP-fondens primära investeringsform inom hållbar infrastruktur, inte minst för dess innehav i USA. Det noteras även att det finns ett relativt brett utbud av fonder inom denna investeringskategori. Som komplement till detta har Andra AP-fonden tillämpat andra investeringsformer. 4 to 1 Investments investeringar i Norhvolt tillhör Andra AP-fondens portfölj för hållbar infrastruktur. Även Stegra, som genomfördes som en sidoinvestering, faller inom denna kategori.

**Onoterade aktier:** I samband med att lagen tillät en högre andel onoterade tillgångar ökade målallokeringen mot riskkapital från 5 till 10 procent. Målvikten har emellertid en långsiktig inriktning och medför därmed inget krav på en omedelbar ökning av allokeringen. I stället har AP-fonden utökat sin portfölj över tid när tillräckligt attraktiva investeringsförslag har presenterats. Via dess fondförvaltare genomförs omkring 15 fondinvesteringar om året. Andra AP-fonden beaktar årgångar (eng: vintage) och eftersträvar en jämn investeringstakt, förutsatt att det bedöms finnas attraktiva investeringsmöjligheter.

Totalt har Andra AP-fonden relationer med omkring 45 fondförvaltare, varav 30 klassas som kärnrelationer. Andra AP-fonden fokuserar på att välja professionella fondförvaltare med en attraktiv strategi, där hållbarhet är en viktig komponent. Vidare eftersträvas en diversifiering utifrån geografi och stil i den mån attraktiva investeringsalternativ är tillgängliga. Samtliga fondförvaltare, både nya och befintliga, utvärderas. För att utvärdera och upprätta relationen med fondförvaltare träffar Andra AP-fonden samtliga kärnfondförvaltare två gånger om året och resterande fondförvaltare en gång om året, utöver de kvartalsvisa genomgångarna. För att bygga en relation till fondförvaltare behöver fonden allokera en tillräcklig mängd resurser för detta och stämma av budskapet över tid. Utvärdering av fondförvaltare sker löpande och i enskilda fall över en eller flera fondlivscyklar.

### 8.1.3 Samägande

Inom tillgångsklasserna fastigheter, jordbruk och hållbar infrastruktur har Andra AP-fonden valt en strategi att saminvestera med aktörer som redan har en etablerad och stark organisation för dessa tillgångsslag. Samägandeformer anses bidra med förstärkt kapacitet och investeringskompetens, utan att medföra fondförvaltningsavgifter eller betydande kompromisser avseende transparens och inflytande. Andra AP-fonden bedömer att det inte hade varit möjligt att själva bygga upp de omfattande resurser som hade erfordrats för att vara huvudinvesterare (eng: lead investor) i större innehav. Vidare bedömer Andra AP-fonden att deras expertis primärt finns i den nordiska marknaden. Mot bakgrund av detta lämpas större internationella investeringar för samägande med externa parter.

Andra AP-fonden betonar särskilt vikten av att välja en investeringspartner som delar liknande värdering och investeringsfilosofier. Däremot noterar Andra AP-fonden att samarbeten kan utvecklas i oväntade riktningar. För att hantera detta upprättas ett omfattande aktieägaravtal som är anpassat till respektive investering. Avtalen reglerar bland annat hur beslut fattas samt hur en eventuell avyttring ska ske. Vid större direktinvesteringar tas externa juridiska resurser in för utformningen av dessa avtal. För andra investeringar upprättas avtalet med fondens interna juristorganisation.

### 8.1.4 Organisationen för illikvida investeringar

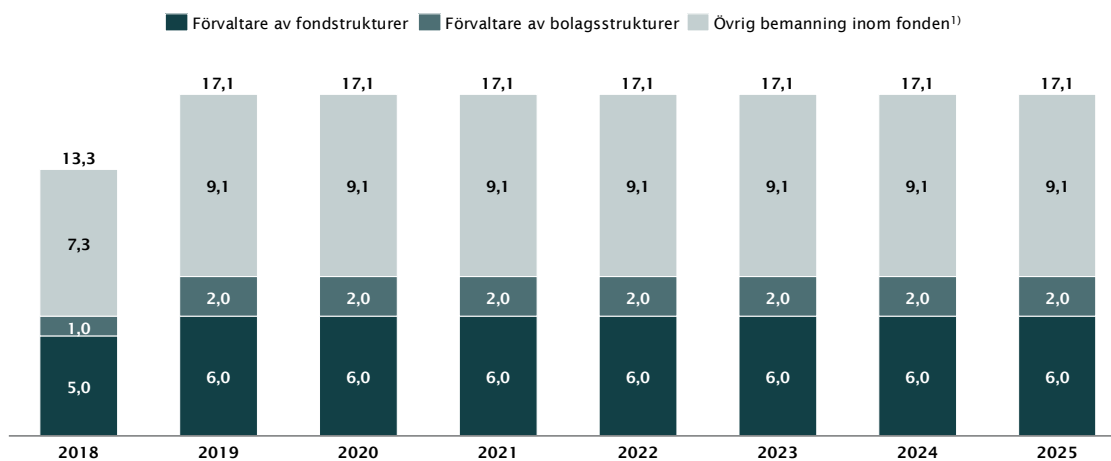
Andra AP-fonden introducerade en ny investeringsprocess för onoterade tillgångar år 2020. Den tidigare investeringsprocessen kan förenklat sammanfattas som att portföljförvaltaren presenterade en investeringsmöjlighet till fondledningen som därefter togs vidare till styrelsen för det slutliga

investeringsbeslutet. Processen medförde att investeringsbesluten upptog en betydande del av styrelsemötenas tid, trots att frågorna i många fall var av operativ natur och därmed mer lämpliga att hanteras inom verksamheten. I kombination med utökade målallokeringar inom illikvida tillgångar, vilka förväntades driva på antalet investeringsbeslut, ansågs det lämpligt att förflytta beslutsmandatet till organisationen. Mot denna bakgrund beslutade fonden att investeringar skulle tas upp i Investeringskommittén för godkännande och därefter rapporteras till fondledningen och styrelsen.

Andra AP-fonden har även haft ett samarbete med fond-i-fond-förvaltaren Pathway. Sedan 2008 har dock inga nya åtaganden gjorts med Pathway, då det inte bedömdes finnas behov av en extra nivå av avgifter för att upprätthålla en portfölj av hög kvalitet. Samarbetet ansågs däremot vara värdefullt och har bidragit med både kunskap och relationer som AP-fonden har kvar idag. Andra AP-fondens strategi var att initialt investera med Pathway för att därefter göra egna direktinvesteringar i internationella riskkapitalfonder. Idag internaliserar AP-fonden ansvaret för investeringsprocessens samtliga faser och arbetsuppgifter.

Andra AP-fondens investeringsprocess sköts av teamet för alternativa investeringar, vilket består av 7 kapitalförvaltare. Av dessa arbetar två med onoterade aktier, tre med reala tillgångar (fastigheter, hållbar infrastruktur och jord- och skogsfastigheter) och en med onoterade krediter. Teamet har även en person med ett övergripande ansvar för onoterade tillgångar. I samband med lagförändringen 2019 utökades teamet med två personer, en med ansvar för reala tillgångar och en med ansvar för onoterade akter. Detta återges i Figur 58, som sammanfattar hur Andra AP-fondens organisation inom illikvida tillgångar har utvecklats mellan 2018 och 2025.

#### Antal heltidsanställda på Andra AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025



Källa: Andra AP-fonden  
 Not: 1) Övrig bemanning inom fonden är Andra AP-fondens estimering av antal heltidsanställda som allokeras till illikvida tillgångar.

Figur 58: Antal heltidsanställda på Andra AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025

Andra interna funktioner, såsom ekonomi, risk, compliance, hållbarhet och juridik, stöttar även förvaltningsteamet i vissa uppgifter. Dessa funktioner är till exempel involverade i utvärdering av investeringsmöjligheter, såsom vid upprättande av operationella formella genomlysningar (eng: operational due diligence). Trots att dessa funktioner genomgående har bistått förvaltningsteamet

fördjupades deras involvering i samband med det utökade organisationsmandatet år 2020, vilket avlastade kapitalförvaltningen. För investeringar i onoterade aktier via fondbolag genomför Andra AP-fonden samtliga steg av investeringsprocessen internt. Vid direktinvesteringar i reala tillgångar kan även externa resurser tas in för den operationella formella genomlysningen (eng: operational due diligence).

För att använda resurser effektivt eftersträvar kapitalförvaltningsorganisationen att sålla ut investeringsmöjligheter tidigt i processen. En stor del av investeringarna kan till exempel sållas ut baserat på storlek eller hur väl de passar in i Andra AP-fondens strategi och portfölj. Andra AP-fonden anser att det, oavsett antal anställda, kommer att föreligga ett behov av effektiv resursanvändning och prioritering för att komma fram till relevanta investeringsbeslut. En central del av uppdraget består av att välja bort investeringar och skapa ett tydligt verksamhetsfokus, vilket fonden ämnar göra med dess initiala sållning.

## 8.2 Formerna för investeringar

### 8.2.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

Inför upprättandet av 4 to 1 Investments hade Andra AP-fonden följt Northvolt länge och betraktade detta som en intressant investeringsmöjlighet, bland annat utifrån ett affärs-, miljö- och diversifieringsperspektiv. De övriga ägarna i Northvolt bidrog positivt till utvärderingen av investeringsattraktiviteten. Andra AP-fonden bedömde att Northvolt var en för stor och viktig investering för att strategiska ägare, såsom Volkswagen, skulle låta det misslyckas. Det ansågs särskilt värdefullt att ha Goldman Sachs som huvudinvestorare (eng: lead investor) i Northvolt. Goldman Sachs drev processen för den formella genomlysningen (eng: due diligence) och gav ett andra utlåtande på värderingen som Morgan Stanley hade tagit fram. Resterande investerar, däribland 4 to 1 Investment, kunde ta del av och förlita sig på dessa utvärderingar.

Beslut om att genomföra en intern utvärdering av innehavet, med det framtagna materialet som grund, fattades initialt i Andra AP-fondens investeringskommitté. Andra AP-fonden såg Northvolt som en intressant möjlighet med omfattande kontrakterad försäljning. Samtidigt klassificerades det som ett relativt riskfyllt projekt och diskuterades därför ingående mellan ansvarig för onoterade tillgångar samt ansvarig för reala tillgångar. Innehavet placerats i den 20-procentiga delen av portföljen för hållbar infrastruktur som är avsedd för opportunistiska investeringar.

För att möjliggöra investeringen satte AP-fonderna upp det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments, vilket ansågs vara en resurseffektiv och genomtänkt ägandeform. En fondstruktur hade varit en möjlig alternativ investeringsform. Däremot ansågs det som olämpligt att addera ytterligare ett lager av avgifter, givet att AP-fonden fått tillgång till information om innehavet från Goldman Sachs. Andra AP-fonden ansåg sig även besitta en hög nivå av intern kompetens och erfarenhet inom tillgångsslaget. AP-fondens bedömning stärktes även av samarbetet med övriga AP-fonder och dess kollektivt höga kompetens.

I samband med riskkapitalföretagets bildande tog styrelsen i 4 to 1 Investments beslut om att genomföra en intern formell genomlysning (eng: due diligence) av Northvolt. För att genomföra utvärderingen anlätades en advokatbyrå som arbetade parallellt med AP-fondernas jurister. Andra AP-fonden hade även nära kontakt med Northvolt och dess ledning, både under utvärderingsfasen samt under förvaltningsperioden. Det noteras att formen för investeringen, med en omfattande analys och

organisatorisk kompetens som grund för investeringsbeslutet, inte hade en påverkan på investeringens utfall.

Riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments grundades för att investera i Northvolt men avsågs kunna nyttjas för framtida gemensamma investeringar. Vid bildandet förde AP-fondernas jurister även diskussioner om att använda plattformen för saminvesteringar mellan två eller tre AP-fonder och förbehöll möjligheten att anpassa avtalen om en sådan situation skulle uppstå. Formen för investeringen, bestående av ett kommanditbolag med ett aktiebolag som komplementär, valdes bland annat då det ansågs vara möjligt att anpassa ägarstrukturer vid behov.

Trots att möjligheter har presenterats har 4 to 1 Investments inte gjort investeringar i andra tillgångar än Northvolt. Enligt Andra AP-fonden kan detta hänföras till ett begränsat utbud av möjliga investeringar samt olika syner fonderna emellan. Den bemanning som förelåg i det gemensamägda riskkapitalföretaget var en initial resursallokering som ansågs lämplig för investeringen i Northvolt. Hade ytterligare investeringar adderats till 4 to 1 Investments portfölj hade bemanningen sannolikt utökats i takt med detta.

Andra AP-fonden belyser att den juridiska formen som tillämpades var i enlighet med lagens bestämmelser och har varit möjlig att sätta upp sedan 2001. Däremot var intresset för ägarformen begränsat fram till utökandet av placeringsreglerna för illikvida tillgångar som infördes i januari 2019. Andra AP-fonden ansåg att investeringar i illikvida tillgångar ofta medför betydande kostnader och att en utökad allokering mot 40 procent därför behövde nyttja alternativa investeringsformer i tillägg till fondstrukturer. Investeringsformen som användes för investeringen i Northvolt benämndes specifikt i samband med lagförändringen. Dock betonas att Andra AP-fonden fattade beslut om investeringen och dess investeringsform självständigt, utan påverkan från diskussionerna eller formuleringar i förarbeten.

Att fortsatt våga ta risker i investeringar anses centralt. Däremot ser Andra AP-fonden att en motsvarande grad av investeringskomplexitet kräver en mer omfattande informationsdelning och grad av transparens från både bolag och styrelse. Samtidigt noteras att 4 to 1 Investments hade begränsade förutsättningar att uppnå detta givet att de var en relativt liten ägare i Northvolt som inte var representerade i styrelsen. Andra AP-fonden hade även en hög tillit till Northvolts styrelse, givet dess kompetenta ledamöter och ägare. Ägarskap av industriella aktörer bedömdes initialt som en styrka, då ägarna både kunde tillföra kapital och kompetens. I slutändan visade sig detta däremot utgöra en potentiell svaghet, då utmaningar i ägarnas egna verksamheter hindrade förmågan att tillskjuta kapital till Northvolt.

Ny teknik och marknader ökar i regel risken för investeringar. Andra AP-fonden bedömer att den potentiellt mest framträdande risken med Northvolt sannolikt var av industriell art, då batteritillverkning är en komplex processindustri. I kombination med en hastigt förändrad marknadsutveckling, bland annat drivet av ändrade regleringar, mötte investeringen betydande utmaningarna. För dessa typer av investeringar och marknader betonas vikten av att etablera sig i kärnmarknaden innan en global expansion initieras. För en institutionell ägare är det även viktigt att reagera snabbt och ifrågasätta dessa typer av strategiska beslut. Detta har Andra AP-fonden tagit med sig i uppföljningen av Stegra.

I samband med att investeringen stötte på växande utmaningar krävdes en mer omfattande ägarstyrning av 4 to 1 Investments och Andra AP-fonden. Däremot bedömdes den utökade



arbetsbördan som hanterbar. Andra AP-fonden hade inte gjort investeringar i onoterade tillgångar om de inte ansåg att deras organisation hade resurser och förmågan att hantera dessa investeringar. Givet att onoterade tillgångar medför risker finns även en organisatorisk förståelse och beredskap för att de, i vissa perioder, kan kräva en mer omfattande mängd resurser. Däremot skulle det inte vara möjligt eller försvarbart att permanent dimensionera organisationen utifrån potentiella krissituationer.

## 8.2.2 Investeringar i fastighetsföretag

### *Vasakronan*

Andra AP-fonden äger 25 procent av Vasakronan Holding AB som i sin tur äger samtliga aktier i Vasakronan AB, vilket är ett av fondens mest högavkastande innehav. Formen för investeringen och samägandet med Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna skapar förutsättningar för ett långsiktigt ägande av innehavet. Förutsatt att Andra AP-fonden fortsatt önskar äga Vasakronan kommer deras övriga fastighetsportfölj optimeras utifrån detta innehav.

Vd:arna från respektive fond sitter i styrelsen för holdingbolaget och behandlar ägarfrågor till innehavet. Syftet med strukturen är att ge Vasakronan samma ägarstandard som ett motsvarande börsnoterat bolag. Ägarna upprättar ett gemensamt ägardirektiv som behandlar företagets övergripande strategi och riktning framåt. Andra AP-fonden bedömer att det finns en utbredd samstämmighet mellan ägarna. I Vasakronans styrelse sitter vd:n för respektive AP-fond samt fyra externa ledamöter, vilka bedömer styrelsearbetet som välfungerande. Det effektiva styrelsearbetet kan delvis hänföras till att ägarfrågor lämnas därhän vid styrelsebordet och att fokus i stället riktas mot bolagets strategiska styrning.

AP-fonderna diskuterar regelbundet sin syn på investeringen och huruvida de är nöjda med innehavet. Dessa diskussioner motiveras bland annat av att Vasakronan utgör en relativt stor del av respektive AP-fonds portfölj. Det anses föreligga legal möjlighet för respektive AP-fond att gå ur investeringen om så önskas. Däremot menar Andra AP-fonden att fonderna troligtvis skulle göra en eventuell avyttring gemensamt. AP-fonderna bedöms även ha en kultur av kommunikation och samarbete, varför en eventuell avyttring skulle föranledas av att resterande ägare har möjlighet att agera. Andra AP-fonden ser det som positivt att ha likasinnade investerare i innehavet samt att ägarna sitter vid styrelsebordet och har mandat.

### *Cityhold*

Andra AP-fonden investerade i Cityhold för att bredda den geografiska exponeringen mot kontorsfastigheter i eftertraktade lägen. Vid utvärdering av potentiella investeringsformer ansågs en fondstruktur som mindre attraktivt ur ett kostnadsperspektiv. Andra AP-fondens strategi var även att äga innehavet långsiktigt, vilket fondstrukturer ofta saknar förutsättningar för. Både Andra och Första AP-fonden var intresserade av att diversifiera portföljen internationellt och deras ansatser för fastighetsinvesteringar var relativt lika. Mot bakgrund av detta gick de ihop och bildade bolaget Cityhold AB. AP-fonderna önskade inte bemanna sig för att bedriva förvaltningen internt och anlidade därför en extern förvaltare. Efter en utvärdering av flertalet förvaltare valdes Catella ut och fick ansvar för att anställa en förvaltningsorganisation för Cityhold.

För att utöka det tillgängliga kapitalet utvärderade Första och Andra AP-fonderna möjligheten att ta in ytterligare en ägare under 2015. I samband med detta presenterades Nuveen som en möjlig

samarbetspartner som dessutom kunde ansvara för förvaltningen. Nuveen ägdes av TIAA CREF som hade en stor faatighetsportfölj i Paris, vilket ansågs bidra till en portföljdiversifiering. Efter en omfattande formell genomlysning (eng: due diligence) slogs TIAA CREF:s fastighetsportfölj ihop med Cityhold. TIAA CREF tilldelades en ägarandel på 50 procent och Nuveen fick rollen som förvaltare.

Andra AP-fonden ser positivt på den valda investeringsformen, bland annat till följd av dess låga avgiftsnivåer. Till skillnad från en traditionell fondstruktur har samtliga ägare investerat kapital i denna investeringsform, vilket skapar ett gemensamt incitament att bidra till dess värdeutveckling. Samtidigt noteras att samägande kan medföra vissa utmaningar. För att effektivt hantera samägandet och bevaka sina intressen har ägarna till Cityhold upprättat ett aktieägaravtal. Andra AP-fonden betonar vikten av att upprätta ett omfattande aktieägaravtal som är anpassat till den specifika investeringsituationen. Det bedöms dock vara av ännu större vikt att ingå en investering med likasinnade aktörer som delar samma utgångspunkt och värderingar.

Uppföljning av innehavet sker bland annat vid styrelsemöten, som hålls minst fyra gånger per år, där kvartalsrapporter och årsredovisningar går igenom. Vidare har ägarna aktieägarmöten en gång i månaden. Nuveen anses ha en robust och kompetent organisation med en hög grad av transparens. Förutom rapportering av förutbestämda material skapar Nuveen ytterligare uppföljningsmaterial per Andra AP-fondens förfrågan.

### 8.2.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

#### *TIAA CREF*

Andra AP-fonden investerade i jordbruk genom en samägandeform där TIAA CREF agerade huvudinvestor (eng: lead investor). Avsikten var att skapa en kostnadseffektiv struktur som använde förvaltningsorganisationen som TIAA CREF redan hade byggt upp för sina egna investeringar inom tillgångsslaget, samtidigt som likasinnade investorer kunde bjudas in. Fram till TIAA:s förvärv av Nuveen 2014 var förvaltningsorganisationen integrerad i TIAA. I samband med förvärvet överfördes kapitalförvaltningen till Nuveen.

Andra AP-fonden anser att den valda investeringsformen funktionellt kan betraktas som en hybridstruktur mellan en fondinvestering och en bolagsinvestering. En traditionell fondstruktur skulle ha medfört högre kostnader, vilket inte ansågs försvarbart givet tillgångsslagets relativt låga avkastningsprofil. Ett ensamt ägande av bolagsformen bedömdes inte heller som ändamålsenligt, då branschen ansågs kräva en hög grad av specialistkompetens och manuell handpåläggning. Andra AP-fonden ansåg sig själva sakna förutsättningar att tillhandahålla detta.

Syftet med investeringen var att bygga upp en väldiversifierad portfölj av jordbruksinvesteringar, vilka hade en specifik roll i AP-fondens strategiska portfölj. I investeringsprocessens urvalsfas utvärderade AP-fonden olika investeringsformer och hade möten med ett flertal fondförvaltare. Ett centralt utvärderingskriterium var en god geografisk spridning i de underliggande tillgångarna, vilket TIAA CREF:s jordbrukstillgångar bedömdes uppfylla. AP-fonden beslutade att göra en formell genomlysning (eng: due diligence) av investeringsmöjligheten med TIAA CREF, vilket bland annat inkluderade ett flertal möten med aktören. Andra AP-fonden bedömde att det förelåg likheter i fondaktörernas arbetssätt och värderingar, vilket underbyggde investeringsbeslutet.

Vid bildandet av samarbetsformen upprättades ett detaljerat aktieägaravtal i syfte att bevaka ägarnas intressen. I avtalet regleras bland avyttringar och övergångsår (eng: gate year), vilka sker vart sjunde år och innebär bland annat att strukturens fortlevnad ses över. Ett beslut om att avveckla strukturen kräver majoritetsbeslut av ägarna. Därtill finns alltid en möjlighet att sälja aktier ifall en av ägarna skulle vilja avveckla innehavet. Ägarna har separata ägarmöten där dessa typer av frågor behandlas.

### *Stegra*

Andra AP-fonden gjorde en sidoinvestering (eng: co-investment) i Stegra med Just Climate, en fondförvaltare som AP-fonden har samarbetat med sedan 2008. Sidoinvesteringen genomfördes med fonden Generation Just Climate 1. Innehavet tillhör portföljen för hållbar infrastruktur och faller inom femtedelen av portföljen som klassificeras som typisk sett har högre risk än övriga investeringar i tillgångsslaget. Vid investeringstillfället skulle Andra AP-fondens innehav i Northvolt och Stegra uppta cirka 15 procent av portföljen och därmed placera sig inom ramen för den 20-procentiga riskfyllda allokeringen. Trots att investeringen bedömdes som riskfylld ansågs tekniken var beprövad och liknande verksamheter hade historiskt visat på framgång.

Inför investeringsbeslutet gavs Andra AP-fonden tillgång till Just Climates portal av data och beslutsunderlag, vilket låg till grund för interna analyser på innehavet. I tillägg till detta har fonden tagit del av Just Climates analyser, inklusive en modell av känslighetsanalyser, vilka beaktas i Andra AP-fondens egna utvärderingar. Andra AP-fonden får rapportering av Just Climate, vars Chef för investeringsverksamheten (eng: Chief Investment Officer, CIO) sitter i styrelsen för Stegra och tar in experter inom stålproduktion för analys av innehavet inför samtliga styrelsemöten. Andra AP-fonden har även en direktkontakt med Stegra.

Investeringen medför en högre risk än övriga investeringar inom tillgångsslaget, vilket reflekteras i att den ligger i den opportunistiska kvoten för hållbar infrastruktur och vid investeringstillfället hade en avkastningsförväntan motsvarande en vinstmultipel om 2,5X. Vidare ställer investeringsformen krav på en högre arbetsinsats inom bland annat formella genomlysningar (eng: due diligence) och uppföljning jämfört med fondinvesteringar. För denna investering bedömer Andra AP-fonden att fördelarna av att ingå i denna investering och investeringsform väger upp för det utökade kravet på arbetsinsatser. Detta kan bland annat hänföras till att denna investering, förutsatt att den lyckas, ger störst koldioxidpåverkan per investerad krona av samtliga innehav i Andra AP-fondens portfölj. Stegra bedöms även ha potential att förändra hela marknaden och därigenom generera en koldioxidpåverkan som sträcker sig förbi produktionen i deras egen fabrik. Utöver detta förväntas investeringen ge en hög avkastning och är beläget i Sverige, där denna investeringstyp och storlek förekommer i begränsad omfattning.

## 8.2.4 Investeringar i onoterade aktier

### *Fondinvesteringar*

Andra AP-fonden har en global portfölj av riskkapitalinvesteringar där strategin utgår från ett intervall för målallokering per region och investeringsstil samt beslutad målvikt för tillgångsslaget. Vid urval av förvaltare är fokus på att identifiera aktörer med hög institutionell kvalitet och en attraktiv strategi där fondens övergripande fokusområde beaktas samt där hållbarhetsperspektivet ingår vid utvärdering och identifiering av investeringsmöjligheter. Andra AP-fonden följer kontinuerligt marknads utveckling och säkerställer god kännedom genom löpande uppdateringar med förvaltare,

aktörer och diverse marknadsanalyser. I arbetet att erhålla access till de mest framgångsrika förvaltarna arbetar AP2 proaktivt genom ett brett internationellt nätverk samt säkerställer en kontinuerlig närvaro i marknaden. En kontinuerlig allokeringstakt säkerställer inte bara access utan även att risken i portföljen kontrolleras.

En fondinvestering kan exempelvis initieras av att Andra AP-fonden identifierar en viss trend i marknaden eller ett intressant segment som de vill exponera sig mot. Detta föranleder en urvalsprocess av potentiella fondförvaltare. För ändamålet har Andra AP-fonden byggt upp ett brett internationellt nätverk av högpresterande fondförvaltare. Inför en investering utvärderas förvaltare utifrån en rad kriterier, såsom operativa processer, investeringsstrategi, historisk avkastning och riskexponering. Ett särskilt centralt kriterium utgörs av fondförvaltarens teamsammansättning och kultur, vilka anses avgörande för en långsiktighet i prestation och samarbete.

Utvärderingsprocessen sträcker sig ofta över en längre period, vilket exemplifieras av Andra AP-fondens investering i fonden Thomas Bravo XIII. Dialogerna mellan Andra AP-fonden och Thomas Bravo inleddes vid 2015 och följdes av ett flertal möten, bedömningar och analyser under 2016 och 2017. Efter tre års utvärdering och relationsbyggande fattade Andra AP-fonden beslut om att genomgå en formell genomlysning av fondförvaltaren. För ändamålet gavs Andra AP-fonden tillgång till datarum och hade ett flertal möten med Thomas Bravo. Kort därefter genomförde teamet för onoterade aktier en full avtalsgenomgång tillsammans med chefsjuristen på Andra AP-fonden, innan ett investeringsbeslut fattades.

Den formella genomlysningen täcker för samtliga fondförvaltare ett antal förutbestämda områden, bland annat exponering mot potentiella risker. Detta kan till exempel handla om hållbarhet, organisationens robusthet och politisk eller regulativ exponering. Andra AP-fondens hållbarhetsstrategi har vuxit fram över tid och är idag mer utvecklad än den var vid investeringstillfället för Thomas Bravo XIII år 2018. På motsvarande sätt har denna fondförvaltare, med vägledning från bland annat Andra AP-fonden samt aktiv ägarstyrning från större institutionella ägare, utvecklat en ambitiös hållbarhetsstrategi över tid. I andra fonder har Andra AP-fonden en mer aktiv ägarstyrning kopplat till hållbarhet, bland annat via representation i rådgivande kommittéer. För en San Francisco-baserad fond har Andra AP-fonden aktivt förespråkade att fonden ska ansluta sig till UN PRI (FN:s principer för ansvarsfulla investeringar).

Andra AP-fonden ser att eftertraktade fondförvaltare kan vara svåra att få investeringsutrymme hos, men bedömer att de har goda förutsättningar att investera önskat kapital. Detta kan bland annat hänföras till Andra AP-fondens goda renommé som institutionell investerare samt dess relationer till fondförvaltare. Även om Andra AP-fonden är måna om att upprätthålla en god relation till fondförvaltare säkerställer AP-fonden att det inte påverkar deras oberoende.

Andra AP-fonden utövar aktiv ägarstyrning av fonderna genom representation i dess investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat LPACs). Tack vare dess långtgående samarbete med fondförvaltaren CVC har Andra AP-fonden, tillsammans med ett antal andra utvalda institutionella investerare, även bjudits in att delta i den fondövergripande kommittén (eng: investor board). Denna styrelserepresentation bedöms ge ytterligare en nivå av transparens och insyn.

## *Sidoinvesteringar*

Andra AP-fonden belyser två former för sidoinvesteringar (eng: co-investments): i) fondförvaltaren sätter upp sidofonder till befintliga fonder och hanterar hela investeringsprocessen, och ii) internalisera investeringsbeslutet och den formella genomlysningen av sidoinvesteringen. En framgångsrik portfölj av sidoinvesteringar anses kräva en viss investeringsvolym och spridning som summerar till en diversifierad portfölj. Andra AP-fonden har valt att inte bygga upp de resurser som skulle krävas för att internalisera investeringsprocessen. Mot bakgrund av detta har Andra AP-fonden valt att investera i sidoinvesteringsfonder, vid sidan av befintliga fonder.

Den valda investeringsformen innebär att fondförvaltare väljer sidoinvesteringar (eng: co-investments) och tillämpar en förutbestämd allokeringsstruktur i enighet med totalallokeringen tillfonden. Andra AP-fonden ser ett flertal fördelar med att tillämpa denna investeringsform. Bland annat möjliggör formen en diversifiering av sidoinvesteringsportföljen, eftersom fondförvaltaren kan ingå flertalet sidoinvesteringar via den upprättade fonden. Formen ger även fondförvaltaren en given investeringskapacitet, vilket tillåter denne att agera snabbt och ge direkta besked vid eventuella transaktioner.

Andra AP-fonden är selektiv i valet av fondförvaltare som de upprättar sidoinvesteringsfonder med. Formen upprättas endast med fondförvaltare där huvudstrategin bedöms som stabil. Ett kriterium för stabilitet är att en hög procent av fondens underliggande tillgångarna levererar över avkastningsmålen, i stället för att ett fåtal innehav väger upp för majoriteten av portföljen. Givet att sidoinvesteringar endast genomfört med fondförvaltare som Andra AP-fonden redan har utvärderat skapas även ytterligare en nivå av säkerhet. Andra AP-fonden genomför endast sidoinvesteringar i etablerade företag (eng: buyout) där det finns förutbestämda värderingskriterier som behöver uppfyllas för att investeringen ska genomföras. Sidoinvesteringar i nybildade företag (eng: ventures) bedöms ha för hög risk och exkluderas därför från investeringsstrategin. Därutöver erbjuds det i princip inte möjligheter att göra sidoinvesteringar (eng: co-investments) inom nybildade företag (eng: ventures).

## 9. Tredje AP-fonden

Följande kapitel ger en övergripande beskrivning av Tredje AP-fondens investeringar i illikvida tillgångar, inklusive portföljutvecklingen 2018–2025, fondens syn på tillgångsslaget, dess förhållningssätt till samägande samt den interna organisationen (avsnitt 9.1). Därefter presenteras fondens investeringsformer inom tillgångsklasserna gemensamägda riskkapitalföretag, onoterade fastigheter, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier (avsnitt 9.2). En icke–uttömmande sammanfattning presenteras i textrutan nedan.

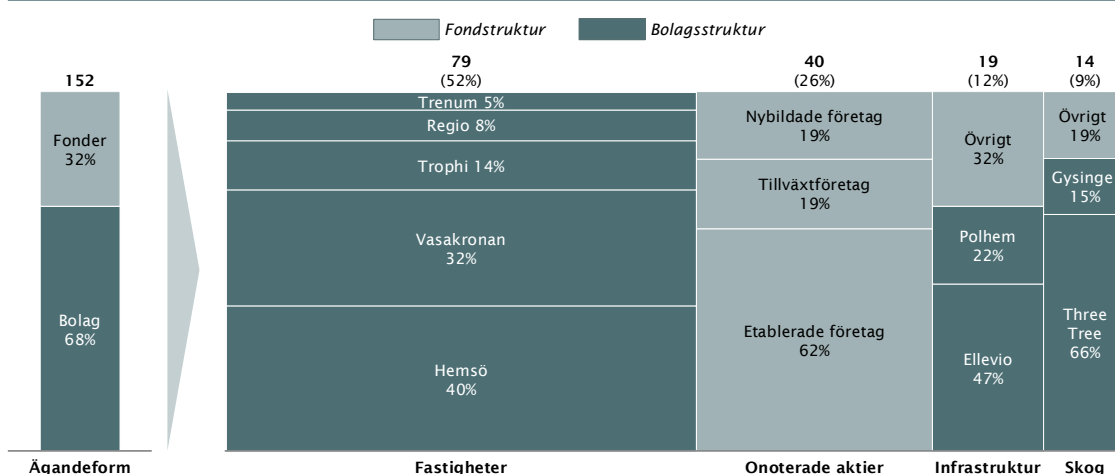
- **Portföljen:** Tredje AP-fondens portfölj för illikvida tillgångar omfattas primärt av bolagsstrukturer. 52 procent av portföljen utgörs av investeringar i fastigheter. Mellan 2018 och 2025 har portföljtillväxten primärt drivits av värdestegringar.
- **Nyttjande av bolags- och fondstrukturer:** Illikvida tillgångar betraktas utifrån ett portföljperspektiv och kategoriseras enligt Core, Semi–core och Non–core.
  - Användande av bolagsstrukturer motiveras av AP-fondens långsiktighet, marknadsrenomé och kreditvärdighet. Formerna nyttjas främst i AP-fondens hemmamarknad
  - Fondstrukturer tillämpas för onoterade aktier samt övriga tillgångsklasser utanför fondens hemmamarknad. Sidoinvesteringar genomförs för onoterade aktier och infrastruktur
- **Samägande:** Samarbetspartners kan bidra med värdefull kompetens, inte minst i investeringar utanför Norden. Tredje AP-fonden betonar vikten av att investera med likasinnade samarbetspartners samt upprätta ett aktieägaravtal.
- **Organisation:** Förvaltningsteamet för alternativa tillgångar består av 7 kapitalförvaltare, varav 4 huvudsakligen arbetar med direktinvesteringar och 3 med fonder.
- **Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag:** Polhem Infra beaktas som en kostnadseffektiv och långsiktig form, vars organisation har byggts upp över tid. Tredje AP-fonden betraktar Polhem Infras organisation som en effektiv plattform att nå den nordiska marknaden. AP-fonden noterar vikten av att rekrytering till Polhem Infra. 4 to 1 Investments grundades för att initialt investera i Northvolt. På Tredje AP-fonden var investeringen ett samarbete mellan teamet för Alternativa investeringar och Noterade aktier. Organisationen för 4 to 1 Investments ansågs väl dimensionerad, givet portföljens storlek och avsaknaden av en kapitalram. AP-fonden har rätt att nominera en styrelseledamot i båda riskkapitalföretagen, samt i investeringskommittén (beredande organ) för Polhem Infra.
- **Investeringar i fastighetsföretag:** Tredje AP-fonden har rätt att nominera en representant i ägarråd (om sådant finns), styrelse och valberedning för dess direktägda innehav. För samägda innehav värderar AP-fonden samstämmighet och ett aktieägaravtal mellan ägande parter. Tredje AP-fonden har inte eviga innehav i dess portfölj.
- **Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk:** För skogsinvesteringar prioriteras bolagsstrukturer. Inom infrastruktur tillämpar AP-fonden bolagsstrukturer, fondliknande strukturer och fondstrukturer. De två sistnämnda formerna nyttjas för större internationella innehav, där vikten av en erfaren förvaltare betonas. AP-fonden nominerar vanligtvis ledamöter till styrelsen för bolagen. För fond- och sidoinvesteringar tilldelas förvaltaren ett diskretionärt mandat.
- **Investeringar i onoterade aktier:** Tredje AP-fonden har upprättat en plattform, vid namn Covalent, med Wafra Inc för sidoinvesteringar i onoterade aktier. Plattformen har ett diskretionärt investeringsmandat.

## 9.1 Övergripande för tillgångsslaget

### 9.1.1 Fondens illikvida portfölj och dess utveckling mellan 2018 och 2025

I december 2025 uppgick Tredje AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar till 152 miljarder kronor, motsvarande 26 procent av den totala portföljen. Majoriteten av kapitalet (68 procent) ägs via bolagsstrukturer. Fondens största illikvida tillgångsklass utgörs av onoterade fastigheter (52 procent av den illikvida portföljen), där Hemsö och Vasakronan är de två största innehaven. Fondens näst största illikvida tillgångsklass utgjordes av onoterade aktier (26 procent av den illikvida portföljen), följt av investeringar i infrastruktur (12 procent av den illikvida portföljen) och skog (9 procent av den illikvida portföljen). Figur 59 sammanfattar fondens innehav per tillgångsklass och ägarstruktur.

Tredje AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK

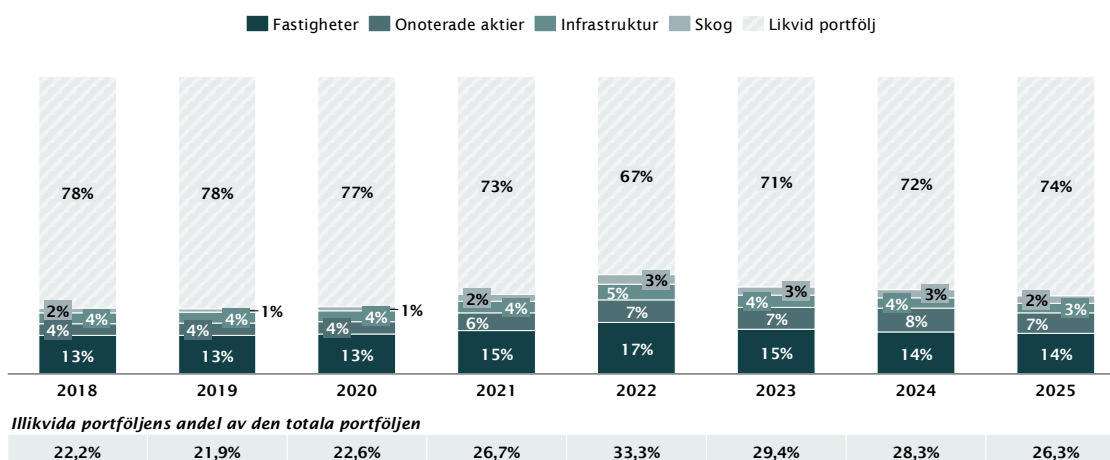


Källa: Tredje AP-fonden  
Not: Försäkringsrisker och ILS:er har exkluderats från analyser av den illikvida portföljen

Figur 59: Tredje AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK

Lagförändringarna som genomfördes 2018 och 2019 möjliggjorde en utökad målallokering mot onoterade aktier (eng: private equity) samt sidoinvesteringar (eng: co-investments). Tredje AP-fonden har därefter upprättat en plattformsstruktur för sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier. Exponeringen mot onoterade aktier har utökats från 3,8 till 6,9 procent mellan 2018 och december 2025. Utvecklingen av den illikvida portföljen och dess tillgångsklasser mellan 2018 och 2025 illustreras i Figur 60.

## Tredje AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018-2025

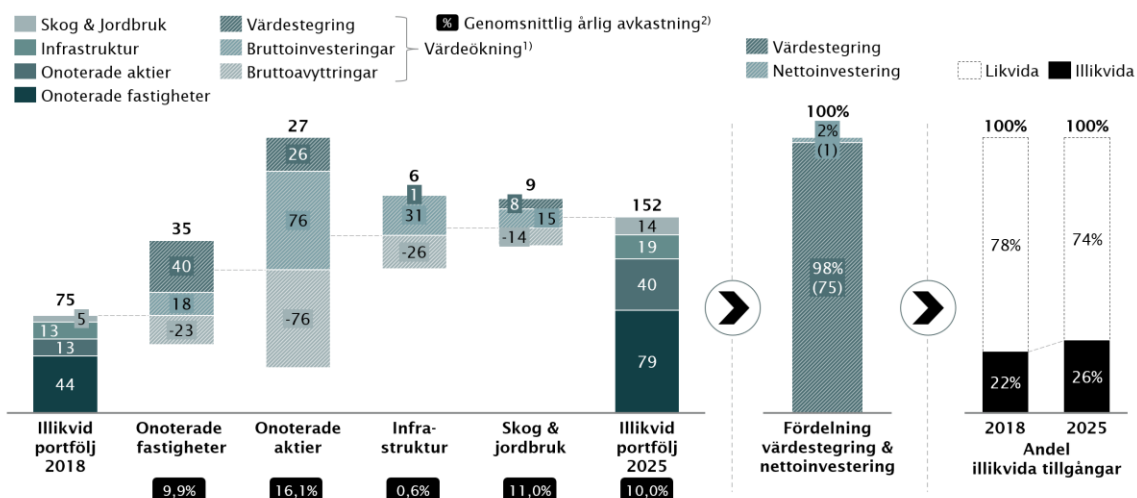


Källa: Tredje AP-fonden  
 Not: Försäkringsrisker och ILS:er har exkluderats från analyser av den illikvida portföljen

Figur 60: Tredje AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018-2025

Under samma period har Tredje AP-fonden avyttrat 138,4 miljarder kronor och investerat 139,8 miljarder kronor inom dess illikvida portfölj, motsvarande en nettoinvestering på cirka 1,4 miljarder kronor. Samtidigt har befintliga tillgångar ökat i värde med cirka 74,8 miljarder kronor. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit med 76,2 miljarder kronor mellan 2018 och 2025, vilket återges i Figur 61.

## Tredje AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK



Källa: Tredje AP-fonden  
 Not: 1) Värdeökning avser summan av värdestegring och nettoinvesteringar. 2) Modifierad Dietzmetod: ett års avkastning =  $(UB - IB - \text{nettoinvestering}) / (IB + (0,5 * \text{nettoinvestering}))$ , detta räknas därefter om till det geometriska medelvärdet. UB = utgående balans, IB = ingående balans

Figur 61: Tredje AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK



## 9.1.2 Synen på onoterade tillgångar

Alternativa investeringar beaktas och analyseras i relation till den totala portföljen. Tredje AP-fonden kategoriserar samtliga tillgångsslag utifrån deras risk- och avkastningsprofil. Baserat på denna kategorisering modelleras portföljer med optimering mot den effektiva fronten. Modelleringen kompletteras med en kvalitativ analys i syfte att ta fram en målportfölj med allokeringsintervall för respektive tillgångsslag. Den kvalitativa analysen beaktar Tredje AP-fondens specifika förutsättningar, kompetens, resursbas och hållbarhetsinriktning. Särskild vikt läggs vid fondens styrkor, såsom dess höga kreditvärdighet som gör att de underliggande innehaven kan upprätthålla fördelaktiga finansieringsvillkor och en effektiv kapitalstruktur. Tredje AP-fondens begränsade kapitalkrav skapar dessutom utrymme att vara en långsiktig och strategisk partner. I kombination med dess starka kapitalbas gör detta Tredje AP-fonden till en attraktiv ägare och medinvesterare.

Den alternativa portföljen har uppnått sina målvikter och befinner sig i en mogen fas. Tyngdpunkten ligger därmed på optimering och balansering av portföljen och dess allokering, snarare än på ytterligare kapitaltillskott. En del av portföljarbetet omfattar utveckling av innehav samt avyttring av investeringar som inte längre anses lämpliga för portföljen. I fondens strategiarbete 2023 fördelades investeringarna över tre olika kategorier: Core, Semi-core och Non-core. Kategorin Core omfattar investeringar som Tredje AP-fonden fortsatt önskar investera i, medan Non-core innehav prövas skarpt och övervägs för avveckling. Semi-core inkluderar innehav med fortsatt utvecklingspotential, men där vissa åtgärder bedöms nödvändiga.

Genom denna kategorisering kan Tredje AP-fonden att utvärdera och jämföra portföljens innehav på ett systematiskt sätt, vilket informerar beslut om vilka investeringar som ska vidareutvecklas respektive avyttras. Kategoriseringen är dynamisk, vilket innebär att investeringar kan förflyttas mellan de olika kategorierna beroende på Tredje AP-fondens aktuella bedömning av risk och avkastningspotential. Processen att ställa om och förflytta investeringar är dock tidskrävande, särskilt för större och långsiktiga innehav. Till exempel skulle en förflyttning av innehav såsom Vasakronan och Hemsö ske över en längre period. Efter 2023 har Tredje AP-fonden fattat ett antal avyttringsbeslut för Non-core investeringar. En avslutad tillgångsklass är försäkringsrisker (ILS). Samtidigt noteras att möjligheterna till snabb avyttring av onoterade tillgångar är begränsade, vilket medför en reducerad flexibilitet i portföljförvaltningen. Genom aktiv ägarstyrning inom till exempel organisationsutveckling, strategi och hållbarhetsstyrning har Tredje AP-fonden även bidragit till att förflytta vissa investeringar mot kategorin Core.

### *Bolagsstrukturer*

Tredje AP-fonden har identifierat tre attribut som motiverar en allokering mot onoterade tillgångar via bolagsstrukturer. Det första attributet är Tredje AP-fondens långsiktighet, som grundas i att den saknar kontraktuella utfästelser och kapitalkrav. Kombinationen av långsiktighet och ett starkt marknadsrenommé ger tillgång till attraktiva, högavkastande investeringsmöjligheter. Fondens höga kreditvärdighet bidrar dessutom till en effektiv kapitalstrukturering och goda möjligheter till belåning, särskilt inom kapitalintensiva tillgångsslag såsom fastigheter.

Till följd av den långa investeringshorisonten i onoterade tillgångar ser Tredje AP-fonden det som naturligt att investeringar förvaltas av olika förvaltare under sin livscykel. Dessa innehav betraktas däremot inte som eviga, utan ger snarare flexibilitet att avyttra investeringar vid den tidpunkt som bedöms mest gynnsam. AP-fondens långsiktighet utgör därmed en strategisk fördel i förvaltningen av

onoterade tillgångar. Detta exemplifieras genom fondens skogsinnehav, där dagens plantering kommer avverkas om 80–90 år. Oavsett vem som äger skogen vid denna tidpunkt arbetar Tredje AP-fonden för att skapa värde över denna tidshorisont. AP-fondens långsiktiga perspektiv skiljer sig från många andra finansiella skogsinvestorer som ofta har ett mer kortsiktigt avkastningsfokus.

Tredje AP-fonden har direktägda former för investeringar i den svenska marknaden, där fonden kan nyttja dess höga marknadskännetecken. Denna ägarmodell betraktas även som kostnadseffektiv och skapar förutsättningar för långsiktigt ägande och aktivt inflytande. Fondstrukturer anses lämpliga för mer komplexa investeringar utanför fondens hemmamarknad. För direktägda innehav nominerar Tredje AP-fonden representanter i styrelser och valberedningar, samt samarbetar med andra ägare i frågor av strategisk betydelse. Fonden betonar vikten av att tydligt särskilja ägarnas ansvar från verksamhetens operativa ansvar.

Tredje AP-fonden styr genom styrelsetillsättning, beslut om kapitalallokering och utdelningspolicy samt teckningsåtaganden. För att stärka styrelsens kompetens och oberoende kan externa ledamöter tillsättas i innehavens styrelser. Vid sammansättningen beaktar fonden faktorer som relevant erfarenhet, en ändamålsenlig styrelsestorlek samt en effektiv beslutsstruktur. Processen för styrelsetillsättningen kan delas in i tre kategorier baserat på innehavens ägarform. Den första kategorin avser ensamägda innehav, där Tredje AP-fonden själv utser samtliga styrelserepresentanter. Den andra kategorin omfattar innehav med flera ägare, där två eller flera parter delar ägandet och styrelsens sammansättning regleras genom aktieägaravtal. Den tredje kategorin är en blandform, där styrelsens tillsättning regleras helt eller delvis, alternativt sker genom en formell valberedning. Tredje AP-fonden utser konsekvent olika personer till styrelse och valberedning.

De direktägda innehaven är relativt stora jämfört med fondens övriga portföljinnehav. Samtidigt menar Tredje AP-fonden att graden av koncentrationsrisk kan diskuteras, då de enskilda investeringarna som mest står för fem procent av den totala portföljen. Det anses även fördelaktigt med en viss grad av koncentration, givet att samma arbetsinsats kan ge högre avkastning i större innehav. Tredje AP-fonden anser därför att en strategi med färre substantiella investeringar möjliggör närmare ägarengagemang och en mer effektiv resursallokering. Detta är särskilt påtagligt inom fastighets- och skogsportföljerna som främst består av ett fåtal större direktinnehav, samt inom infrastrukturportföljen som består av Polhem Infra och Elleivo samt ett mindre antal fondinvesteringar koncentrerade primärt till två externförvaltare. En mer koncentrerad portfölj bedöms även minska risken för sammanfallande realisering av risker, vilket bidrar till stabilitet och en hanterbar arbetsbelastning inom förvaltningen.

Samtidigt som koncentrationsrisken anses begränsad betraktas attributionen från respektive investering och tillgångsslag som en väsentlig komponent i portföljen. Exempelvis bidrar infrastruktur- och skogsinvesteringar med en korrelationsprofil som avviker från den noterade aktiemarknaden, vilket stärker portföljens diversifiering. Därmed anses värdet av den avkastnings- och riskmässiga attributionen från de direktägda investeringarna överstiga de resurs- och ägarkrav som dessa innehav medför.

### *Fondstrukturer*

För investeringar i onoterade aktier använder Tredje AP-fonden fondstrukturer. Dessa fondinvesteringar betraktas, liksom direktägda investeringar, som långsiktiga, men kännetecknas vanligtvis av en tidsbestämd ägarperiod. Investeringsformen kräver färre resurser än direktägda

innehav och möjliggör därmed en effektiv uppbyggnad av en bredare och mer diversifierad portfölj av onoterade tillgångar. Genom aktiv ägarstyrning och kontinuerlig uppföljning strävar Tredje AP-fonden efter att uppnå samstämmighet med ledningen för respektive förvaltare – en möjlighet som i regel inte bedöms föreligga på den noterade marknaden.

Utvärderingen av fondförvaltare genomförs internt i Tredje AP-fonden. Däremot har fondförvaltaren mandat för resterande delar i investeringsprocessen, vilket resulterar i en passiv ägarstruktur. För att bevaka sina intressen följer Tredje AP-fonden upp investeringarna löpande, deltar i fonders investerarkommittéer (eng: Limited Partner Advisory Committees, förkortat LPACs) när möjlighet ges, samt för en regelbunden dialog med andra ägare. Tredje AP-fonden kan även förhandla avtal med fondförvaltare för att säkerställa samsyn kring informationsdelning och beslutsmandat, även om graden av förhandlingsutrymme varierar mellan investeringar och förvaltare. Tredje AP-fonden har omkring 180 fondutfästelser inom onoterade aktier, fördelade på cirka 50 fondförvaltare. Det finns en tydlig koncentration i kapitalallokeringen, där fem förvaltare står för cirka 40 procent av det totala kapitalet.

I tillägg till dessa fondinvesteringar genomför Tredje AP-fonden sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier och i infrastruktur. Investeringarna motiveras av tre huvudsakliga faktorer:

- De har ofta lägre avgifter än fondinvesteringar och bidrar därmed till att minska fondens totala förvaltningskostnader.<sup>41</sup>
- De kan ge specifik exponering eller önskad diversifiering inom särskilda sektorer eller tillgångsslag.
- De kan ha en förväntan om alfa, det vill säga en överavkastning relativt marknaden.

### 9.1.3 Samägande

För investeringar i Norden och framför allt Sverige bedöms Tredje AP-fonden ha kompetens och kapacitet att göra direktinvesteringar i fastigheter och infrastruktur. Däremot ser Tredje AP-fonden att det fortsatt finns fördelar med att samäga direktinvesteringar med andra institutionella investerare. Andra ägare tenderar att ge tillgång till en större kapitalbas och en bredare kompetens i styrelserna, vilket utgör en viktig förutsättning för en effektiv ägarstyrning. Däremot medför samägande ytterligare krav på att säkerställa en tillräcklig grad av samsyn och en gemensam målbild för investeringen. För ägarbeslut krävs ofta enighet, vilket naturligt blir svårare att uppnå med fler ägare och ägarperspektiv. Vidare kan det konstateras att Tredje AP-fonden har goda finansiella investeringsmöjligheter och kan skapa särskilt förmånliga kreditbetyg som få andra institutionella investerare uppnår. Ett samägande med externa parter bedöms därför kunna försvaga Tredje AP-fondens relativa fördel av starka kreditbetyg. En samarbetspartner behöver därmed tillföra andra mervärden till samarbetet som väger upp för den potentiella förlusten av denna fördel.

### 9.1.4 Organisationen för illikvida investeringar

Tredje AP-fonden har länge haft en delegationsordning för den noterade portföljen och sedan 2022 har en motsvarande struktur tillämpats för alternativa investeringar. Delegationsordningen är ett

---

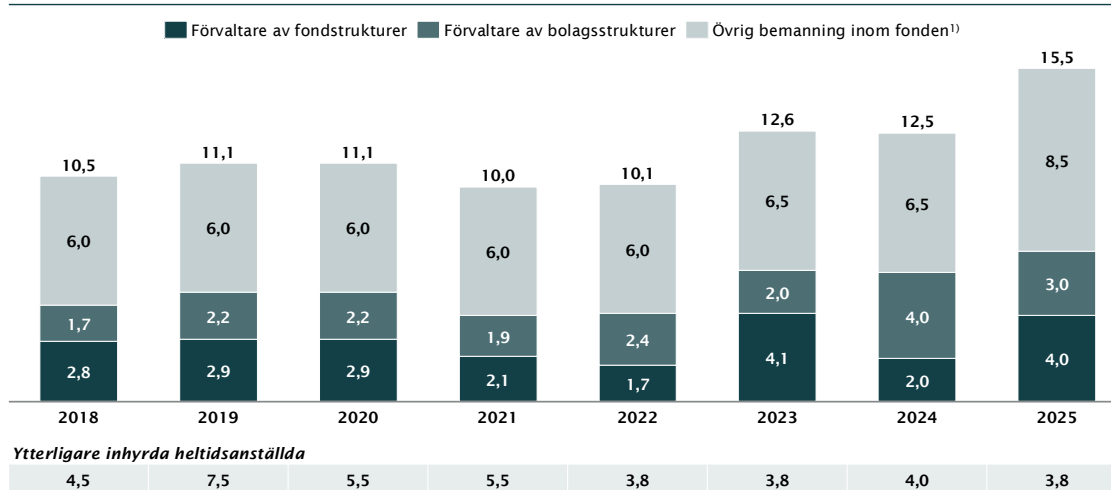
<sup>41</sup> Sidoinvesteringar struktureras dock formellt i separata fondstrukturer.

fundament för Tredje AP-fonden som säkerställer att rätt beslut fattas på rätt nivå. Från Styrelse och VD delegeras mandat vidare nedåt i organisationen till Chefen för Alternativa investeringar. Därefter delegeras mer avgränsade mandat inom fastigheter, infrastruktur, noterade aktier och skog till förvaltare inom teamet för Alternativa Investeringar. Mandatstrukturen för tillgångslandet skiljer sig från den noterade portföljen då respektive nivå har ett bestämt investeringsutrymme i absoluta belopp. I takt med att investeringar eskaleras uppåt och konkurrerar om ett utsatt belopp skapas en prioritering av investeringsmöjligheter. Innan delegationsordningen för Alternativa investeringar introducerades fattade VD majoriteten av besluten inom noterade tillgångar, med undantag för noterade aktier, efter samråd med kapitalförvaltare.

Tredje AP-fonden har inte obegränsade resurser och behöver därför prioritera ägarstyrningsarbetet utifrån väsentlighet. Däremot säkerställer fonden att samtliga prioriterade arbetsuppgifter genomförs. En särskilt tidskrävande aspekt är direktägda nyinvesteringar. För dessa investeringar anlitar Tredje AP-fonden externa resurser som tillsammans bildar en projektorganisation. Detta utesluter dock inte att investeringen kräver en betydande mängd interna resurser från fonden. Den resurskrävande karaktären av direktägda investeringar bidrar till en välgrundad selektion och prioritering av investeringsmöjligheter.

Teamet för Alternativa investeringar består av sju medarbetare. Fyra av dessa förvaltar huvudsakligen bolagsstrukturer och tre arbetar huvudsakligen med fondinvesteringar. Viktigt att notera är att antalet involverade medarbetare sträcker sig förbi förvaltningsteamet för Alternativa tillgångar till att inkludera avdelningar såsom portföljstrategi och hållbarhet, juridik, affärskontroll, ekonomi och riskkontroll. Totalt estimerar Tredje AP-fonden att samtliga interna resurser som allokeras till noterade tillgångar summerar till 15,5 heltidsanställda. Detta motsvarar en ökning på mellan 5 och 3 personer från tidigare år. Figur 62 sammanfattar hur Tredje AP-fondens organisation inom illikvida tillgångar har utvecklats mellan 2018 och 2025.

#### Antal heltidsanställda på Tredje AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025



Källa: Tredje AP-fonden  
 Not: 1) Övrig bemanning inom fonden är Tredje AP-fondens estimering av antal heltidsanställda som allokeras till illikvida tillgångar.

Figur 62: Antal heltidsanställda på Tredje AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025

Tredje AP-fonden tar även in externa juridikresurser vid behov. För investeringar i onoterade aktier externaliseras även administrativa uppgifter till depåbanken Northen Trust. I skogsinvesteringar arbetar de med IWC – en extern aktör som följer upp, monitorerar och identifierar nya möjligheter inom skogsinvesteringar. Tredje AP-fonden har arbetat med IWC under en längre tid och kan anses agera en förlängd arm av fonden inom detta tillgångsslag.

## 9.2 Formerna för investeringar

### 9.2.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

#### *Polhem Infra*

Tredje AP-fonden övervägde ett antal investeringsformer för infrastrukturinvesteringar, däribland fondstrukturer. Däremot var utbudet av långsiktiga fonder begränsat och ett relativt kostsamt alternativ. Vidare förelåg en risk i att fondförvaltaren skulle skapa en överdiversifiering relativt Tredje AP-fonden investeringsstrategi. Det bedömdes som mer fördelaktigt med investeringsformer som tillåter en koncentrerad portfölj mot innehav som Tredje AP-fonden har en stark tilltro till.

Direktinvesteringar är ett kostnadseffektivt alternativ till fondstrukturer som tillåter en hög grad av kontroll och långsiktighet. Däremot ansågs det betydligt mer resurseffektivt att konsolidera resurser från flera AP-fonder än att bygga upp en större intern organisation inom infrastruktur på Tredje AP-fonden. Mot bakgrund av detta bildades Polhem Infra som ett gemensamt företag mellan första, Tredje och Fjärde AP-fonderna. Bolagsstrukturen tillät även AP-fonderna att nyttja sin långsiktighet som konkurrensfördel gentemot andra institutionella investerare på marknaden.

Till skillnad från 4 to 1 Investments klassificerades Polhem Infra vid dess bildande som ett fastighetsbolag. Däremot betraktar Tredje AP-fonden innehavet som ett infrastrukturbolag och sedan lagändringen 2019 föreligger inte krav på att fortsatt göra fastighetsklassificerade investeringar. Den juridiska formen med ett aktiebolag och kommanditbolag valdes primärt för att behålla AP-fondernas skattestatus.

Styrningsmässigt bedöms Polhem Infra vara välfungerande, då det drivs av likasinnade ägare och en förvaltningsorganisation som kan vara nära marknaden. Ägarna nominerar representanter till styrelsen som består av en nominerad representant per ägare, en oberoende styrelseordförande och två oberoende ledamöter. Polhem Infrast styrelse fattar investeringsbeslut och har möjlighet att kalla på en kapitalram som Tredje AP-fondens styrelse har beslutat om. Kapitalramen för Tredje AP-fonden uppgår till 6 miljarder och beslutades om av styrelsen i två omgångar. Från Tredje AP-fonden hanteras investeringar primärt av en förvaltare. Däremot har andra funktioner involverats vid behov.

Polhem Infrast styrelse har gett i uppdrag till vd att säkerställa en väldimensionerad organisation utifrån uppdraget. Dimensioneringen behöver beakta Polhem Infrast strategi att vara en större ägare till dess innehav, vilket medför betydande krav på organisationen. Organisationens resurser har successivt stärkts under de senaste åren och förväntas fortsatt anpassas dynamiskt utifrån portföljens och kapitalramens utveckling. Polhem Infra har även en investeringskommitté bestående av varsin ägarrepresentant som agerar rådgivande organ till styrelsen och bereder underlag.

Tredje AP-fonden betraktar Polhem Infras organisation som en förlängning av deras egen förvaltningsverksamhet. Organisationen anses bidra med en expertkompetens som verkar för att förverkliga ägarnas intressen på ett kostnadseffektivt sätt. Detta skapar förutsättning för en hög tillit företaget och en resurseffektiv ägarstyrning. Tredje AP-fonden noterar dock att investeringsformen ställer krav på att rekrytera kompetent personal, vilket i sin tur delvis är beroende av ersättningen som kan erbjudas. Trots att det statliga ägandet medför vissa begränsningar i ersättningsmodellen kan Polhem Infra konkurrera med en tryggare anställning och ett stöd från Tredje AP-fonden. Tredje AP-fonden anser att Polhem Infra har lyckats sätta ihop ett kompetent team.

#### *4 to 1 Investments*

Det gemensamägda riskkapitalföretaget 4 to 1 Investments upprättades för att möjliggöra en investering i Northvolt med avsikten att behålla innehavet fram till dess börsnotering. Det var inte möjligt att göra en direktinvestering i företaget då det inte klassades som ett fastighetsbolag. Vidare bedömdes en börsnotering vara mer än 12-månader bort vid investeringstillfället, vilket enligt APL innebar att företaget inte kunde betraktas som en noterad tillgång. Däremot bedömdes ett gemensamt riskkapitalföretag vara en effektiv och ändamålsenlig form för investering i Northvolt. Formen skapades även med avsikten om att kunna nyttjas för framtida investeringar. Den juridiska strukturen med ett aktiebolag och kommanditbolag valdes primärt för att undvika dubbelbeskattning av portföljen.

Tredje AP-fonden betraktade investeringen i Northvolt som en blivande noterad aktie som placerades i infrastrukturportföljen, vilken var en gemensam förvaltning mellan Alternativa och Noterade teamen. Investeringen var ett resultat av ett samarbete mellan avdelningen för noterade aktier och alternativa investeringar, där båda avdelningar såg det som en intressant investeringsmöjlighet. Genom investeringen i riskkapitalföretaget såg Tredje AP-fonden en möjlighet att investera i tillgången före en kommande börsintroduktion till fördelaktiga villkor. Vid investeringstillfället var avsikten att tillgången skulle ärvas av noterade aktier i samband med en framtida börsnotering. Förvaltare för noterade aktier samt alternativa investeringar har genomgående varit de primära allokerade förvaltningsresurserna från Tredje AP-fonden.

Investeringen följde Tredje AP-fondens investeringsprocess, där vd fattade beslut om den första investeringen i Investeringskommittén för Alternativa Investeringar (IC AI) år 2021. Investeringsformen godkändes även i Tredje AP-fondens riskutskott, RMC. Givet att investeringen översteg en viss nivå informerades även styrelsen om beslutet. De två andra investeringarna i Northvolt genomfördes året efter och fattades av vd i samma investeringskommitté.

För att bevaka sina intressen under ägarperioden har förvaltare från Tredje AP-fondens team för alternativa investeringar haft en styrelserepresentation i 4 to 1 Investments. Därutöver har 4 to 1 Investment anlitat två konsulter, en ekonomiansvarig och en verksamhetsansvarig, som har haft det operativa förvaltningsansvaret för det gemensamägda riskkapitalföretaget. Organisationen ansågs väl anpassad till riskkapitalföretagets verksamhet. Tredje AP-fonden noterar att 4 to 1 Investment endast hade ett portföljinnehav och att ägarandelen för denna endast uppgick till 3,5 procent. Detta medförde begränsade krav på, och möjligheter till, ägarstyrning och därmed behov av organisatoriska resurser. Till skillnad för investeringen i Polhem Infra hade ägarna för 4 to 1 Investments inte fattat beslut om en kapitalram utan tillförde kapital för respektive investering. Mot denna bakgrund ansågs det som lämpligt att stärka organisationen i takt med att fler investeringar genomfördes, i stället för

att tillsätta omfattande resurser initialt. Givet att bolaget inte genomförde ytterligare investeringar har dess bemanning inte utökats.

Tredje AP-fonden ansåg att det fanns en tydlig ansvarsfördelning mellan det gemensamägda riskkapitalföretaget och ägarna, där 4 to 1 Investments fattade investeringsbeslut i styrelsen medan Tredje AP-fondens vd beslutade om ett kapitaltillskott, enligt AP-fondens rådande mandatdelegering. Givet att ägarna behöver besluta om att tillföra kapital till en specifik investering har riskkapitalbolaget inte ett diskretionärt mandat. Trots att ett investeringsbeslut fattades separat utan ägarnas involvering förelåg ett nära samarbete mellan 4 to 1 Investments styrelse, där Chef för Alternativa Tillgångar var ledamot, och vd för Tredje AP-fonden.

4 to 1 Investments ägarandel gav endast ett begränsat inflytande och informationsprivilegium i innehavet. Däremot bedömdes styrmodellen i sig som effektiv och tillät ägarna att befinna sig relativt nära den underliggande innehavet. Tredje AP-fonden menar att ett direktäggande i Northvolt inte skulle förändra graden av transparensen och informationsdelgivningen givet att deras ägarandel hade varit fortsatt begränsad och ännu mindre än riskkapitalföretagets gemensamma ägarandel. Tredje AP-fondens anser även att de inte var lämpade för att ta en stor ägarandel i ett så komplext och stort innehav som Northvolt.

4 to 1 Investments var en av de institutionella investerarna i Northvolt. Tredje AP-fonden upplevde att detta medförde ett visst påtryck att investera ytterligare kapital när de industriella ägarna inte hade möjlighet till att göra det. 4 to 1 Investments övervägde ett bryggglån under 2024 men ställde vissa krav på Northvolt för att investera ytterligare kapital. Då dessa krav inte uppfylldes ansågs det olämpligt att investera ytterligare kapital i innehavet.

Krishanteringen av Northvolt krävde en betydande mängd resurser från Tredje AP-fonden. Det noteras att en sådan krishantering skulle kunna minska fondens möjlighet att göra andra investeringar. Dock bedöms påverkan på investeringstakten som begränsad då infrastrukturinvesteringar sker relativt sällan. Därutöver omallokerades interna resurser för att hantera situationen. Flera förvaltare inom teamet inom alternativa investeringar hjälptes åt för att hantera arbetsbelastningen och andra delar av Tredje AP-fondens organisation allokerades vid behov. Externa resurser kunde även tas in, till exempel i form av en projektgrupp, för att hantera toppar i arbetsbelastningen.

Tredje AP-fonden ser att de borde ha kommunicerat mer proaktivt initialt. Däremot står de fast vid sin investeringsstrategi och ser fortsatt den gröna omställning som en viktig investeringsklass för både institutionella investerare och samhället i stort.

## 9.2.2 Investeringar i fastighetsföretag

### *Vasakronan*

Tredje AP-fonden förvärvade Vasakronan år 2001, vilket innebär att nuvarande förvaltningsorganisation har ärvt, snarare än valt, innehavet. Däremot anser fonden att investeringsformen är lämplig för innehavet, bland annat tack vare dess kapitalstruktur och AP-fondernas möjlighet till att skapa effektiv upplåning i bolaget. Givet innehavets omfattning finns även stordriftsfördelar i ägarstyrningen och förvaltningen av innehavet.

Fonden ser Vasakronan som en attraktiv investering med ett bra förhållande mellan risk och avkastning. Däremot kan synen på Vasakronan, liksom övriga investeringar i portföljen, förändras över tid. Samtliga innehav har ett avkastningskrav som ansvarig portföljförvaltare har ett mandat att uppnå. Investeringar som inte uppfyller avkastningskraven över tid och bedöms sakna kapacitet att nå uppsatta mål ska granskas av ansvarig förvaltare och utvärderas med avseende på relevanta handlingsalternativ. Samtidigt finns en långsiktighet i dessa större investeringar där en utvärdering av handlingsalternativ är en löpande process. Vidare noteras att en förflyttning mot en så kallad Non-core klassificering skulle ta tid, då innehavets storlek medför en viss trögrörlighet.

För att bevaka sina intressen i Vasakronan följer Tredje AP-fonden upp på dess avkastning och har en kontinuerlig dialog med såväl företaget som övriga ägare. Fonden genomför även omvärldsanalyser och konkurrenanalyser regelbundet för att informera dess ägarstyrning. Liksom övriga investeringar styr Tredje AP-fonden genom styrelsetillsättning, valberedning och kapitaltillskott. Vasakronan har både obereonde och beroende styrelseledamöter, vilket fonden ser som fördelaktigt. För investeringsbeslut som kräver kapitaltillskott behöver samtliga ägare vara överens.

Tredje AP-fonden anser att samarbetet mellan ägarna historiskt har varit välfungerande. För att facilitera samstämmigheten bland ägarna finns även två centrala verktyg: aktieägaravtal och ägarråd. Aktieägaravtalet vägleder hur situationer och beslut ska hanteras medan ägarrådet utgör ett forum för avstämning av perspektiv och gemensamma diskussioner. Generellt ser Tredje AP-fonden det som långsiktigt fördelaktigt att samtliga AP-fonder fattar beslut och agerar på frågor som de är överens om.

### *Hemsö*

Hemsö är ett av Tredje AP-fondens större portföljinnehav som, liksom Vasakronan, har ärvts till nuvarande förvaltningsorganisation. Till skillnad från Vasakronans strategiska inriktning mot kontorsfastigheter fokuserar Hemsö på samhällsfastigheter, vilket bidrar till en portföljdiversifiering. Tredje AP-fonden ser Hemsö som ett attraktivt portföljinnehav med ett bra förhållande mellan risk och avkastning. Synen på samtliga portföljinnehav kan däremot förändras i teorin, varför Tredje AP-fonden inte betraktar dess direktägda investeringar som eviga.

Hemsö ägs till 85 procent av Tredje AP-fonden och 15 procent av Sagax. Inom ramen för samägandet bidrar Sagax med kompetens inom dels fastighetssegment, dels kapitalmarknaden och finansiering av denna typ av bolag. Generellt anser Tredje AP-fonden att en samägande med en branschaktör som besitter kompetens inom segmentet, har en stark organisation och utökar tillgången till transaktionsmöjligheter.

## 9.2.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

### *Gysinge*

Initialt gjorde Tredje AP-fonden skogsinvesteringar primärt via fondstrukturer. I takt med att fonden utökade sin kompetens och erfarenhet inom området började AP-fonden överväga investeringar via bolagsstrukturer. I dess strategiarbete 2018 bedömdes att en fondstruktur som fokuserar på förädling och sälj inom en viss tidshorisont inte är optimal för en långsiktig skogsägare som Tredje AP-fonden. I stället lyftes långsiktigheten och kostnadseffektiviteten från direktinvesteringar upp som fördelaktigt. Efter strategiuppdateringen 2018 har direktägande varit den primära ägarstrategin och influerat



investeringsformen för bland annat Gysinge. Tredje AP-fonden och Kåpan äger 50 procent var av Gysinge. Samägandet grundades i deras delade syn på dels långsiktighet, dels skalfördelar av en gemensam kapitalbas och förvaltning.

### *Ellevio*

Förvärvet av Ellevio genomfördes 2015 av ett konsortium lett av OMERS. Tredje AP-fonden var med i konsortiet och gjorde en direktinvestering i innehavet. Strukturellt äger Tredje AP-fonden aktier i och har gett ett aktieägarlån till Ellevios holdingbolag som i sin tur äger det operativa bolaget. Internt betraktar Tredje AP-fonden innehavet som en infrastrukturinvestering. Däremot klassificeras innehavet som ett fastighetsbolag juridiskt, vilket möjliggjorde en direktinvestering.

Ellevio styrelse fattar ägarbeslut om verksamheten medan beslut om kapitaltillskott tillfaller ägarna. Samtliga Ellevios förvärv under Tredje AP-fondens ägarperiod har finansierats på egen balansräkning. Tredje AP-fonden har möjlighet att nominera en ledamot i styrelsetillsättningen. Ansvarig förvaltare för Ellevio sitter även som suppleant i styrelsen. Utöver deltagande på samtliga styrelsemöten har ansvarig portföljförvaltare dialoger och möten med resterande ägare samt ledningen för att säkerställa samsyn i riktningen framåt. Därtill krävs resurser för att förstå marknaden och dess regleringar. Sammantaget anses innehavet kräva ett relativt omfattande ägarstyrningsarbete. Förutom teamet för alternativa investeringar har andra avdelningar och medarbetare involverats i investeringen vid behov.

Vid 2022 sålde Första AP-fonden sin ägarandel i Ellevio till AMF. I samband med detta gavs Tredje AP-möjlighet att utöka sin investering, vilket föranledde en diskussion mellan vd, Chef för investeringsverksamheten (eng: Chief Investment Officer, förkortat CIO) samt ansvarig portföljförvaltare. Diskussionen resulterade i ett beslut om att inte öka sin exponering.

### *OMERS Farmoor 2*

Investeringen i Thames Water, via Kemble Water Group, tillkom från Tredje AP-fondens relation till OMERS. Ägandet sattes upp i en fondliknande struktur, OMERS Farmoor 2, som Tredje AP-fonden äger aktier i. Ett direkt ägande möjliggjordes av att investeringen juridiskt klassificerades som ett fastighetsbolag. Innehavet har genomgående betraktats som en del av Tredje AP-fondens infrastrukturportfölj. Investeringsbeslutet fattades i styrelsen givet storleken på affären. Dessför innan hade investeringen varit uppe i motsvarande IC AI (benämnt AG AI vid investeringstillfället) och i DAA.

Vid investeringstillfället upprättades ett kapitalförvaltningsavtal (eng: asset management agreement) med OMERS som reglerade styrningen av innehavet. OMERS var den ledande investeraren för ett ägarkonsortium och innehade det primära ägar- och förvaltningsansvaret för den underliggande tillgången. Enligt avtal hade OMERS kontroll över ett visst antal aktier och satt därmed i styrelsen för innehavet. Tredje AP-fonden har haft ett begränsat ägarinflytande och saknar styrelsrepresentation för innehavet. Bevakande av intressen har i stället innefattat beslut om kapitalallokering, rådande förvaltningsavtal, uppföljning av innehavet samt en dialog med OMERS.

I avtalet mellan OMERS och Tredje AP-fonden regleras vissa vetorättigheter för Tredje AP-fonden och det specificeras att det inte finns något åtagande att tillföra kapital om inte Tredje AP-fonden fattar

beslut om det.<sup>42</sup> Det bedöms även ha förelegat intressegemenskap mellan aktörerna då OMERS också hade investerat aktiekapital i innehavet. Det fanns även en vinstdelningsmekanism som bidrog till en överensstämmelse av intressen.

Till följd av den upprättade fondliknande strukturen har samtlig information om innehavet gått via OMERS. Tredje AP-fonden noterar att de har haft ett begränsat inflytande på innehavet då OMERS har ansvarat för ägarstyrningen för konsortiets räkning. Denna ansvarsfördelning var ett medvetet val av Tredje AP-fonden då Thames Water behövde förvaltas av en större aktör på marknaden med hög kompetens inom området. OMERS ansågs vara en lämplig fondförvaltare för ändamålet och möjliggjorde ett ägande till begränsade avgifter. Tredje AP-fonden bedömer även att en motsvarande direktägd ägarandel skulle ha begränsat dess insyn i bolaget, jämfört med vald struktur.

Tredje AP-fonden har gjort investeringar i infrastruktur sedan 2004 och har genomgående haft erfarna medarbetare som arbetar med detta. Fonden gör även den formella genomlysning (eng: due diligence) av innehaven internt och fattar självständigt investeringsbeslut med denna analys som grund. Däremot hade Tredje AP-fonden förtroende för OMERS kompetens och erfarenhet som investeringspartner. Vid saminvestering är det centralt för Tredje AP-fonden att investeringspartner besitter relevant och djup kompetens inom området. För att skapa motsvarande incitament, och erhålla en andra bedömning av investeringens attraktivitet, bedöms det även som fördelaktigt att ägarpartners investerar sina egna pengar.

### *Meridiam och dess sidoinvestering i Suez*

Fondinvesteringar i infrastruktur tillåter Tredje AP-fonden att nå en bredd av sektorer och geografier. AP-fonden gör primärt fondinvesteringar i infrastruktur med förvaltare som har en lång markandserfarenhet. En fondförvaltare som Tredje AP-fonden har en långtgående relation till är Meridiam. För att bevaka sina intressen i fondutfästelserna tar Tredje AP-fonden del av fonderapportering, deltar i årsmöten, sitter i fondens investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat LPACs) och träffar fondförvaltaren under ytterligare mötestillfällen. Uppföljningsansvaret för fondutfästelserna tillfaller förvaltningsteamet för Alternativa investeringar.

Grundat i dess långtgående relation till Meridiam har sidoinvesteringsmöjligheter i infrastruktur presenterat sig. Fondens motivering för att genomföra sidoinvesteringar är att få en mer riktad exponering samt en minskad förvaltningskostnad sett till den totala portföljen. Tredje AP-fonden fattade beslut internt om att göra sidoinvesteringen (eng: co-investment) med Meridiam. Enligt fondavtalet kan fondförvaltaren, efter ett investeringsbeslut, kalla på kapital från Tredje AP-fonden upp till en viss nivå. I fondavtalet finns även bestämmelser för hur vinstdelningen ska gå till, med hänsyn till att även Meridiam har investerat i sidoinvesteringsfonden. Beslut om sidoinvesteringsfond och kapitalram fattas enligt rådande mandatstruktur. Uppföljning av sidoinvesteringar liknar den av klassiska fondinvesteringar. För sidoinvesteringen (eng: co-investment) i Suez delar AP-fonden på representationen i fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Advisory Committee, förkortat LPAC) med andra ägare. De ägare som inte innehar representationen vid en viss tidpunkt deltar som observatörer.

---

<sup>42</sup> Utöver den ursprungliga investeringen och för att täcka förvaltningsavgift och kostnader för strukturen om det inte täcks av utdelningar.

I dess hemmamarknad föredrar Tredje AP-fonden att göra direktinvesteringar i infrastruktur. Sidoinvesteringar med fondförvaltare är därmed primärt relevant för internationella investeringar. På europeiska marknaden har de gjort sidoinvesteringar för att ta vara på intressanta tillgångar och bredda sin exponering mot segment, såsom vatten och avfallshantering via investeringen i Suez, som de har haft en undervikt i. Trots att risken för ogynnsamt urval (eng: adverse selection) kan vara närvarande vid sidoinvesteringar (eng: co-investments) bedöms den som begränsad för infrastrukturinvesteringar.

#### 9.2.4 Investeringar i onoterade aktier

##### *Sidoinvesteringar*

Före 2023 genomförde inte Tredje AP-fonden sidoinvesteringar i onoterade aktier. Detta förändrades när fonden, i samarbete med Wafra Inc, etablerade investeringsplattformen Covalent, vilken möjliggjorde kostnadseffektiva sidoinvesteringar. Tredje AP-fondens sidoinvesteringar i onoterade aktier sker primärt genom Covalentstrukturen, som förvaltas av Wafra Inc. I likhet med fondens sidoinvesteringar inom infrastruktur har plattformen ett diskretionärt investeringsmandat och ansvarar för samtliga faser i investeringsprocessen, inklusive den formella genomlysningen av potentiella investeringar. Tredje AP-fonden har dock möjlighet att vidarebefordra investeringsmöjligheter till plattformen som identifieras inom ramen för fondens eget analys- och utvärderingsarbete.

## 10. Fjärde AP-fonden

Följande kapitel ger en övergripande beskrivning av Fjärde AP-fondens investeringar i illikvida tillgångar, inklusive portföljutvecklingen 2018–2025, fondens syn på tillgångsslaget, dess förhållningssätt till samägande samt den interna organisationen (avsnitt 10.1). Därefter presenteras fondens investeringsformer inom tillgångsklasserna gemensamägda riskkapitalföretag, onoterade fastigheter, infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade aktier (avsnitt 10.2). En icke-uttömmande sammanfattning presenteras i textrutan nedan.

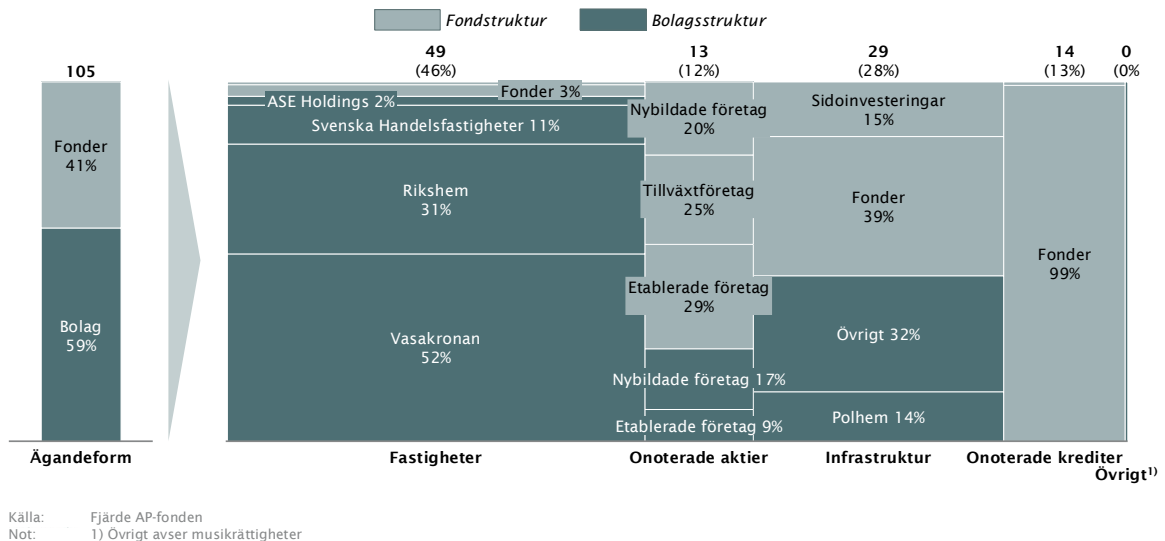
- **Portföljen:** Fjärde AP-fondens portfölj för illikvida tillgångar utgörs till en betydande del av bolagsstrukturer. 46 procent av portföljen utgörs av investeringar i fastigheter. Mellan 2018 och 2025 har portföljtillväxten till lika delar drivits av värdestegringar och nettoinvesteringar.
- **Nyttjande av bolags- och fondstrukturer:** AP-fonden investerar i illikvida tillgångar för att i) tillgå inflationsskydd eller avkastning som är oberoende av ekonomisk tillväxt eller ii) komplettera sin portföljexponering.
  - AP-fonden benämner bolagsstrukturer som plattformar, vilka delas in i direktägande och klubbar/partnerskap. Direktägande nyttjas i Sverige och Norden medan klubbar/partnerskap används för internationella investeringar.
  - Fondstrukturer tillämpas i högre grad där värdeskapande är beroende av en avyttring, till exempel inom onoterade aktier. Även övriga riskfyllda investeringar kan genomföras via fondstrukturer.
- **Samägande:** Fjärde AP-fonden har valt att inte vara ensam ägare för innehav. Ett samägande anses bidra med ytterligare perspektiv, kompetenser och nätverk. AP-fonden betonar även vikten samarbetspartnernas långsiktighet.
- **Organisation:** Förvaltningsteamet består av 9 anställda. Teamet omfattade Chef Alternativa Investeringar, 3 förvaltare inom onoterade aktier, 2 inom infrastruktur, 2 inom fastigheter och 1 inom onoterade krediter.
- **Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag:** Polhem Infra skapades för att ta vara på AP-fondernas långsiktighet och goda renommé. Fjärde AP-fonden betraktar det som sin förlängda arm för investeringar i infrastruktur. Formen kräver dock mer ägarresurser och kompetens än en fondinvestering. Samägande och externa styrelseledamöter anses värdefullt för investeringsformen. Likt Polhem Infra sågs 4 to 1 Investment som en kostnadseffektivt och långsiktig ägandeform. 4 to 1 Investments har hyrt in resurser enligt behov. Organisationen avsågs även växa i takt med att fler investeringar genomfördes. AP-fonden är representerade i styrelsen (beslutsfattande organ) i båda riskkapitalföretagen, samt i investeringskommittén (beredande organ) för Polhem Infra.
- **Investeringar i fastighetsföretag:** Fjärde AP-fonden är representerade i ägarråd (om sådant finns), styrelse och valberedning för dess direktägda innehav. AP-fonden anser att både kommersiella fastigheter och bostadsfastigheter är viktiga strategiska exponeringar i portföljen.
- **Investeringar i infrastruktur:** Utöver Polhem Infra genomförs infrastrukturinvesteringar genom både andra plattformar och genom fondstrukturer. För fondinvesteringar tilldelas förvaltaren ett diskretionärt mandat. För sidoinvesteringar fattar AP-fonden investeringsbeslut internt. AP4 har gjort ett antal saminvesteringar inom infrastruktur.
- **Investeringar i onoterade aktier:** Tredje AP-fonden investerar nästan uteslutande i onoterade aktier via fonder. AP-fonden har (med ett undantag) inte genomfört sidoinvesteringar i onoterade aktier.

## 10.1 Övergripande för tillgångslaget

### 10.1.1 Fondens illikvida portfölj och dess utveckling mellan 2018 och 2025

I december 2025 uppgick Fjärde AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar till 105 miljarder kronor, motsvarande 18,2 procent av den totala portföljen. Majoriteten av kapitalet (59 procent) ägs via bolagsstrukturer. Fondens största illikvida tillgångsklass utgörs av fastigheter (46 procent av den illikvida portföljen), följt av infrastruktur (28 procent av den illikvida portföljen) och investeringar i onoterade krediter (13 procent av den illikvida portföljen). Onoterade aktier står för 12 procent av den illikvida portföljen och genomförs i huvudsak via fondstrukturer. Figur 63 sammanfattar fondens innehav per tillgångsklass och ägarstruktur.

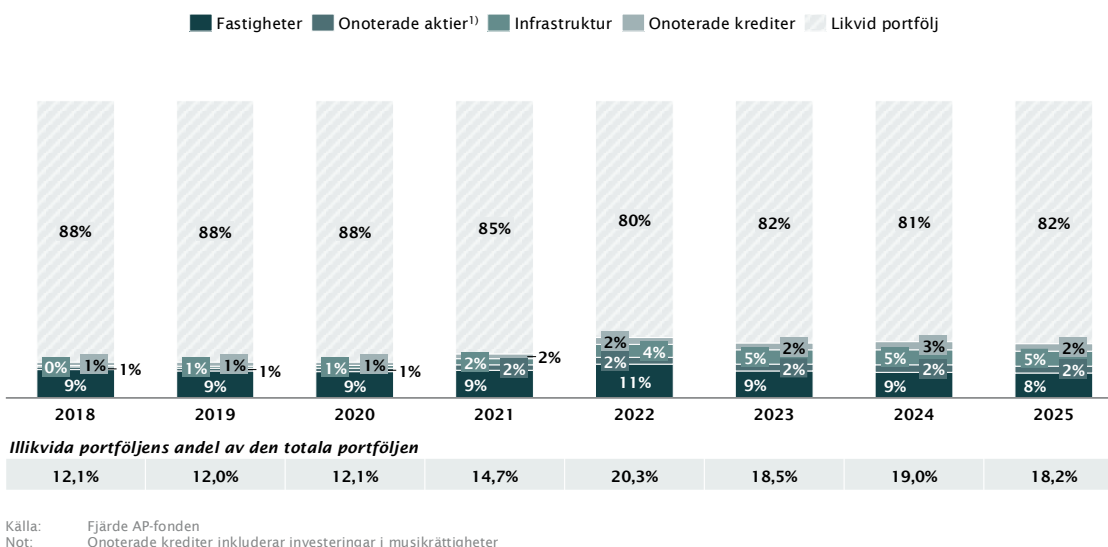
**Fjärde AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK**



Figur 63: Fjärde AP-fondens förvaltade kapital inom illikvida tillgångar, 2025, mdrSEK

Till följd av lagförändringarna 2018 och 2019 tillämpades en ny strategi och ett högre allokeringsintervall för investeringar i infrastruktur. Detta reflekteras i andelen infrastruktur tillgångar av den totala portföljen, som har vuxit från 0,5 till 5,1 procent mellan 2018 och 2025. Även allokeringen mot onoterade krediter och onoterade aktier har ökat med drygt 1 procentenhet vardera. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit från 12,1 procent till 18,2 procent av Fjärde AP-fondens totala portfölj. Detta vilket reflekteras i Figur 64 som sammanfattar hur tillgångsklasserna har utvecklats mellan 2018 och 2025.

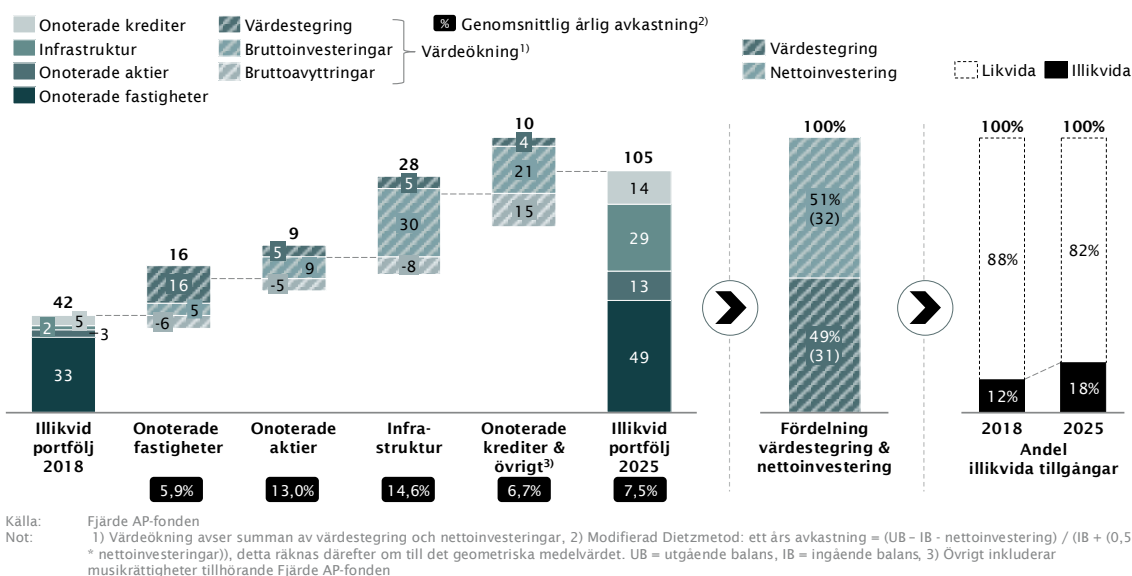
## Fjärde AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018-2025



Figur 64: Fjärde AP-fondens andel illikvida tillgångsklasser av den totala portföljen, 2018-2025

Under samma period har Fjärde AP-fonden avyttrat 33,1 miljarder kronor och investerat 65,3 miljarder kronor inom dess illikvida portfölj, motsvarande en nettoinvestering på 32,2 miljarder kronor. Cirka 69 procent av nettoinvesteringarna kan hänföras tillgångsslaget infrastruktur. Samtidigt har befintliga tillgångar ökat i värde med cirka 30,9 miljarder kronor. Sammantaget har den illikvida portföljen vuxit med 63,1 miljarder kronor mellan 2018 och 2025, vilket återges i Figur 65.

## Fjärde AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK



Figur 65: Fjärde AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK

## 10.1.2 Synen på onoterade tillgångar

2019 gjorde fonden ett omtag på strategin, grundat i vd:s förvaltnings- och investeringsfilosofi samt det utökade lagutrymmet att investera i illikvida tillgångar. Fjärde AP-fonden hade inte en ambition om att nå den lagstadgade allokeringsslimiten om 40 procent illikvida tillgångar. Däremot identifierades en möjlighet att utnyttja en del av investeringsutrymmet. I samband med detta formulerades två övergripande syften med investeringar i illikvida tillgångar: att utöka andelen tillgångar med reala kassaflöden och komplettera existerande noterad exponering.

Det förstnämnda syftet ämnar bidra till ett utökat inflationskydd och en avkastning som är oberoende av ekonomisk tillväxt. För ändamålet investerar Fjärde AP-fonden i kärntillgångar (eng: core) i infrastruktur och fastigheter. Den andra delen av syftet, komplettering av exponering, innefattar framför allt investeringar i onoterade aktier men även onoterade krediter och värdeutökande (eng: value add) infrastrukturell tillgångar. Syftet med investeringarna är att ge en exponering som inte anses möjlig att tillgå via den noterade marknaden. Den diversifierande exponeringen kan till exempel avse skede, där investeringar i onoterade aktier kan ge tillgång till nybildade företag (eng: venture) och tillväxtföretag (eng: growth), samt sektorer eller olika tematiska kopplingar. Flertalet tematiska strategier återfinns i detta strategiska fokus, till exempel avseende hållbarhetsomställningen.

Fjärde AP-fonden har ett omfattande inflöde av propåer av onoterade investeringar. Däremot tas endast ett fåtal vidare i investeringsprocessen<sup>43</sup>. För att tillämpa ett strategiskt arbetssätt i identifiering av investeringsmöjligheter gör Fjärde AP-fonden ett proaktivt analys- och urvalsarbete internt. Formen för investering beaktas redan i det initiala urvalet av investeringar. Fjärde AP-fonden har i regel inte en möjlighet att påverka valet av investeringsform då det styrs av opportunistiska investeringsmöjligheter som presenteras. Det är därmed investeringsattraktiviteten, snarare än formen, som vägleder investeringsbeslutet. I ett fåtal fall kan AP-fonden dock välja struktur genom att identifiera en möjlighet i marknaden och forma sig runt den. Vid utvärdering av olika former för exponering mot ett investeringstema analyseras tillgängliga alternativ utifrån deras lämplighet i förhållande till fondens investeringsstrategi och mål.

Investeringsformen anses inte påverka risken för det underliggande innehavet. Däremot medför olika former olika investeringsstorlekar och möjlighet till påverkan. Direktägda företag är i regel större, både i absoluta tal och relativt AP-fondens portfölj, vilket skapar en större exponering mot eventuella risker. Däremot diversifieras dessa risker bort i den övergripande portföljen. Samtidigt har AP-fonden möjlighet att parera marknadsrisker i direktägda innehav, till exempel genom att anpassa tidpunkten för en avyttring efter rådande marknadsläge. En annan aspekt är kapitalstruktur och belåning, där direktinvesteringar tillåter Fjärde AP-fonden att säkerställa en mer modest belåning, till skillnad från fondinvesteringar där en dubbelbelåningsstruktur kan tillämpas.

Fjärde AP-fonden kategoriserar sina investeringsformer i två övergripande kategorier: plattformar och fonder. Plattformar är i denna rapport synonymt med bolagsstrukturer. Båda övergripande kategorier redogörs för nedan.

---

<sup>43</sup> Se 2024 års Tilläggsuppdraget för närmre beskrivning av AP-fondens investeringsprocess.

## *Bolagsstrukturer*

Plattformar omfattar investeringar som görs med ett fåtal andra investerare och där ägarna har en betydande grad av inflytande och kontroll. För fastigheter och kärninvesteringar i infrastruktur (eng: core), som karaktäriseras av en lång ägarperiod och ger en löpande utdelning, anses plattformar lämpa sig väl som investeringsform. Fjärde AP-fonden delar in plattformsinvesteringar i direktägda onoterade bolag samt klubbar och partnerskap. Direktägda plattformar föredras i hemmamarknaden, bestående av Sverige och Norden, där Fjärde AP-fonden har en hög kännedom, goda marknadsrelationer och presenteras för flertalet intressanta investeringsmöjligheter. Klubbar eller andra former av partnerskap anses väl utformande för att göra motsvarande investeringar internationellt. Fjärde AP-fonden betonar vikten av valet av samarbetspartners i plattformsinvesteringar, där långsiktighet i strategi och möjlighet att stötta den underliggande tillgången anses särskilt centralt.

För direktägda onoterade har Fjärde AP-fonden typiskt sett representation i styrelsen och deltar i valberedningen, samt tar fram ett ägardirektiv tillsammans med övriga ägare. Ägardirektivet behandlar den strategiska riktningen och avkastningskrav och i vissa fall bredare frågor såsom kapitalstruktur och utdelningsförväntningar. Ägarna ser över ägardirektivet en gång om året och presenterar i regel i stämman för att styrelsen ska vara medvetna om vad ägarna önskar. Synen på bolagen och deras strategiska riktning diskuteras även internt på Fjärde AP-fonden. I styrelsen till plattformsstrukturer sitter det i regel externa styrelseledamöter som kompletterar AP-fondsrepresentanternas kompetens. Fjärde AP-fonden har ett stort nätverk av potentiella styrelseledamöter som kan bidra med ytterligare perspektiv och kompetens till direktägda bolag. Fjärde AP-fonden arbetar även kontinuerligt med att vidga detta nätverk.

För plattformsinvesteringar tillämpas inte en strategi för årgångsinvesteringar (eng: vintage). Det avgörs snarare av plattformarnas marknadsanalyser och investeringsbeslut. Upprättande av nya plattformar och investeringar tenderar i regel att grundas i fördelaktiga marknadsmöjligheter.

## *Fondstrukturer*

För specialiserade investeringsstrategier vars värdeskapande är beroende av en avyttring anses en fondstruktur som en lämplig investeringsform. På samma sätt kan riskfyllda strategier lämpa sig bättre för fondinvesteringar, där Fjärde AP-fondens exponering mot risken är begränsad och paketeras i en mer passiv ägarform. Fjärde AP-fonden investerar i fonder med flertalet andra investerare. Investeringen regleras av ett investeringsavtal med sidobrev. Fonden tilldelar konsekvent ett diskretionärt mandat till fondförvaltaren för samtliga faser av investeringsprocessen, inklusive investeringsbeslut. För att bevaka sina intressen i fondutfästelserna sitter Fjärde AP-fonden vanligtvis i fondernas investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat: LPACs). Genom dess representation tillhandahålls uppdateringar kvartals- och halvårsvis. De kan även agera bollplank till fondförvaltaren och, tillsammans med andra ägare representerade i fondernas investerarkommittéer (eng: Limited Partnership Advisory Committees, förkortat: LPACs), fatta vissa beslut inom till exempel avtalsändringar.

Fondstrukturer är en mer passiv ägarform än plattformsinvesteringar men innebär däremot en högre frekvens av kapitalresning och formella genomlysningsprocesser. Arbetsbelastningen inom fondinvesteringar kan därför betraktas som mer volatil över ägarperioden, jämfört med den mer jämnt fördelade arbetsinsatsen vid plattformsinvesteringar.



### 10.1.3 Samägande

Fjärde AP-fonden har valt att inte vara ensam ägare för direktägda innehav. I stället samäger Fjärde AP-fonden samtliga direktägda innehav med en eller flera institutionella investerare, antingen externa aktörer eller andra AP-fonder. Fondens beslut grundar sig i mervärdet som tillkommer från ett samägande, såsom ytterligare perspektiv, kompetenser och nätverk. Externa styrelseledamöter anses bredda styrelsens kollektiva kunskap ytterligare och utgör därmed en viktig komponent i direktägda investeringar.

Ett effektivt samarbete grundas i val av investeringspartner. Fjärde AP-fonden betonar särskilt vikten av att ingå samarbeten med långsiktiga investerare som har förmåga att konsekvent stötta investeringen i det underliggande innehavet. Skulle en värderealiserings kräva en avyttring ska detta vara reglerat i avtalet mellan de ägande parterna. Fjärde AP-fonden anger både formella och informella ägarråd i direktägda investeringar, samt upprättande av ägardirektiv, som förutsättningar för att diskutera olika perspektiv och uppnå samstämmighet mellan ägarna.

### 10.1.4 Organisation

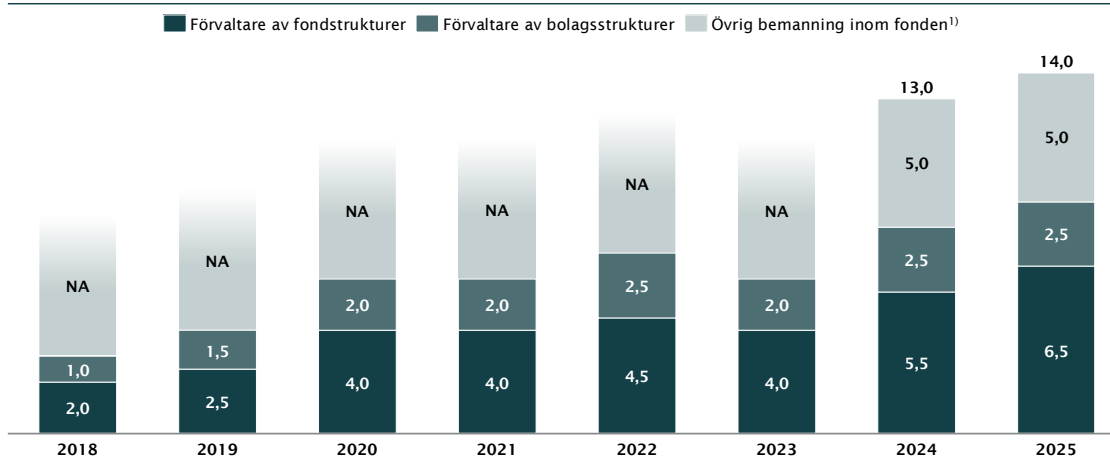
Fjärde AP-fonden har ett kontinuerligt behov av hög kompetens inom fastigheter, givet dess omfattande portföljexponering mot tillgångsslaget. På samma sätt har AP-fonden långsiktiga plattformar för kärninvesteringar i infrastruktur (eng: core) och behöver därmed spetskompetens inom även detta tillgångsslag. Rekryteringen till teamet för alternativa tillgångar har dels, utgått från den befintliga portföljens behov, dels fondens investeringsstrategi framåt. Fjärde AP-fonden har även säkerställt att dess investeringsplattformar inom infrastruktur besitter expertis inom tillgångsslaget.

Fjärde AP-fonden har byggt upp sitt team för alternativa investeringar över tid för att säkerställa en djup och bred kompetens inom tillgångsslaget och dess olika investeringsformer. Under 2025 omfattade förvaltningsteamet nio anställda, varav tre arbetar med noterade aktier, två med infrastruktur, två med fastigheter och en med noterade krediter. Chef Alternativa Investeringar ansvarar för samtliga tillgångsklasser. Teamet anses väl dimensionerat i förhållande till AP-fondens dagliga verksamhet. Därutöver stöttar övriga avdelningar teamet för alternativa investeringar. För allokering-, risk- och avkastningsdiskussioner involveras ALMA<sup>44</sup> och för frågor om specifika bolag eller sektorer samverkar teamet med kollegor inom fundamentala aktier, inte minst två personer som arbetar med tematiska investeringar. Därutöver har AP-fonden en bred stödorganisation, bland annat bestående av en administrativ funktion och juridik, vilka de arbetar nära med. Figur 66 sammanfattar hur Fjärde AP-fondens organisation inom illikvida tillgångar har utvecklats mellan 2018 och 2025.

---

<sup>44</sup> Se 2024 års tilläggsupdrag för närmre beskrivning.

## Antal heltidsanställda på Fjärde AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025



Källa: Fjärde AP-fonden  
 Not: 1) Övrig bemanning inom fonden är Fjärde AP-fondens estimering av antal heltidsanställda som allokeras till illikvida tillgångar. Datan är inte tillgänglig innan 2024.

Figur 66: Antal heltidsanställda på Fjärde AP-fonden som arbetar med den illikvida portföljen, 2018-2025

Vid särskilt resurskrävande händelser kan Fjärde AP-fonden välja att göra färre nyinvesteringar och i stället fokusera på förvaltningen. Vidare noteras att kapitalresning för fonder sker över en längre tidsram. Därmed kan Fjärde AP-fonden fokusera på förvaltning under en viss period och välja att delta i samma investeringsrunda vid ett senare tillfälle. Plattformarna har även ett begränsat behov av nyinvesteringar.

I upprättande av den operationella formella genomlysningen (eng: operational due diligence) har teamet för Alternativa investeringar initierat en process där andra avdelningar i organisationen, såsom compliance, risk, hållbarhet och finans, integreras i utvärderingsprocessen. Dessa avdelningar får i uppdrag att granska förvaltaren, ställa följdfrågor och därefter ge ett internt utlåtande om förvaltarens prestation. Vid avtalskrivning involverar Fjärde AP-fonden ofta både interna och externa jurister. Däremot kan undantag ske för fondförvaltare som de har en långtgående relation till, för vilka det bedöms tillräckligt med endast interna eller externa resurser. I övrigt tillämpas samma investeringsprocess för både befintliga och nya investeringar. Det formella investeringsbeslutet fattas i finanskommitté där vd har beslutsmandat. Inför detta möte sker en mer kommersiell avstämning med vd och Chef ALMA.

Ett grundläggande synsätt som Fjärde AP-fonden tillämpar är att en tillgångs långsiktiga karaktäristik och avkastningsprofil inte avgörs av dess ägandeform. Mot bakgrund av detta attribueras förvaltningsansvaret för både noterade och onoterade fastigheter teamet för alternativa investeringar. En gemensam förvaltning bedöms som lämplig eftersom tillgångsklassen fastigheter, oavsett ägarform, styrs av samma underliggande fundament. Fjärde AP-fonden utnyttjar vid lämpliga tillfällen respektive ägarforms specifika fördelar. Vidare bedöms det fördelaktigt att ha ett gemensamt team inom alternativa investeringar som förvaltar samtliga onoterade/alternativa investeringar, då dessa oaktat underliggande tillgångsslag har många gemensamma faktorer. Likheter mellan tillgångsslagen omfattas till exempel av att de är avtalsstunga, har omfattande och liknande ägarstyrningsfrågor och har en gemensam investeringsprocess.

## 10.2 Formerna för investeringar

### 10.2.1 Investeringar i gemensamägda riskkapitalföretag

#### *Polhem infra*

Polhem Infra skapades för att ta vara på AP-fondernas långsiktighet och goda renommé på den svenska och till viss del nordiska infrastrukturmarknaden. Dialogerna om Polhem Infra initierades 2018 och företaget etablerades året därpå. Vid bildandet av riskkapitalföretaget kunde AP-fonderna inte direkt äga andra tillgångar än fastigheter. Mot denna bakgrund genomförde Polhem Infra endast investeringar som enligt lag klassificerades som fastigheter. I samband med att placeringsreglerna uppdaterades betraktades Polhem Infra av Fjärde AP-fonden som ett riskkapitalföretag enligt APL:s definition. Därmed behöver Polhem Infra inte begränsa sina investeringar till fast egendom.

Fjärde AP-fonden diskuterar Polhem Infra och dess strategiska inriktning internt med en bestämd regelbundenhet. Ägarna ser även över ägardirektivet en gång om året i det informella ägarforumet och presenterar detta för Polhem Infrans styrelse, bestående av tre AP-fondsrepresentanter och tre oberoende ledamöter. Likt övriga plattformsinvesteringar har Polhem Infra en valberedning med en representant från respektive ägare. Valberedningen har årligen möten med externa styrelseledamöter.

Riskkapitalföretaget har även en organisation och företagsledning som driver portföljutveckling, förvaltning och investeringsprocesserna. Mot denna bakgrund kan Polhem Infra betraktas som Fjärde AP-fondens förlängda arm för investeringar i infrastruktur. Däremot är företaget en fristående organisation som driver sin investeringsorganisation självständigt. Organisationen förbereder investeringsförslag, vilka diskuteras, kvalitetssäkras och bereds i företagets investeringskommitté inför styrelsebeslut. Samtliga ägare är representerade i investeringskommittén. Det noteras även att Polhem Infrans strategi, inklusive storleken och ägande i innehaven i Polhem Infra kräver en kompetent egen organisation.

Ägarna för Polhem Infra anses i regel vara överens i de flesta frågor, med undantag för delvis varierande riskaptit till vissa investeringar. Eventuella oenigheter kategoriseras som antingen en styrelse- eller ägarfråga för att säkerställa att frågan ska tas upp i rätt forum. Olikheter i riskaptit eller syn på investeringar kan dels hänföras till att en eller flera AP-fonder redan har en motsvarande tillgång i dess övriga portfölj och därmed inte önskar utöka sin exponering mot tillgångsklassen. I vissa fall kan detta hanteras proaktivt. Till exempel gavs inte Polhem Infra mandat att investera i elnät vid företagets bildande, då Första och Tredje AP-fonderna redan var ägare till Ellevio. Däremot noterar Fjärde AP-fonden att samtliga utfall inte kan förutses utan kräver en pågående dialog, vilket underlättas med likasinnade ägare såsom AP-fonderna.

Generellt sett bedömer Fjärde AP-fonden att en investeringsform som Polhem Infra tar mer tid och resurser än en fondinvestering. Formen ställer även högre krav på ägarnas löpande kompetens, där Fjärde AP-fonden ska kunna vara en bra sparringpartner i styrelsen. Till följd av detta avgör Fjärde AP-fondens kompetens och geografiska närvaro vilka branscher och sektorer som ett gemensamt riskkapitalföretag är en lämplig struktur för.

Fjärde AP-fonden anser att gemensamägda riskkapitalföretag som investeringsform fungerar väl, bland annat tack vare den utökade kompetensen och nätverken som tillkommer från ett delat

ägarskap. Däremot noteras att formen medför omfattande ägarstyrningskrav. AP-fonden ser att externa styrelseledamöter bidrar med bredare kompetens i styrelserummet, exempelvis i form av operationell erfarenhet och, ledarerfarenhet, som AP-fondernas representanter inte besitter. I tillägg till detta kan externa styrelseledamöter även bidra till ägarstyrningen. Vidare har Fjärde AP-fonden två förvaltare inom infrastruktur, där primärt en av dessa lägger en betydande del av sin arbetstid på investeringen i Polhem Infra. Chef för Alternativa Investeringar är även involverad i tillgången och övriga avdelningar, såsom fundamentala aktier och den tematiska gruppen, bidrar med perspektiv i sakfrågor.

#### *4 to 1 Investments*

Fjärde AP-fonden har en tematisk investeringsstrategi mot den gröna omställningen. Inom denna strategi identifieras bolag som exempelvis bidrar till att minska koldioxidavtrycket i traditionella industrier, möjliggör elektrifiering av transporter samt verkar inom förnybar energi och den bredare energitransitionen. Fjärde AP-fonden har historiskt fått löpande propåer från fondförvaltare som investerar i den gröna omställningen. Däremot var dessa fondförvaltares täckning av den svenska marknaden begränsad. En fondutfästelse skulle även innebära höga förvaltningskostnader och en kort ägarperiod. Samtidigt hade Fjärde AP-fonden internt analyserat investeringsmöjligheter över tid. En attraktiv möjlighet som Fjärde AP-fonden hade följt sedan 2017 var Northvolt.

Under 2021 identifierades en möjlighet att investera i Northvolt genom ett gemensamt företag. Mot denna bakgrund upprättades 4 to 1 investment, vilket Fjärde AP-fonden klassificerar som ett gemensamt riskkapitalföretag enligt APL. Jämfört med en traditionell fondinvestering ansågs denna ägarstruktur mer kostnadseffektiv och långsiktig för investeringar i svenska bolag som verkar i den gröna omställningen. Det bedömdes som lämpligt att fokusera på AP-fondernas hemmamarknad, där Fjärde AP-fonden regelbundet presenteras för investeringsmöjligheter och har ett brett industrinätverk.

Ägarstyrningen för 4 to 1 Investments motsvarade Fjärde AP-fondens ägarstyrning inom övriga plattformsinnehav. Ägarna har en löpande dialog i ett informellt ägarforum där specifika ägarfrågor för 4 to 1 Investments, inklusive strategisk inriktning, förvärv och utveckling av innehaven diskuteras. Respektive ägare beslutar om eventuella kapitaltillskott till 4 to 1 Investments. Fjärde AP-fondens kapitaltillskott till 4 to 1 bereddes och beslutades i förvaltningsorganisationen enligt ordinarie investeringsprocess för illikvida investeringar.

Medan beslut om kapitaltillskott tillfaller ägarna fattar 4 to 1 Investments beslut om investeringar i dess styrelse. Inför investeringen i Northvolt genomfördes en gedigen analys av investeringen med stöd av både interna och externa experter. Inom Fjärde AP-fonden var ett flertal personer från såväl Alternativa investeringar som Fundamentala aktier involverade i analysarbetet. Inom ramen för utvärderingsarbetet tog både 4 to 1 Investments och Fjärde AP-fonden del av och granskade beslutsunderlag från involverade rådgivare. Därtill genomfördes bland annat expertintervjuer, referensamtal och möten med ledningen för 4 to 1 Investments. Givet att det fanns större ägare, både finansiella som industriella, med styrelserepresentation lades också vikt vid att förstå deras analyser och agenda.

Likt övriga plattformsinnehav i Fjärde AP-fondens portfölj har 4 to 1 Investments en styrelse med en representant per ägare. Styrelseordförandeposten roterar mellan de fyra styrelseledamöterna. Avsikten var att utöka styrelsen med oberoende ledamöter med bred kompetens inom relevanta

områden i takt med att portföljen utökade sin exponering. Givet att 4 to 1 Investments hitintills inte har gjort några investeringar utanför Northvolt har styrelsesammansättningen lämnats oförändrad. Styrelsen sammanträder vid ett antal tillfällen per år och tillsätter extra möten vid behov. Eventuella transaktioner och investeringar som genomförs av 4 to 1 Investments måste godkännas av styrelsen.

Organisationen inom 4 to 1 Investments har bestått av en verksamhetschef och en ekonomiansvarig. Medarbetarna har anlitats som konsulter men har varit konstanta sedan uppstarten av 4 to 1 Investments och under hela ägarperioden för Northvolt. I andra halvan av 2024 bemannades det gemensamägda riskkapitalföretaget även med en specialist inom ägarstyrning och investeringar, med tidigare erfarenhet av konkurshanteringar. 4 to 1 Investments har genomgående bemannats för att tillgå relevant kompetens på ett kostnadseffektivt sätt. Det har inte ansetts lämpligt att tillsätta heltidsanställda för ett enskilt innehav. Däremot var ambitionen vid upprättandet av det gemensamägda riskkapitalföretaget att göra fler investeringar över tid när attraktiva investeringsmöjligheter presenterades. I takt med detta skulle även utökade resurser tillföras bolaget. Däremot har ytterligare investeringar inte skett, vilket Fjärde AP-fonden delvis hänför till den turbulenta makroekonomiska miljön.

Organisationens dimensionering bör även beaktas i relation till 4 to 1 Investments begränsade ägarandel i Northvolt, motsvarande cirka 3,5 procent för riskkapitalföretaget och 0,9 procent per ägare. Mot bakgrund av detta hade 4 to 1 Investments inte styrelserepresentation i Northvolt. Det fanns även väsentligt större ägare, med omfattande industriell och finansiell kompetens, som påtog sig huvudägaransvaret och satt i bolagets styrelse.

Under 2024 hade Fjärde AP-fonden en tätare dialog mellan 4 to 1 Investments styrelseledamöter och verksamhetschef. Det fanns även en informell dialog mellan 4 to 1 Investments och Fjärde AP-fonden, där större händelser direktrapporterades till AP-fonden. Under 2024 ökade även 4 to 1 Investments och AP-fonderna sin dialog med andra större investerare i Northvolt. Den löpande förvaltningen av 4 to 1 Investments sköts av teamet inom Alternativa investeringar, specifikt av en till två seniora förvaltare. Specialister inom Fundamentala aktier samt juridik har också involverats löpande.

## 10.2.2 Investeringar i onoterade fastighetsföretag

### *Vasakronan*

Fjärde AP-fondens grundläggande syn är att kommersiella fastigheter bör utgöra en tydlig del av en pensionsfonds portfölj och det finns inte någon indikation på att denna syn skulle ändras drastiskt i närtid. Fonden ser därför Vasakronan som ett lämpligt långsiktigt portföljinnehav. Den totala kontorsfastighetsexponeringen i Fjärde AP-fondens portfölj ligger även i linje med hur institutionella aktörer generellt allokerar mellan fastighetssegment, vilket ytterligare stödjer portföljens exponeringsnivå mot kontor.

Fonden bedömer att samtliga ägare i Vasakronan har en god dialog och delar en gemensam syn på bolagets långsiktiga inriktning. Ägarna för en löpande dialog i Vasakronans informella ägarforum och formulerar regelbundet ett ägarbrev som beskriver den långsiktiga strategiska inriktningen och kapitalstrukturen. Dokumentet skapar en gemensam utgångspunkt för ägarna och ger styrelsen tydliga ramar i bolagets vidare utveckling. Fjärde AP-fonden har dessutom en representant i valberedningen som ansvarar för tillsättningar av ledamöter och som träffar samtliga styrelseledamöter, med särskild betoning på de oberoende. I valberedningens utvärderingsarbete

bekräftar styrelsen att den har ett självständigt mandat och att dess möten präglas av öppna diskussioner med värdefulla inspel från alla ledamöter. Styrelsen består av fyra externa ledamöter samt vd från respektive AP-fond. Vd-representationen i styrelsen uppges vara ett gemensamt beslut mellan fonderna och speglar storleken på innehaven. Fjärde AP-fondens vd har även en nära dialog med fastighetsteamet och övriga berörda funktioner inom ramen för ägarstyrningsarbetet.

Ägarnas önskade exponering mot Vasakronan diskuteras i samband med upprättandet av ägarbrev. Eventuella kapitaltillskott beslutas av bolagsstämman, vilket innebär att ägarna ska vara överens. Fjärde AP-fonden bedömer dessutom att en eventuell minskning av ägandet i Vasakronan föredragsvis bör genomföras gemensamt av fonderna, bland annat eftersom oförändrade relativa ägarandelar anses fördelaktiga. Även om någon avyttring inte har diskuterats utgår Fjärde AP-fonden ifrån att en sådan skulle föregås av en konstruktiv dialog mellan ägarna. Vidare bedöms att en kraftig minskning av fastighetsexponeringen sannolikt endast skulle bli aktuell vid en exogen händelse som leder samtliga fonder till samma slutsats.

### *Rikshem*

Innan investeringen i Rikshem saknade Fjärde AP-fonden exponering mot bostäder, ett segment som ansågs viktigt i en långsiktig pensionsportfölj. Förvärvet genomfördes 2010 och ett år senare sålde Fjärde AP-fonden 50 procent av sin ägarandel till AMF. Fjärde AP-fonden och AMF äger därefter 50 procent vardera av Rikshem Holding, som i sin tur äger 100 procent av aktierna i Rikshem. Under ägarperioden har företaget konsekvent återinvesterat vinster och därför inte gjort utdelningar till ägarna.

Bolagsstyrningen för Rikshem motsvarar den i Vasakronan, med tillägg av ett formellt ägarforum där ägarrepresentanter, Rikshems vd och styrelsens ordförande deltar och träffas kvartalsvis. Ägarforumet delges uppdateringar från bolaget och diskuterar specifika ägarfrågor, såsom kreditbetyg och utdelning. Det finns även ett informellt ägarforum där respektive ägares ägarrepresentanter och styrelseledamöter diskuterar bolagsspecifika frågor. Eventuella kapitaltillskott beslutas av bolagsstämman och kräver båda ägarnas godkännande. Det informella ägarforumet gör också en årlig översyn av ägardirektivet och justerar det vid behov. En valberedning, utsedd av respektive ägare, träffar årligen styrelseledamöterna. Styrelsen består av sex ledamöter, varav fyra är oberoende. Fjärde AP-fondens styrelserepresentant för dialog med förvaltningsteamet för såväl onoterade som noterade aktier och tar vid behov stöd av övriga fondresurser.

### 10.2.3 Investeringar i infrastruktur, skog och jordbruk

Fjärde AP-fonden har inte skogs- eller jordbruksinvesteringar i dess portfölj. Detta avsnitt behandlar därför endast investeringar inom infrastruktur. För ytterligare perspektiv på fondens investeringar i infrastruktur hänvisas till beskrivningen av Polhem Infra.

### *Meridiam*

Fonden Meridiam Sustainable Infrastructure Europe (MSIE) IV investerar huvudsakligen i internationella nybyggnadsprojekt inom infrastruktur som ofta har ett statligt deltagande. Fjärde AP-fonden har en långtgående relation med Meridiam och betraktar fondförvaltaren som en specialist inom PPS-projekt och reglerade tillgångar. Infrastrukturektorn ställer i regel höga krav på

förvaltarens förmåga och kompetens, vilket Fjärde AP-fonden ansåg understryka lämpligheten av att investera i tillgångslaget via Meridiam.

Till följd av dess långtgående relation med Meridiam gavs Fjärde AP-fonden möjligheten att investera i MSEI IV, vilket är en specialistfond som investerar i projekt som i övrigt är svåra att exponeras mot för. Projekten har i regel en hög grad av kontrakterade kassaflöden i kombination med långsiktiga investeringar och en tydlig inflationskoppling. Fondförvaltarens investeringsstrategi stämmer därmed väl överens med Fjärde AP-fondens strategiska inriktning inom infrastruktur med stabila tillgångar (eng: core). Fjärde AP-fonden sitter i MSIE IV:s styrelse (eng: Limited Partnership Advisory Committé), där dess investeringar diskuteras och följs upp på. Enligt fondavtalet har denna styrelse rösträtt i vissa frågor. Utöver detta har Fjärde AP-fonden dialoger med dels fondförvaltaren, dels andra investerare i fonden.

### *Suez*

Inom ramen för dess investering i MSIE IV presenterades sidoinvesteringsmöjligheten i Suez, vilket är ett globalt bolag verksamt inom vatten och avfall. Fjärde AP-fonden såg sidoinvesteringen som en möjlighet att få exponering mot redan uppbyggda tillgångar. Investeringen ansågs därför ha en begränsad risk och stämma väl överens med Fjärde AP-fondens investeringsstrategi. Vidare var investeringsformen en kostnadseffektiv möjlighet att utöka AP-fondens exponering mot attraktiva tillgångsegenskaper som fonden redan investerar i. Efter både en kommersiell och operationell formell genomlysning (eng: operational/ commercial due diligence) av sidoinvesteringsmöjligheten och av MSIE IV, fattades beslut om att genomföra sidoinvesteringen i 2021.

Styrningen för sidoinvesteringen sker på motsvarande sätt som fondinvesteringen i Meridiam, med skillnaden att motsvarande styrelse består av färre investerare. Fjärde AP-fonden bjuds även regelbundet in till möten med bland annat vd:n för Suez vid bland annat årsmöten. På samma sätt kan Fjärde AP-fonden efterfråga möten med portföljbolagens ledning. Båda portföljförvaltarna inom infrastruktur på Fjärde AP-fonden lägger betydande tid på denna investering. Därutöver involveras Chef för Alternativa Investeringar, medarbetare i teamet för Alternativa Investeringar, Fundamentala aktier och Tematiska gruppen i investeringen.

## 10.2.4 Investeringar i onoterade aktier

### *Fondinvesteringar*

Fjärde AP-fondens portfölj inom onoterade aktier består nästan uteslutande av fondinvesteringar. Fonden betonar vikten av att bygga relationer till fondförvaltare och att utvärdera dessa över en längre tidsperiod. Processen för att utvärdera en fondförvaltare estimeras löpa över minst ett år. Centrala komponenter som utvärderas är fondförvaltarnas strategi och deras kultur, organisatoriska resurser och kompetenser, operativa processer, historisk prestation (eng: track record) och villkor. Kultur anses särskilt avgörande för att förutspå förvaltarnas agerande i mer utmanande situationer.

### *Sidoinvesteringar*

Fjärde AP-fonden gör inte sidoinvesteringar (eng: co-investments) i onoterade aktier. Det kan bland annat hänföras till att presenterade sidoinvesteringsmöjligheter hittills främst varit inom nybildade företag (eng: ventures), där den möjliga storleken på investeringen är liten och inte i proportion till

det arbete som krävs. Ett alternativ för att göra investeringsprocessen mer kostnadseffektiv är att investera i en sidoinvesteringsfond. Detta skulle ge fondförvaltaren ansvar för investeringsprocessen och ett diskretionärt investeringsmandat. Givet risken för ogynnsamt urval (eng: adverse selection) samt vikten av att behålla urvalsprocessen internt har Fjärde AP-fonden valt att inte tillämpa denna investeringsform. Under 2026 kommer Fjärde AP-fonden arbeta vidare med strategin och ett ramverk för sidoinvesteringar som spänner över alla tillgångsslag, med ett särskilt fokus på infrastruktur och onoterade aktier. AP-fonden ser att det finns fördelar med att göra sidoinvesteringar. En stor fördel är att det ofta ges möjlighet att sänka avgifterna genom sidoinvesteringar. En annan fördel är att det ger möjlighet att forma portföljen genom att öka exponeringen mot vissa segment.



## 11. Referenslista

- BAI (Bundesverband Alternative Investments e.V.). (2020). *CO-INVESTING 101: BENEFITS AND RISKS*. HarbourVest. [https://www.bvai.de/fileadmin/Themenschwerpunkte/Co-investments\\_und\\_Secondaries/Leitfaeden\\_Whitepapers\\_Studien/HVP\\_Co-Investing\\_White\\_Papers\\_-\\_3-Part\\_Series.pdf](https://www.bvai.de/fileadmin/Themenschwerpunkte/Co-investments_und_Secondaries/Leitfaeden_Whitepapers_Studien/HVP_Co-Investing_White_Papers_-_3-Part_Series.pdf)
- Bain & Company. (2024). *Global private equity report 2024*. [https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain\\_report\\_global-private-equity-report-2024.pdf](https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf)
- Bain & Co. (2025). *Global Private Equity Report 2025*. [https://www.bain.com/globalassets/noindex/2025/bain-report\\_global-private-equity-report-2025.pdf](https://www.bain.com/globalassets/noindex/2025/bain-report_global-private-equity-report-2025.pdf)
- Barton, L., & Varanasi, P. (2024). *Unlocking diversification: The strategic role of real estate in multi-asset portfolios*. Oxford Economics. [https://prodapp.epra.com/media/Oxford\\_Economics\\_EPRA\\_portfolio\\_optimisation\\_report\\_2024\\_1727092189655.pdf?](https://prodapp.epra.com/media/Oxford_Economics_EPRA_portfolio_optimisation_report_2024_1727092189655.pdf?)
- BloombergNEF. (2025, 30 januari). *Energy Transition Investment Trends 2025*. [https://assets.bbhub.io/professional/sites/24/951623\\_BNEF-Energy-Transition-Trends-2025-Abridged.pdf](https://assets.bbhub.io/professional/sites/24/951623_BNEF-Energy-Transition-Trends-2025-Abridged.pdf)
- Carta. (2025, 28 juni). *How to measure investment fund performance: VC & PE metrics explained*. <https://carta.com/uk/en/learn/private-funds/management/fund-performance/?ir=uk-home-ft-valuations%2F&utm>
- Clark, G. L., & Urwin, R. (2008). Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management*, 9(1), 2–21. <https://doi.org/10.1057/jam.2008.1>
- Connection capital. (2025, 23 maj). *Why are companies staying private for longer than ever before? (And how does it impact investors?)* <https://www.connectioncapital.co.uk/understanding-alternatives/private-markets-and-alternative-investments-the-fundamentals/why-are-companies-staying-private-for-longer-than-ever-before/>

EQT. (2024, 29 augusti). *What Are the Different Stages of Private Equity?*

<https://eqtgroup.com/thinq/Education/what-are-the-different-stages-of-private-equity>

Europeiska kommissionen. (2024). *The future of European competitiveness: A competitiveness*

*strategy for Europe.* [https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-](https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20%20OA%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf)

[412d-be4c-](https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20%20OA%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf)

[f152a8232961\\_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20 %2](https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20%20OA%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf)

[OA%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf](https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20%20OA%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf)

Europeiska kommissionen. (2019). *Den europeiska gröna given* (COM(2019) 640 final).

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=CELEX:52019DC0640>

Europaparlamentet och Europeiska unionens råd. (2011). *Direktiv 2011/61/EU om förvaltare av*

*alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiven 2003/41/EG och 2009/65/EG*

*och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010.*

<http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>

Europaparlamentet och Europeiska unionens råd. (2019). *Förordning (EU) 2019/2088 av den 27*

*november 2019 om hållbarhetsrelaterade upplysningar som ska lämnas inom den finansiella tjänstesektorn.* Europeiska unionens officiella tidning.

<http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/2020-07-12>

Europaparlamentet och Europeiska unionens råd. (2020). *Förordning (EU) 2020/852 av*

*Europaparlamentet och rådet av den 18 juni 2020 om inrättande av en ram för att*

*underlätta hållbara investeringar (EU-taxonomiförordningen).* Europeiska unionens officiella

tidning. <http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>

EY. (2025, 14 oktober). *Stockholm starkaste IPO-marknaden i Europa.*

[Stockholm starkaste IPO-marknaden i Europa | EY – Sverige](#)

Franzke, E. (2001). *Four keys to corporate venturing success.* Bain & Co.

<https://www.bain.com/insights/four-keys-to-corporate-venturing-success/>

Gage, D. (2012, 19 September). *The Venture Capital Secret: 3 Out of 4 Start-Ups Fail.* The Wall Street

Journal. [https://chasegrowthcapital.com/wp-content/uploads/2016/11/THE-VENTURE-](https://chasegrowthcapital.com/wp-content/uploads/2016/11/THE-VENTURE-CAPITAL-SECRET-3-OUT-of-4-Start-Ups-Fail.pdf)

[CAPITAL-SECRET-3-OUT-of-4-Start-Ups-Fail.pdf](https://chasegrowthcapital.com/wp-content/uploads/2016/11/THE-VENTURE-CAPITAL-SECRET-3-OUT-of-4-Start-Ups-Fail.pdf)

- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2021). *How venture capitalists make decisions*. Harvard Business Review. <https://hbr.org/2021/03/how-venture-capitalists-make-decisions>
- Hochberg, Y.V., Ljungqvist, A., Lu, Yang. (2007). *Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance*. The Journal of Finance, 62(1), 251–299. [https://www.cis.upenn.edu/~mkearns/teaching/NetworkedLife/VC\\_networks.pdf](https://www.cis.upenn.edu/~mkearns/teaching/NetworkedLife/VC_networks.pdf)
- International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF). (2008). *Santiago Principles: Generally accepted principles and practices (GAPP)*. [https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf)
- J.P. Morgan Asset Management. (2025). *Guide to Alternatives*. <https://am.jpmorgan.com/se/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-alternatives/>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect theory: An analysis of decision under risk*. Econometrica, 47(2), 263–291. <https://www.jstor.org/stable/1914185>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases: Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty. *science*, 185(4157), 1124-1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Linnovate Partners. (2025, 25 februari). *Understanding Limited Partnership Agreements (LPAs) in Funds: A Comprehensive Guide*. <https://www.linnovatepartners.com/understanding-limited-partnership-agreements-lpas-in-funds-a-comprehensive-guide/>
- McKinsey & Company. (2025, 20 maj). *Global Private Markets Report 2025: Braced for shifting weather*. <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20global%20private%20markets%20report/2025/global-private-markets-report-2025-braced-for-shifting-weather.pdf?shouldIndex=false>
- Moore, D. A., & Healy, P. J. (2008). The trouble with overconfidence. *Psychological Review*, 115(2), 502–517. <https://doi.org/10.1037/0033-295X.115.2.502>

- Moore K. (2023, 24 juli). *Compensation conundrum: CVCs grapple with pressure to pay like a VC*. Global Corporate Venturing. <https://globalventuring.com/corporate/best-practice/cvc-compensation/>
- Nanda, R., Samila, S., Sorenson, Olav. (2020). *The persistent effect of initial success: Evidence from venture capital*. Journal of Financial Economics, 137, 231–248. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.01.004>
- National Venture Capital Association (NVCA). (2025). *The definitive review of the US venture capital ecosystem (2025 Q3)*. <https://nvca.org/wp-content/uploads/2025/10/Q3-2025-PitchBook-NVCA-Venture-Monitor.pdf>
- Naxs. (u.å.). *Fond/Private equity-fond/Limited Partnership*. <https://naxs.se/private-equity/ordlista/fondprivate-equity-fondlimited-partnership/>
- Ofwat. (2024). *PR24 final determinations: Aligning risk and return*. <https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2024/12/PR24-final-determinations-Aligning-risk-and-return-1.pdf>
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2012). *Recommendation of the Council on Guidelines for Pension Fund Governance (OECD/LEGAL/0336)*. <https://legalinstruments.oecd.org/public/doc/251/251.en.pdf>
- Ponciano, J. (2025, 15 Juli). *Why Growth Companies Are Opting Out of the Stock Market—And What It Means for You*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/companies-opting-out-of-stock-market-11757107>
- Preqin. (u.å.). *Infrastructure*. <https://www.preqin.com/academy/lesson-4-asset-class-101s/infrastructure>
- Pucci, N. (2025, January 29). *Global ESG fund flows increase in Q4*. Morningstar. <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/global-esg-fund-flows-increase-q4>
- Regeringen. (2020, 28 maj). *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2019*. (Skr. 2019/20:130). Finansdepartementet. <https://www.regeringen.se/contentassets/543618006b5244f287d2c5dba402bcc4/redovisning-av-ap-fondernas-verksamhet-t.o.m.-2019-skr.-201920130.pdf>

- Regeringen. (2024, 30 maj). *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2023*. (Skr. 2023/24:130). Finansdepartementet.  
<https://www.regeringen.se/contentassets/b38d1cf2adda425b8c5b201fe4e410d9/redovisning-av-AP-fondernas-verksamhet-t.o.m.-2023-skr.-202324130.pdf>
- Regeringen. (2025, 28 maj). *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2024*. (Skr. 2024/25:130). Finansdepartementet.  
<https://www.regeringen.se/contentassets/4db3887e283c49f4bfd0901ef6b9815d/redovisning-av-ap-fondernas-verksamhet-t.o.m.-2024-skr-202425130.pdf>
- Riksrevisionen. (2010). *Regeringens försäljning av Vasakronan*. (RiR 2010:2)  
[https://www.riksrevisionen.se/download/18.2008b69c18bd0f6ed3f2ed35/1518435471579/RiR\\_2010\\_2.pdf](https://www.riksrevisionen.se/download/18.2008b69c18bd0f6ed3f2ed35/1518435471579/RiR_2010_2.pdf)
- Riksrevisionen. (2021). *AP-fondernas hållbarhetsarbete – investeringar och ägarstyrning* (RiR 2021:18).  
[https://www.riksrevisionen.se/download/18.2008b69c18bd0f6ed3f2a1f6/1622620525204/RiR%202021\\_18%20Anpassad.pdf](https://www.riksrevisionen.se/download/18.2008b69c18bd0f6ed3f2a1f6/1622620525204/RiR%202021_18%20Anpassad.pdf)
- SEB Group. (2025). *Theme Infrastructure*.  
[https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/alldocsbyunid/551483A455FD0B44C1258C8F00288FFC/\\$FILE/Theme\\_Infrastructure\\_ENG.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/alldocsbyunid/551483A455FD0B44C1258C8F00288FFC/$FILE/Theme_Infrastructure_ENG.pdf)
- Shiller, R. J. (2019). *Narrative economics: How stories go viral & drive major economic events*. Princeton University Press.
- Sløk, T. (2024, 4 mars). *Significant decline in the number of publicly listed companies*. Apollo Academy. <https://www.apolloacademy.com/significant-decline-in-the-number-of-publicly-listed-companies/>
- Statistikmyndigheten SCB. (2025). *Antal noterade bolag efter svenska marknadsplatser. 2 ggr/år 2006M12–2025M06*. Statistikdatabasen  
[https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START\\_FM\\_FM0201\\_FM0201D/NoteradeAntalBolag/table/tableViewLayout1/](https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START_FM_FM0201_FM0201D/NoteradeAntalBolag/table/tableViewLayout1/)

- Sustainalytics. (2025). *Six sustainable investing trends to watch in 2025*. Morningstar.  
<https://connect.sustainalytics.com/hubfs/Six%20Sustainable%20Investing%20Trends%20to%20Watch%20in%202025.pdf>
- Sveriges regering. (2019). *Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna* (Prop. 2019/20:57). Finansdepartementet.  
<https://www.regeringen.se/contentassets/9cf48b4e93f845149598129c8b321a93/vissa-ytterligare-andringar-av-placeringsreglerna-for-forstafjarde-ap-fonderna.pdf>
- Sveriges riksdag. (2000). *Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)*.  
[https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2000192-om-allmanna-pensionsfonder\\_sfs-2000-192/](https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2000192-om-allmanna-pensionsfonder_sfs-2000-192/)
- Thames Water. (2024). Thames Water PR24 DD response – Risk and Return.  
<https://www.thameswater.co.uk/media-library/home/about-us/regulation/our-five-year-plan/draft-determination-2024/thematic-chapters/TMS-DD-041-Thames-Water-Risk-and-Return.pdf?valid=true>
- Thomas, D., & Gupta, S. (2025, 4 juli). *Global private equity dry powder continues fall from 2023 peak*. S&P Global Market Intelligence. <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/7/global-private-equity-dry-powder-continues-fall-from-2023-peak-91374487?>
- Tägtström, G. (2025, 1 april). *Uppgifter: Inget miljardstöd till Harald Mix stålbolag*. EFN.  
<https://efn.se/uppgifter-inget-miljardstod-till-harald-mix-stalbolag>
- World Economic Forum. (2015). *Mitigation of political & regulatory risk in infrastructure projects*.  
[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Risk\\_Mitigation\\_Report14.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Risk_Mitigation_Report14.pdf)
- Zider, Bob. (1998, November). *How Venture Capital Works*. Harvard Business Review.  
<https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>

## 12. Begreppslista

**Alfa:** Ett mått på en investerings riskjusterade överavkastning i förhållande till relevant marknadsindex eller jämförelsetal (eng: benchmark), där ett positivt alfa indikerar bättre prestation än marknaden och ett negativt alfa visar underprestation.

**ALM-modell (Asset–Liability Management modell):** Avser i detta sammanhang ett strategiskt analysverktyg som används av AP-fonderna för att säkerställa att tillgångarna över tid kan täcka de framtida pensionsutbetalningarna genom att simulera och optimera samspelet mellan kapitalförvaltning, demografiska förändringar och ekonomiska faktorer såsom räntor, inflation och avkastningskrav.

**Fondförvaltare (eng: general partner, förkortat GP):** Delägare i ett limited partnership med obegränsat ekonomiskt ansvar. I svensk legal struktur motsvarar GP en komplementär i ett kommanditbolag.

**Fondinvesterare (eng: limited partners, förkortat LP):** Delägare med begränsat ansvar i ett limited partnership. LP är investerare som tillhandahåller kapital till en investeringsfond. I svensk legal struktur motsvarar LP en kommanditdelägare i ett kommanditbolag.

**Co–investering:** En fondinvesterare (LP) investerar i ett portföljbolag utanför den huvudsakliga fondstrukturen (eng: main fund). Co–investeringar sker typiskt sett som del av existerande relation med fondförvaltare där LP har pågående fondinvesteringar. Fondförvaltaren (GP) är fortsatt ansvarig för att driva värdeskapandet i den förvärvade tillgången och co–investeringar förvaltas därmed som regel på samma sätt som fondinvesteringar.

**Diskretionärt:** Avser i denna rapport att förvaltaren tilldelas ett mandat att fatta beslut baserat på egen bedömning och expertis, utan direkt involvering av investeraren.

**Etablerade företag (eng: buyout):** Avser i denna rapport ett delsegment inom onoterade aktier. Avser investeringar i mogna/större företag än de två andra delsegmenten (inom onoterade aktier growth och venture) som omnämns i denna rapport.

**Fondens investerarkommitté (eng: Limited Partnership Association Committé, förkortat LPAC):** Ett forum som i regel består av de största investerarna (LPs) i fonden. Kommittén behandlar ofta frågor relaterade till intressekonflikter, värderingsmetodologi och andra fördefinierade bestämmelser som rör fonden.

**Fondförvaltarens styrelse (eng: investor board):** Ett investerarråd kopplat till en fondförvaltare (GP) där utvalda investerare bjuds in att ge strategisk input, följa fondens utveckling och föra dialog om viktiga beslut. Rådet är rådgivande och kompletterar fondförvaltarens formella styrning.

**Fondutfästelse (eng: committed capital):** Den kapitalsumma som en investerare (LP) ger löfte om att (över tid) betala in till en fond.

**Formell genomlysning (eng: due diligence):** En process som genomförs av investerare inför ett eventuellt investeringsbeslut för att analysera och utvärdera bland annat de kommersiella, operationella och de legala meriterna av en investering.

**Förvalt kapital (eng: Assets under Management, förkortat AuM):** Ett mått på det totala marknadsvärdet av de finansiella tillgångar som en fond, kapitalförvaltare eller investmentbolag förvaltar för sina kunder.

**Förvaltningsavtal (eng: management agreement):** Ett avtal där en aktör anlitar ett externt företag för att sköta förvaltning, administration eller andra operativa uppgifter. Genom avtalet tillförs resurser och kompetens utan att organisationen själv behöver anställa personal.

**Gas:** En föreslagen mekanism inom det svenska inkomstpensionssystemet som, i motsats till den automatiska balanseringen ("bromsen"), skulle möjliggöra en höjning av pensionsutbetalningar när balanstalet är starkt.

**Huvudinvesterare (eng: lead investor):** Den investerare som tar en ledande roll i en transaktion genom att bland annat driva investeringsprocessen, genomföra fördjupade analyser och förhandla villkoren. Huvudinvesteraren förväntas ha särskild kompetens och resurser för att bevaka investeringens intressen.

**Illikviditetspremie:** Den extra avkastning som en investerare kräver för att ta på sig risken att inte kunna sälja tillgångar snabbt utan att ha en betydande påverkan dess pris (och sälja till en rabatt). Premien kompenserar investeraren för den ökade risken som är associerad med att låsa upp kapital över en längre period.

**Kapitalanrop (eng: capital calls):** Formella begäranden från en fondförvaltare (GP) till investerare (LP) om att betala in sitt åtagna kapital. Kapital anropas successivt när fonden genomför investeringar eller behöver täcka kostnader, snarare än vid ett enda initialt tillfälle.

**Kapitalförvaltningsavtal (eng: assets management agreement):** Ett avtal mellan en investerare (LP) och en kapitalförvaltare (GP) som reglerar hur förvaltaren ska sköta och investera tillgångarna. Avtalet reglerar förvaltarens mandat, befogenheter, ersättning och rapportering avseende förvaltningen.

**Kommerciella formella genomlysningar (eng: commercial due diligence):** En strukturerad analys av ett företags marknad, kunder, konkurrenssituation och affärsmodell inför en investering eller förvärv. Syftet är att bedöma den kommersiella hållbarheten, tillväxtpotentialen och riskerna i affären.

**Medium Term Note-program (MTN-program):** En ram inom vilken en aktör kan emittera obligationer i olika trancher/omgångar.

**Mezzaninelån:** Avser ett efterställt lån som ofta är helt eller nästan helt utan säkerhet. Det utgör en mellanform av finansiering och fungerar som en brygga mellan seniora lån (banklån) och aktiekapital.

**Nybildade företag (eng: venture):** Avser i denna rapport ett delsegment inom onoterade aktier. Nya företag med skalbar affärsidé och tillväxtambitioner, ofta med potential att ta in externt kapital.

**Nätgrossistverksamhet (eng: carrier):** En verksamhet som tillhandahåller grundläggande nätinfrastruktur och kapacitet till andra operatörer, snarare än till slutkunder. En carrier säljer exempelvis datatrafik, fiberkapacitet eller nätanslutningar på grossistnivå, vilket möjliggör att andra aktörer kan leverera tjänster vidare till slutkund.



**Oinvesterat kapital (eng: dry powder):** Det kapital som en fond eller investerare redan har åtagit sig men ännu inte placerat.

**Ogynnsamt urval (eng: adverse selection):** En situation där en part drabbas av nackdelar eftersom den andra parten har mer information och därmed kan utnyttja informationsasymmetrin. Avser i denna rapport att investeraren riskerar att attrahera eller välja sämre investeringar än avsett på grund av bristande transparens.

**Onoterade aktier (eng: private equity):** Refererar i denna rapport genomgående till investeringar i onoterade aktier via fondstrukturer. Onoterade aktier kan delas in i flera segment såsom etablerade företag (eng: buyout), tillväxtföretag (eng: growth) och nybildade företag (eng: venture).

**Onoterade krediter (eng: private credit):** Lån och kreditlösningar som ges direkt till företag av privata investerare eller fonder, utan att gå via offentliga marknader. Onoterade krediter används ofta som alternativ finansiering för bolag som inte emitterar obligationer eller tar banklån.

**Operationella formella genomlysningar (eng: operational due dilience):** En systematisk granskning av ett företags operativa kapacitet, processer och interna kontrollmiljö. Syftet är att bedöma hur väl verksamheten fungerar i praktiken och identifiera risker kopplade till drift, organisation, teknik och ledningsstruktur.

**Operativt företagsledningsansvar:** Med operativt företagsledningsansvar avses den löpande förvaltningen av ett företag och beslut som fattas med anledning av den.

**Prestationsbaserad ersättning (eng: carry):** Den del av vinsten som tillfaller fondförvaltaren utöver förvaltningsavgiften när investeringarna utvecklas väl.

**Samägd struktur (eng: joint venture):** En samarbetsform där två eller flera parter bildar och äger ett gemensamt bolag eller projekt.

**Sidoinvestering (eng: co-investment):** En fondinvesterar investerar i ett portföljbolag utanför den huvudsakliga fondstrukturen. Sidoinvesteringar sker ofta via fondförvaltare (GPs) som investeraren (LP) har pågående fondinvesteringar med. Fondförvaltaren (GP) ansvarar för att driva värdeskapandet tillgången och sidoinvesteringar förvaltas därmed i regel på samma sätt som fondinvesteringar.

**Tillväxtföretag (eng: growth):** Avser i denna rapport ett delsegment inom onoterade aktier som innefattar till investeringar i etablerade företag som befinner sig i en tillväxtfas.

**Utdelning i annan form än kontanter (eng: distributions in kind):** Utdelning som sker i form av andra tillgångar än pengar, exempelvis aktier eller värdepapper.

**Årgång (eng: vintage):** Avser det år en fond formellt startas och börjar investera kapital, vilket används för att jämföra fonder baserat på marknadsförhållanden och investeringscykler.

**Övergångsår (eng: gate year):** Ett år då en investerare har möjlighet att ompröva eller säga upp sitt åtagande i en fondstruktur innan nästa investeringsperiod påbörjas.

## 13. Appendix

### Uppdragsbeskrivning – avrop från ramavtal avseende utvärdering av AP-fondernas förvaltning av fondmedlen

Uppdraget omfattar det i ramavtalet separata tilläggsuppdraget.

Den i ramavtalet grundläggande delen (grunduppdraget) som innebär att ta fram underlag för regeringens utvärdering av samtliga AP-fonders förvaltning av fondmedel, planeras att avropas senast i december.

Tilläggsuppdraget ska redovisas i samma rapport som grunduppdraget. En preliminär slutrapport (för godkännande) av grunduppdrag och tilläggsuppdrag ska lämnas senast den 5 mars 2026. Slutgiltig rapport ska lämnas senast den 12 mars 2026.

#### **Tilläggsuppdraget**

Tilläggsuppdraget omfattar en fördjupad analys av formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar. Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) får investeringar i illikvida tillgångar endast ske genom fonder, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag (företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta onoterade aktier). Därutöver finns möjlighet till sidoinvesteringar i onoterade företag om en fond som AP-fonden har investerat i också innehar andelar i företaget. Ett övergripande syfte med fördjupningen är att undersöka i vilken utsträckning Första–Fjärde AP-fonderna säkerställer lämplig bemanning och resurser vid indirekt ägande, saminvesteringar och sidoinvesteringar, samt uppföljning och bevakning av sina ägarintressen i investeringarna.

Fördjupningen ska särskilt analysera formerna för gemensamägda riskkapitalföretag, såsom 4 to 1 Investments genom vilket fonderna investerat i batteritillverkaren Northvolt, och fastighetsbolag, både när sådana samägs av Första–Fjärde AP-fonderna själva och när sådana samägs med externa parter, samt av sidoinvesteringar.

Analysen ska, för var och en av Första–Fjärde AP-fonderna, innefatta följande delar.

#### **Intern organisation och kompetens**

Investeringar i illikvida tillgångar kräver en gedigen analys, due diligence och löpande uppföljning. När det gäller investeringar i onoterade aktier genom fonder, och till viss del genom sidoinvesteringar, handlar det framför allt om process och metod för valet av fondförvaltare. När det gäller investeringar i onoterade fastighetsbolag eller investeringar i onoterade aktier genom riskkapitalföretag, samägda av Första–Fjärde AP-fonderna eller av några av dem, handlar det om formen för investeringen, samt styrning och genomförande av investeringsbeslutet i respektive fond.

Hur gör Första–Fjärde AP-fonderna för att bevaka sina intressen i onoterade tillgångar, och hur bemannar de sig internt för uppgiften, och särskilt hur detta görs i förhållande till investeringarna i riskkapitalföretag och onoterade fastighetsbolag samt vid sidoinvesteringar. Både inför beslut om en investering, men även efter, när en investering är genomförd, i det löpande uppföljningsarbetet, vilket ställer särskilda krav på Första–Fjärde AP-fondernas interna organisation och kompetens.

Tilläggsuppdraget innebär att det ska göras en undersökning och analys av hur Första–Fjärde AP-fonderna, under hela investeringscykeln från beslut om investering, implementering, förvaltning och beslut om avveckling, säkerställer att det finns tillräcklig egen intern kompetens och resurser, och hur de arbetar internt för att följa upp och bevaka sina intressen i investeringarna.

### **Formerna för investeringarna**

Tilläggsuppdraget syftar till att analysera om, och i så fall på vilket sätt, formen för investeringarna och möjligtvis även storleken på investeringarna, påverkar Första–Fjärde AP-fondernas aktiva involvering i investeringen.

Tilläggsuppdraget innebär vidare att undersöka hur Första–Fjärde AP-fonderna säkerställer att de valda formerna för investeringarna följs upp och bemannas på rätt sätt och om valet av bemanning skiljer sig åt när Första–Fjärde AP-fonderna tillsammans gör saminvesteringar i onoterade riskkapitalföretag eller när de gör saminvesteringar med externa aktörer och varför. Olika risker förknippade med samägande utan eller med externa aktörer ska också belysas.

Tilläggsuppdraget ska redovisas i rapporten för grunduppdraget.