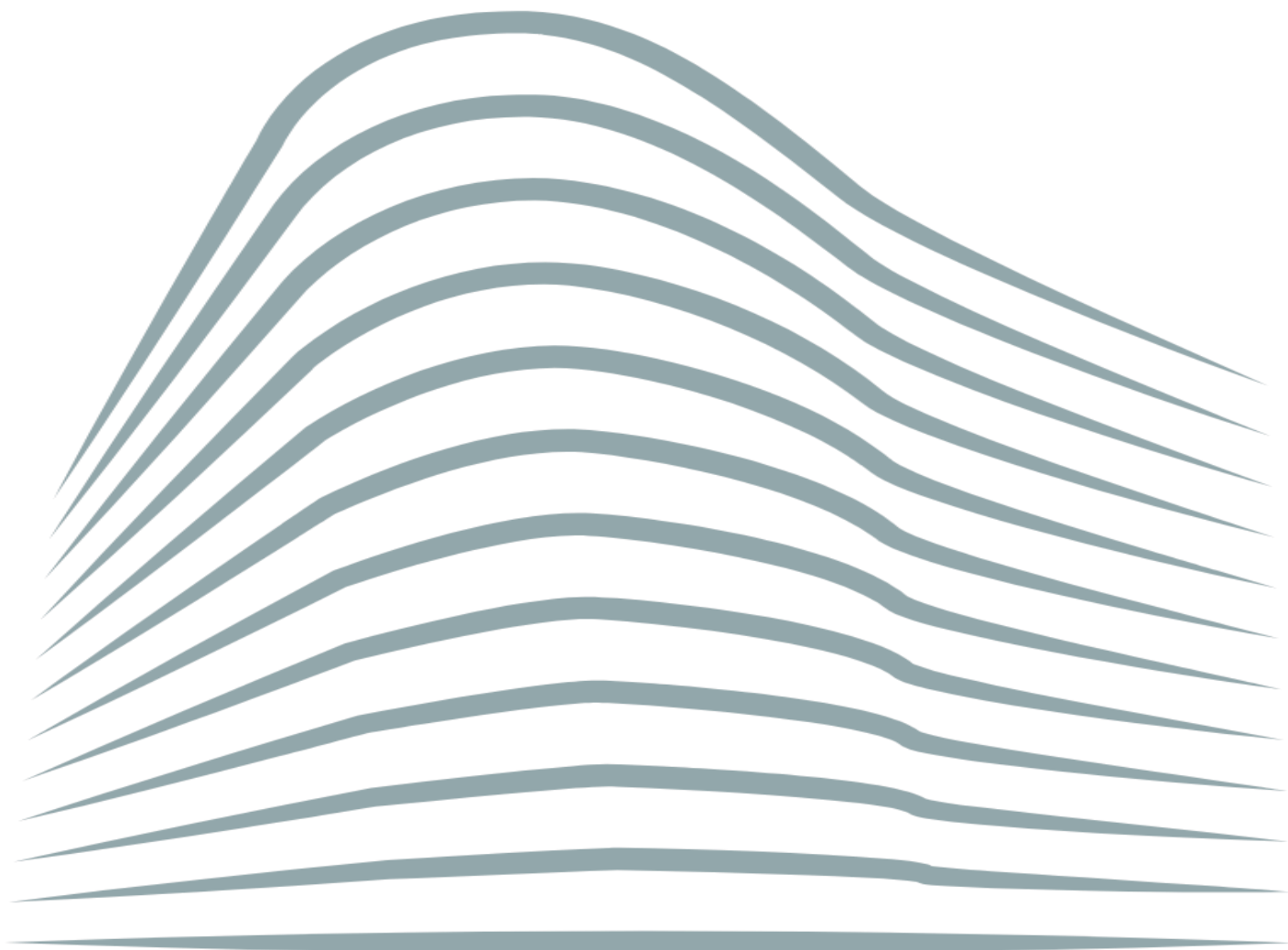




Utvärdering av AP-fondernas förvaltning till och med 2025

Finansdepartementet

12 mars 2026

Arkwright

Innehåll

1. Introduktion.....	4
1.1 Förord och uppdragsbeskrivning.....	4
1.2 Metod för den årliga utvärderingen.....	4
2. Sammanfattning.....	6
2.1 Buffertfonderna.....	6
2.2 Sjunde AP-fonden.....	9
2.3 Rekommendationer och övergripande observationer från årets utvärdering	11
3. AP-fondernas roll och omvärld	14
3.1 AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet	14
3.2 AP-fondernas uppdrag och styrning.....	16
3.3 AP-fondernas omvärld 2021–2025.....	17
3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder.....	21
3.5 Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag	24
4. Buffertfondernas gemensamma utveckling	25
4.1 Buffertfondernas avkastning 2001–2025	25
4.2 Första till Fjärde AP-fondens gemensamma utveckling	27
4.3 AP-fondernas hållbarhetsarbete	35
4.4 Samarbeten mellan fonderna	40
5. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden	42
5.1 Första AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025	42
5.2 Första AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025.....	44
5.3 Första AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025.....	50
5.4 Slutsatser och bedömningar	54
6. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden.....	55
6.1 Andra AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025	55
6.2 Andra AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025.....	57
6.3 Andra AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025.....	63
6.4 Slutsatser och bedömningar	68
7. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden.....	71
7.1 Tredje AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025	71
7.2 Tredje AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025	73
7.3 Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025	79
7.4 Slutsatser och bedömningar	84
8. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden	85
8.1 Fjärde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025	85
8.2 Fjärde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025	87

8.3	Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025	92
8.4	Slutsatser och bedömningar	98
9.	Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden.....	99
9.1	Sjätte AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025	99
9.2	Sjätte AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025	102
9.3	Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025	108
9.4	Slutsatser och bedömningar	114
10.	Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden – Premiepensionens förval	115
10.1	Sjunde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025	115
10.2	Sjunde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025	118
10.3	Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025	129
10.4	Slutsatser och bedömningar	134
11.	Övergripande observationer och förslag	137
11.1	Avvecklingar och tillgångsflyttar inom AP-fonderna.....	137
11.2	Samordnad ALM-analys för buffertfonderna	137
11.3	Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet	138
11.4	Begränsade nettoinvesteringar i illikvida tillgångar trots ökade möjligheter	138
11.5	Stora valutakursförändringar som haft påverkan på avkastningen	139
11.6	Utökat hållbarhetsarbete och målsättningar	139
11.7	Utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden	139

1. Introduktion

1.1 Förord och uppdragsbeskrivning

Arkwright har på uppdrag av Regeringskansliet genomfört en årlig utvärdering av AP-fondernas förvaltning av fondmedel till och med 2025. Uppdraget inkluderar analys och bedömning av förvaltning av fondmedel, med utgångspunkt i respektive AP-fonds uppdrag och krav på kapitalförvaltning enligt lag och förarbeten. Utvärderingen omfattar både perioden sedan fonderna inledde verksamheten, den senaste fem- respektive tioårsperioden samt år 2025.

Bedömningar är gjorda av AP-fondernas förvaltningsresultat med hänsyn till AP-fondernas avkastning, portföljer och risker utifrån fondernas egna avkastningsmål, alternativt avkastningsförväntningar, samt med beaktande av marknadens förutsättningar. Utvärderingen innehåller beskrivningar av respektive fonds mål eller förväntningar, strategier, eventuella förändringar av dessa och bedömning av implikationer för pensionssystemet, samt beskrivning av AP-fondernas investeringsfilosofier, -modeller och källor till avkastning. En jämförelse med internationella pensionsfonder med likartade uppdrag ingår även i underlaget. Utvärderingen innehåller en uppföljning av AP-fondernas samlade hållbarhetsarbete, uppfyllnad av hållbarhetsmål samt bedömning om AP-fondernas har uppnått lagstiftade hållbarhetsmål och krav. Utvärderingen sker för respektive fond och vid jämförelser mellan fonderna ska jämförbarhet säkerställas.

Inom ramen för årets utvärdering har en *'fördjupning i formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar'* genomförts, vilken refereras till i redovisningen och återfinns i sin helhet i bilaga *Tilläggsuppdrag*.

Strukturen för rapporten är som följer: **Kapitel 1:** Introduktion till uppdraget och beskrivning av metoden för utvärderingen. **Kapitel 2:** En sammanfattning som lyfter fram utvärderingens primära innehåll. **Kapitel 3:** En genomgång av AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet, deras uppdrag, styrning och omvärld. Här jämförs även buffertfonderna (AP1-6) med utländska pensionsfonder samt svenska pensions- och försäkringsbolag. **Kapitel 4:** En analys av den gemensamma utvecklingen för buffertfonderna samt Första till Fjärde AP-fonden isolerat, samt alla AP-fonders hållbarhetsarbete. **Kapitel 5–10:** Utvärdering av respektive fonds verksamhet och fondspecifika slutsatser. **Kapitel 11:** Arkwrights övergripande observationer och slutsatser från årets utvärdering, inklusive förslag.

1.2 Metod för den årliga utvärderingen

Arkwrights metodik för utvärderingen baseras på material från fondernas interna resultatuppföljning, proprietär datainsamling samt publika informationskällor. Syftet är att möjliggöra en rättvis och objektiv kartläggning av fondernas organisationer, tillgångsslag och deras bidrag till den redovisade avkastningen.

Det kan förekomma avvikelser från de siffror som fonderna rapporterar årligen, exempelvis på grund av periodiseringar eller andra justeringar vid datainsamlingen. Dessa avvikelser påverkar dock inte de övergripande slutsatserna eller bedömningarna i rapporten. Det kan även finnas variationer i hur fonderna rapporterar vissa specifika uppgifter. Utgångspunkten för rapporten har därför varit att säkerställa så hög jämförbarhet som möjligt mellan information och nyckeltal.

I utvärderingen görs vissa jämförelser mellan fonderna, detta trots att Arkwright är medvetet om att fondernas verksamheter är separata och oberoende av varandra. Dessa jämförelser anses dock

nödvändiga för att ge ytterligare insikter och bredare perspektiv. Vidare syftar kapitlet om fondernas gemensamma utveckling till att skapa en helhetssyn och belysa nya perspektiv.

Vidare är denna utvärdering en ex-post-analys, vilket innebär att slutsatserna enbart baseras på historiska data och händelser fram till och med 2025. Förändringar som genomförts under 2025 beaktas enbart utifrån det faktum att de har inträffat, utan möjlighet att analysera deras framtida effekter.

Den grundläggande utvärderingen av **Första till Fjärde AP-fondernas** verksamheter under 2025 omfattar en redogörelse av fondernas organisation, verksamhet, investeringsfilosofi och väsentliga händelser under året. Därutöver behandlas fondernas kapitalförvaltning och uppnådda resultat sedan deras etablering 2001. Rapporten utvärderar även i vilken utsträckning fonderna uppfyller det lagstadgade målet att förvalta fondmedel i enlighet med principen om *föredömlig förvaltning*, vilket inkluderar ansvarsfulla investeringar och ägande.

Sjätte AP-fonden fokuserar på investeringar i onoterade tillgångar och ser samtliga åtaganden till nya fonder som strategiska beslut. Fonden, som inledde sin verksamhet i slutet av 1996, utvärderas från den 1 januari 1997 till den 31 december 2025. Den samlade effekten av Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna på inkomstpensionssystemet bedöms för perioden 1 januari 2001 – 31 december 2025.

Sjunde AP-fonden jämförs delvis mot andra, av Fondtorgsnämnden, upphandlade fonder samt mot inkomstindex. Utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2025 inkluderar en analys av fondens förvaltningsmodell från den 24 maj 2010 till den 31 december 2025, samt en bedömning av fondens olika förvaltningsalternativ från den 1 januari 2001 till den 31 december 2025.

Från och med den 1 januari 2026 avvecklas Första och Sjätte AP-fonden, varvid deras tillgångar och förpliktelser överförs till Tredje och Fjärde respektive Andra AP-fonden. Eftersom detta genomförs efter den 31 december 2025 omfattas dess utfall inte av årets utvärdering, utan kommer att behandlas i nästkommande utvärdering av AP-fonderna. Under den utvärderade perioden har dock interna projekt och arbetsgrupper med koppling till avveckling och tillgångsflytt bedrivits inom AP-fonderna, vilka därmed omfattas av årets utvärdering.

Inom ramen för årets utvärdering har analysen av alternativa tillgångar, med särskilt fokus på illikvida investeringar, fördjupats. I samband med detta har historiska finansiella data för de illikvida innehaven justerats i syfte att förbättra precisionen i avkastningsberäkningarna och säkerställa metodmässig konsistens över tid. Bakgrunden till justeringen är att den värderingsinformation som är tillgänglig vid räkenskapsårets utgång typiskt avser rapportering per utgången av tredje kvartalet, snarare än faktiska värden per balansdagen. Detta medför en tidsmässig diskrepans mellan rapporterat värde och faktiskt värde vid årsskiftet. Samtidigt föreligger fullständig information avseende nettoflöden (kapitalanrop och distributioner) under fjärde kvartalet. I avsaknad av rapporterat fjärde kvartalsvärde har därför värdet per tredje kvartalet justerats med realiserade nettoinvesteringar under fjärde kvartalet för att approximera ett mer rättvisande värde per balansdagen. Enligt nuvarande metod tillämpas historiskt rapporterat värde per fjärde kvartalet i den utsträckning sådant finns tillgängligt. För räkenskapsåret 2025, där fjärde kvartalsvärdering ännu inte föreligger, har senast tillgängliga rapporterade värde (Q3) justerats med nettoflöden under Q4 i enlighet med ovan beskriven metodik.

Inom de illikvida tillgångarna används den modifierade Dietzmetoden för att uppskatta avkastningen per tillgångsslag. Detta skiljer sig från Sjätte AP-fonden, som redovisar avkastning enligt internräntemetoden (IRR). Metoderna är inte direkt jämförbara, men ger en övergripande indikation på avkastningsnivåerna inom respektive portfölj.

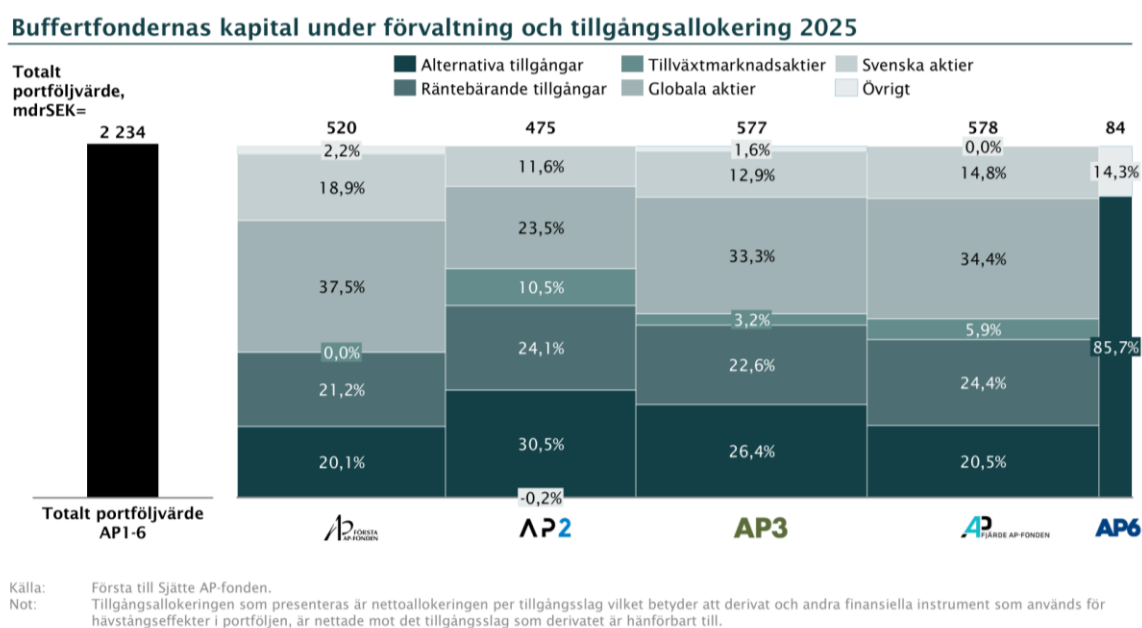
2. Sammanfattning

I följande avsnitt presenteras en sammanfattning av den årliga utvärderingen av AP-fondernas förvaltning av fondmedel till och med 2025. AP-fonderna är sex pensionsfonder som utgör basen i det svenska pensionssystemet, allmän pensionen. Första till Sjätte AP-fonden benämns som buffertfonder och hanterar inkomstpensionen medan Sjunde AP-fonden skiljer sig helt från de övriga AP-fonderna genom sitt uppdrag som förvalsalternativ inom premiepensionen.

Under de senaste åren har AP-fonderna verkat i en turbulent omvärld präglad av pandemi, krig, hög inflation, samt räntehöjningar och -sänkningar. Den svenska kronan har stärkts, vilket påverkat fondernas internationella innehav. Vidare har globala aktiemarknader utvecklats väl under 2025, men som efter valutaeffekter dämpar avkastningen.

2.1 Buffertfonderna

Första till Sjätte AP-fonden, de så kallade buffertfonderna, förvaltade vid utgången av 2025 totalt 2 234 miljarder kronor, en ökning med 104 miljarder kronor jämfört med utgången av 2024. Totalt transfererades 18 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet under 2025. Fonderna hade sammanlagt 299 anställda, varav 148 som arbetade inom kapitalförvaltningen, vilket är något färre än föregående år.



Figur 1: Buffertfondernas kapital under förvaltning och tillgångsallokering 2025

Första till Fjärde AP-fonden har en mer likartad tillgångsallokering, men det finns fortfarande variationer mellan fonderna (se Figur 1 ovan). Sett till tillgångsslaget globala aktier har Andra AP-fonden, i jämförelse med de övriga fonderna, en relativt låg exponering (23,5%). För resterande fonder är detta det största tillgångsslaget (33–37%). Vidare har Första AP-fonden den största allokeringen mot den svenska noterade aktiemarknaden (18,9%), men är också den enda fonden utan allokering i tillväxtmarknadsaktier där de andra tre fonderna har en allokering mellan 3–10%. Den räntebärande allokeringen är relativt lik fonderna emellan (21–24%). Inom alternativa tillgångar har Andra och Tredje AP-fonden den största allokeringen.

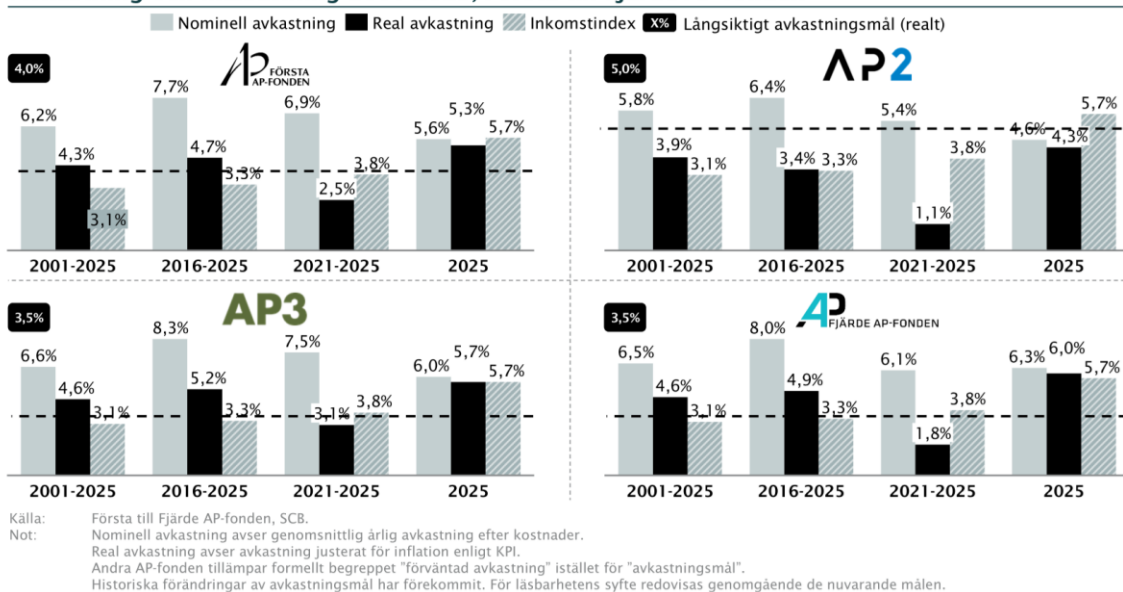
Den sammanlagda avkastningen för Första till Sjätte AP-fonden under 2025 var positiv och uppgick i genomsnitt till 6,2% efter kostnader, motsvarande 122 miljarder kronor vilket är 66 miljarder kronor lägre än föregående år. Avkastningen för 2025 är lägre än den genomsnittliga nominella avkastningen för de senaste fem och tio åren, som uppgår till 7,6% respektive 8,4%. Sedan start 2001 har buffertfonderna en sammanlagd avkastning på 6,3%.

Under 2025 uppgick den nominella avkastningen för Första AP-fonden till 5,6%, för Andra AP-fonden till 4,6%, för Tredje AP-fonden till 6,0%, för Fjärde AP-fonden till 6,3% samt för Sjätte AP-fonden till 8,3%. Se Figur 2 och Figur 3 för årets avkastning, samt avkastningen för de senaste fem- och tioårsperioderna samt sedan starten 2001 eller 1997.

Samtliga AP-fonder har individuellt fastställda reala avkastningsmål, med undantag för Andra AP-fonden, som i stället har en långsiktig förväntad avkastning. Första AP-fonden har ett långsiktigt reallt avkastningsmål på 4,0%. Andra AP-fonden har en långsiktig förväntad real avkastning på 5,0%. Tredje och Fjärde AP-fonden har ett långsiktigt reallt avkastningsmål på 3,5%. Sjätte AP-fondens avkastningsmål speglar utvecklingen för en medianfond som investerar i onoterade tillgångar. Avkastningsmålet beräknas som 90% av målavkastningen för den onoterade portföljen (Burgiss, senaste femårsperioden) och 10% av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill).

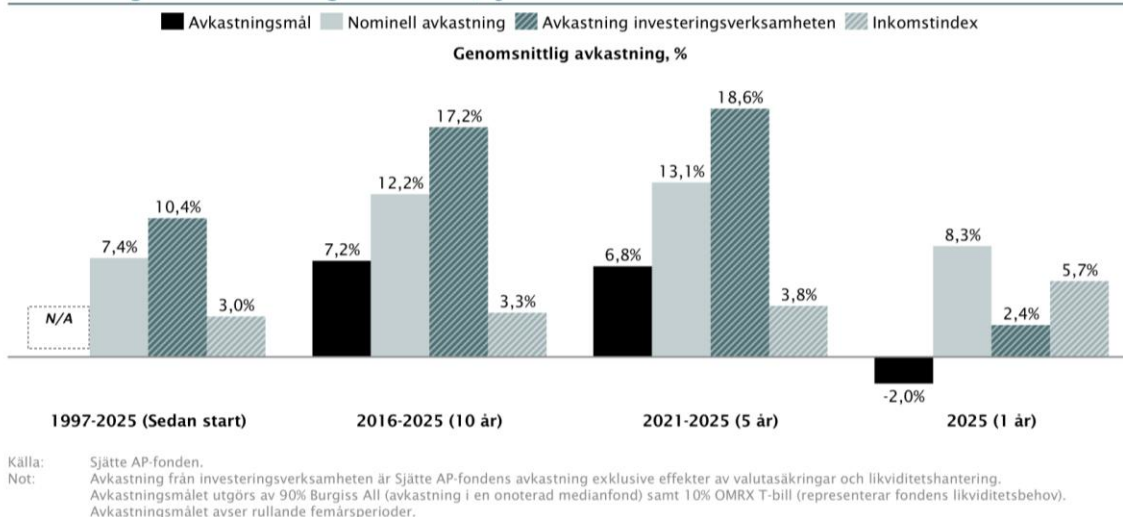
Avkastningsmålen, respektive Andra AP-fondens avkastningsförväntan, som buffertfonderna fastställer har förändrats över tid. I utvärderingen används det senast fastställda målet respektive den senast fastställda förväntan per AP-fond.

Avkastning och målsättning 2001-2025, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 2: Första till Fjärde AP-fondens avkastning och målsättning, 2001-2025

Avkastning och målsättning 1997-2025, Sjätte AP-fonden



Figur 3: Sjätte AP-fondens avkastning och målsättning, 1997-2025

Sedan starten 2001 har Första, Tredje och Fjärde AP-fonden överträffat sina avkastningsmål, medan Andra AP-fondens avkastning har varit lägre än sin långsiktiga förväntade avkastning. Sjätte AP-fonden har inget jämförbart avkastningsmål för denna period.

Sett ur ett tioårigt perspektiv (2016–2025) överträffar samtliga fonder sina långsiktiga mål, med undantag för Andra AP-fonden som hade en avkastning som var 1,6 procentenheter lägre än sin förväntade avkastning på 5,0%.

Under de senaste fem åren (2021–2025) är det ingen AP-fond som överträffar sina långsiktiga avkastningsmål. Den Tredje AP-fonden, med en avkastning på 3,1% per år, är närmast sitt mål, medan Andra AP-fonden är längst ifrån.

Jämfört med 11 utvalda och jämförbara pensionsfonder i länder som Norge, Finland, Danmark, Kanada och Australien har Första till Sjätte AP-fonden uppvisat goda avkastningsresultat. Under 2025 avkastade Första till Sjätte AP-fonden lägre än jämförelsegruppen, men sett över fem- samt tioåriga perioder har de presterat bättre än genomsnittet av de internationella pensionsfonderna.

Vidare, jämfört med svenska pensions- och försäkringsbolag, har Första till Fjärde AP-fonden överträffat jämförelsegruppens avkastning under 2025. Även sett över fem- och tioårsperioder har fondernas avkastning överstigit genomsnittet för svenska pensions- och försäkringsbolag. Första till Fjärde AP-fondernas relativa överavkastning gentemot jämförelsegruppen minskar dock över tid.

AP-fonderna fastställer själva, inom de ramar som anges i lagstiftningen, fördelningen av tillgångsslag i sina investeringsportföljer. Sjätte AP-fonden skiljer från de övriga buffertfonderna, då fonden har som uppdrag att investera i onoterade tillgångar och består därmed till 86% av alternativa investeringar. Vidare är fonden en stängd fond, utan in- eller utbetalningar till pensionssystemet och måste därför aktivt planera sin likviditet. Resterande allokering hänförs därmed till fondens likviditetsförvaltning och valutasäkringar.

Under 2025 bidrog aktier, räntor och alternativa tillgångar i genomsnitt positivt till fondernas avkastning. I absoluta tal hade globala aktier det största bidraget om 106,1 miljarder kronor för Första till Fjärde AP-fonden. Fondernas valutaexponering, efter valutasäkringarnas effekt, hade det starkaste negativa bidraget om cirka -69 miljarder kronor.

Första till Fjärde AP-fondens allokering inom alternativa tillgångar har under året minskat med -2,5 procentenheter till fördel för aktieallokeringen, och främst tillväxtmarknadsaktier. I övrigt har allokeringen, sett till buffertfonderna som helhet, inte haft några större förändringar.

Sett till buffertfondernas hållbarhetsarbete så präglas det av ett flertal gemensamma teman: (1) Ansvarsfullt och aktivt ägande som ett verktyg för klimatomställning, (2) Integration av hållbarhet i kapitalförvaltningen, (3) Sektorspecifika hållbarhetsrisker och tematiska investeringar som bidrar till omställningen, (4) Ökat engagemang, en aktiv roll och ledarskap i internationella och svenska samarbetsinitiativ samt (5) Iteration och uppföljning av målsättningar. Buffertfonderna har under året fortsatt med att vidareutveckla hållbarhetsarbetet inom deras verksamheter.

Under 2025 uppgick de totala uppmätta koldioxidutsläppen (Scope 1 och 2) inom buffertfondernas investeringar till 2,4 miljoner tCO₂e, vilket motsvarar en ökning med 0,47 miljoner tCO₂e jämfört med 2024.

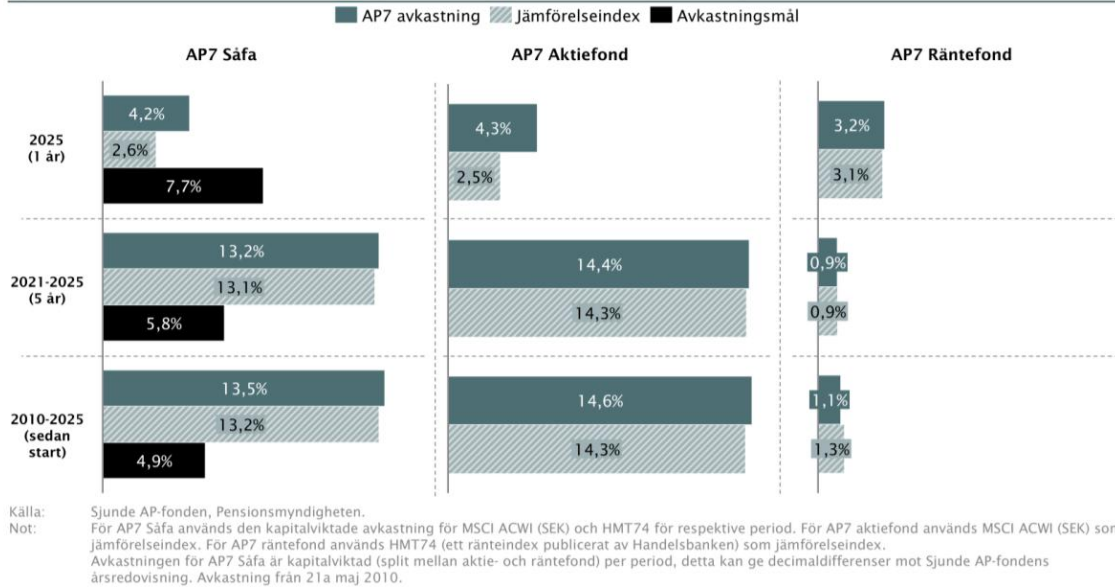
2.2 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltade vid utgången av 2025 totalt 1 529 miljarder kronor, en ökning med 89 miljarder kronor jämfört med utgången av 2024. Av detta var 1 366 miljarder kronor placerade i AP7 Aktiefond och 163 miljarder kronor i AP7 Räntefond. Fondens organisation bestod av totalt 74 medarbetare, varav 29 personer inom kapitalförvaltningen, vilket är en relativt stor ökning jämfört med föregående år.

Till skillnad från Första till Sjätte AP-fonden (buffertfonderna) är Sjunde AP-fonden inte en del av inkomstpensionssystemet, utan är förvaltare av det statliga förvalsalternativet för premiepensionen. Fondens förvalsalternativ, AP7 Såfa, är en fondportfölj vars tillgångsallokering och riskprofil är generationsmodellbaserad och justeras beroende på spararens ålder. Portföljen består av en kombination av Sjunde AP-fondens två fonder, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, vilka även utgör valbara alternativ på premiepensionens fondtorg.

AP7 Såfa har ett långsiktigt avkastningsmål om minst 2 procentenheter över inkomstpensionen, vilket sedan 2010 motsvarar en årlig målavkastning på 4,9%, där 2,9% utgörs av genomsnittlig inkomstindexering. Sett till sedan start (2010–2025) har AP7 Såfa överträffat sitt avkastningsmål samt jämförelseindex med en genomsnittlig kapitalviktad avkastning om 13,5%.

Sjunde AP-fondens avkastning, jämförelseindex och avkastningsmål 2010-2025



Figur 4: Sjunde AP-fondens avkastning, jämförelseindex och avkastningsmål, 2010-2025

Sjunde AP-fonden integrerar hållbarhet i sin investeringsstrategi och arbetar aktivt för att påverka realekonomin genom ansvarsfullt ägande. Klimatfrågan är en prioritet, och fonden har en klimathandlingsplan för att nå netto noll utsläpp till 2050.

De totala koldioxidutsläppen från Sjunde AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 3,6 miljoner tCO₂e under 2025. Detta är en minskning med 0,4 miljoner tCO₂e jämfört med 2024.

2.3 Rekommendationer och övergripande observationer från årets utvärdering

Rekommendationer och observationer per fond

Första AP-fonden: Arkwrights bedömning är att Första AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten. Arkwright har i övrigt inga ytterligare rekommendationer.

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

Arkwright fortsätter notera att Andra AP-fonden saknar ett tydligt definierat avkastningsmål. Arkwright anser att Andra AP-fonden ska ha ett explicit avkastningsmål som är anpassat till fondens riskprofil, åtagandestruktur och styrningskapacitet, för att skapa tydlighet i uppföljning och ansvar.

Arkwright uppmärksammar även att Andra AP-fonden har inlett en ompositionering inom globala aktier och tillväxtmarknadsaktier. Arkwright ser positivt på ambitionen att stärka aktieförvaltningen och anpassa portföljen till en förändrad marknadsstruktur, givet att fondens historiska faktorallokering kan ha bidragit till den svaga avkastningen. Samtidigt menar Arkwright att en ny indexstrategi, som motiveras av ett tematiskt argument, bär på en inneboende inkonsekvens.

Vidare konstaterar Arkwright att Andra AP-fonden inte når upp till sin långsiktiga avkastningsförväntan över senaste tioårsperioden.

Tredje AP-fonden: Arkwrights bedömning är att Tredje AP-fondens förvaltning av fondmedel uppfyller krav på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten. Arkwright har i övrigt inga ytterligare rekommendationer.

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

Arkwright anser att fondens hållbarhetsmål bör revideras för att konkretisera kvantitativa målnivåer enligt tidsmässiga hållpunkter.

Sjätte AP-fonden: Arkwrights bedömning är att Sjätte AP-fondens förvaltning av fondmedel har uppfyllt kraven på kapitalförvaltning inklusive hållbarhet, med utgångspunkt i fondens uppdrag och krav enligt lag och förarbeten.

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

Arkwright noterar att Sjunde AP-fonden har utvecklat ett mer segmenterat fokus per generation, vilket bedöms vara centralt för generationsmodeller som AP7 Såfa.

Året 2025 har påvisat att AP7 Såfa är en förhållandevis komplicerad pensionsprodukt, med bakgrund till hävstång, glidbanan och valutakurseffekter. I första anblick kan AP7 Såfa verka som en enkel och intuitiv pensionsprodukt, men året 2025 påvisar motsatsen.

Arkwright vidhåller sin bedömning av AP7 Såfas generationsmodell från tidigare utvärderingar.

Arkwright anser att nuvarande modell innebär en förvaltningsineffektivitet då hävstången kvarstår samtidigt som kapital successivt allokeras till räntefonden, vilket innebär att kapital indirekt lånas till högre ränta för att investeras i tillgångar med lägre förväntad avkastning.

Arkwright ser AP7 Räntefonds breddade mandat som positivt, men fondens historiska avkastning har varit lägre än både inkomstindex och inflation sedan 2010 vilket aktualiserar frågan om ränteallokeringens realvärdesäkring och roll i AP7 Såfa i nuvarande konstruktion.

Kronförstärkningen under 2025 dämpade avkastningen, medan hävstången i amerikanska dollar delvis fungerade som en valutasäkring. Arkwright bedömer att en hävstång finansierad i amerikanska dollar skapar en ändamålsenlig valutasymmetri vilket är särskilt viktigt då pensionsutbetalningar sker i svenska kronor.

Arkwright noterar även att det är centralt att beakta att marknadsindex inte är utformade som optimala sparportföljer, utan som mått på marknadens värdering och utveckling.

I jämförelse med upphandlade globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg har AP7 Aktiefond överträffat genomsnittet både 2025 och över fem år, delvis drivet av hävstångseffekten.

Omställningsportföljen uppgick vid utgången av 2025 till 0,9% av kapitalet, jämfört med målet om 10% till 2027. Arkwright noterar att allokeringen till portföljen fortskrider i relativt långsam takt.

I varje fondspecifikt avsnitt återfinns fullständiga slutsatser och bedömningar för respektive AP-fond.

Övergripande observationer och förslag

Sammantaget anser Arkwright att AP-fonderna är professionellt drivna pensions- och kapitalförvaltningsorganisationer med välutvecklade verksamheter och investeringsprocesser som tillämpar moderna och relevanta metoder och verktyg inom portföljförvaltning, riskhantering och hållbarhetsanalys. Inom ramen för den grundläggande utvärderingen har sju övergripande observationer identifierats:

Första och Sjätte AP-fondernas avveckling och tillgångsflytt

Första till Sjätte AP-fonderna har under året lagt betydande och resurskrävande arbete på verksamhetsavvecklingar och tillgångsflyttar, vilket har medfört ökade förvaltningskostnader, främst i form av engångskostnader. Trots detta har fonderna i stor utsträckning upprätthållit fokus på kapitalförvaltningen, och avkastnings- samt riskarbetet har inte påtagligt påverkats.

Samordnad ALM-analys för buffertfonderna

Arkwright anser fortsatt att en samordnad och gemensam ALM-process är nödvändig för att skapa en meningsfull och robust strategi med ett helhetsperspektiv av pensionssystemets riskprofil.

Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet

Buffertfonderna har under 2025 samt över tid bidragit positivt till pensionssystemets långsiktiga syfte och stabilitet. Arkwright påpekar fortsatt att det föreligger en komplexitet i att mäta exakt hur mycket och på vilket sätt enskilda fonder har bidragit. En djupare förståelse för sambandet mellan fondernas resultat och systemets övergripande och samlade finansiella ställning kräver en noggrann analys av osäkerhetsfaktorer och deras potentiella påverkan på framtida pensioner.

Begränsade nettoinvesteringar i illikvida tillgångar trots ökade möjligheter

Arkwright fortsätter notera begränsade nettoinvesteringar i illikvida tillgångar i Första till Fjärde AP-fonden, trots möjligheten att allokera upp till 40% av totala tillgångarna. Under perioden 2018–2025 ökade andelen illikvida tillgångar med endast 3 procentenheter, varav ca 90% kan tillskrivas värdestegring och endast 10% nettoinvesteringar.

Stora valutakursförändringar som haft påverkan på avkastningen

Arkwright observerar att valutakursrörelser under 2025 haft en tydlig påverkan på AP-fondernas avkastning. Första till Fjärde AP-fonderna får ha en valutaexponering om högst 40%, men kan valutasäkra mer vid behov. Eftersom pensionsutbetalningarna sker i svenska kronor, och kronan är en liten och konjunkturkänslig valuta, är valutarisk centralt.

Utökat hållbarhetsarbete och målsättningar

AP-fonderna har senaste åren stärkt sitt hållbarhetsarbete genom ökad transparens, mer omfattande rapportering och djupare integration i investeringsprocessen. År 2025 har dock präglats av olika resurskrävande arbeten, vilket tillfälligt påverkat delar av målsättningsarbetet. Flera mål är antingen redan uppfyllda eller saknar tydliga kvantitativa delmål och definierade milstolpar, vilket försvårar uppföljning och styrning.

Utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar vid utgången av 2025 ett kapital om 1 529 miljarder kronor och utgör därmed Sveriges största enskilda pensionsportfölj. Fonden har i övrigt mycket stora skillnader gentemot buffertfonderna. Det föreslås därför att en dedikerad utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden utarbetas, anpassad till fondens uppdrag, struktur och relevanta jämförelsegrupper. En sådan modell är en förutsättning för att Regeringen och Riksdagen ska kunna göra välgrundade bedömningar av hur denna centrala del av det svenska pensionssystemet förvaltas.

För en utvecklad detaljering av övergripande observationer, se *avsnitt 11. Övergripande observationer och förslag*.

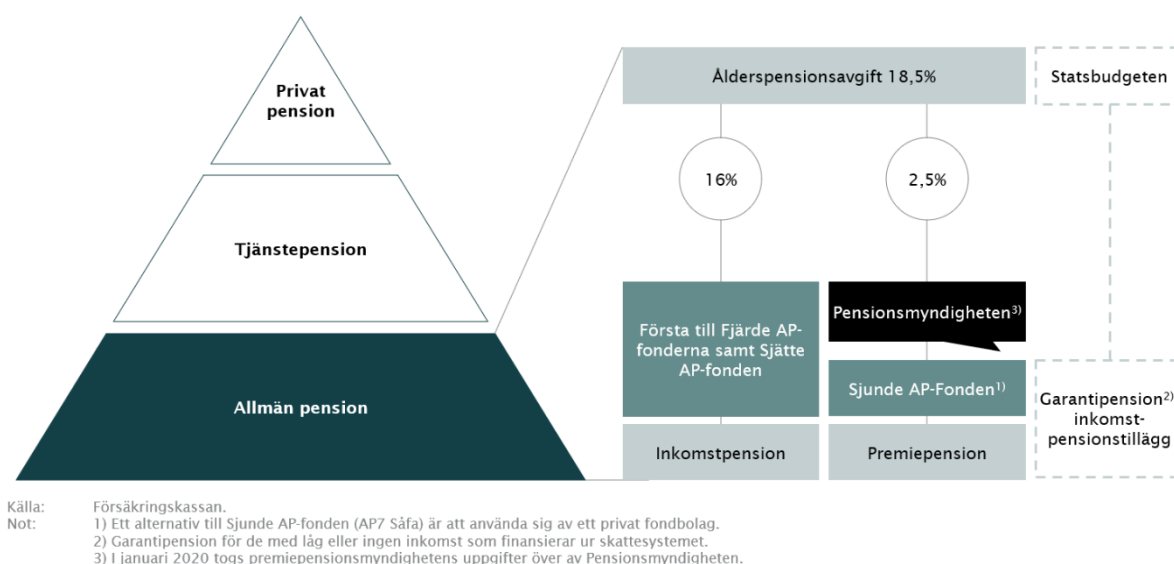
3. AP-fondernas roll och omvärld

3.1 AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet

Det svenska pensionssystemet består av tre delar; allmän pension, tjänstepension och privat pension. AP-fonderna är sex pensionsfonder som utgör basen i det svenska pensionssystemet, **allmän pensionen**. De andra två delarna i det svenska pensionssystemet är tjänstepensionen som är en tjänsteförmån från arbetsgivaren och privat pensionen som består av privat sparande. Detta illustreras i Figur 5 nedan.

Den allmänna pensionen är uppdelad i två delar: **inkomstpension** och **premiepension**. Inkomstpensionen hanteras av Första till Fjärde AP-fonden samt Sjätte AP-fonden. Premiepensionen är ett individuellt och premiebaserat system där förvaltningen utförs av Sjunde AP-fonden och privata fondbolag. Syftet med premiepensionen är att möjliggöra högre avkastning genom investeringar på kapitalmarknaden och att bidra till riskspridning inom den allmänna pensionen. Ett annat syfte är att göra det möjligt för enskilda individer att själva kunna påverka sin pension genom egna val av fonder.

Översikt av pensionssystemet



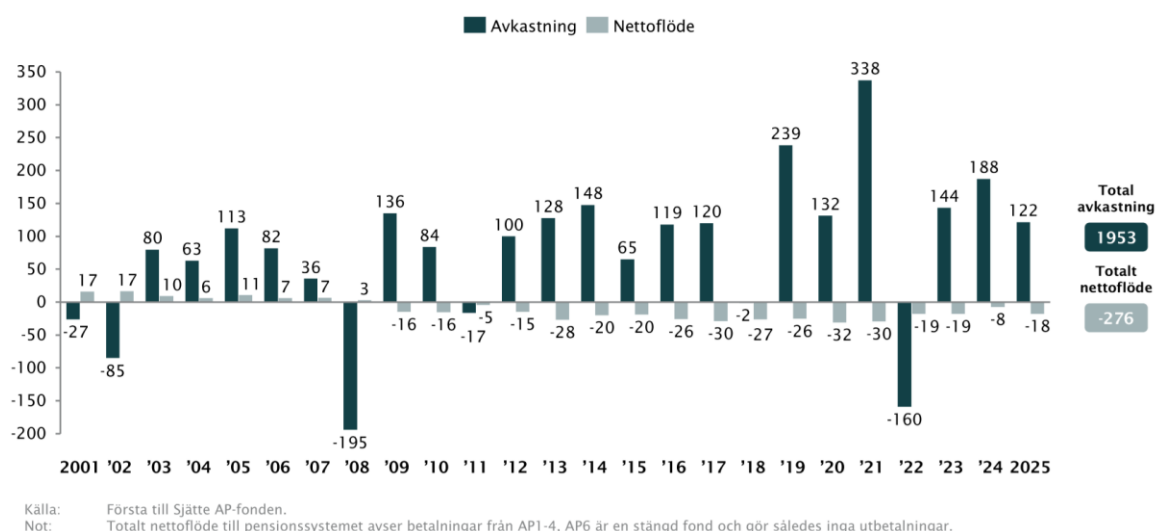
Figur 5: Översikt av pensionssystemet

Första till Sjätte AP-fonden benämns som buffertfonder, men skiljer sig åt i deras syfte. Första till Fjärde AP-fonden har som syfte är att jämna ut perioder av löpande över- och underskott mellan inbetalda pensionsavgifter och utbetalda pensioner samt att långsiktigt generera avkastning för att öka stabiliteten i inkomstpensionssystemet. Utjämningen beskriven ovan uttrycks ofta i termer av nettoflödet mellan buffertfonderna och pensionssystemet, och är ett mått på den del av det förvaltrade kapitalet hos buffertfonderna som betalas ut som inkomstpensioner varje år.

Sjätte AP-fonden som också är en buffertfonden i inkomstpensionssystemet, skiljer sig från Första till Fjärde AP-fonden genom att främst investera i onoterade tillgångar. Dessutom är Sjätte AP-fonden en stängd fond, vilket innebär att den varken tar emot eller betalar ut medel till pensionssystemet. Detta innebär att fonden noggrant måste planera sin likviditet. Fonden har även en striktare begränsning avseende valutaexponering än övriga buffertfonder.

Nettoflödet till pensionssystemet har varit negativt sedan 2009. Ett negativt nettoflöde innebär summan som betalas ut som inkomstpension är större än vad fonderna får in form av pensionsavgifter. Buffertfonderna hjälper således till att finansiera pensionssystemets utbetalningar. Sedan starten 2001 har fondernas totala avkastning i absoluta termer överstigit nettoflödet, vilket illustreras i Figur 6 nedan. Det totala kapitalet under förvaltning av buffertfonderna har därmed ökat. 2025 uppgick nettoflödet till -18 miljarder kronor.

Total avkastning efter kostnader samt nettoflöde till pensionssystem 2001-2025, Buffertfonderna, mdrSEK

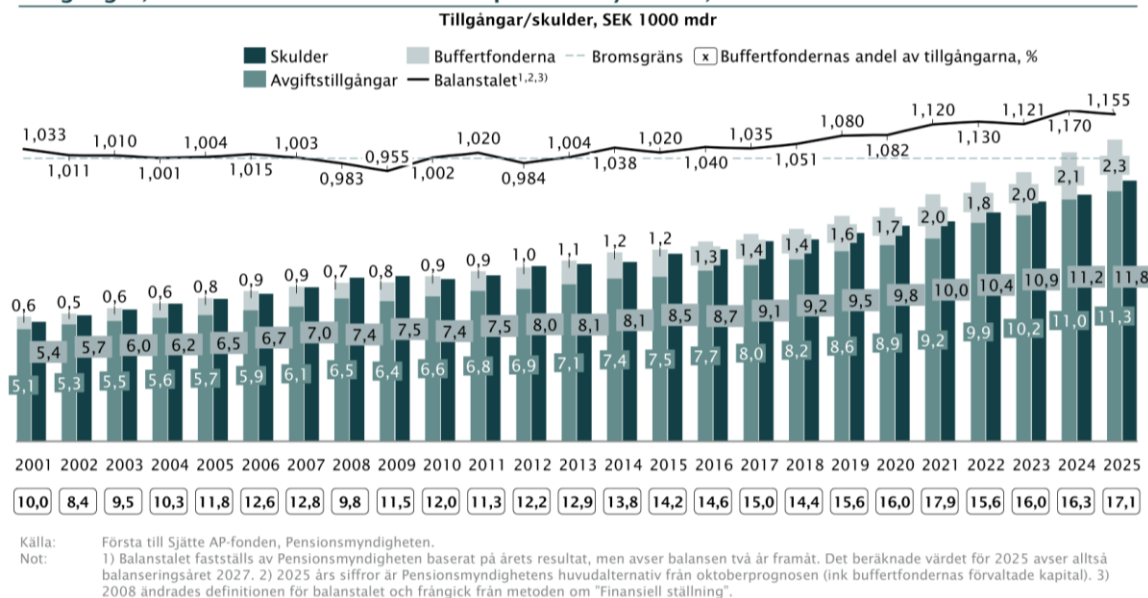


Figur 6: Buffertfondernas totala avkastning efter kostnader samt nettoflöde till pensionssystemet, 2001–2025

Målsättningen är att pensionssystemet ska vara självfinansierande och helt finansieras med inbetalda avgifter. De årliga inbetalningarna till inkomstpensionen finansierar pensionsutbetalningar till dagens pensionärer (ett så kallat "pay-as-you-go"-system). Om skulderna i systemet överstiger tillgångarna genomförs en balansering för att säkerställa framtida pensionsutbetalningar. Då justeras pensionsutbetalningarna inom inkomstpensionen beroende på systemets finansiella ställning som uttrycks i ett så kallat balanstal och definieras som inkomstpensionssystemets tillgångar dividerat med inkomstpensionssystemets skulder. Tillgångarna består av värdet av framtida inbetalningar, d.v.s. avgiftstillgången, och buffertfonderna medan skulderna består av upparbetade pensionsrätter (Se Figur 7 nedan).

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

Tillgångar, skulder och balans i inkomstpensionssystemet, 2001-2025



Figur 7: Tillgångar, skulder och balans i inkomstpensionssystemet, 2001-2025

Pensionssystemet har varit i balans sedan 2013 då tillgångarna har varit större än skulderna. År 2008 var det första tillfället i buffertfondernas historia sedan starten 2001 som balansåret understeg 1, se figur 7 ovan. Detta var en effekt av en global finanskris och en generell obalans mellan skulder och tillgångar. Detta resulterade i att inkomstpensionen för efterföljande år, 2010 och 2011, skrevs ned. Sedan 2012 har balansåret uppvisat en växande trend till en stabil nivå över gränsvärdet.

Den andel av totala pensionssystemtillgångar som utgörs av buffertfonderna har historiskt sett varit relativt låg och avgiftstillgångarna har utgjort merparten av tillgångssidan. Dock har buffertfondernas betydelse för systemet ökat över tid då och fonderna utgör en ökande andel av tillgångarna. När nuvarande buffertfondstruktur implementerades 2001, utgjorde buffertfonderna cirka 10% av tillgångarna medan år 2025 utgör de 17,1% av totala tillgångarna. Buffertfonderna har därmed sedan start bidragit positivt till balansen i det övergripande pensionssystemet.

3.2 AP-fondernas uppdrag och styrning

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

Första till Fjärde AP-fondens uppdrag:

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

- Ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten.

Sjätte AP-fondens uppdrag

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

Sjunde AP-fondens uppdrag:

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

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

Varje AP-fonds styrelse ansvarar för att fastställa investeringsstrategier och mandat, baserade på fondens investeringsfilosofi och övertygelser. Dessa styr kapitalallokering, riskhantering och avkastningsmål. Styrelserna har det strategiska ansvaret för att säkerställa att fondernas verksamhet stödjer pensionssystemets långsiktiga mål. För en mer detaljerad analys av AP-fondernas styrning, se bilaga *Tilläggsuppdrag* från utvärderingen 2024.

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

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

3.3 AP-fondernas omvärld 2021–2025

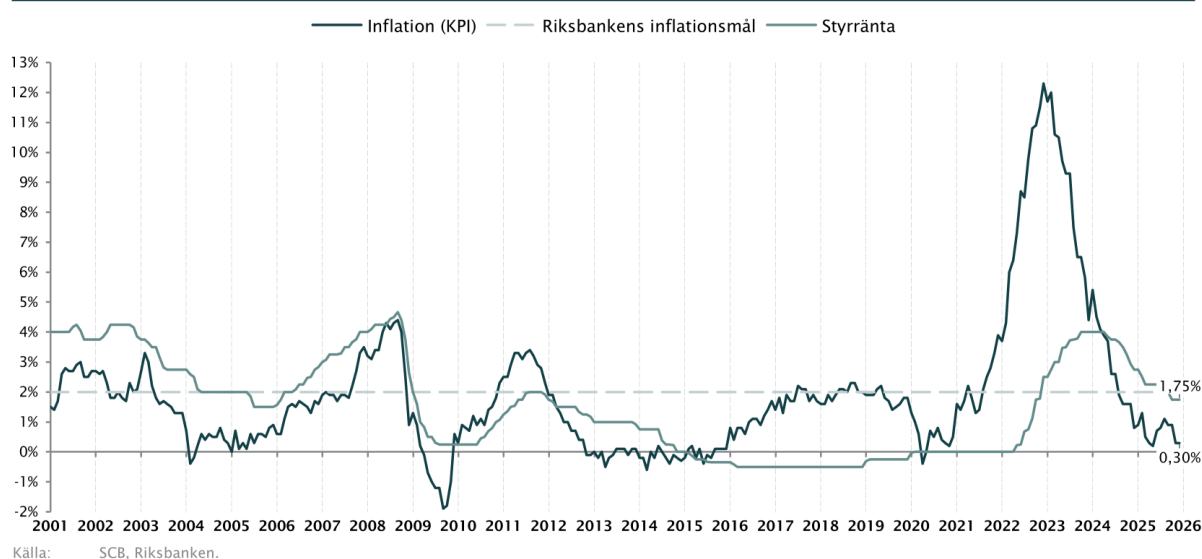
Under de senaste fem åren har AP-fonderna navigerat genom ett komplext och utmanande makroekonomiskt och geopolitiskt landskap, vilket har haft en direkt inverkan på fondernas verksamheter och investeringsstrategier. Dessa förändringar har krävt anpassningar för att fortsätta leverera en långsiktigt stabil avkastning och upprätthålla pensionssystemets finansiella stabilitet.

År 2021 präglades fortsatt av den globala covid-19-pandemin, vilket hade en betydande påverkan på det internationella investeringsklimatet. Nedstängningar av samhällen och ökad ekonomisk osäkerhet bidrog till kraftiga börsnedgångar under 2020. Marknaderna återhämtade sig dock relativt snabbt, och utvecklingen kulminerade i att 2021 blev ett historiskt starkt börsår med en stark börsutveckling och omfattande transaktionsaktivitet. Återhämtningen stöddes i stor utsträckning av omfattande finans- och penningpolitiska stimulanser från regeringar och centralbanker, vilket bidrog till en relativt snabb ekonomisk återgång.

De omfattande finans- och penningpolitiska stimulanserna, i kombination med Rysslands invasion av Ukraina, bidrog till en kraftig uppgång i inflationen och en försvagad konjunkturutveckling i Sverige. I februari 2022, samtidigt som de sista pandemirestriktionerna avvecklades i Sverige, inledde Ryssland sin fullskaliga invasion av Ukraina. Invasionen innebar en påtaglig förändring av det internationella makroekonomiska läget och fick betydande konsekvenser för den svenska ekonomin och penningpolitiken. Globala leveranskedjor påverkades negativt, energipriserna steg kraftigt och inflationen i Sverige nådde den högsta nivån på tre decennier (se Figur 8). Mot denna bakgrund redovisade AP-fonderna under 2022 sina lägsta reala avkastningar sedan finanskrisen 2008.

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

Sveriges inflationstakt och styrränta 2001-2025



Figur 8: Sveriges inflationstakt och styrränta, 2001–2025

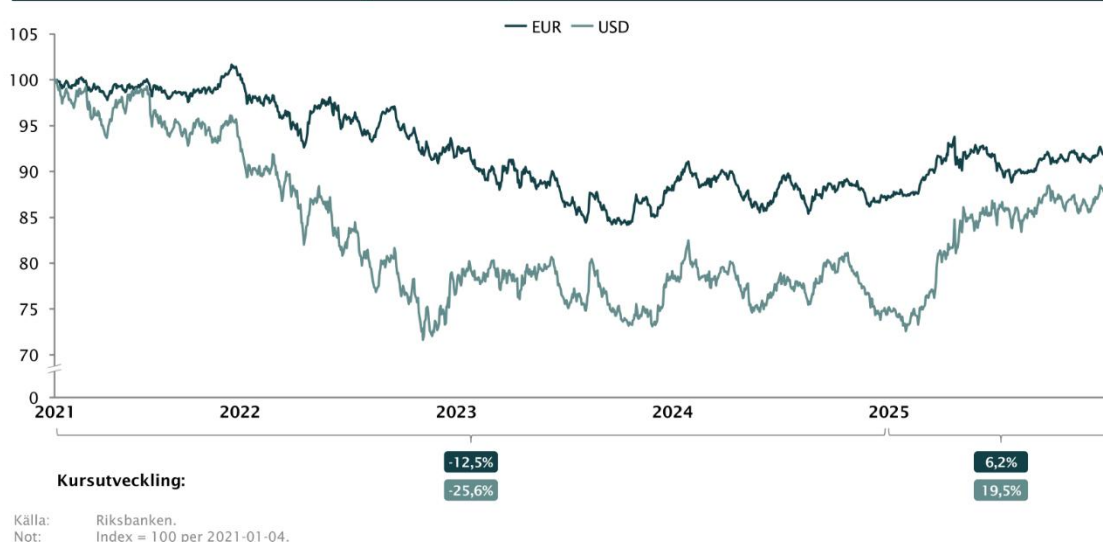
Riksbankens räntehöjningar gav effekt under 2023, vilket ledde till en stadig nedgång i inflationen. Som en följd började Riksbanken successivt sänkt styrräntan under 2024, från en högstanivå om 4% (Se Figur 8 ovan). I december 2025 låg årsinflationen på 0,3%, vilket är under Riksbankens mål på 2%, drivet av dessa räntesänkningar. Även globalt har centralbankerna fortsatt sina räntesänkningar, men osäkerheten kring inflationens långsiktiga utveckling kvarstår.

De höga räntorna under 2023 satte press på bolag och industrier som finansieras av större andel lån, medan de lägre räntorna under 2025 har stärkt attraktionskraften för investeringar i aktier och alternativa tillgångar. Fallande räntor under 2025 har också fortsatt stärkt marknadsvärdet på obligationer. Dessa marknadssvängningar har varit en central faktor för AP-fondernas strategiska anpassningar där en välbalanserad portfölj har varit avgörande.

Under 2025 har svenska kronan stärkts mot euron med 6,2% och 19,5% gentemot amerikanska dollarn, vilket illustreras i Figur 9 nedan. För året 2024 var effekten motsatt då kronan försvagades med -8,7% mot amerikanska dollarn, och -3,4% mot euron.

En starkt svensk krona stärker svenska importberoende företag samt bolag med hög andel av utländska lån samtidigt som det missgynnar svenska exportbolag och utländska tillgångar. Svenska kronkursen har direkt och indirekt påverkan på värderingen av fondernas tillgångar, såväl räntor som aktier. Värdet på AP-fondernas internationella investeringar har därmed minskat i relation till deras innehav i svenska kronor till följd av kronstärkningen.

Indexerad växelkursutveckling 2021-2025, SEK mot EUR och USD



Figur 9: Indexerad växelkursutveckling, SEK mot EUR och USD, 2021-2025

Första till Fjärde AP-fonden får enligt lag inte ha en öppen valutaexponering (den del av portföljen som är utsatt för valutakursförändringar utan valutasäkring) som överstiger 40%. Valutaförändringarnas påverkan minskas genom valutasäkringar som begränsar effekten av kronans utveckling mot andra valutor. Under tider då svenska kronan försvagas mot internationella valutor innebär kravet om valutasäkring att fonderna går miste om en del av avkastningen i sina internationella innehav som genereras av kronans försvagning, i förhållande till om fonden inte tillämpade någon valutasäkring. På motsvarande sätt innebär valutasäkring att effekten av en förstärkning av den svenska kronan mot internationella valutor reduceras, vilket skyddar avkastningen i fondens internationella innehav.

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

Sett till aktiemarknaden under 2025 präglades de globala aktiemarknaderna av betydande volatilitet. Efter en inledande period med kraftiga svängningar och en markant nedgång under årets första hälft, stabiliserades marknadsläget successivt. Under andra halvåret utvecklades marknaderna mer positivt, med en bred och ihållande uppgång som innebar att nivåer i linje med 2024 åter nåddes mot slutet av året (se Figur 10 nedan).

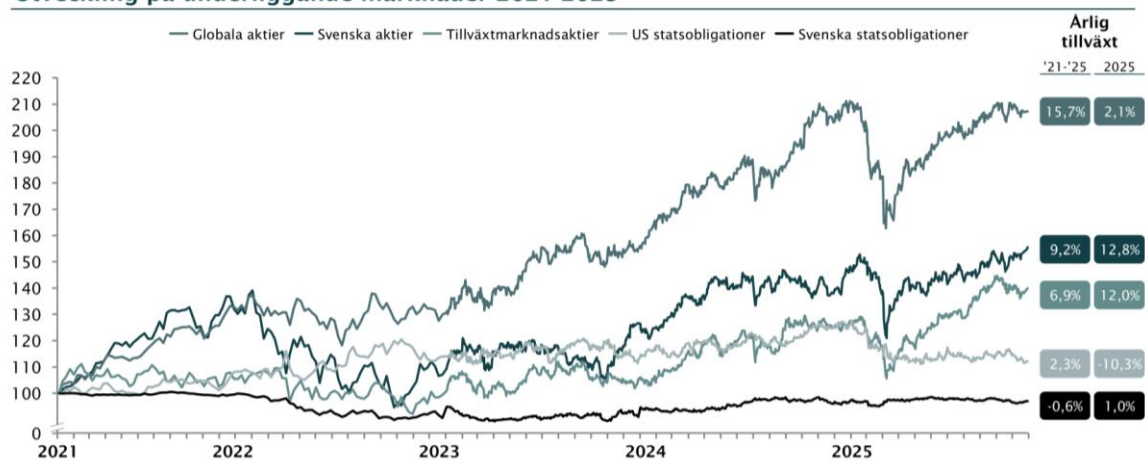
Denna utveckling skedde trots fortsatt geo- och penningpolitisk osäkerhet, kopplad till inflation, ränteläge och det amerikanska tullkriget. Även om tullrelaterad osäkerhet periodvis påverkade marknadssentimentet under året, visade de globala aktiemarknaderna motståndskraft och avslutade 2025 med en tydlig återhämtning.

På den amerikanska börsen ökade S&P 500 (de 500 största amerikanska börsnoterade företagen) med cirka 16% i aktiepriser och 18% i total avkastning under 2025, där "Magnificent Seven" bolagen (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia och Tesla) bidrog i varierande grad och stod i slutet av 2025 för 35% av S&P 500 marknadsvärde. Mätt i amerikanska dollar hade USA ett starkt börsår som överträffar det 10-åriga geometriska medelvärdet, men som med exponering mot svenska kronan reducerar avkastningen.

De svenska storbolagsaktierna utvecklades i linje med den amerikanska aktiemarknaden, om än med något lägre avkastning för börsen som helhet. Under 2025 överträffade storbolagsindexet OMXS30GI, som omfattar de 30 mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen inklusive utdelningar, det bredare indexet OMXSGI, som inkluderar samtliga noterade aktier inklusive utdelningar. Avkastningen uppgick till 18,5% för OMXS30GI respektive 12,8% för OMXSGI, vilket indikerar att större bolag hade en starkare utveckling än mindre bolag på Stockholmsbörsen. På den europeiska aktiemarknaden genererade det breda marknadsindexet STOXX 600, mätt i euro och omfattande stora, medelstora och små börsnoterade bolag i 17 europeiska länder, en avkastning om 16,8% under 2025.

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

Utveckling på underliggande marknader 2021-2025



Källa: Nasdaq, MSCI, S&P.
 Not: Index = 100 per 2021-01-04. Total indexutveckling inklusive utdelningar.
 Svenska aktier (OMXS30GI) i SEK, Globala aktier (MSCI World) i SEK, Tillväxtmarknadsaktier (MSCI Emerging Markets) i SEK, US statsobligationer (amerikanska statsobligationer 5 år) i SEK, Svenska statsobligationer (svenska statsobligationer 5 år) i SEK.

Figur 10: Utveckling på underliggande marknader 2021–2025

Aktiviteten på marknaden för onoterade tillgångar ökade under 2025, efter att ha bottnat under 2023. Transaktionsaktiviteten steg, både i termer av antal transaktioner och totalt transaktionsvärde, vilket i sin tur bidrog till ökade distributioner. Det samlade transaktionsvärdet under 2025 var det högsta sedan toppåret 2021, vilket indikerar en tydlig vändning i marknadsaktiviteten vilket särskilt kan hänföras till Nordamerika där flertalet mycket stora transaktioner genomförts. Samtidigt fortsatte fondernas oallokerade kapital (eng: dry powder) att öka och nådde rekordnivåer under året. Den globala fondresningen uppvisade däremot ingen motsvarande uppgång utan låg kvar på relativt stabila nivåer. Marknaden präglades fortsatt av en tilltagande polarisering, där de största och mest etablerade aktörerna attraherade en allt större andel av det tillgängliga kapitalet.^{1,2}

Secondary-marknaden har fortsatt varit förhållandevis aktiv, med ett ökande inflöden av kapital. Situationen är fortsatt lik 2024 där många investerare har sett möjligheter att göra attraktiva affärer då flera Limited Partners (LPs)³ har tvingats minska sina allokeringar till onoterade aktier (private equity). Som en konsekvens har flera stora program sålts på andrahandsmarknaden, vilket har bidragit till en fortsatt fungerande marknad inom secondary-segmentet.

3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder

Buffertfondernas utveckling kan jämföras med utländska pensionsfonder för att ge en indikation på skillnader i avkastning, tillgångsallokering och andel extern förvaltning. En direkt jämförelse av avkastningen ska dock göras med försiktighet då fonderna skiljer sig åt i dess grunduppdrag, placeringsregler, risktolerans, valutaeffekter och marknadsutveckling på respektive hemmamarknader, men utgör en intressant referens.

Under 2025 uppnådde de svenska buffertfonderna (Första till Sjätte AP-fonden) en lägre genomsnittlig avkastning än den internationella jämförelsegruppen⁴. Detta var drivet av att svenska kronan stärktes under året. Buffertfonderna hade en genomsnittlig avkastning på 6,2% jämfört med snittet på 8,4% (Se Figur 11 nedan), vilket är 2,2 procentenheter lägre än det totala internationella snittet för 2025. Ett motsatt mönster framträder sett till ett längre perspektiv. Buffertfondernas genomsnittliga årliga avkastning uppgick till 7,6% över fem år och 8,4% över tio år vilket överstiger det totala internationella snittet på 6,9% respektive 7,2%.

¹ KPMG, Q4'25 Pulse of Private Equity

² Bain & Company, Global Private Equity Report 2026

³ LP står för *Limited Partner* och är en benämning för en investerare i en riskkapitalfond såsom private equity- (PE) eller venture capital (VC) fonder

⁴ Den internationella jämförelsegruppen är en mycket selektiv grupp och jämförelser ska därför göras med försiktighet

Jämförelse med utländska pensionsfonder 2016-2025, förvaltad kapital och årlig nominell avkastning

Fond	Förvaltad kapital 2025 (mrd SEK)	Årlig nominell avkastning (lokal valuta, %)			Beskrivning/uppdrag
		1år	5år	10år	
AP1-6	2 234	6,2%	7,6%	8,4%	Buffertfonder i Sveriges inkomstpensionssystem
SPU	19 472	15,1%	8,3%	8,6%	Norges statliga oljefond som verkar för att garantera statliga pensionsåtaganden
ABP	5 766	-1,6%	1,4%	4,4%	Nederländernas största pensionsfond som förvaltar pensioner för offentliganställda
CPP IB ¹⁾	5 223	7,0%	8,2%	8,4%	Buffertfond som förvaltar Kanadas obligatoriska tjänstepensionsplaner
CalPERS	5 647	7,7%	8,0%	7,1%	USA:s största offentliga pensionsfond för statligt och kommunalt anställda i Kalifornien
CPF ¹⁾	4 654	11,8%	7,5%	8,3%	Singapores obligatoriska pensionssparande- och socialförsäkringssystem
CDPQ ¹⁾	3 332	4,6%	7,7%	7,0%	Hanterar pensionsmedel för Québecs offentliga sektor
Future Fund	1 741	12,4%	9,4%	8,5%	Australiens statlig förmögenhetsfond, finansierar framtida pensionsåtaganden för offentliganställda
ATP	1 005	6,2%	2,4%	3,8%	Danmarks största pensionsfond och förvaltar kompletterande pensioner för löntagare
KEVA	801	5,8%	6,1%	6,0%	Finlands största pensionsförsäkrare för offentliganställda inom kommun, stat och kyrka
NZ Super Fund ¹⁾	454	14,2%	10,1%	11,0%	Nya Zeelands statlig pensionsfond, för att dämpa framtida kostnader för den allmänna pensionen
VER	279	9,3%	6,5%	5,9%	Finlands statliga pensionsfond, ansvarar för att jämna ut finska statens pensionsavgifter

Källa: Fondernas årsredovisningar och kvartalsrapporter.

Not: Det förvaldade kapitalet är konverterat till SEK baserat på växelkursen 2025-12-30

1) Förvaltad kapital och avkastning är baserat på den senast tillgängliga datapunkt per fond och kan avvika utifrån faktiskt resultat.

Figur 11: Jämförelse med utländska pensionsfonder, 2016-2025, förvaltad kapital och årlig nominell avkastning⁵

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

Sjätte AP-fonden som förvaltar onoterade tillgångar skiljer mot de utvalda internationella pensionsfonderna och jämförs mer rättvisande med riskkapitalinvesterare. På tio års sikt har jämförbara riskkapitalinvesterare en genomsnittlig avkastning (internräntemetoden) på cirka 15% inom buyout-segmentet, vilket är i linje med Sjätte AP-fonden som har något högre avkastning. På fem års sikt har dessa fonder en genomsnittlig avkastning på cirka 14%, vilket något lägre än Sjätte AP-fondens avkastning under perioden.⁶ I denna jämförelse är Sjätte AP-fondens *avkastning från investeringsverksamhet* mest jämförbar då det exkluderar fondens likviditetshantering, likt jämförelseavkastningen.

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

Samtidigt har andelen noterade aktier minskat hos merparten av de utländska pensionsfonderna, i kontrast till de svenska buffertfonderna. Bland de fonder som tydligt reducerat sin aktieallokering har andelen alternativa tillgångar i stället ökat. Future Fund och Keva är de enda fonderna som under de

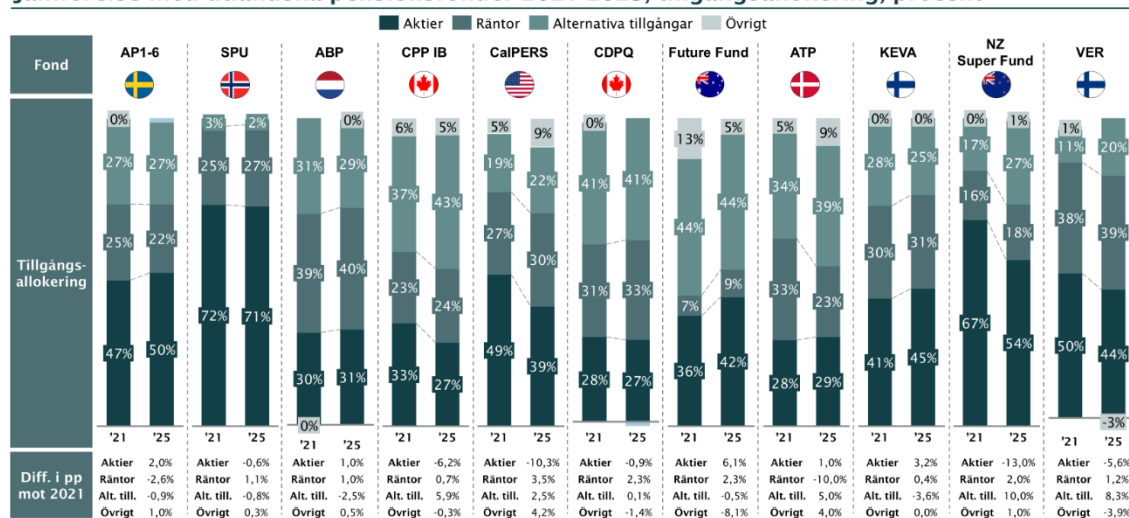
⁵ ATP har synligt svagt resultat på alla tidshorisoner. I januari 2025 initierades ett arbete med omfattande extern utvärdering och omprövning av investeringsstrategin.

⁶ Bain & Company, Global Private Equity Report 2026

senaste fem åren har ökat sin exponering mot noterade aktier i mer betydande omfattning. En möjlig förklaring är att flera pensionsfonder redan har haft en hög aktieandel och därför prioriterat ökad diversifiering.

SPU utmärker sig genom en väsentligt större andel investeringar i noterade aktier än övriga fonder, medan de svenska buffertfonderna också har en relativt hög aktieallokering. CPP Investments, Future Fund och ATP särskiljer sig samtidigt genom sina betydande exponeringar mot alternativa tillgångar.

Jämförelse med utländska pensionsfonder 2021-2025, tillgångsallokering, procent



Figur 12: Jämförelse med utländska pensionsfonder, 2021-2025, tillgångsallokering

Andelen av totalt förvaltad kapital som hanteras internt inom pensionsfonder eller via externa mandat varierar mellan länder och fonder. Data visar att många internationella pensionsfonder väljer att lägga ut en betydande del av sin förvaltning på externa kapitalförvaltare; endast en av tjugo stora pensionsfonder förvaltar sin portfölj internt, medan 28% inte har någon intern förvaltning alls. Förvaltningen har även geografiska skillnader där extern förvaltning är vanligast i USA och Storbritannien.⁷

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

I jämförelse med internationella pensionsfonder utmärker sig buffertfonderna, tillsammans med SPU (Norge), genom att ha en hög andel av kapitalet förvaltad internt. Detta speglas även i deras förvaltningskostnader. Future Fund (Australien) utmärker sig på motsatt vis från SPU då fonden har en stor andel extern förvaltning koncentrerat till relativt få förvaltare över hela världen. Under 2025 beslutade fonden att öka sin interna förvaltning motiverat av att sänka sina förvaltningskostnader.

⁷ Mercer, Large Asset Owner Barometer 2025

3.5 Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag

Första till Fjärde AP-fondernas avkastning och tillgångsallokering kan även sättas i relation till svenska pensions- och försäkringsbolag. Urvalet är subjektivt och syftar till att ge en översiktlig bild samt tillföra ytterligare perspektiv. Jämförelsen omfattar inte fondförsäkring utan fokuserar huvudsakligen på traditionell försäkring. Inom Alecta har exempelvis Alecta Optimal Pension exkluderats, då det är en premiebestämd produkt och därmed inte bedöms vara jämförbar.

Pensions- och försäkringsbolagen skiljer sig från AP-fonderna genom att deras produkter och portföljer omfattas av andra regler och restriktioner som påverkar avkastningen. Investeringsutrymmet begränsas bland annat av solvensregler, likviditetskrav och Finansinspektionens regelverk. Flera aktörer erbjuder dessutom produkter med individuella försäkringsavtal. En direkt jämförelse bör därför göras med försiktighet, mot bakgrund av skillnader i lagstiftning, regelverk och placeringsinriktning.

Första till Fjärde AP-fondernas avkastning är relativt god jämfört med svenska pensions- och försäkringsbolag. Under 2025 uppgick den genomsnittliga avkastningen till 5,6%, jämfört med 5,2% för jämförelsegruppen. Även över fem år (6,5% mot 5,5%) och tio år (7,6% mot 6,0%) överträffar buffertfonderna jämförelsegruppen. På tio års sikt uppgår buffertfondernas överavkastningen till 1,6 procentenheter, men skillnaden har minskat över tid.

Tillgångsallokeringen skiljer sig mellan aktörerna. Pensions- och försäkringsbolagen har generellt lägre aktieandel och högre ränteandel än Första till Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden avviker genom sin tydliga inriktning mot onoterade tillgångar. Andra AP-fonden har lägst aktieandel bland buffertfonderna och uppvisar en genomsnittlig avkastning som är något lägre än jämförelsegruppen på fem års sikt (5,4% mot 5,5%), men högre på tio års sikt (6,4% mot 6,0%).

Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag 2016-2025, årlig nominell avkastning och tillgångsallokering

AP-fonder & pensions- försäkringsbolag	Årlig nominell avkastning (%)			Tillgångsallokering (% av förvaltad kapital) och förvaltad kapital 2025 (mdrSEK)				
	2025 (1år)	2021-2025 (5 år)	2016-2025 (10år)	Aktier	Räntor	Alternativa tillgångar	Övrigt	
AP1 ¹	5,6%	6,9%	7,7%	56%	21%	20%	2%	520
AP2 ¹	4,6%	5,4%	6,4%	0%	45%	24%	31%	475
AP3 ¹	6,0%	7,5%	8,3%	49%	23%	26%	2%	577
AP4 ¹	6,3%	6,1%	8,0%	55%	24%	21%	0%	578
AP6 ¹	8,3%	13,1%	12,2%	86%		14%		84
Alecta – Förmånsbestämd försäkring	4,9%	4,7%	5,1%	29%	53%	18%		1 059
AMF	6,2%	5,5%	6,4%	48%	23%	29%		631
Kåpan Tjänstepension	6,3%	7,1%	6,9%	45%	35%	18%	1%	167
Länsförsäkringar Liv – Nya Trad	5,0%	6,6%	6,3%	41%	38%	21%		30
Folksam Liv (Moderföretag ²)	7,5%	5,6%	5,7%	30%	47%	17%	7%	134
Pensionsmyndigheten traditionell försäkring	1,4%	3,3%	5,6%	48%		50%	3%	94
Skandia Liv	5,3%	5,8%	6,1%	25%	43%	33%	0%	623

Källa: Första till Sjätte AP-fonden, pensions- och försäkringsbolagens årsredovisningar, kvartalsrapporter, nyckeltalsrapporter och hemsidor

Not: Jämförelsen med pensions- och försäkringsbolagen avser ej Fondförsäkring.

1) Buffertfondernas avkastning avser genomsnittlig avkastning efter kostnader

2) Avser Folksam Liv som är moderföretaget i Folksam Liv-koncernen, inkluderar ej koncernföretag

Figur 13: Jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag 2016-2015, årlig nominell avkastning och tillgångsallokering

4. Buffertfondernas gemensamma utveckling

Detta avsnitt redogör för buffertfondernas (Första till Sjätte AP-fonden) gemensamma utveckling under 2025, den senaste fem- och tioårsperioden samt sedan starten 2001. Avsnittet redovisar även Första till Fjärde AP-fondens risknivå, tillgångsallokering, innehav av illikvida tillgångar samt fördelningen mellan intern och extern kapitalförvaltning. Avsnittet belyser även buffertfondernas hållbarhetsarbete och samarbeten, där Sjunde AP-fonden även inkluderas till del.

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

4.1 Buffertfondernas avkastning 2001–2025

Den sammanlagda avkastningen för Första till Sjätte AP-fonden under 2025 uppgick till 6,2%, motsvarande 122 miljarder kronor. Samtliga buffertfonder hade en positiv realavkastning under året. Vid utgången av 2025 uppgick det totala förvaltade kapitalet för Första till Sjätte AP-fonden till 2 234 miljarder kronor. Avkastningen för året 2025 har till stor del präglats av stora valutakursförändringar som efter valutasäkringar uppgick till -69 miljarder kronor för Första till Fjärde AP-fonden.

Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har långsiktiga reala avkastningsmål, medan Andra AP-fonden har en långsiktig förväntad avkastning. Dessa mål vägleder respektive fonds investeringsstrategi och risktagande men används inte som jämförelsetal på årsbasis. Avkastningsmålen, respektive Andra AP-fondens avkastningsförväntan, som buffertfonderna fastställer har förändrats över tid. I utvärderingen används det senast fastställda målet respektive den senast fastställda förväntan per AP-fond.

- Första AP-fondens långsiktiga reala avkastningsmål: 4,0%
- Andra AP-fondens långsiktiga förväntade reala avkastning: 5,0%⁸
- Tredje och Fjärde AP-fondernas långsiktiga reala avkastningsmål: 3,5%

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

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

Under 2025 uppnår samtliga buffertfonder sina reala avkastningsmål, förutom Andra AP-fonden som avkastat lägre än avkastningsförväntan. Se Figur 14 och Figur 15 nedan.

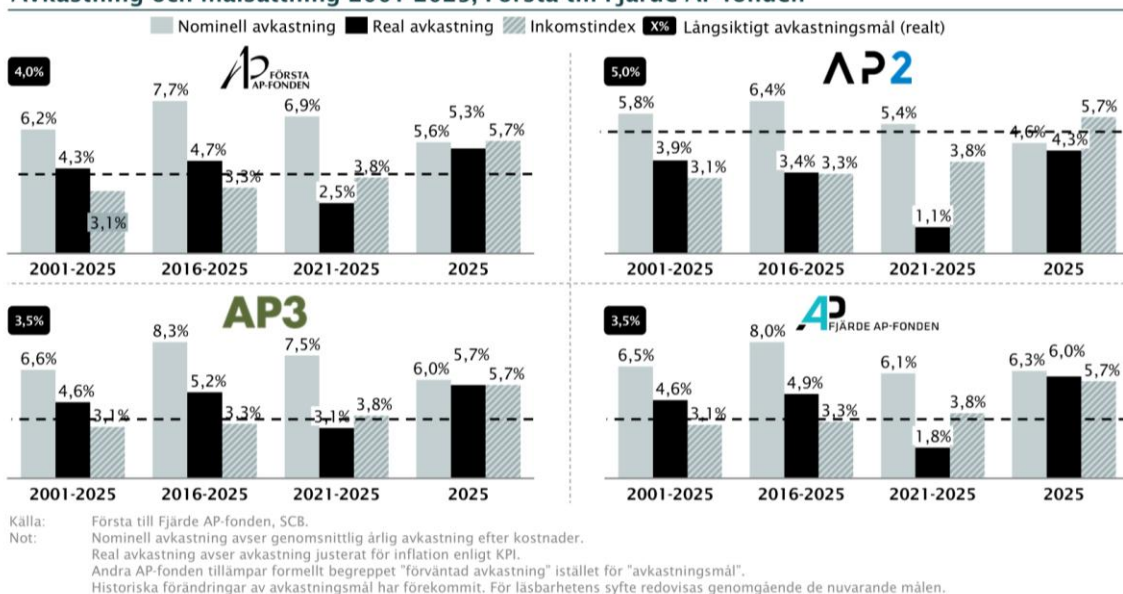
Sett till jämförelseperioden på fem år (2021–2025) är det ingen AP-fond som överträffar sina långsiktiga avkastningsmål. Den tredje AP-fonden, med en avkastning på 3,1% per år, är närmast målet, medan Andra AP-fonden är längst ifrån.

⁸ Andra AP-fondens långsiktiga förväntade reala avkastning ändrades under 2024 från 4,5% till 5,0%.

Ur ett tioårsperspektiv (2016–2025) överträffar samtliga fonder sina långsiktiga mål, med undantag för Andra AP-fonden, som hade en avkastning som var 1,6 procentenheter lägre än den förväntade avkastning på 5,0%.

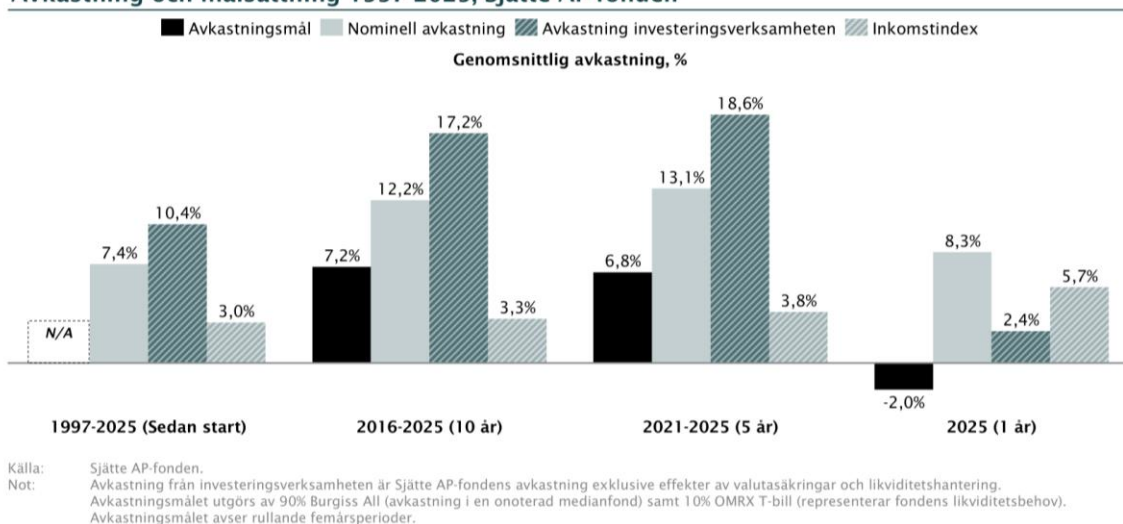
Den längsta jämförelseperioden, sedan AP-fondsystemets ombildning (2001–2025), visar en liknande utveckling. Första AP-fonden tangerar sitt långsiktiga reala avkastningsmål medan Tredje och Fjärde AP-fonden överträffar sina. Andra AP-fonden, som har det högsta förväntan för real avkastning, har fortsatt en lägre avkastning än sin långsiktigt förväntade avkastning men också lägst avkastning av samtliga buffertfonder. För denna tidsperiod har Sjätte AP-fonden inget jämförbart avkastningsmål. Alla fonder överträffar inkomstindex på längre tidsperioder.

Avkastning och målsättning 2001-2025, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 14: Första till Fjärde AP-fondens avkastning och målsättning, 2001-2025

Avkastning och målsättning 1997-2025, Sjätte AP-fonden

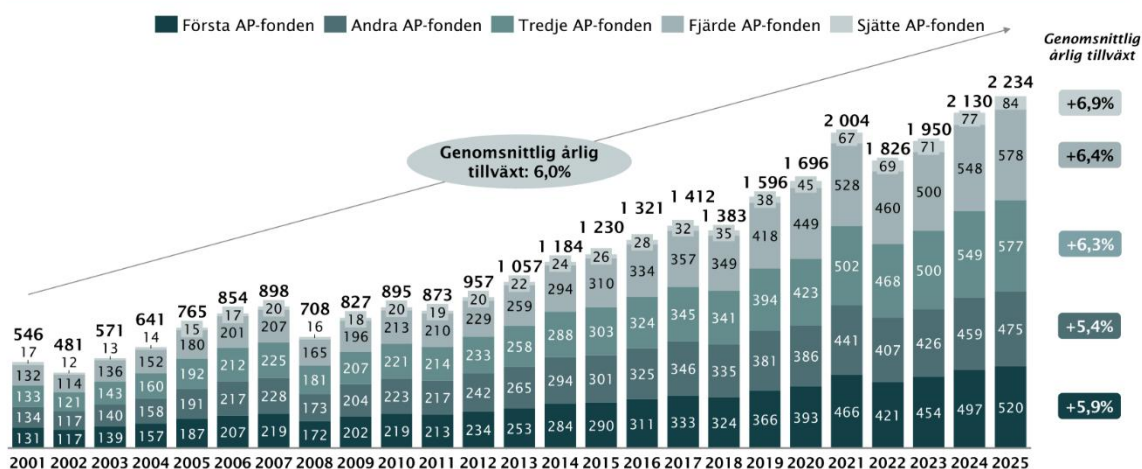


Figur 15: Sjätte AP-fondens avkastning och målsättning, 1997-2025

Sett till fondernas tillväxt av fondkapital sedan starten 2001, har kapitalet gått från 546 miljarder kronor år 2001 till 2 234 miljarder kronor 2025. Detta innebär en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 6,0%. Sjätte

AP-fondens fondkapital har haft högst tillväxttakt på 6,9%, medan Andra AP-fonden har haft lägst tillväxttakt på 5,4%. Tillväxten av kapitalet är ett utfall av avkastning, och nettoflöden till systemet.

Buffertfondernas tillväxt i fondkapital 2001-2025, mdrSEK



Källa: Första till Sjätte AP-fonden.

Figur 16: Buffertfondernas tillväxt i fondkapital, 2001-2025

4.2 Första till Fjärde AP-fondens gemensamma utveckling

4.2.1 Risknivå

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

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

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

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

ALM-analys

För att fastställa risknivån i sina portföljer använder AP-fonderna ALM-analys (Asset and Liability Management). Syftet är att minimera risken för att bromsen aktiveras, vilket skulle leda till lägre

pensionsutbetalningar. Analysen baseras på Pensionsmyndighetens scenarier för Sveriges demografiska utveckling, en central faktor för att säkerställa pensionssystemets långsiktiga stabilitet.

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

Sharpekvot

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

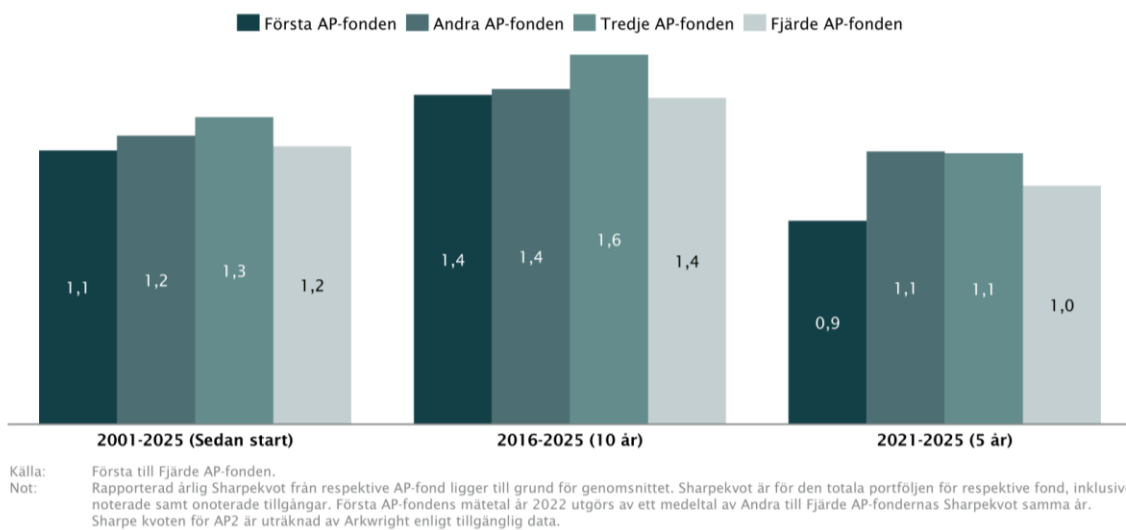
Sharpekvoten baseras på dagliga portföljvärden, vilket är mindre relevant för AP-fonderna givet deras långsiktiga uppdrag. Fondernas risktagande i form av kortsiktig volatilitet speglar inte nödvändigtvis prestationen i relation till det långsiktiga målet, och en låg volatilitet eller hög riskjusterad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

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

En Sharpekvot över 1,0 indikerar en god riskjusterad avkastning, där avkastningen mer än väl kompenserar för den risk som tagits. Figur 17 visar Sharpekvoten för Första till Fjärde AP-fonden över olika tidsperioder. Samtliga fonder uppvisar en Sharpekvot som överstiger eller motsvarar 1,0 i samtliga redovisade tidsintervall, med undantag för Första AP-fonden under den senaste femårsperioden. Sammantaget indikerar detta att fonderna har genererat en stabil och effektiv avkastning i relation till den risk som tagits, med ett tydligt mervärde relativt den riskfria räntan och en volatilitet som varit hanterbar över tid.

Under den senaste femårsperioden har Sharpekvoten generellt sjunkit för samtliga fonder, vilket speglar ett mer volatilt investeringsklimat där avkastningen inte fullt ut kompenserat för den ökade marknadsrisken och högre riskfria räntan. I detta perspektiv utmärker sig Andra och Tredje AP-fonden med den högsta Sharpekvoten, vilket indikerar en effektiv riskhantering i relation till uppnådd avkastning. Över längre tidshorisonter är det i stället Tredje AP-fonden som uppvisar den högsta Sharpekvoten, vilket tyder på en stark och konsekvent riskjusterad avkastning över tid.

Genomsnittlig Sharpekvot 2001-2025, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 17: Första till Fjärde AP-fondens genomsnittliga Sharpekvot, 2001-2025

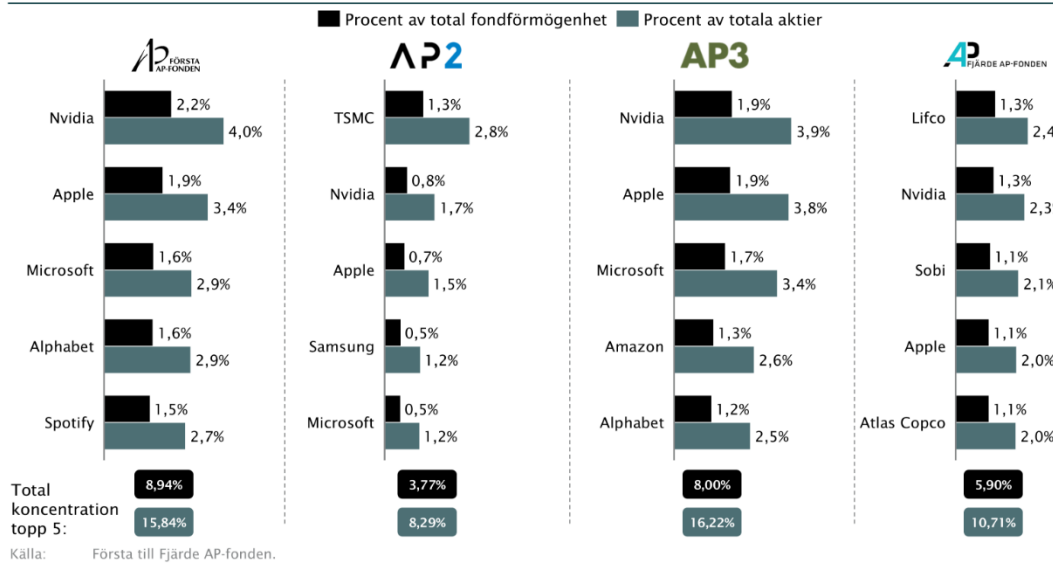
Koncentrationsrisk

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

Jämfört med 2024 har koncentrationen av de fem största aktieinnehaven ökat för Andra och Fjärde AP-fonden. Andra AP-fonden har haft störst ökning av koncentration, från 2,64% år 2024 till 3,77% år 2025. Buffertfondernas koncentration för 2025 har ytterligare centrerats hos amerikanska teknikbolag där bolag som Investor, Assa Abloy och Volvo inte längre är bland de fem största innehaven hos någon av fonderna. Fjärde AP-fonden sticker ut särskilt ut då tre av 5 innehav återfinns på Stockholmsbörsen, medan övriga fonder inte har några svensknoterade aktier bland de fem största aktieinnehaven, se Figur 18 nedan.

I likhet med 2024 var koncentrationen till amerikanska teknikbolag fortsatt hög under 2025. Exempelvis utgjorde "Magnificent Seven", sju ledande amerikanska teknikbolagen, cirka 20% av det globala indexet MSCI ACWI vid utgången av året. Denna koncentration medför en potentiell risk i AP-fondernas portföljer, då ett begränsat antal innehav kan komma att representera en oproportionerligt stor andel av kapitalet. En kraftig värdenedgång i dessa bolag skulle därmed kunna få en betydande negativ påverkan på det totala portföljvärdet.

De fem största aktieinnehaven och dess portföljkoncentration 2025, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 18: Första till Fjärde AP-fondens fem största aktieinnehaven och dess portföljkoncentration, 2025

Första AP-fonden har den högsta koncentrationen av sina fem största aktieinnehav i förhållande till den totala fondförmögenheten. Dessa fem innehav utgör 8,94% av den totala portföljen, vilket innebär en högre exponering mot ett begränsat antal bolag. Tredje AP-fonden har den näst högsta koncentrationen, där de fem största innehaven utgör 8,00% av portföljen. Samtliga av Tredje AP-fondens fem största innehav består av amerikanska teknikbolag inom gruppen "Magnificent Seven"⁹. Dessa bolag särrillustreras under utvärderingen då de representerar en stor andel av ett marknadsviktat globalindex, och bidrar därmed till koncentrationsrisk.

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

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

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

Utifrån aktieportföljens sammansättning har ingen av fonderna en tydlig övervikt mot tekniksektorn baserat på sina fem största innehav i jämförelse med globalindex. Andra och Fjärde AP-fonden uppvisar däremot en relativ undervikt mot teknik samt en lägre koncentration jämfört med MSCI ACWI-index, där de fem största innehaven, samtliga bolag inom Magnificent Seven, tillsammans utgör mer än 16% av indexets totala vikt.

⁹ Bolagen som ingår är Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta, Tesla och Nvidia, Magnificent Seven är en vedertagen benämning på dessa amerikanska teknikbolag vars aktiekurser har vuxit betydande under senaste åren

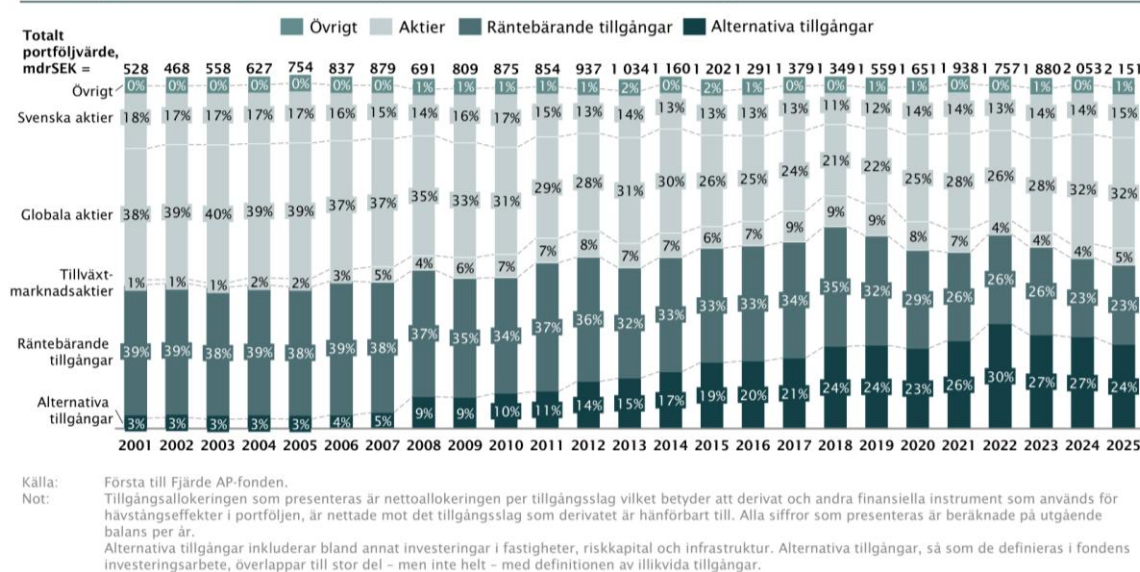
4.2.2 Tillgångsallokering

Tillgångsallokeringen för Första till Fjärde AP-fonden är relativt oförändrad jämfört med 2024. Den största förändringen, som framgår av Figur 19, är allokeringen i alternativa tillgångar som minskat med 2,5 procentenheter under året. Andelen har ökat inom samtliga andra tillgångsslag men främst för aktier på tillväxtmarknader som ökat med 0,8 procentenheter. Fonderna äger tillsammans cirka 2,4% av aktier noterade på svenska marknadsplatser, vilket motsvarar ett individuellt ägande på mellan 0,4 och 0,8% per fond.

Dessa omallokeringar bedöms vara en kombination av taktiska beslut inom fonderna, en konsekvens av den kommande förflyttningen av kapital från Första och Sjätte AP-fonden under 2026, samt den svaga utvecklingen inom alternativa tillgångar vilket naturligt lett till minskande positioner i denna tillgångsklass.

Över tid har andelen räntebärande tillgångar minskat från 39% vid starten 2001 till 23% år 2025. Samtidigt har alternativa tillgångar successivt ökat som andel av portföljerna, från 3% vid starten till 24% år 2025. Andelen alternativa tillgångar har dock minskat sedan 2022, då allokeringen uppgick till 30%. Aktieandelen har minskat något sedan starten, men utgör fortsatt den dominerande tillgångsklassen och uppgår till 52% av Första till Fjärde AP-fondernas sammantagna tillgångsallokering.

Tillgångsallokering 2001-2025, Första till Fjärde AP-fonden, procent



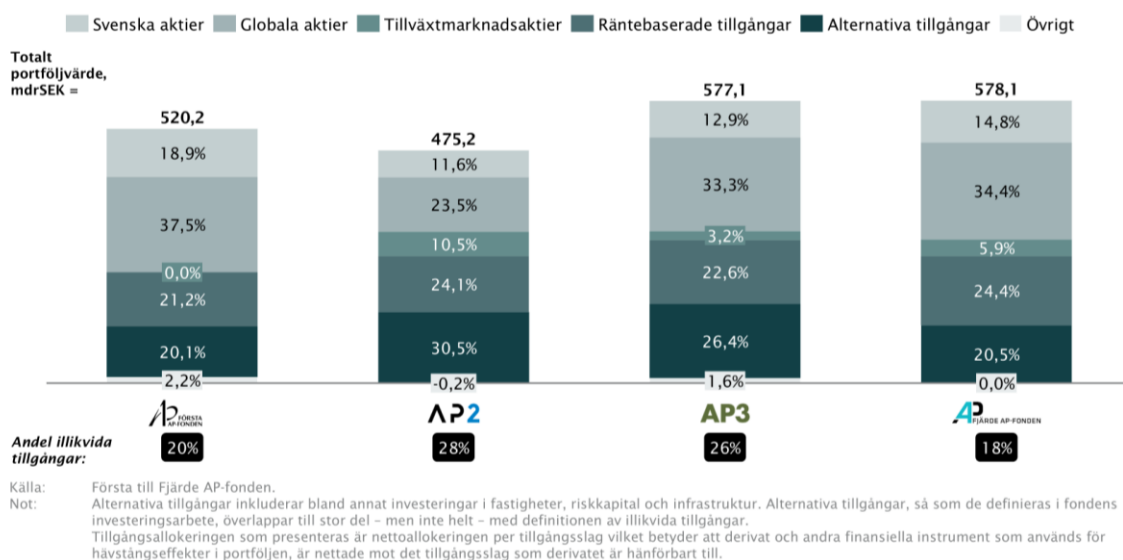
Figur 19: Första till Fjärde AP-fondens tillgångsallokering 2001-2025

På en fondspecifik nivå skiljer sig tillgångsallokeringen tydligt mellan AP-fonderna, vilket illustreras i Figur 20 nedan. Första, Tredje och Fjärde AP-fonden har en relativt snarlik allokering. Tredje AP-fonden har en högre andel alternativa investeringar, medan Första AP-fonden har en högre andel svenska aktier. Den fjärde AP-fonden har högst andel räntetillgångar av de tre nämnda fonderna.

Den största skillnaden återfinns hos Andra AP-fonden, som har den mest särpräglade allokeringen. En av de mest framträdande skillnaderna är andelen globala aktier, där Andra AP-fonden 2025 hade den lägsta andelen bland fonderna (23,5%) vilket är betydligt lägre än Första AP-fonden (37,5%). Vidare har Andra AP-fonden lägst andel svenska aktier (11,6%), men också högst andel alternativa tillgångar (30,5%).

Dessutom har Andra AP-fonden, tillsammans med Fjärde AP-fonden, den högsta allokeringen mot tillväxtmarknadsaktier. Andra AP-fonden har 10,5% av sin portfölj allokerad till denna tillgångsklass, och Fjärde AP-fonden har 5,9%. Under året har Tredje AP-fonden ökat sin allokering mot tillväxtmarknadsaktier från 1,0% till 3,2%, samtidigt som Första AP-fonden fortsatt har ingen allokering alls.

Tillgångsallokering 2025, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 20: Första till Fjärde AP-fondens tillgångsallokering 2025

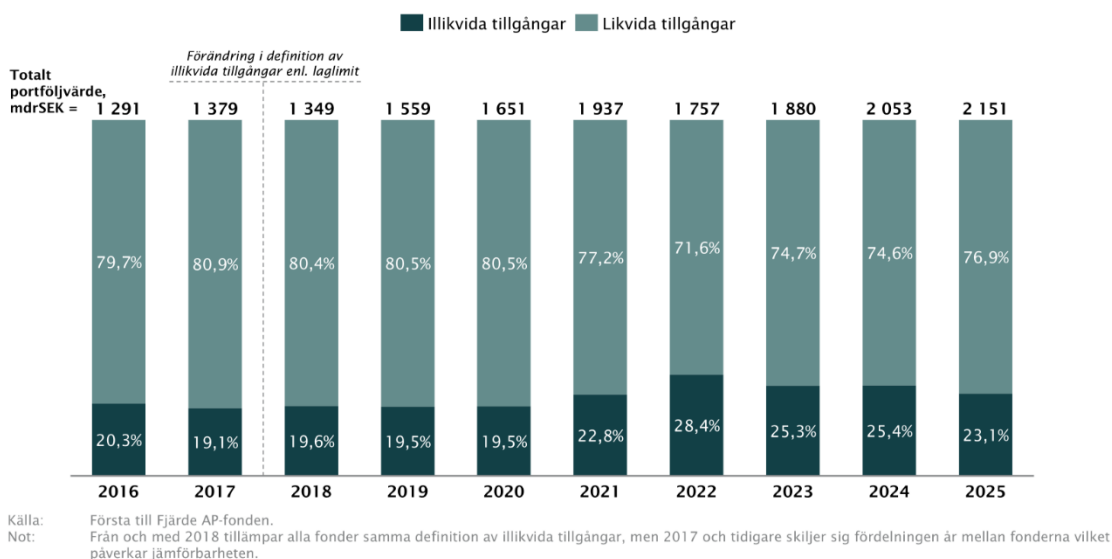
4.2.3 Illikvida tillgångar

Sedan 2019 medger lagstiftningen att Första till Fjärde AP-fonden får investera upp till 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, inklusive fastigheter. Som framgår av Figur 21 har andelen illikvida tillgångar i den samlade portföljen för Första till Fjärde AP-fonden ökat sedan 2019, men har minskat med 2,3 procentenheter under 2025 jämfört med föregående år. En betydande del av ökningen i illikvida tillgångar kan tillskrivas värdestegring snarare än nettoinvesteringar.

Illikvida tillgångar överlappar definitionsmässigt med alternativa investeringar, men är inte helt identiska¹⁰. Sedan 2021 har Första till Fjärde AP-fonderna en gemensam definition av illikvida tillgångar, vilket bör beaktas vid jämförelser över tid, som därefter har räknats tillbaka till 2018.

¹⁰ Ett exempel på skillnader mellan alternativa och illikvida tillgångar är aktier i noterade fastighetsbolag, som likt övriga noterade aktier anses likvida, men förvaltas tillsammans med andra fastighetstillgångar

Fördelning av illikvida tillgångar 2016-2025, Första till Fjärde AP-fonden



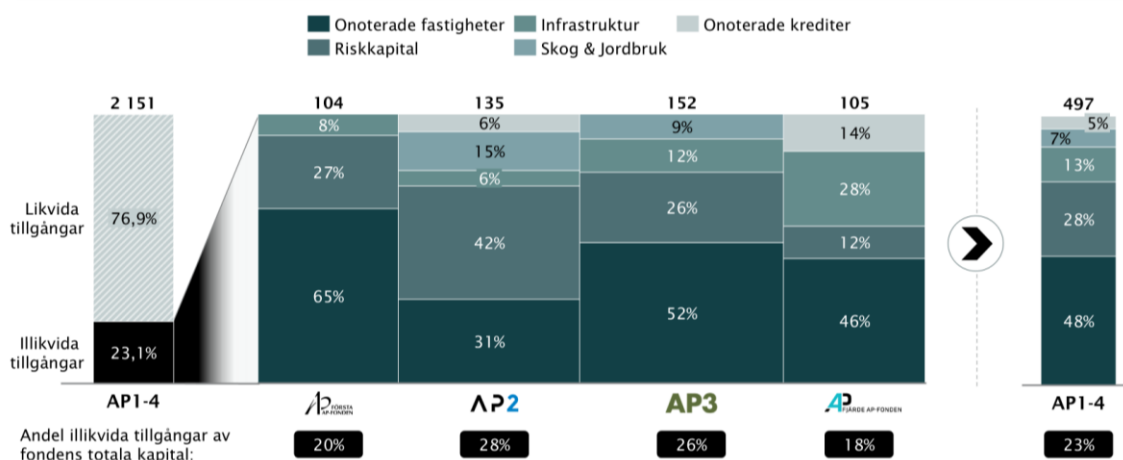
Figur 21: Första till Fjärde AP-fondens fördelning av illikvida tillgångar, 2016-2025

De illikvida tillgångarna är fördelade på kategorierna onoterade fastigheter, riskkapital (eng: private equity, co-investment, secondaries), infrastruktur, skog och jordbruk samt onoterade krediter (eng: private debt) och high-yield-krediter. Andelen illikvida tillgångar varierar mellan de enskilda fonderna, från 18,2% i Fjärde AP-fonden till 28,4% i Andra AP-fonden, vilket illustreras i Figur 22.

En djupare analys av Första till Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar visar att fonderna sammantaget har den största exponeringen mot onoterade fastigheter, som utgör cirka 48% av den illikvida portföljen. Därefter följer riskkapital (28%), infrastruktur (13%), skog och jordbruk (7%), och till sist onoterade krediter (5%). Detta illustreras i Figur 22 nedan. I detta avsnitt är riskkapital en bredare benämning som Sjätte AP-fondens avsnitt skiljer på typer av riskkapital; exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment), andrahandsinvesteringar (eng: secondaries) samt tillväxtfonder (eng: growth/venture).

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

Översikt av illikvida tillgångsslag 2025, Första till Fjärde AP-fonden, mdrSEK



Källa: Första till Fjärde AP-fonden.

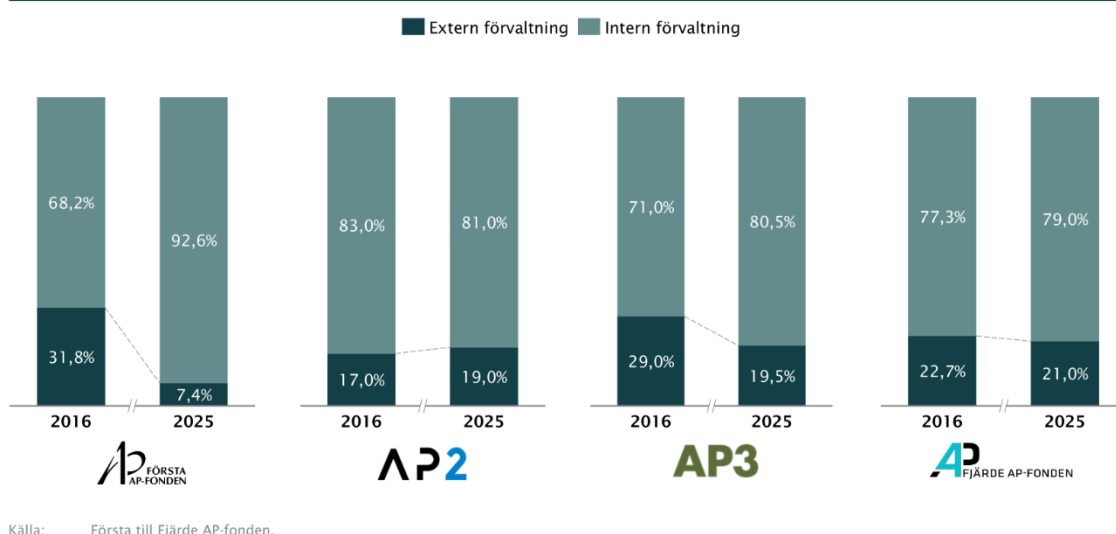
Figur 22: Första till Fjärde AP-fondens illikvida tillgångsslag 2025

4.2.4 Intern och extern kapitalförvaltning

Under de senaste tio åren har Första till Fjärde AP-fonden som helhet tydligt ökat andelen intern kapitalförvaltning; framför allt Första men också Tredje AP-fonden som successivt flyttat mer av förvaltningen internt. Andra AP-fonden har däremot utvecklats i motsatt riktning, drivet av ökande allokering i illikvida tillgångar som förvaltas av externa förvaltare, och har således en högre andel externt förvaltad kapital 2025 jämfört med för tio år sedan.

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

Fördelning av internt och externt förvaltad kapital 2016-2025, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 23: Första till Fjärde AP-fondens fördelning av internt och externt förvaltad kapital, 2016-2025

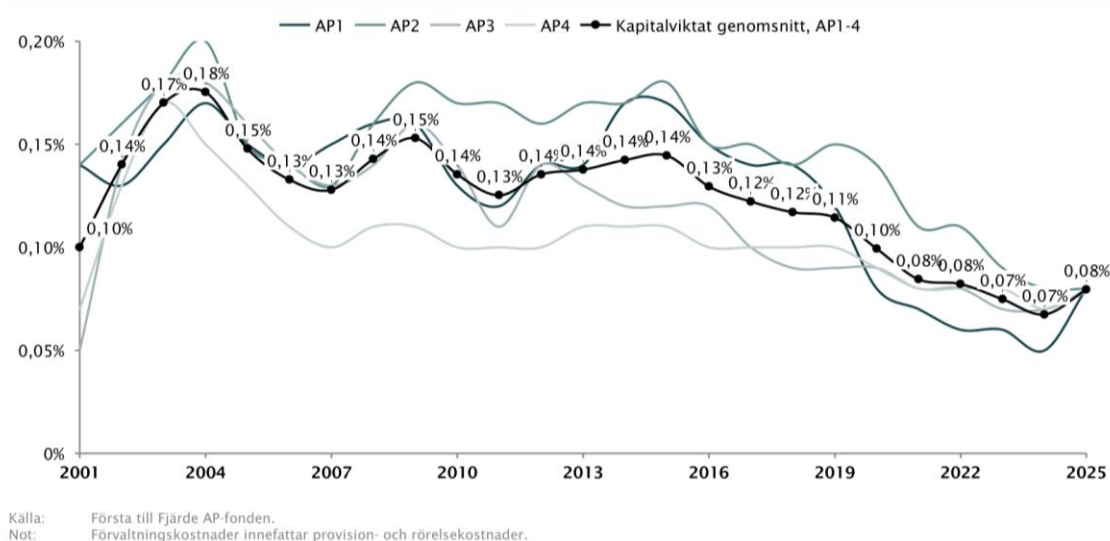
De huvudsakliga drivkrafterna bakom den ökade andelen intern förvaltning bedöms vara ambitionen att uppnå högre kostnadseffektivitet, bättre resursutnyttjande samt att realisera skalfördelar. Detta återspeglas i utvecklingen av fondernas förvaltningskostnader, som under den senaste tioårsperioden generellt har minskat för samtliga fonder, men kan också förklaras av skalfördelar i takt med att det förvaltade kapitalet vuxit (se Figur 24).

Under året har avvecklingskostnader och nya systemplattformar präglat förvaltningskostnaderna för fonderna. Med anledning av detta har förvaltningskostnaderna ökat, i relation med det förvaltade kapitalet, till 2022 års nivåer om 0,08%.

Genom att successivt stärka den interna kapitalförvaltningen har fonderna byggt upp och konsoliderat egen kompetens, operativ kapacitet och analytiska resurser. AP-fonderna framstår därmed som institutioner med en tydlig strategisk inriktning mot intern expertis och långsiktig kunskapsuppbyggnad.

Avvägningen mellan intern och extern förvaltning analyserades i 2023 års utvärdering och är fortsatt en central fråga i bedömningen av fondernas förvaltningsmodell och effektivitet.

Förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltad kapital 2001-2025, Första till Fjärde AP-fonden



Figur 24: Första till Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader som procent av totalt förvaltad kapital, 2001–2025

4.3 AP-fondernas hållbarhetsarbete

AP-fondernas långsiktiga värdeskapande bygger på föredömlig förvaltning samt principerna för ansvarsfulla investeringar och aktivt ägande. Hållbarhet är en integrerad del av fondernas strategi och omfattar bland annat klimat, biologisk mångfald, mänskliga rättigheter, bolagsstyrning och DEI (Diversity, Equity, Inclusion). Dessa områden, ofta samlade under begreppet ESG (Environmental, Social, Governance), genomsyrar den löpande verksamheten och beaktas systematiskt i investeringsbeslut.

Hållbarhetsperspektivet är en central del i investeringsprocessen, och fonderna arbetar strukturerat för att ytterligare fördjupa och bredda integrationen i hela förvaltningen. Detta kompletteras av regelbunden mätning, uppföljning och rapportering av relevanta hållbarhetsdata, både i årsredovisningar och i separata hållbarhetsrapporter. AP-fonderna samarbetar dessutom med svenska och internationella kapitalförvaltare och andra aktörer för att utveckla mer hållbara investeringsstrategier och gemensamma standarder. AP-fonderna arbetar också mycket med aktivt ägande och har betydande inflytande över portföljbolagen och stor möjlighet att påverka deras hållbarhetsarbete.

Precis som kapitalförvaltningen skiljer sig hållbarhetsarbetet mellan de olika AP-fonderna, men präglas samtidigt av ett omfattande samarbete. Första–Fjärde AP-fonden (Sjätte AP-fonden omfattas inte) har ett gemensamt initiativ i Etikrådet, som är fondernas centrala forum för samordning och utveckling av arbetet med miljö- och etikfrågor.

Även om Etikrådet formellt avser Första–Fjärde AP-fonden samverkar Sjunde AP-fonden delvis med rådet där gemensamma perspektiv och erfarenheter kan bidra till ökad genomslagskraft i hållbarhetsarbetet.

Genom Etikrådet granskas portföljbolagen, och fonderna får vägledning kring hur de kan stärka hållbarheten i sina investeringar. För en mer detaljerad beskrivning av Etikrådets arbete, se avsnittet 4.3.3 Etikrådet och samverkan kring hållbarhet.

4.3.1 Principer och trender för fondernas hållbarhetsarbete

Precis som i den övergripande kapitalförvaltningen bedrivs hållbarhetsarbetet självständigt inom respektive AP-fond. Strategier, prioriteringar och operativa aktiviteter beslutas och genomförs på fondnivå, vilket innebär skillnader i fokusområden, mål och hur hållbarhet integreras i investeringsprocessen. Samtidigt finns tydliga gemensamma teman vilka beskrivs nedan och är i stort oförändrade gentemot föregående år.

Ansvarsfullt och aktivt ägande som ett verktyg för klimatomställning

Den lagstadgade principen om föredömlig förvaltning är central i fondernas arbete. I praktiken innebär det att de använder sitt ägarinflytande, exempelvis genom bolagsstämmor och dialoger, för att påverka bolag i en mer hållbar riktning. Klimatfrågan är särskilt prioriterad och ansvarsfullt ägande används för att minska portföljernas klimatavtryck och driva omställning.

Integration av hållbarhet i kapitalförvaltningen

AP-fonderna strävar efter att fullt ut integrera hållbarhetsfaktorer i investeringsprocessen. Detta sker genom både kvantitativa indikatorer och kvalitativa analyser. Under senare år har samarbetet mellan hållbarhetsexperten och förvaltare fördjupats, vilket stärkt kompetensen och effektiviteten i arbetet.

Sektorspecifika hållbarhetsrisker och tematiska investeringar som bidrar till omställningen

Fonderna identifierar hållbarhetsrisker och möjligheter i särskilt utsatta sektorer, såsom energi och gruvgift, delvis i samordning via Etikrådet. Samtidigt allokteras kapital till investeringar med tydlig hållbarhetsprofil, exempelvis gröna obligationer och hållbara tillgångar. Dessa investeringar omfattas av samma avkastnings- och riskkrav som övriga placeringar.

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

Samarbeten med andra investerare och deltagande i internationella initiativ är en central del av AP-fondernas hållbarhetsstrategi. Genom ramverk som Principles for Responsible Investment (PRI) och utvalda branschallianser stärker de sitt kollektiva inflytande och möjligheten att driva förändring.

Fonderna prioriterar ett begränsat antal strategiskt viktiga samarbeten där de kan ta en aktiv och påverkande roll, snarare än att vara passiva medlemmar. Detta bedöms ge störst genomslag och strategisk effekt.

Iteration och uppföljning av målsättningar

Ambitionsnivån och kapaciteten i hållbarhetsarbetet har stärkts de senaste åren, bland annat genom en utökad roll för Etikrådet och lagändringar rörande Sjätte AP-fonden. Samtidigt har ökade regulatoriska krav medfört att mål och arbetssätt löpande ses över och uppdateras.

I vissa fall har fonderna satt mål även där etablerade mätmetoder ännu saknas, med förväntan om förbättrad datatillgång framöver. Inriktningen är en kontinuerlig utveckling av mål och uppföljning, med ambitionen att successivt öka graden av mätbarhet och transparens.

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

4.3.2 Fondernas koldioxidutsläpp

Koldioxidutsläpp är en av de mest centrala mätpunkterna för AP-fonderna vid utvärderingen av portföljernas klimatpåverkan. Därför mäter och redovisar varje fond regelbundet sina koldioxidutsläpp, både i absoluta tal och i koldioxidintensitet per miljon kronor i omsättning. Särskild

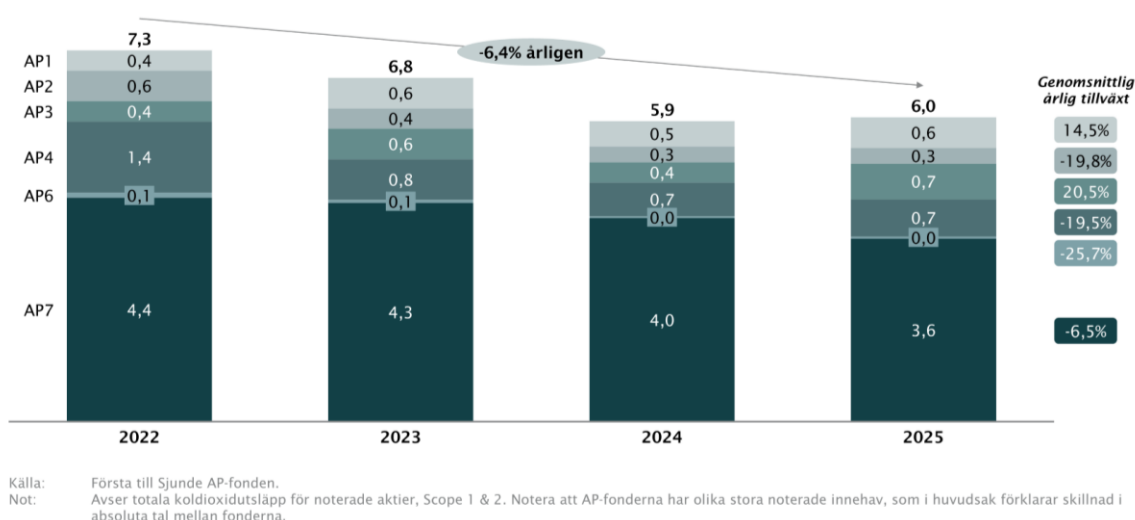
vikt läggs vid att analysera förändringar över tid för att säkerställa en positiv utveckling i linje med hållbarhetsmålen.

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

Under 2025 uppgick de totala uppmätta koldioxidutsläppen (Scope 1 och 2) inom Första till Sjunde AP-fondernas investeringar till 6,0 miljoner tCO₂e, vilket motsvarar en ökning om 0,07 miljoner tCO₂e jämfört med 2024. Som framgår av Figur 25 nedan, har de sammanlagda koldioxidutsläppen i buffertfondernas portfölj minskat med cirka 6,4% årligen sedan 2022.

Buffertfondernas totala koldioxidutsläpp (Scope 3) uppgick till 43,2 miljoner tCO₂e under 2025. Sjunde AP-fondens Scope 3 utsläpp uppgick till 36,5 miljoner tCO₂e under samma tidsperiod.

Totala koldioxidutsläpp i portföljen 2022-2025, Första till Sjunde AP-fonden, miljoner tCO₂e



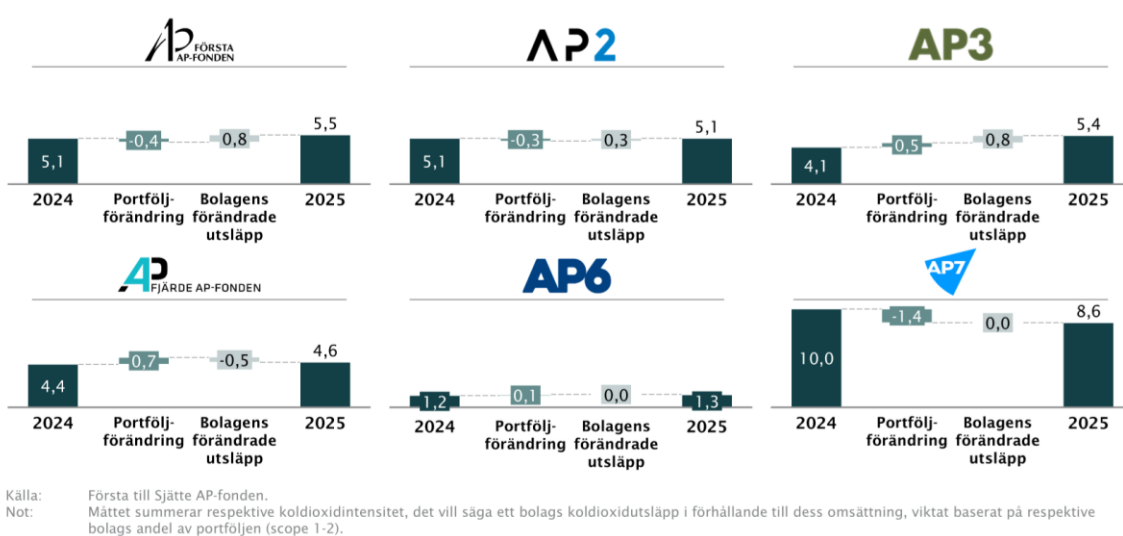
Figur 25: Första till Sjunde AP-fonden, totala CO₂-utsläpp i portföljen, 2022-2025

Det är dock viktigt att tolka dessa siffror med viss försiktighet, eftersom enbart portföljens totala utsläpp kan ge en missvisande bild av den faktiska utvecklingen. Den redovisade nivån påverkas av flera faktorer: (1) *Förändring i förvaltad kapital*: En ökning av fondförmögenheten kan medföra högre absoluta utsläpp, även om de underliggande innehaven minskar sina utsläpp. (2) *Förändrad portföljallokering*: Om fonderna avyttrar innehav med höga utsläpp och i stället investerar i bolag med lägre utsläpp kan de totala utsläppen minska, utan att utsläppen nödvändigtvis minskar i den reella ekonomin. (3) *Utveckling av mät- och redovisningsmetoder*: Förbättrade beräkningsmodeller, större datatäckning och mer omfattande rapportering kan leda till förändringar i de uppmätta utsläppen över tid, även utan att den underliggande klimatpåverkan förändras i motsvarande grad. (4) *Icke fullständig data*: Särskilt för fondernas illikvida innehav finns ofta en större tidsfördröjning i rapporteringen, vilket påverkar jämförbarheten över tid. Därtill är Scope 3-data inte komplett för samtliga innehav per fond, vilket kan innebära att de rapporterade utsläppen delvis speglar datatillgång snarare än reell utveckling. Dessa utsläpp aggregeras dock upp till det fullständiga förvaltade kapitalet.

För att få en mer nyanserad bild av portföljens klimatpåverkan kompletteras därför analysen med Figur 26 nedan, som visar den portföljviktade koldioxidintensiteten, det vill säga genomsnittliga utsläpp per miljon i omsättning, per fond för 2025, jämfört med 2024.

De nedanstående måtten ska ses som en indikator på portföljens exponering mot koldioxidintensiv verksamhet. Under 2025 har detta mått ökat för samtliga buffertfonder, förutom för Andra AP-fonden som är på samma nivå som föregående år. En stark drivkraft till ökningen är årets valutakursförändringar då portföljbolagens omsättning översätts till svenska kronor. I övrigt beror ökningen på en kombination av förändringar i portföljens sammansättning och utsläppsökningar hos de ingående bolagen. Sjunde AP-fonden har under året minskat koldioxidintensiteten från 10,0 till 8,6 tCO₂e per miljon kronor.

Portföljviktad koldioxidintensitet (TCFD) 2024-2025, AP-fonderna, tCO₂e per miljoner kronor



Figur 26: AP-fondernas portföljviktade koldioxidintensitet, 2024-2025

4.3.3 Etikrådet och samverkan kring hållbarhet

Första till Fjärde AP-fonden samarbetar inom flera områden av den fondövergripande hållbarhetsagendan, inklusive hållbarhetsredovisning, rapportering och utveckling av gemensamma principer. Huvudforumet för hållbarhet är AP-fondernas **Etikråd** som bildades 2007 och syftar till att bidra till ett hållbart värdeskapande i AP-fondernas portföljer och samtidigt upprätthålla ramarna för vad AP-fonderna anser vara en ansvarsfull kapitalförvaltning. AP-fondernas Etikråd består av tre medarbetare (en chef och två hållbarhetsspecialister) samt en styrelse med en ledamot från respektive fond. Ordförandeskapet roterar årligen mellan fonderna. Etikrådets verksamhet och uppdrag påverkas inte av Första AP-fondens avveckling vid årsskiftet 2026, annat än att styrelsen minskar med en ledamot i och med att Första AP-fondens plats tas bort.

Sjunde AP-fonden ingår inte i Etikrådets styrelse. Trots detta sker en samverkan mellan fonden och Etikrådet inom arbetet med bolag med kopplingar till konfliktområden, bland annat genom informationsinhämtning och bolagsdialoger. Genom denna samverkan kan fonderna agera med en starkare och mer samlad röst, även om arbetet i vissa fall kan leda till olika bedömningar och åtgärder.

Samverkan genom Etikrådet syftar till att:

- Stärka fonderna som föredömliga förvaltare och ansvarsfulla ägare.

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

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

Etikrådet har tre arbetsområden:

1. **Reaktivt arbete:** Identifiera, analysera och agera på signaler om allvarliga kränkningar i AP-fondernas portföljer. Målet med de reaktiva dialogerna är att bolagen vidtar åtgärder och förhindrar att liknande incidenter inträffar igen. Etikrådet kan rekommendera AP-fonderna att exkludera bolag där rimliga förbättringar inte sker eller där möjligheten att påverka bedöms som begränsad. Etikrådet kan även rekommendera exkludering och åter-inkludering av bolag. Under 2025 genomlystes 3 007 bolag, vilket är färre än 2024 som beror på att antalet innehavsbolag i AP-fondernas portföljer minskade. Etikrådet agerade på samtliga signaler i genomlysningen och totalt 67 reaktiva bolagsdialoger genomfördes. 7 dialoger avslutades under året då målen uppnåddes. Etikrådet rekommenderade ingen exkludering av bolag under 2025. Tidigare rekommenderade exkluderingar finns publikt tillgängliga på Etikrådets hemsida.
2. **Proaktivt påverkansarbete:** Förhindra kränkningar och incidenter, skapa positiv förändring i komplexa hållbarhetsfrågor samt adressera systemrisker. Antal proaktiva projekt under 2025 uppgick till 9, varav 1 nytt för året. 18,4% av AP-fondernas innehav i utländska noterade aktier och krediter omfattas av proaktiva projekt. Detta påvisar det proaktiva arbetets väsentlighet för AP-fonderna.
3. **Gemensamma ställningstaganden:** Stödja, samordna och i förekommande fall regelbundet följa upp AP-fondernas position i hållbarhetsfrågor när det är önskvärt av fonderna.

Händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har flera centrala händelser och förändringar ägt rum:

- **Ökad polarisering i omvärlden kring viktiga sakfrågor:** Året har kännetecknats av en fortsatt polarisering i centrala samhälls- och hållbarhetsfrågor. Detta märks såväl inom enskilda hållbarhetsområden som i synen på investerares möjligheter att påverka, särskilt på den amerikanska marknaden. I detta klimat har AP-fonderna och Etikrådet stått fast vid sina ambitioner att agera ansvarsfullt och långsiktigt.
- **Prioriterat arbete kring konflikt- och högriskområden:** Under 2025 har Etikrådet intensifierat arbetet kopplat till konflikt- och högriskområden genom att uppdatera AP-fondernas gemensamma ställningstagande, stärka analys och konfliktvägledning till AP-fonderna, fördjupa granskningen av bolag och leverantörskedjor samt vidareutveckla samarbetet med AP7.
- **Fortsatt stöd i komplexa hållbarhetsfrågor:** Både inom Etikrådets fem fokusområden och i andra av AP-fonderna identifierade frågor arbetar etikrådet proaktivt för att ligga steget före

och bistå fonderna med vägledning som kan aktualiseras vid AP-fondernas eventuella investeringar. Exempelvis påbörjades ett arbete inom militärteknologi (eng: defence tech) under året.

- **Flertalet positiva bolagsförflyttningar:** Flera bolag som Etikrådet för dialog med har uppvisat positiva framsteg. Under 2025 har sju dialoger avslutats efter att uppsatta mål uppnåtts, och totalt har 30 delmål nåtts under året.

4.3.4 Medlemskap i organisationer, initiativ och samarbeten

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

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

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

4.4 Samarbeten mellan fonderna

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

4.4.1 Samverkansrådet

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

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

4.4.2 Gemensamt ägda bolag

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

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

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

5. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Första AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse. Vid utgången av 2025 upphörde Första AP-fondens verksamhet och dess tillgångar och förpliktelser fördes över till Tredje och Fjärde AP-fonden.

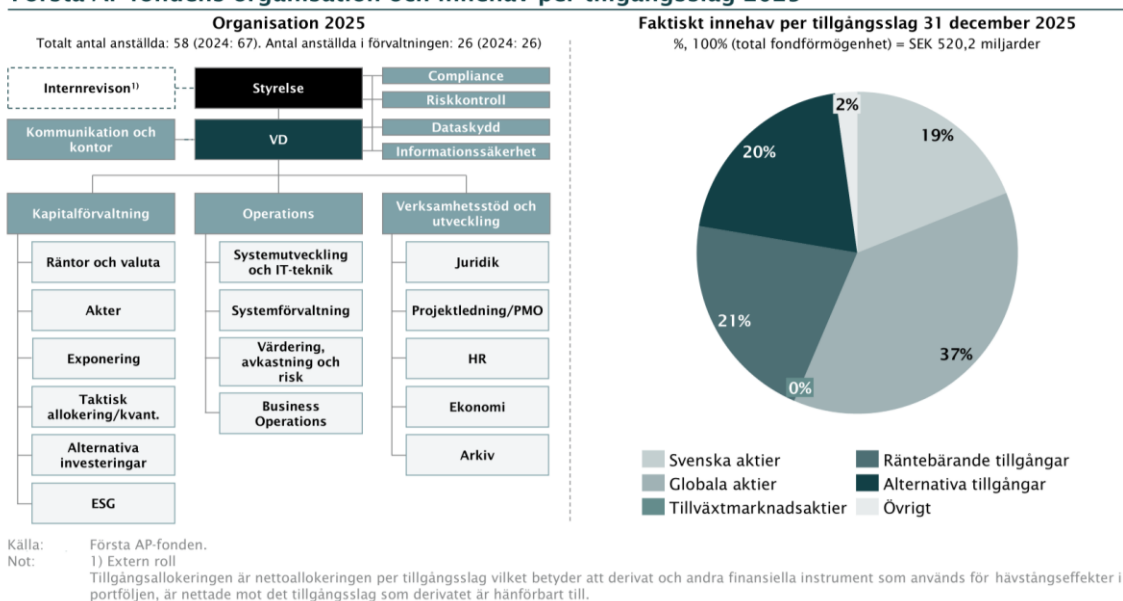
5.1 Första AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod vid utgången av 2025 av 58 personer (2024: 67), varav 26 som arbetar inom kapitalförvaltning. Under året skedde ingen förändring i organisationsstrukturen förutom att antalet anställda minskade.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 520,2 miljarder kronor. Allokeringen av det totala förvaltade kapitalet bestod till 37% av globala aktier, 21% av räntebärande tillgångar, 20% av alternativa tillgångar, 19% av svenska aktier och 2% av övrigt.

Exponeringen mot globala aktier uppgick till 48%, 11 procentenheter högre än allokeringen till globala aktier, medan exponeringen på posten övrigt var -9%, 11 procentenheter lägre än allokeringen till övrigt. Skillnaden mellan exponering och allokering förklaras av användning av derivatinstrument i förvaltningen. Exponeringsmässigt kan det liknas vid att fonden lånar pengar och investerar dessa medel i globala aktier, även om inget lån tas upp. I stället används ett derivat där en finansiell motpart tillhandahåller exponeringen mot en avgift, motsvarande kostnaden för ett lån. Effekten blir att den ekonomiska exponeringen mot aktier blir högre än allokeringen till aktier. Allokeringsprocessen inklusive bland annat beslutsnivåer, delegation, hantering av risk och exponeringar samt uppföljning beskrivs i regeringens redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2024 (Skr. 2024/25:10, sid. 380 och framåt).

Första AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025



Figur 27: Första AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Första AP-fondens avkastningsmål

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

Första AP-fondens investeringsfilosofi

Första AP-fondens investeringsfilosofi, som fonden själv benämner som sina investeringsövertygelser, består av sju centrala principer som utgör ett ramverk för portföljsammansättningen. Dessa principer vägleder både nya investeringar och förvaltningen av befintliga innehav. Principerna uppdaterades under 2024 och har legat fasta sedan dess. Komponenterna av investeringsfilosofin är:

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

5.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Första AP-fonden fortsatt utvecklat verksamheten och arbetat utifrån placeringsstrategin och investeringsfilosofi. Parallellt med detta har förberedelser genomförts inför avvecklingen av fonden.

- **Förberedelser för fondens avveckling:** Riksdagen beslutade under 2025 att Första AP-fondens verksamhet skulle avvecklas och tillgångar ska införlivas i Tredje och Fjärde AP-fonden per den 1 januari 2026. Under 2025 har därför betydande resurser lagts på förberedelser inför avvecklingen. Samtidigt som resurser har behövt avsättas för detta arbete har fonden aktivt säkerställt att avvecklingsarbetet hållits tydligt åtskilt från den löpande kapitalförvaltningen. Risktagandet har i huvudsak koncentrerats till noterade aktier, då ränteportföljen har behövt anpassas till de mottagande fondernas kapacitet. Durationspositionerna har därmed varit mer neutrala och mindre aktivt förvaltade än under ett normalt år. Den onoterade portföljen har fokuserat på att fullfölja redan gjorda åtaganden, vilket har resulterat i vissa nya investeringar inom riskkapital men med en lägre aktivitetsnivå än normalt. Utgångspunkten för avvecklingen har varit att minimera utestående frågor och pågående åtaganden i syfte att underlätta en effektiv överföring av kapitalet.
- **Utvecklingsprojekt inom kapitalförvaltningen:** Under året har utvecklingen av totalportföljsansatsen fortsatt, inklusive interaktiva beslutsstödsverktyg. Maskinlärning har vidareutvecklats inom systematiska aktiestrategier, och användningen av beslutsträd har utökats för att strukturera positionstagande i perioder av marknadsturbulens. Fonden har även

ökat fokus på hur motparter och andra kapitalförvaltare använder AI, i syfte att inhämta kunskap och erfarenheter.

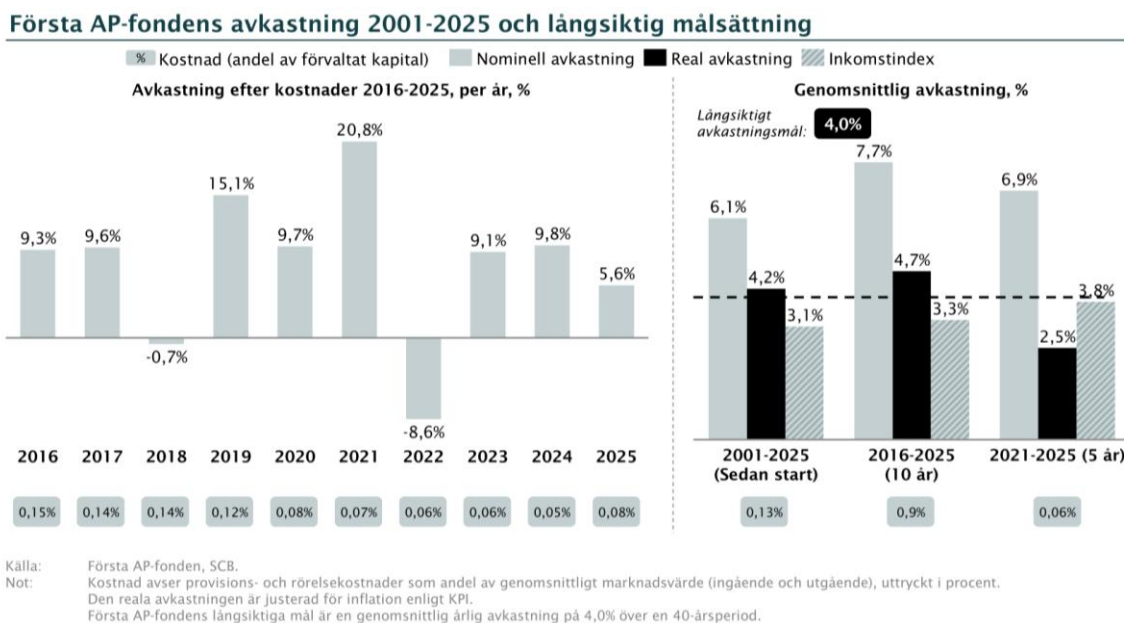
5.2 Första AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

5.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

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

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

Under 2025 uppgick fondens nominella avkastning till 5,6% efter kostnader och 5,3% justerat för inflation, vilket överträffade både de medelfristiga och långsiktiga avkastningsmålen. Avvecklingskostnaderna från avvecklingen och tillgångsflytten till Tredje och Fjärde AP-fonden hade en effekt på årets avkastning. Exklusive dessa kostnader hade fonden en avkastning om 5,7%, eller 5,4% justerat för inflation.



Figur 28: Första AP-fondens avkastning och långsiktiga målsättning, 2001–2025

Sedan 2001 har fonden uppnått en real avkastning på 4,2% vilket är i linje med det långsiktiga avkastningsmålet på 4,0%, som illustreras i Figur 28. I nominella termer har fonden uppnått en genomsnittlig årlig avkastning på 6,1% sedan start och därmed överträffar fondens avkastning även inkomstindex med 3,0 procentenheter. Under de senaste tio åren har fonden överträffat sitt mål genom att uppnå en genomsnittlig real avkastning på 4,7%.

Den genomsnittliga reala avkastningen för de senaste fem åren uppgår till 2,5%, vilket är 1,5 procentenheter under det långsiktiga målet. Detta kan delvis förklaras av att inflationen har varit hög

sedan 2021, med en total prisökning om 23% till och med 2025, vilket starkt dämpat den reala avkastningen.

5.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Under 2025 uppgick fondens totala avkastning till 27,9 miljarder kronor (5,6%) efter kostnader. Exklusive avvecklingskostnader uppgick den totala avkastningen till 28,1 miljarder kronor (5,7%) efter kostnader. De noterade innehaven i globala aktier stod för den största delen av avkastningsbidraget. Denna tillgångsklass bidrog med 6,6 procentenheter i avkastningsbidrag, motsvarande 32,9 miljarder kronor. Svenska aktier bidrog med 2,0 procentenheter avkastningsbidrag, motsvarade 10,1 miljarder kronor. Tillsammans motsvarade detta ett avkastningsbidrag på 43,0 miljarder kronor inom aktieportföljen.

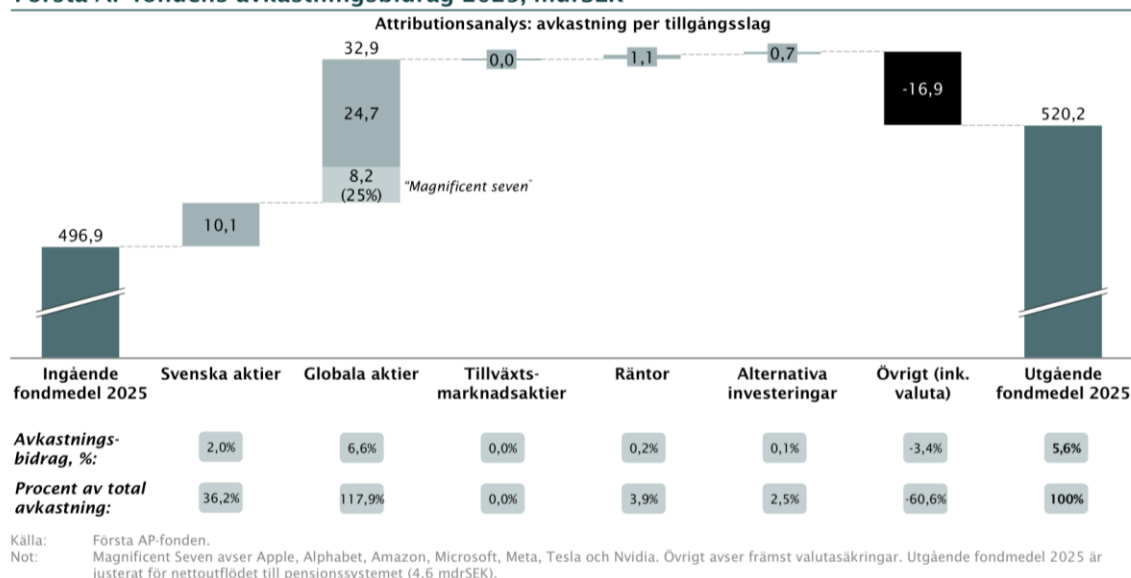
En betydande del av avkastningen inom globala aktier kom från de så kallade "Magnificent Seven" som är sju ledande amerikanska teknikbolag¹¹. Dessa bolag stod för 8,2 miljarder kronor (2024: 14,1) av det totala avkastningsbidraget på 32,9 miljarder kronor inom globala aktier. "Magnificent Seven" stod därmed för 25% (2024: 41%) av avkastningsbidraget inom globala aktier och 29% av det totala avkastningsbidraget.

Räntebärande tillgångar gav under 2025 ett positivt avkastningsbidrag på 0,2 procentenheter, motsvarande 1,1 miljarder kronor. Även alternativa tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, hade ett positivt avkastningsbidrag. Övrigt-posten, som främst avser valutaeffekt-och säkringar samt alternativa strategier, är den enda kategorin med negativt bidrag vilket var -16,9 miljarder kronor under 2025. Detta var främst drivet av valutaförändringar genom den stärkta svenska kronan.

Figur 29 nedan visar en fullständig attribution av samtliga tillgångsslag till den totala fondvärderingen efter kostnader per den 31 december 2025. Avkastningsbidraget per tillgångsslag redovisas exklusive årets valutaeffekter. Dessa beaktas i stället under posten "Övrigt (inklusive valuta)", där även effekter från valutasäkring ingår.

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

Första AP-fondens avkastningsbidrag 2025, mdrSEK



Figur 29: Första AP-fondens avkastningsbidrag 2025 i alla tillgångsklasser

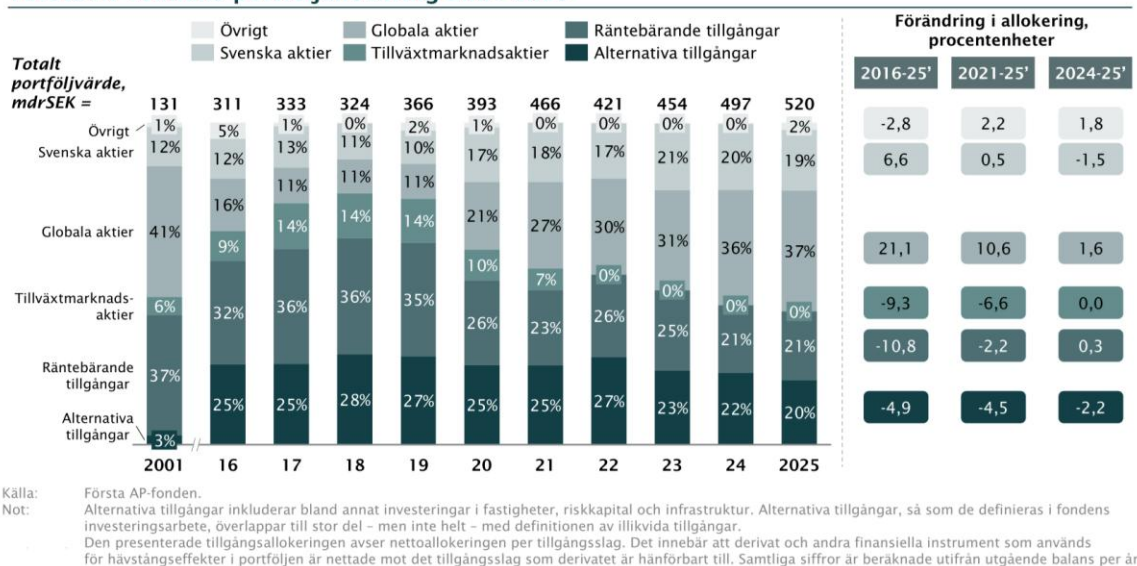
5.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Första AP-fondens portfölj bestod 2025 av 56% aktier, 21% räntebärande tillgångar och 20% alternativa tillgångar. Aktierna i total portföljen utgörs av 37% globala aktier, 19% svenska aktier och 0% tillväxtmarknadsaktier (Se Figur 30).

Under 2025 förändrades portföljallokeringen genom en ökad andel i globala aktier, en trend som pågått sedan 2019. Under 2025 minskade andelen svenska aktier något, medan exponeringen mot tillväxtmarknader var oförändrad och fortsatt uppgick till 0%, vilket innebär att ingen allokering gjordes till tillväxtmarknadsaktier. Allokeringen till räntebärande tillgångar ligger kvar på samma nivå som 2024, men har successivt minskat sedan fondens start och är fortsatt den lägsta nivån sett över de senaste tio åren.

Vidare har andelen alternativa tillgångar minskat med 2,2 procentenheter jämfört med 2024. Detta beror främst på den negativa värdeutvecklingen inom tillgångsslaget. På längre sikt har dock allokeringen till alternativa tillgångar ökat sedan fondens start 2001. Sett till de senaste tio åren har denna tillgångsklass legat på en relativt stabil nivå, mätt som andel av det totala förvaltade kapitalet, på 20-28% men har minskat något senaste åren.

Första AP-fondens portföljallokering 2001-2025



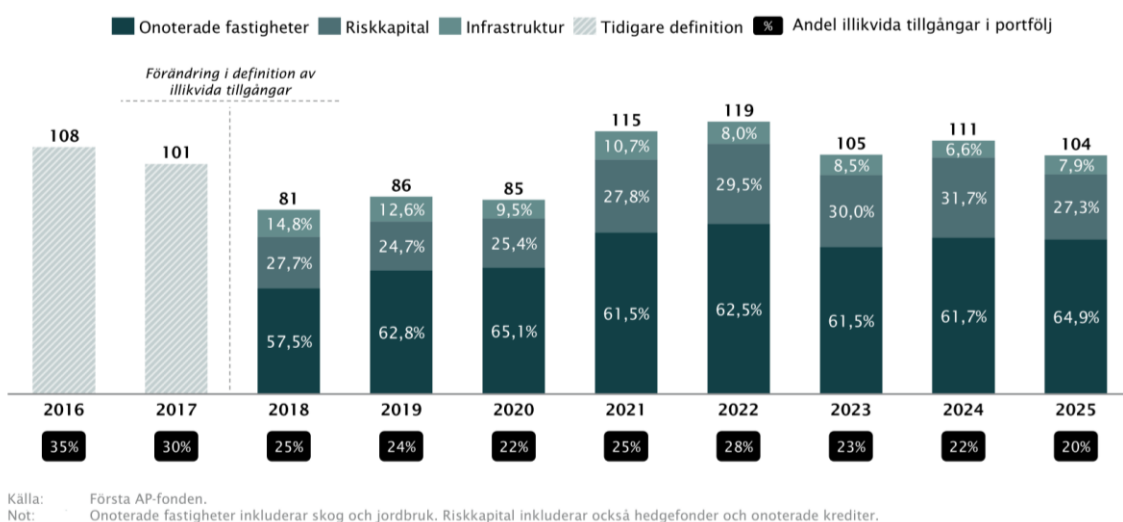
Figur 30: Första AP-fondens tillgångsallokering och förändringar, 2001-2025

5.2.4 Illikvida tillgångar

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

År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 20% av Första AP-fondens totala portfölj, motsvarande 104 miljarder kronor. Den största delen bestod av onoterade fastigheter (65%), följt av riskkapital-fonder (eng: private equity) (27%) och infrastruktur (8%). Andelen onoterade fastigheter och infrastruktur har ökat sedan 2024, medan riskkapital-fonder har minskat. Sedan 2018 har allokeringen i infrastruktur minskat till fördel för onoterade fastigheter. Riskkapitalet i Första AP-fonden är endast investerat genom fonder, alltså inte via exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment).

Första AP-fondens totala illikvida tillgångar 2016-2025, mdrSEK



Figur 31: Första AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2016–2025

Som framgår av Figur 32 nedan har därmed portföljen vuxit från 81 miljarder kronor 2018 till 104 miljarder kronor vid slutet av 2025 vilket motsvarar en ökning om 23 miljarder kronor.

Kapitalets tillväxt kan helt tillskrivas värdestegring, då nettoinvesteringarna varit negativa under perioden. Uppgången har drivits av värdeutveckling i onoterade fastigheter och riskkapitalfonder då både flöden och värdeutveckling inom infrastruktur varit negativa. I relation till det förvaltade kapitalet har riskkapital haft högst årlig avkastning sedan 2019¹² med ett genomsnitt på 12,9% per år. Sedan 2019 har avkastningen på illikvida tillgångar varit cirka 7,4% per år. Över tid har andelen illikvida tillgångar som andel av den totala portföljen minskat från 25% 2018 till 20% 2025.



Figur 32: Första AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018-2025

5.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

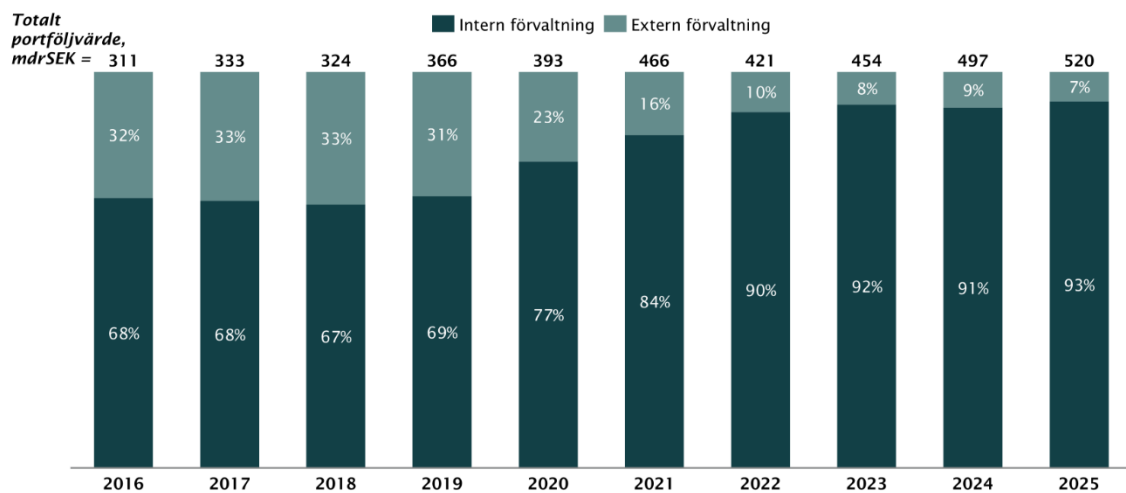
Första AP-fonden betonar själva att en väl utförd intern förvaltning erbjuder flera strategiska fördelar. En av de främsta är möjligheten till en mer flexibel och dynamisk kapitalallokering mellan olika strategier och tillgångsslag, vilket skapar bättre förutsättningar att utnyttja uppkommande investeringsmöjligheter.

Fonden ser även intern förvaltning som ett sätt att skapa en integrerad värdekedja inom organisationen, vilket i sin tur kan leda till lägre kostnader och förbättrad riskkontroll. Samtidigt ställs höga krav på att intern förvaltning ska leverera lika bra eller bättre resultat än extern förvaltning.

Den absoluta majoriteten av kapitalet förvaltas internt med 92,6% under 2025. Detta innebär en ökning med 1,6 procentenheter från 2024, då 91,0% av kapitalet var internt förvaltad. På längre sikt har andelen internt förvaltad kapital ökat stadigt vilket illustreras i Figur 33 nedan.

¹² 2018, i figuren, avser utgående balans. Därav är avkastningsmålet för perioden 2019-2025.

Första AP-fondens fördelning av externt och internt förvaltad kapital 2015-2025



Källa: Första AP-fonden.

Figur 33: Första AP-fondens kapitalförvaltning uppdelat på intern och extern förvaltning, 2016–2025

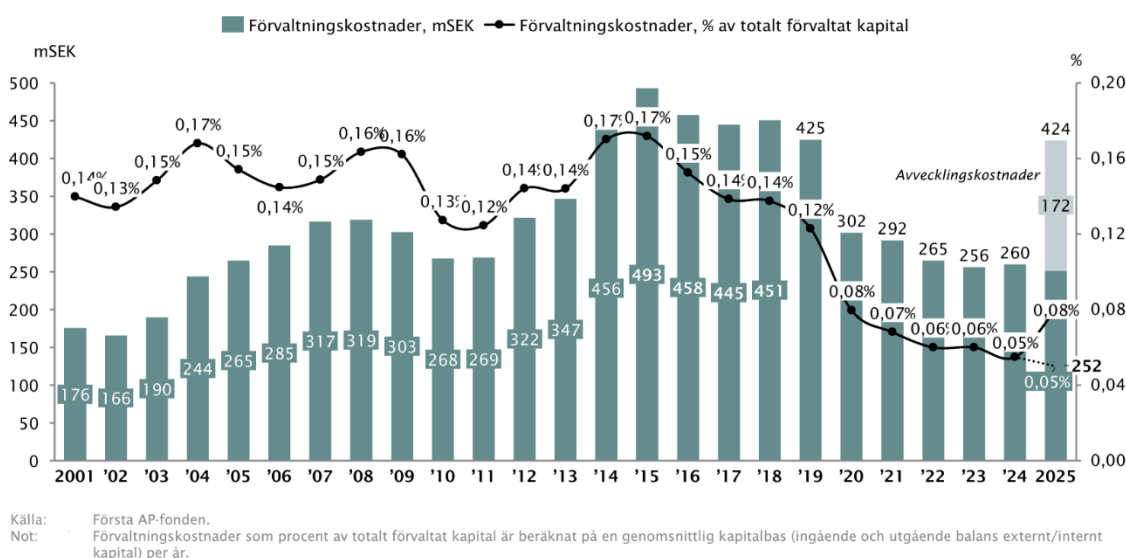
5.2.6 Förvaltningskostnader

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

Under det senaste decenniet har den strategiska övergången till ökad intern förvaltning tydligt avspeglats i kostnadsutvecklingen, vilket framgår i Figur 34 nedan. Sedan 2015 har förvaltningskostnaderna successivt minskat, delvis som en följd av att intern förvaltning visat sig vara mer kostnadseffektiv än extern förvaltning. Dessutom har ökade stordriftsfördelar ytterligare stärkt kostnadseffektiviteten, då den andel av kapitalet som förvaltas internt har vuxit i en snabbare takt än de interna kostnaderna. Sedan starten 2001 är den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvaltad kapital 0,13%.

Under 2025 ökade de totala förvaltningskostnaderna med 164 miljoner kronor, från 260 miljoner kronor 2024 till 424 miljoner kronor. Den stora ökningen kan härledas till avvecklingskostnader kopplade till tillgångsflytten till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Dessa engångskostnader uppgick till 172 miljoner kronor och bestod under 2025 bland annat av extra resurser, externa utredare, juridiska kostnader och andra avvecklingskostnader. Huvudsaklig kostnad utgörs av avsättning för avveckling av personal om 107 mnkr och avsättning för övriga förvaltningskostnader om 45 mnkr (främst avveckling av IT och kontor). Exklusive avvecklingskostnaderna så uppgick förvaltningskostnaderna som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,05%, vilket är i linje med 2024. Överlag ligger Första AP-fondens förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet på en mycket låg nivå sett ur ett internationellt perspektiv (se avsnitt 3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder).

Första AP-fondens förvaltningskostnader (provision- och rörelsekostnader) 2001-2025



Figur 34: Första AP-fondens förvaltningskostnader, 2001-2025

5.3 Första AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

5.3.1 Principer och strategi för hållbarhetsarbetet

Första AP-fondens hållbarhetsstrategi är en integrerad och naturlig del av det operationella arbetet, investeringsprocessen och fondförvaltningen. Fondens VD ansvarar för att säkerställa denna integration, med stöd av hållbarhetsfunktionen, som är en del av förvaltningsorganisationen. Hållbarhetsfunktionen bistår VD genom att genomföra delar av arbetet och säkerställa att hållbarhetsaspekter beaktas inom samtliga investeringsområden. Arbetsmetoden har inte förändrats under 2025.

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

Fondens hållbarhetsinriktning styrs av policyn för ansvarsfulla investeringar som infördes under 2024. Denna policy fastställer de övergripande principerna för hållbarhet och ägarstyrning i fondförvaltningen. Den betonar vikten av föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarfullt ägande. Första AP-fonden har tron att välskötta bolag, som integrerat identifierar och hanterar strategiskt materiella risker och möjligheter, har bättre förutsättningar att skapa långsiktigt värde. Särskilt betonas betydelsen av ansvarsfullt agerande och effektiv användning av naturkapital, humankapital och finansiellt kapital; faktorer som bedöms bidra till högre avkastning till lägre risk över tid.

Klimatförändringar har identifierats som ett särskilt fokusområde, då de anses ha en direkt påverkan på fondens långsiktiga värdeskapande. Första AP-fonden har därför satt upp ett övergripande klimatmål om att reducera portföljens koldioxidutsläpp till netto-noll senast år 2050. Detta mål omsätts

operativt i investeringsprocesser och ägarstyrningsarbetet samt i en rad projekt och initiativ med syfte att minska klimatutsläpp i den reala ekonomin på lång sikt.

5.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under året har Första AP-fonden fortsatt med sitt hållbarhetsarbete:

- **Fortsatt hållbarhetsarbete:** Enligt den sedan tidigare satta hållbarhetsstrategin har fonden fortsatt med initiativen, men med hänsyn till att 2025 är fondens sista verksamhetsår.
- **Frånträtt valberedningar:** Under året att fonden frånträtt valberedningar och inte heller tagit nya valberedningspositioner i och med fondens avveckling.

5.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Under 2025 har arbetet fortsatt med att öka investeringarna i tillgångar som bedöms bidra till en hållbar utveckling och möter fondens avkastningskrav. Under året har andelen hållbara investeringar i portföljen ökat, från 82 miljarder kronor i slutet på 2024 till 85 miljarder kronor 2025.

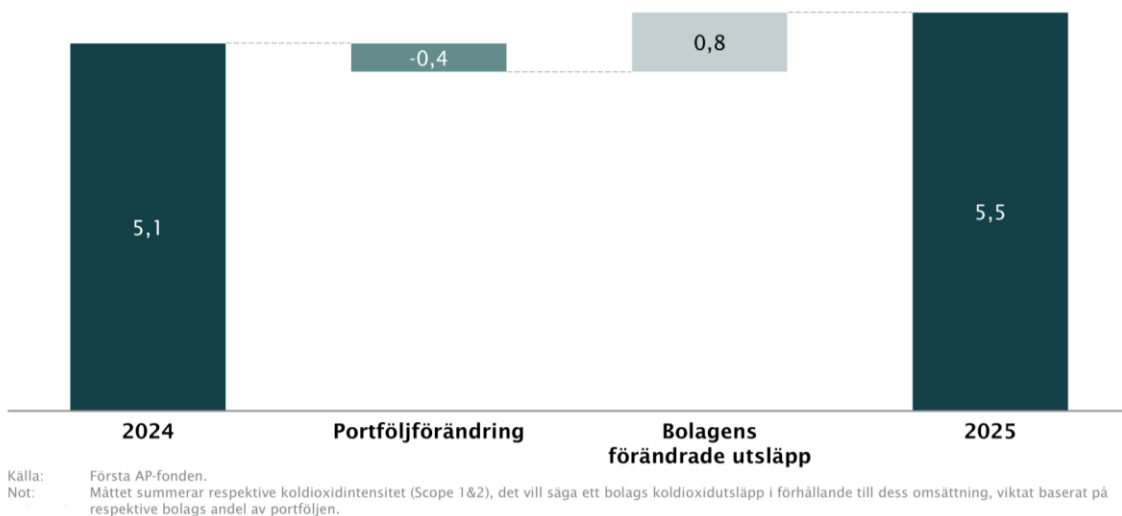
Av de hållbara investeringarna utgör onoterade fastigheter den största andelen med en allokering om 73%, vilket är en minskning från 76% år 2024. Riskkapitalfonder hade en allokering om 11% vilket är 2 procentenheter högre än 2024. Övriga mindre tillgångar består av infrastruktur (10%), gröna obligationer (6%) och sociala obligationer (0,2%).

5.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Första AP-fondens noterade aktieportfölj (scope 1 och 2) uppgick under 2025 till 0,6 miljoner tCO₂e. Detta är en ökning med 0,1 miljoner tCO₂e jämfört med 2024 då de totala utsläppen uppgick till 0,5 miljoner tCO₂e. Utifrån Scope 3 uppgick fondens totala utsläpp till 15,9 tCO₂e. Utsläppen beräknas genom portföljbolagens utsläpp multiplicerat med fondens ägda andel.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som mäter fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, uppgick till 5,5 tCO₂e per miljoner kronor, en ökning med 0,4 tCO₂e jämfört med föregående år, vilket illustreras i Figur 35. Ökningen kan främst härledas till en högre koldioxidintensitet i portföljbolagen, vilket bidrog med 0,8 tCO₂e per miljoner kronor. Samtidigt påverkade förändringar i portföljallokeringen koldioxidintensiteten i motsatt riktning med -0,4 tCO₂e. En bidragande förklaring till den totala ökningen är att portföljbolagens omsättning räknas om från amerikanska dollar till svenska kronor, vilket, mot bakgrund av kronans förstärkning, leder till en högre redovisad koldioxidintensitet. Denna effekt var motsatt till föregående år då kronan försvagades och förbättrade de relativa koldioxidintensitetsmåten.

Första AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp 2024-2025, tCO₂e per miljoner kronor



Figur 35: Första AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025

5.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

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

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

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

Första AP-fondens hållbarhetsmål och relevanta nyckeltal, utfall 2021-2025



● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
1	Reducera portföljens koldioxidavtryck till netto-noll år 2050 (jmf. 2019)	Scope 1&2 EVIC (mtCO ₂ e)	0,60	0,40	0,61	0,5	0,6
	Delmål halvera koldioxidintensiteten till 2030 (jmf. 2019)	Scope 1&2	8,2 tCO ₂ e per mSEK	7,1 tCO ₂ e per mSEK	5,9 tCO ₂ e per mSEK	5,1 tCO ₂ e per mSEK	5,5tCO ₂ e per mSEK
		Utveckling sen basår 2019			64% jmf. 2019	69% jmf. 2019	67% ¹⁾ jmf. 2019
Nyckeltal och uppföljning							

KPI	Uppföljning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
1	Bolag som har godkända vetenskapligt baserade klimatmål enligt SBTi	Andel av totala utsläpp	n/a	n/a	49%	46%	55%
2	Tillgångar som motsvarar fondens kriterier för investeringar som främjar en hållbar utveckling	Marknadsvärde (mSEK)	84 476	86 548	78 117	82 079	85 367
3	Rösta på bolagsstämmor	Antal stämmor i Sverige	84	82	88	92	98
		Antal stämmor utomlands	1 037	1 289	1 154	1 463	1467
4	Jämställda styrelser i de bolag där fonden arbetar i valberedningen	Andel män/kvinnor	39%	41%	38%	39%	42%

Källa: Första AP-fonden.

Not: 1) Motsvarar 57% justerat för inflation.

Figur 36: Första AP-fondens hållbarhetsmål och relevanta nyckeltal, 2021–2025

5.4 Slutsatser och bedömningar

5.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Första AP-fonden har uppnått sina reala avkastningsmål över flera utvärderade tidsperioder: sedan start, under den senaste tioårsperioden samt för 2025.

Första AP-fonden nådde inte sitt avkastningsmål under den senaste femårsperioden. Dock hade fonden under denna tidsperiod den näst högsta genomsnittliga avkastningen bland Första till Fjärde AP-fonden. Fonden har således genererat en högre avkastning än genomsnittet, trots ett utmanande marknadsklimat präglad av hög inflation och geopolitiska oroligheter.

Samtidigt hade fonden en hög andel svenska aktier, motsvarande 19% av den totala portföljen. Detta ger en viss home-bias; tendensen hos investerare att övervägande placera kapital i inhemska tillgångar. Vidare har fonden fortsatt den högsta koncentrationen av sina fem största aktieinnehav i förhållande till det totala förvaltade kapitalet av Första till Fjärde AP-fonden. Dessa fem innehav utgör 8,94% av den totala portföljen, vilket dock är minskning från 2024 nivån om 9,15%.

År 2025 markerar Första AP-fondens sista verksamhetsår och därmed avslutningen för Sveriges äldsta AP-fond med en lång period i det svenska pensionssystemets tjänst. Sedan 2001 har fonden uppnått en genomsnittlig årlig avkastning om 6,2%, vilket överträffar såväl inkomstindex som det långsiktiga avkastningsmålet. Under denna period har fonden spelat en roll i att stärka buffertkapitalet och bidra till pensionssystemets finansiella stabilitet.

5.4.2 Arkwrights samlade bedömning

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

6. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden

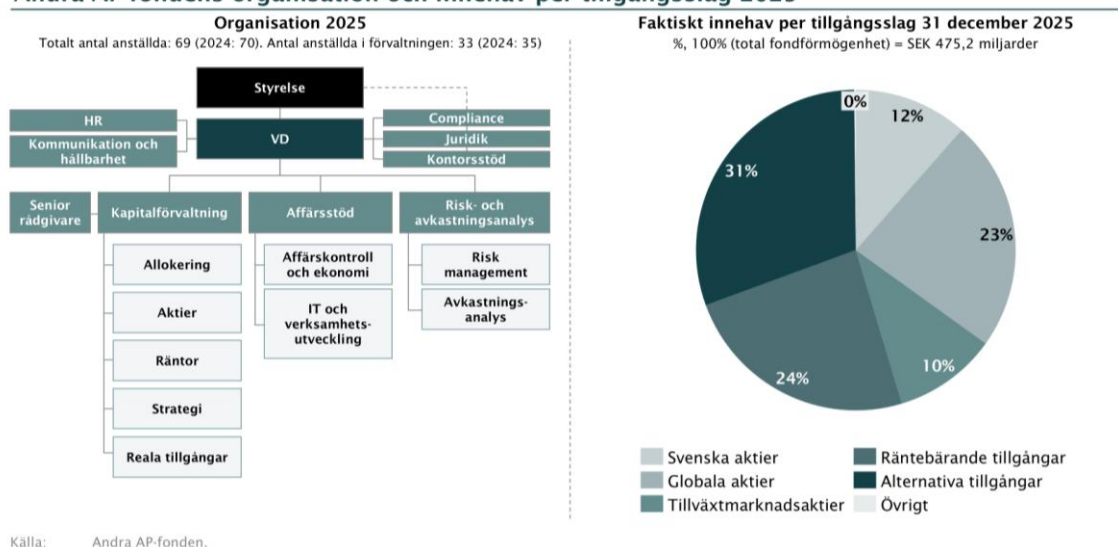
I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Andra AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

6.1 Andra AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod vid utgången av 2025 av 69 personer (2024: 70), varav 33 som arbetar direkt inom kapitalförvaltning. Fonden har under året inte genomfört några organisationsförändringar.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 475,2 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 31% av alternativa tillgångar, 24% av räntebärande tillgångar, 23% av globala aktier, 12% av svenska aktier och 10% av tillväxtmarknadsaktier.

Andra AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025



Figur 37: Andra AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Andra AP-fondens avkastningsmål

- Andra AP-fonden saknar ett fastställt avkastningsmål. Istället anger de en "långsiktig förväntad avkastning"¹³.
- Fondens förväntade långsiktiga avkastning är 7,0% nominellt per år, vilket motsvarar 5,0% realt per år. Denna reviderades upp 2024, i samband med införandet av en ny förvaltningsmodell.

Andra AP-fondens investeringsfilosofi

Andra AP-fondens investeringsfilosofi och strategi bygger på en analys av pensionssystemets behov av en effektiv kapitalförvaltning. Detta innebär en portfölj som inte bara optimerar avkastning och risk

¹³ Inom ramen för denna utvärdering betraktas den långsiktiga avkastningsförväntningen som ett avkastningsmål vid jämförelser.

utan även integrerar hållbarhet för att främja en långsiktigt hållbar utveckling. Under 2023 skedde det en översyn av investeringsövertygelserna som sedan implementerades under 2024 och som sedan dess står fast. Fondens syn på de viktigaste framgångsfaktorerna och dess investeringsfilosofi sammanfattas i förkortningen SHARPE:

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

6.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Andra AP-fonden fortsatt att utveckla sin organisation samt förberett verksamheten inför det kommande kapitalet från Sjätte AP-fonden.

- **Nya strategier per tillgångsslag:**
 - *Globala & Tillväxtmarknadsaktier:* Fonden har uppdaterat sitt internt utvecklade index för utländska aktier. Det nya indexet ligger närmare ett marknadsviktat index, vilket innebär en förskjutning mot en mer indexnära förvaltning jämfört med tidigare strategi, men med fortsatt justering för hållbarhetsaspekter samt en optimering utifrån faktorer. Detta innebär i praktiken att fonden gör en förflyttning mot utökat ägande i teknikbolag exponerade mot AI, teknik och digitalisering.
 - *Statsobligationer:* De interna portföljerna har konsoliderats från fyra till två i syfte att förenkla strukturen och öka effektiviteten.
 - *Reala tillgångar:* En uppdaterad allokeringsstrategi har implementerats.
- **Förberedelser inför kapital flytten från Sjätte AP-fonden:** Riksdagen beslutade under 2025 att Sjätte AP-fondens tillgångar och förpliktelser ska införlivas i Andra AP-fonden per den 1 januari 2026. Mot denna bakgrund har fonden under året avsatt betydande resurser till ett omfattande förberedelsearbete för att möjliggöra ett ordnat övertagande av Sjätte AP-fondens tillgångar och åtaganden. Inför kapitalövertagandet har ett flertal praktiska och organisatoriska åtgärder vidtagits, däribland rekryteringar, i syfte att säkerställa en effektiv hantering av det tillkommande kapitalet.
- **Ny policy och riktlinjer för tillgångar som förvaltas avskilt i Sjätte AP-fonden:** I samband med tillgångsflytten kommer vissa tillgångar att förvaltas avskilt. Styrelsen har därför beslutat om en ny policy och nya riktlinjer för denna förvaltning.

- **Uppdaterad verksamhetsplan:** Styrelsen beslutade i december 2025 om en ny verksamhetsplan för 2026.
- **Ny ALM analys:** Med det inkommande kapitalet från Sjätte AP-fonden har Andra AP-fonden genomfört en ny ALM analys för att optimera risknivån gentemot balanstalet. En konsekvens av detta är nya målvikter per tillgångsslag men också uppdaterade strategier per tillgångsslag.
- **Ökad allokering till riskkapital:** Målvikten för riskkapital har höjts med 5 procentenheter, från 10 till 15%. Förändringen innebär en motsvarande minskning av målvikten för reala tillgångar från 18 till 13%.
- **Ny chef för kapitalförvaltningen:** Fonden har under året anställt en ny chef för kapitalförvaltningen och fortsatt med implementeringen av den nya förvaltningsstrategi som lanserades 2024.

6.2 Andra AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

6.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

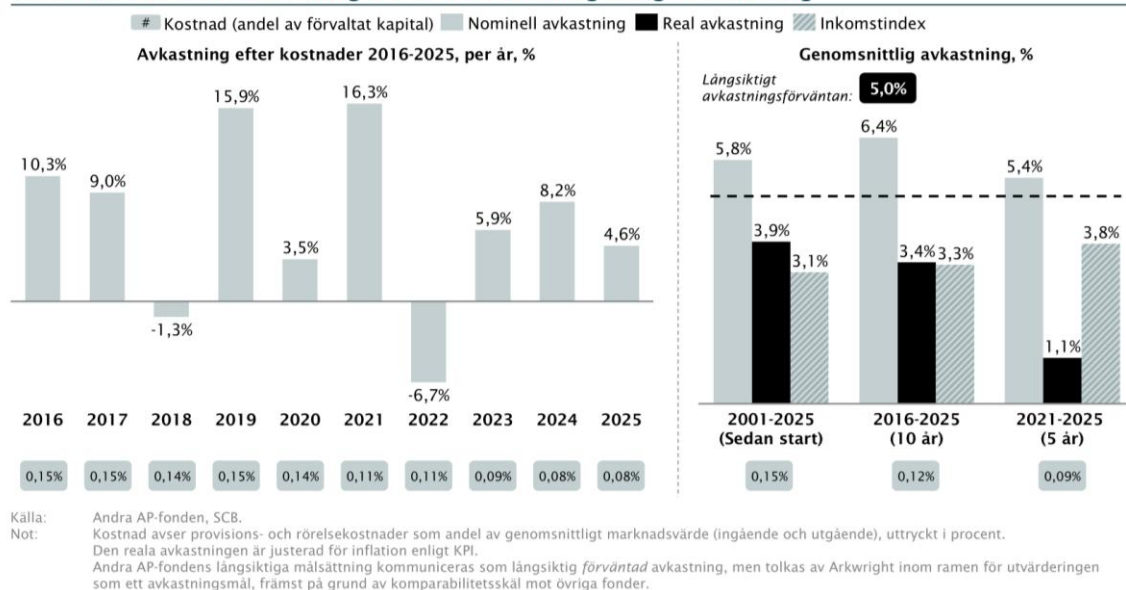
Andra AP-fonden har inget formellt avkastningsmål utan kommunicerar i stället en "långsiktig förväntad avkastning". För att möjliggöra jämförbarhet mellan fonderna och en relevant utvärdering har den långsiktiga avkastningsförväntningen inom ramen av denna utvärdering betraktats som ett avkastningsmål.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

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

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

Under 2025 uppgick fondens nominella avkastning till 4,6% efter kostnader och 4,3% justerat för inflation, vilket understiger den långsiktiga avkastningsförväntan.

Andra AP-fondens avkastning 2001-2025 och långsiktig målsättning



Figur 38: Andra AP-fondens avkastning och långsiktiga målsättning, 2001-2025

Sedan starten 2001 har fonden haft en genomsnittlig real avkastning på 3,9% vilket är lägre än den långsiktiga reala avkastningsförväntan på 5,0% (Figur 38 ovan). Under samma period har fonden i nominella termer uppvisat en genomsnittlig årlig avkastning på 5,8% och fondens avkastning har därmed i genomsnitt överträffat inkomstindex sedan start.

Sett till de senaste tio åren har den genomsnittliga reala avkastning varit 3,4%, vilket är 1,6 procentenheter lägre än den långsiktiga förväntade reala avkastningen.

Sett till den senaste femårsperioden uppgår fondens genomsnittliga reala avkastning till 1,1%. Detta är 3,9 procentenheter lägre än den långsiktiga avkastningsförväntan. Detta kan delvis förklaras av att inflationen har varit hög sedan 2021, med en total prisökning om 23% till och med 2025, vilket starkt dämpat den reala avkastningen.

6.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Under 2025 uppgick fondens totala avkastning till 20,9 miljarder kronor (4,6%) efter kostnader, där de noterade innehaven i globala aktier samt tillväxtmarknader stod för de största delarna av avkastningsbidraget.

Aktieportföljen genererade totalt ett avkastningsbidrag om 28,9 miljarder kronor. Globala aktier stod för 3,2 procentenheter av avkastningsbidraget, motsvarande 14,6 miljarder kronor. Tillväxtmarknadsaktier svarade för 2,4 procentenheter, vilket motsvarade 10,9 miljarder kronor. Dessutom, i relation till det förvaldade kapitalet, hade tillväxtmarknadsaktier en mycket stark avkastning om 28,0% för 2025. Svenska aktier bidrog med 0,8 procentenheter till avkastningsbidraget, motsvarande 3,5 miljarder kronor.

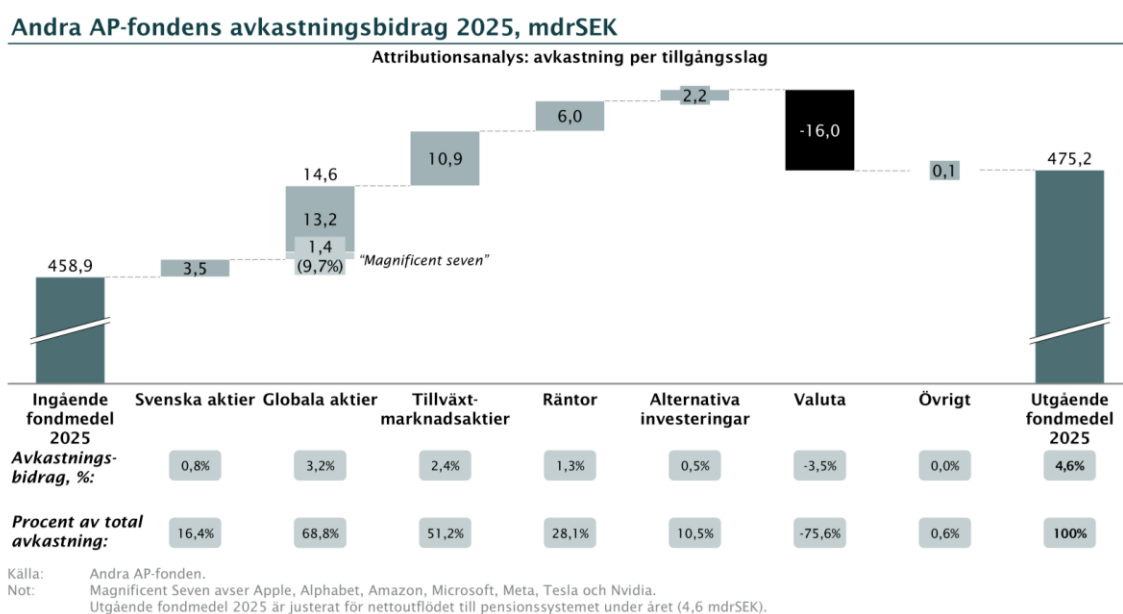
Inom tillgångsslaget globala aktier uppgick avkastningsbidraget från "Magnificent Seven", sju ledande amerikanska teknikbolagen, till 1,4 miljarder kronor (2024: 2,9). Detta motsvarade 9,7% av det totala avkastningsbidraget inom globala aktier och 6,64% av fondens samlade avkastningsbidrag. Som

jämförelse utgjorde "Magnificent Seven" cirka 20% av världsindexet MSCI ACWI i slutet av 2025 och uppvisade en god utveckling under 2025 i amerikanska dollar. Utfallet illustrerar Andra AP-fondens breda diversifiering och därmed en relativt låg exponering mot amerikanska teknikaktier jämfört med marknaden i stort.

Räntebärande tillgångar gav under 2025 ett positivt avkastningsbidrag på 1,3 procentenheter, motsvarande 6,0 miljarder kronor. Även investeringar i alternativa tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, hade ett positivt bidrag vilket var 2,2 miljarder kronor, motsvarande 0,5 procentenheter, under 2025.

Under året gav valutaförändringar, inklusive valutasäkringen, ett negativt avkastningsbidrag om -16,0 miljarder kronor, motsvarande -3,5 procentenheter. I slutet på 2025 hade fonden en valutaexponering om 29,5%. Den största exponeringen mot en enskild valuta var mot den amerikanska dollarn (cirka 8%). Detta, tillsammans med att kronan stärktes, resulterade i att valutaeffekten hade en starkt negativt bidragande faktor.

Figur 39 nedan visar en fullständig attribution av tillgångsslagens bidrag till den totala fondvärderingen före kostnader per den 31 december 2025. Avkastningsbidraget per tillgångsslag redovisas exklusive valutaeffekter. Dessa beaktas i stället under posten "valuta" där alla valutaeffekter hänförs inklusive valutasäkringen.



Figur 39: Andra AP-fondens avkastningsbidrag 2025 i alla tillgångsklasser

6.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Andra AP-fondens portfölj 2025 bestod av 45% aktier, 31% alternativa tillgångar och 24% räntebärande tillgångar. Aktieexponeringen utgjordes av 23% globala aktier, 12% svenska aktier och 10% tillväxtmarknadsaktier. Andra AP-fonden har ett starkt fokus på diversifiering, både mellan och inom tillgångsslag.

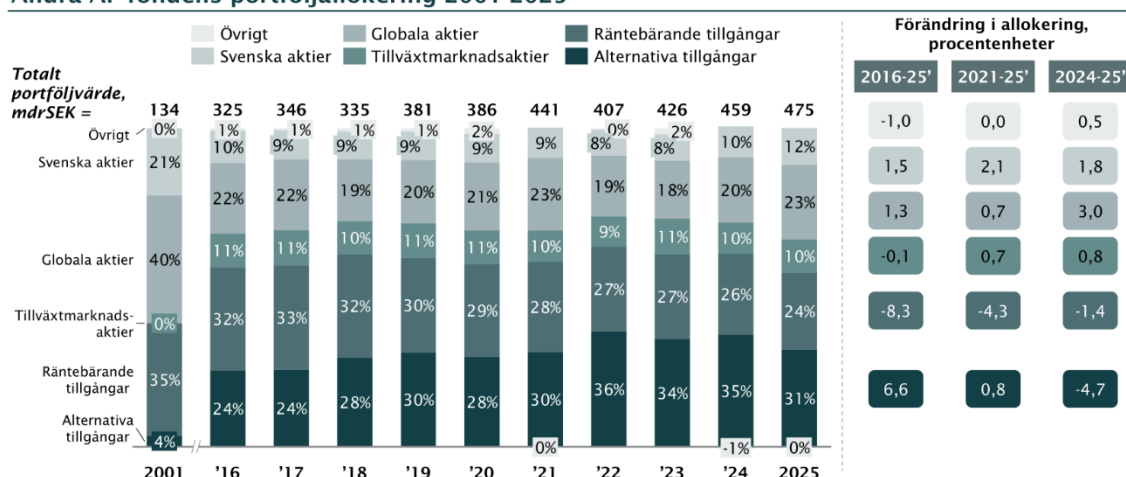
Under 2025 ökade fondens exponering mot noterade aktier ytterligare i procentuella termer, med högre vikt inom aktier i Sverige, utvecklade marknader (globala) och tillväxtmarknad, i likhet med

utvecklingen under 2024. Utvecklingen drevs av dynamiska omallokeringar, i bakgrund till förflyttningen inom aktieallokeringen.

Exponeringen mot räntebärande tillgångar minskade under 2025 med 1,4 procentenheter jämfört med 2024. Detta ligger i linje med den nedåtgående trend som observerats över de senaste fem och tio åren.

Andelen alternativa tillgångar minskade markant under året med 4,7 procentenheter jämfört med 2024. Sett över ett längre tidsperspektiv har dock andelen alternativa tillgångar ökat med drygt 27 procentenheter sedan fondens start 2001. Även under de senaste tio åren har allokeringen inom tillgångsslaget successivt ökat som andel av det totala förvaltade kapitalet.

Andra AP-fondens portföljallokering 2001-2025



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

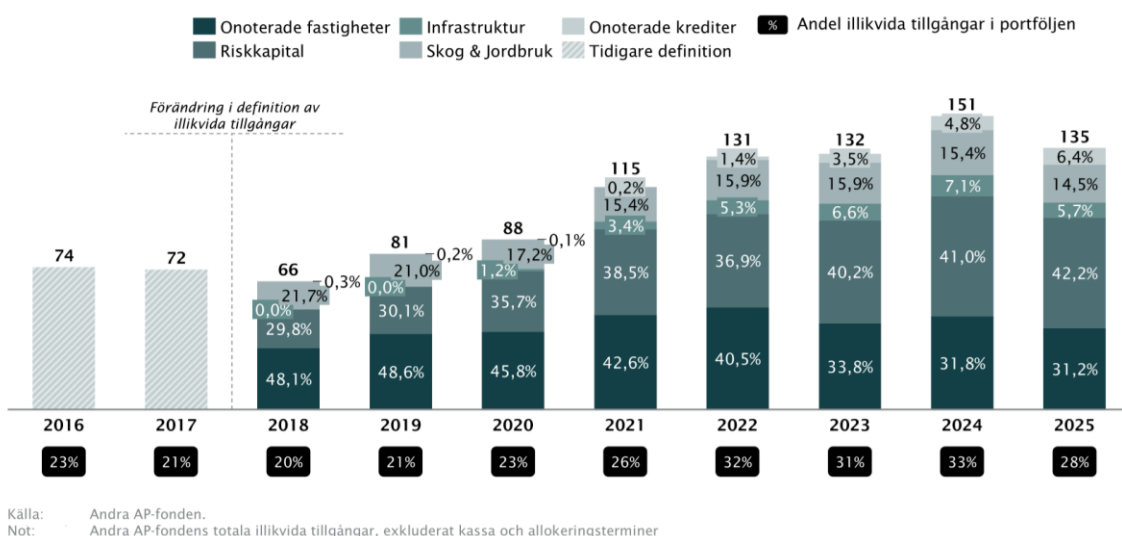
Figur 40: Andra AP-fondens portföljallokering, 2001-2025

6.2.4 Illikvida tillgångar

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

År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 28% av Andra AP-fondens totala portfölj, motsvarande 135 miljarder kronor. Jämfört med föregående år så har andelen illikvida tillgångar i portföljen minskat från 33% 2024 till 28% 2025. Allokeringen i de illikvida tillgångarna bestod av riskkapitalfonder (eng: private equity) (42,2%), onoterade fastigheter (31,2%), skog och jordbruk (14,5%), onoterade krediter (6,4%), samt infrastruktur (5,7%). Över tid har riskkapitalfonder blivit en större andel av den illikvida portföljen och är sedan 2023 den största tillgångsklassen samtidigt som onoterade fastigheter har en minskande andel av den illikvida portföljen. Riskkapitalet i Andra AP-fonden är endast investerat genom fonder, alltså inte via exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment).

Andra AP-fondens totala illikvida tillgångar 2016-2025, mdrSEK

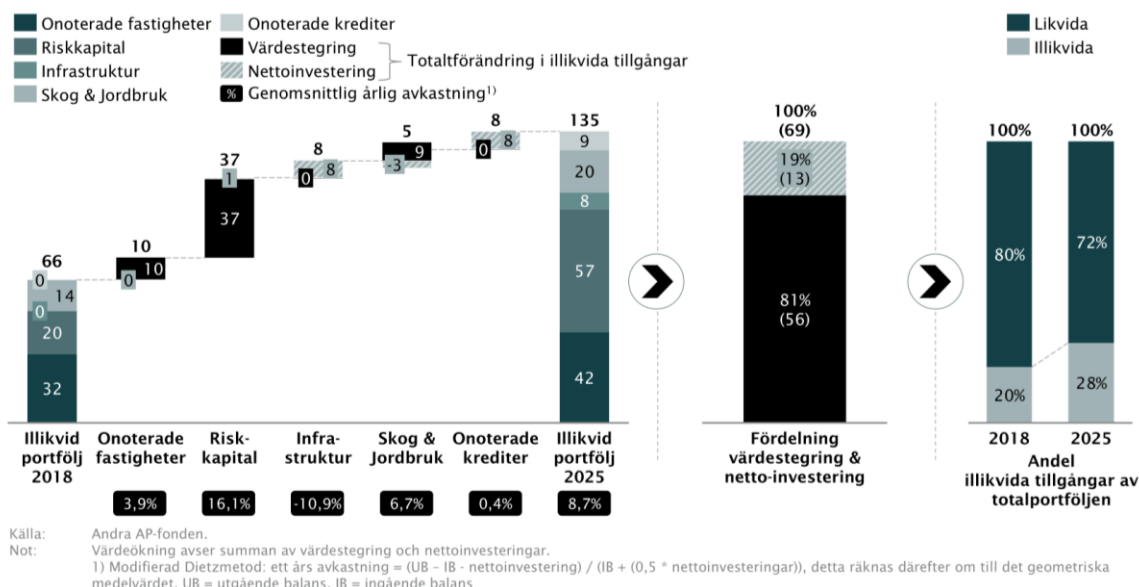


Figur 41: Andra AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2016-2025

Som framgår av Figur 42 nedan har portföljen ökat från 66 miljarder kronor 2018 till 135 miljarder kronor vid slutet av 2025 vilket motsvarar en tillväxt på 69 miljarder kronor.

Denna ökning drivs huvudsakligen av värdestegring, som står för 81% av tillväxten eller 56 miljarder kronor. Särskilt framträdande är utvecklingen inom riskkapital som har en årlig avkastning om 16,1% sedan 2019¹⁴ vilket motsvarar mer än hälften av det totala avkastningsbidraget under tidsperioden. Infrastruktur, med ett relativt litet förvaltad kapital, har gått sämre under tidsperioden med en negativ avkastning. Totalt ha de illikvida tillgångarna haft en avkastning på 8,7% sedan 2019. Andelen illikvida tillgångar i den totala portföljen har också ökat, från 20% år 2018 till 28% vid utgången av 2025.

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



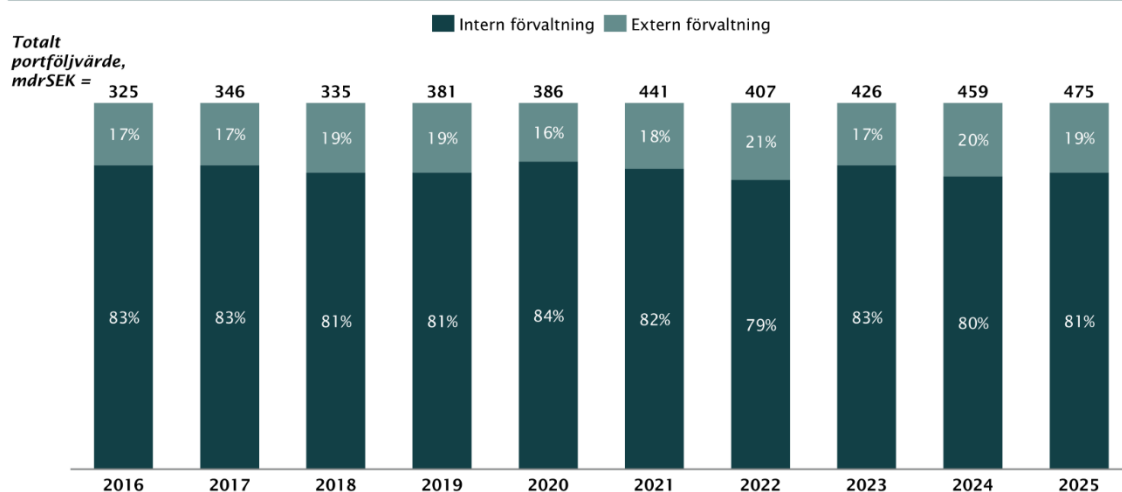
Figur 42: Andra AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018-2025

¹⁴ 2018, i figuren, avser utgående balans. Därav är avkastningsmålet för perioden 2019-2025.

6.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

En majoritet av Andra AP-fondens kapital förvaltas internt där externa förvaltare används främst för illikvida tillgångsslag. År 2025 förvaltades 81% av kapitalet internt, en minskning med 1 procentenhet sedan 2024. På tio års sikt har denna andel varit relativt oförändrad. Detta illustreras i Figur 43 nedan.

Andra AP-fondens fördelning av externt och internt förvaltad kapital 2016-2025



Källa: Andra AP-fonden.

Figur 43: Andra AP-fondens kapital under intern och extern förvaltning, 2016-2025

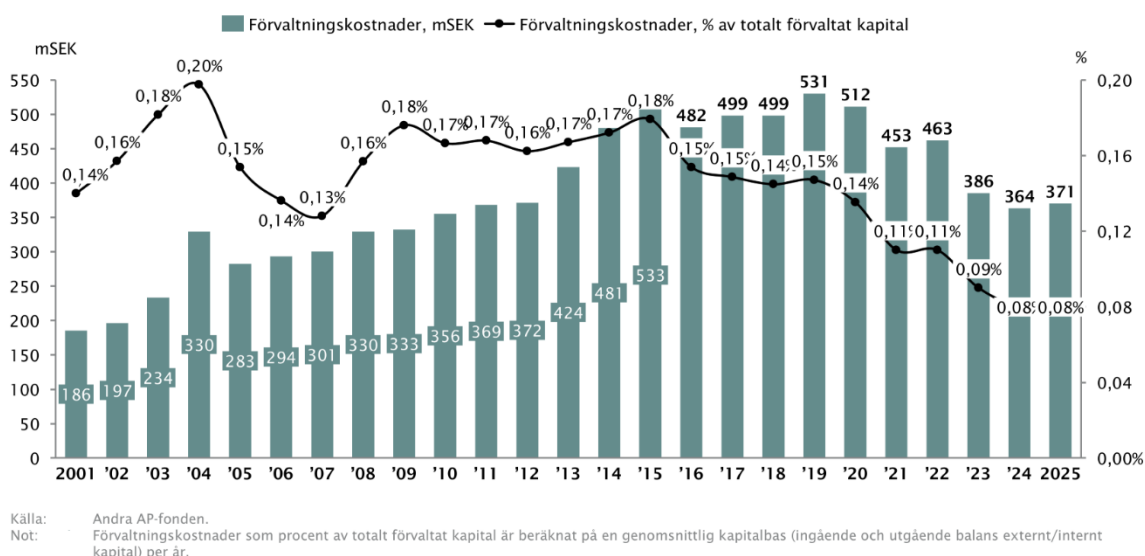
6.2.6 Förvaltningskostnader

Andra AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna förvaltningskostnaderna avser utgifter som uppstår i samband med kapitalförvaltning som bedrivs av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna uppkommer när fonden anlitar externa förvaltare för specifika mandat och tillgångsslag, där kostnaderna regleras genom kontraktuellt fastställda villkor. Exempelvis använder fonden externa förvaltare inom onoterade aktier.

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

Under 2025 uppgick förvaltningskostnaderna som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,08%, vilket är oförändrat jämfört med 2024. De totala förvaltningskostnaderna uppgick till 371 miljoner kronor, vilket innebär en mindre ökning jämfört med föregående år. Sett över en tioårsperiod motsvarar detta dock en minskning om 111 miljoner kronor. I jämförelse med utländska pensionsfonders förvaltningskostnader som andel av totalt förvaltad kapital är denna kostnadsnivå låg (se avsnitt 3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder)

Andra AP-fondens förvaltningskostnader (provision- och rörelsekostnader) 2001-2025



Figur 44: Andra AP-fondens förvaltningskostnader, 2001-2025

6.3 Andra AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

6.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

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

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

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

Arbetet fokuserar på fyra huvudområden: *klimat*, *biologisk mångfald*, *mänskliga rättigheter* och *bolagsstyrning*. Dessa har valts för deras påverkan på portföljens långsiktiga avkastning och fondens möjlighet att göra skillnad genom aktiv förvaltning.

6.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Andra AP-fonden genomfört ett flertal aktiviteter kopplade till fondens prioriterade hållbarhetsområden, med fokus på att stärka organisation, processer och integrering i förvaltningen.

- **Förstärkning av hållbarhetsteamet:** Under året har hållbarhetsteamet förstärkts genom nyrekryteringar. Syftet har varit att öka kapaciteten inom ägarstyrning och bolagsdialoger samt att stärka kompetensen avseende onoterade tillgångar på grund av det tillkommande kapitalet från Sjätte AP-fonden.
- **Processutveckling och dialog med identifierade högriskbolag:** Fonden har vidareutvecklat sina processer för identifiering och uppföljning av bolag med förhöjd hållbarhetsrisk. En utvärdering av bolagens riskhantering har genomförts och påverkansdialoger har förts med samtliga bolag som klassificerats som högrisk.
- **Fortsatt integrering av hållbarhet i kapitalförvaltningen:** Arbetet med att integrera hållbarhetsaspekter i förvaltningen har fördjupats. Detta inkluderar analyser av exponering mot konfliktområden, utveckling av nya verktyg för förvaltares självutvärdering av reala tillgångar, införande av ramverk för bedömning av länders klimatanpassning inom statsobligationer samt utvärdering och uppföljning av externa förvaltare inom onoterade krediter (eng: private debt).
- **Uppfyllt flera mål och delmål:**
 - **Uppfyllt delmål för växthusgaser:** Med 2019 som basår för växthusgasutsläpp (Scope 1–3) har fonden uppfyllt målet om -35% till 2025. Nästkommande mål är -55% till 2030.
 - **Uppfyllt klimatmål om klimatplaner:** Samtliga tillgångsslag har numera klimatplaner.
 - **Avskogningsfri portfölj:** En ny process är implementerad för åtagandet om en avskogningsfri portfölj. Detta var även ett mål för 2025 som därmed är uppfyllt med syfte att ha en portfölj som inte bidrar till avskogning.
 - **Implementering av FN:s vägledande principer:** Mål uppfyllt om att implementera FN:s vägledande principer till 2025.
 - **Röstat på stämmor:** Under året har fonden röstat på 1 315 stämmor.

6.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Förutom den strategiska ambitionen att integrera hållbarhet i hela investeringscykeln och förvaltningsarbetet, genomför Andra AP-fonden även riktade hållbarhetsinvesteringar. Under året har andelen hållbara investeringar i portföljen minskat, från 60 miljarder kronor under 2024 till 46 miljarder kronor under 2025. Detta är delvis drivet av en minskning av gröna obligationer och naturliga klimatinvesteringar (skog- och jordbruk).

Av de hållbara investeringarna utgjorde naturliga klimatinvesteringar (jord- och skogsbruk) den största andelen (43%), följt av gröna obligationer (20%), riskkapitalfonder (19%), hållbar infrastruktur (17%), sociala obligationer (1%) samt hållbara- och resultatobligationer (1%).

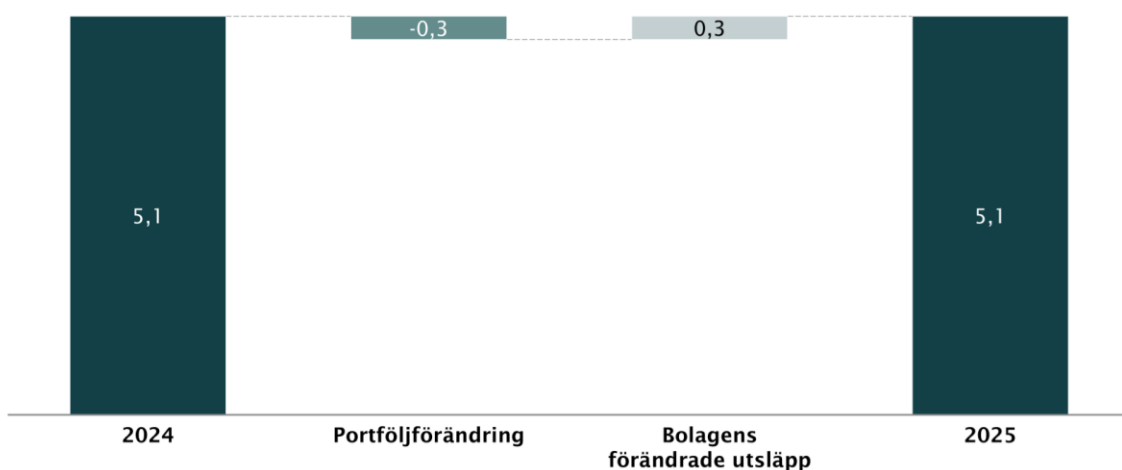
6.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Andra AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 0,3 miljoner tCO₂e under 2025, vilket är oförändrat jämfört med 2024. Portföljens Scope 3 koldioxidutsläpp var 5,0 miljoner tCO₂e vilket är en minskning om 0,1 miljoner tCO₂e jämfört med

2024. På en längre tidshorisont, sedan 2019, har Scope 3 minskat med 39% från 10,9 till 5,0 miljoner tCO₂e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som visar fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, uppgick till 5,1 tCO₂e/mkr vilket är oförändrat från föregående år, vilket illustreras i Figur 45 nedan. Detta berodde på att den minskade förändringen i portföljallokeringen om -0,3 tCO₂e motverkades av bolagens förändrade utsläpp, som ökade koldioxidintensiteten med 0,3 tCO₂e.

Andra AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp 2024-2025, tCO₂e per miljoner kronor



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

Figur 45: Andra AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025

6.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Andra AP-fondens hållbarhetsmålsättningar är kopplade till fondens fyra fokusområden, vilka beskrivits ovan.

Fonden har formulerat sina mål med en medel- till långsiktig horisont. Samtliga mål är definierade utifrån kvantitativa måttetal och består av en kombination av aktivitets- och resultatmål. Aktivitetsmål avser exempelvis genomförandet av ett visst antal aktiviteter inom en given tidsram, medan resultatmål syftar till att uppnå en specifik nivå, exempelvis en viss utsläppsreduktion. Inga av målen har förändrats under 2025, och flertalet har uppnåtts under året.

Fyra av åtta mål har uppnåtts i år. Dessa gäller växthusgaser, Parisavtalet, illegal avskogning samt implementering av FN:s vägledande principer. En sammanställning av fondens målsättningar och måluppfyllelse presenteras i Figur 46 och 47 nedan.

Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)



● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
Klimat							
1	Nettonoll-utsläpp av växthusgaser i portföljbolagen senast 2045 2025: -35% 2030: 55%	Utläpp av växthusgaser, mtCO ₂ e (scope 1-3)	n/a	8,7 (-29%) ¹⁾	7,4 (-40%) ¹⁾	7,64 (-38%) ¹⁾	7,65 (-38%)
2	Alla tillgångsslag i linje med Parisavtalet 2025	% av strategisk portfölj i linje med Parisavtalet	60%	70%	76%	94%	100%
Biologisk mångfald							
3	Bidra till en positiv nettoutveckling för naturen 2030. Målsättning och mätetal kommer utvecklas	Ännu odefinierat	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
4	En portfölj som inte bidrar till illegal avskogning 2025	% av högrisk-bolag med aktivt påverkansarbete	n/a	n/a	n/a	91%	100%
Mänskliga rättigheter							
5	Implementering av FN:s vägledande principer 2025	% av strategisk portfölj med en DD-process i linje med principer	59%	59%	71%	100%	100%
6	Mänskliga rättighetsperspektiv ska genomsyra alla delar av AP2:s verksamhet år 2030	Ännu odefinierat	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: Andra AP-fonden.

Not: 1) Korrigeras historiskt på grund av ny inkommen Scope 3 data

Figur 46: Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)



● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
Bolagsstyrning							
7	Fondens noterade innehav ska i genomsnitt ha minst 40% av vardera kön i styrelsen 2030	Genomsnitt kvinnor i styrelsen, %	n/a	n/a	Sverige: 38% Utland: 29%	Sverige 37%, Utland 31%	Sverige 38%, Utland 32%
8	Fonden ska agera aktivt genom röstning i relevanta frågor i samtliga noterade bolag	% av fondens ägande, stämmor man röstat på	n/a	n/a	Sverige: 87% Utland: 76%	Sverige: 96% Utland: 89%	Sverige: 85% Utland: 73%

Källa: Andra AP-fonden.

Figur 47: Andra AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

6.4 Slutsatser och bedömningar

6.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Förflyttning av aktieförvaltningen

Andra AP-fonden har under 2025 påbörjat övergången från ett internt faktorbaserat index till en mer marknadsviktad exponering för utländska noterade aktier. Det är ett strategiskt vägval som fonden bedömer som en relativt stor förändring av aktieförvaltningen.

Som skäl för förändringen anges bland annat att fonden i högre utsträckning vill fånga möjligheter inom tech, digitalisering och AI. Det är ett legitimt argument, men det väcker en omedelbar metodfråga. Exponering mot specifika investeringsteman eller sektorer motiverar typiskt riktade aktiva mandat eller tematiska strategier, inte ett övergripande byte av index. Ett brett marknadsviktat index är ett trubbigt verktyg för den som vill fånga mer precisa, strukturella marknadsmöjligheter. Val av övergripande jämförelseindex bör i stället styras av strategiska överväganden såsom marknadstäckning, likviditet, diversifiering och investeringsuniversumet. Dessutom förändras indexsammansättningen över tid. Det som idag domineras av till exempel av tech kan om tio år domineras av något annat. En indexstrategi som motiveras av ett tematiskt argument bär därmed en inneboende inkonsekvens. Det är även centralt att beakta att marknadsindex inte är utformade som optimala investeringsportföljer, utan som mått på marknadens värdering och utveckling.

Arkwright ser positivt på ambitionen att stärka den globala aktieförvaltningen. Fondens historiska faktorallokering kan ha bidragit till den svaga avkastningen över alla mätperioder, och en anpassning till en förändrad marknadsstruktur framstår som rimlig. Det befriar inte styrelsen från att explicit motivera varför förändringen sker nu.

Arkwright anser vidare att styrelsen bör motivera varför den tidigare strategin vidmakthölls under år av svagare resultat och vilka lärdomar som dras. Frånvaron av ett tydligt avkastningsmål har inte bara försvårat utvärdering och ansvarsutkrävande i efterhand. Det har sannolikt också förlängt den period under vilken en suboptimal strategi tilläts fortleva, eftersom ingen formell tröskel existerade som tvingade fram åtgärder och beslut.

Arkwright noterar även att Andra AP-fondens beslut att höja den strategiska allokeringen till private equity från 10 till 15% sammanfaller med att exponeringen mot riskkapital har minskat samt att Sjätte AP-fondens omfattande private equity-portfölj ska överföras till Andra AP-fonden.

Andra AP-fonden saknar ett definierat avkastningsmål

Andra AP-fonden saknar ett formellt avkastningsmål, vilket Arkwright tidigare påtalat, trots att fondens egen analytiska process genererar de komponenter som krävs för att formulera ett sådant. ALM-analysen härleder ett avkastningskrav ur åtagandet, den strategiska allokeringen kalibreras mot detta krav, och utvärderingen sker över tioårsperioder. Att benämna resultatet av denna process en förväntan snarare än ett mål skapar en styrningsdiskrepans mellan uppdrag, krav och ansvarsutkrävande som ett tydligt mål innebär. Sammantaget innebär detta att fondens governancestruktur inte fullt ut lever upp till de krav man kan ställas på en institutionell pensionsförvaltare av Andra AP-fondens storlek och kompetens.

Avsaknaden av ett tydligt avkastningsmål försvagar kopplingen mellan huvudmannen (Riksdagen), styrelsen och förvaltningen. Ett mål innebär en mätbar förpliktelse som kan följas upp och ligga till grund för ansvarsutkrävande. En förväntan kan uppfattas mer vägledande än bindande och ger större utrymme för tolkning. Skillnaden kan framstå som marginell i goda tider, men blir avgörande när resultaten är svagare och styrning samt ansvar provas.

Andra AP-fonden har underpresterat sin egen förväntade avkastning över samtliga mätperioder. Hade det varit ett mål hade styrelsen behövt förklara för Regeringen och Riksdagen varför målet underpresterats konsekvent, och den förklaringen hade sannolikt inneburit åtgärder långt tidigare.

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

Andra AP-fonden uppnår inte sin långsiktiga avkastningsförväntan

Andra AP-fondens portfölj har inte uppnått sin långsiktiga förväntade avkastning över de utvärderade tidsperioderna, vare sig sedan start när fonderna inledde verksamheten, under den senaste tio-, fem- eller ettårsperioden. Arkwright noterar samtidigt en inledande strategisk förflyttning i Andra AP-fonden, i linje med den strategiska översynen av kapitalförvaltningen som efterfrågades i föregående års utvärdering. Detta återspeglas delvis i fondens nya aktieallokering, genomförda förändringar i den övergripande tillgångsallokeringen, och i kapitalförvaltningsorganisationen.

I en internationell jämförelse har Andra AP-fonden också haft en lägre avkastning än genomsnittet för den internationella jämförelsegruppen, en grupp som har använts i utvärderingen i flera år.¹⁵ Andra AP-fonden har en tioårsavkastning på 6,4% jämfört med snittet på 7,2%, och en femårsavkastning på 5,4% jämfört med 6,9%. Även i jämförelse med svenska pensions- och försäkringsbolag har fondens avkastning varit lägre på femårssikt med en avkastning på 5,4% jämfört med 5,5%. På tioårssikt har Andra AP-fondens avkastning däremot varit högre med 6,4% mot snittet på 6,0%. AP-fonderna har dock ett relativt fritt investeringsmandat jämfört med flera av dessa aktörer, vars investeringsförutsättningar begränsas av faktorer som till exempel solvensregler, likviditetskrav och Finansinspektionens regelverk. Detta innebär att AP-fonderna har en större frihet i sin riskförmåga och kan nyttja sin verkligt långsiktiga tidshorisont.

Andra AP-fondens har en diversifierad portfölj

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

En ytterligare indikator på fondens diversifiering är koncentrationen i de fem största innehaven. Vid utgången av 2025 uppgick dessa till 3,77% (2024: 2,64%) av det totala förvaltade kapitalet och 8,29% av aktieportföljen, vilket är lågt jämfört med ett marknadsviktat globalindex. Under 2025 har Andra AP-fondens koncentration ökat något bland de största innehaven; en konsekvens av den nya

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

aktieallokeringen. I och med att den förändrade allokeringen av globala aktier inte är helt genomförd kan det förväntas att koncentrationen kommer fortsätta öka.

6.4.2 Arkwrights samlade bedömning

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

Arkwright anser fortsatt att Andra AP-fonden, i enlighet med etablerade principer för pensionsfonder, ska ha ett tydligt definierat avkastningsmål anpassat efter fondens riskprofil, åtaganden och styrningskompetens.

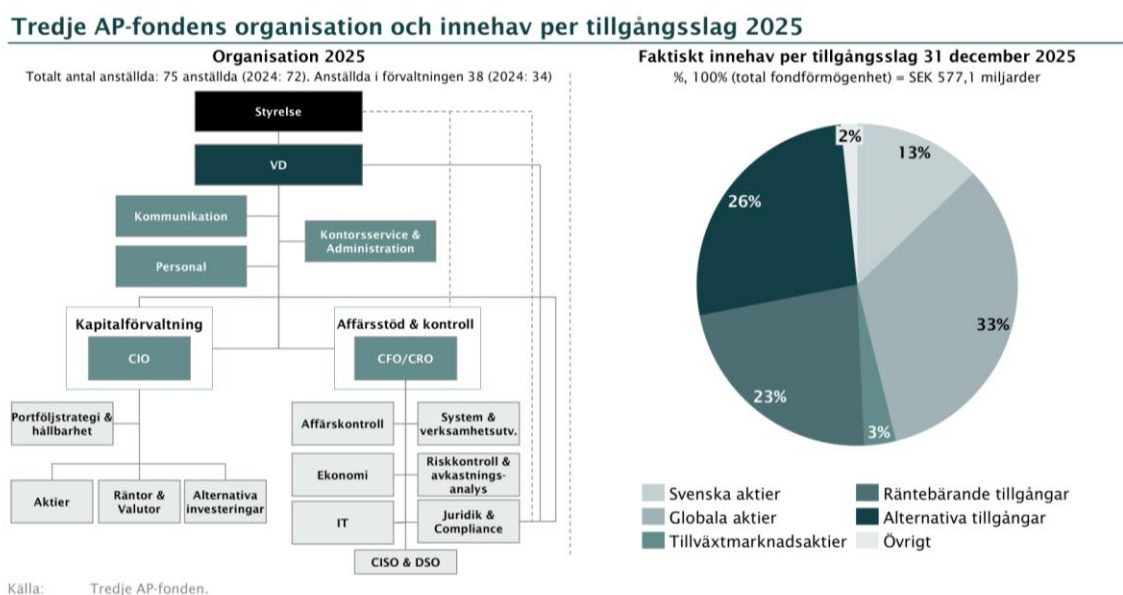
7. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Tredje AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

7.1 Tredje AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Tredje AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Organisationen bestod 2025 i genomsnitt av 75 personer (2024: 72), varav 38 som arbetar inom kapitalförvaltning. Till följd av kapitaltillskottet från Första AP-fonden under 2026 har organisationen förstärkts genom nyrekryteringar för att hantera förvaltningen av det tillkommande kapitalet. Organisationsstrukturen under 2025 har förändrats gentemot föregående år. Största skillnaden är att DSO och Compliance är numera en del av affärsstöd & kontroll vilka tidigare var direkt under VD, samt att hållbarhet integreras i portföljstrategi-enheten.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 577,1 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 33% av globala aktier, 26% av alternativa tillgångar, 23% av räntebärande tillgångar, 13% av svenska aktier, 3% av tillväxtmarknadsaktier samt övrigt om 2% (övriga strategier).



Figur 48: Tredje AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Tredje AP-fondens avkastningsmål

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

Tredje AP-fondens investeringsfilosofi

Tredje AP-fondens strategi för kapitalförvaltningen bygger på en ALM-analys, vilken utgör grunden för hur fonden ska uppnå målet "största möjliga nytta för det allmänna inkomstpensionssystemet genom

att skapa en hög avkastning till en låg risknivå”. Fondens investeringsstrategi präglas av ett pragmatiskt förhållningssätt med hög grad av individuellt och teambaserat ägandeskap, styrt av riktlinjer i den styrelsefastställda verksamhetsplanen och ägarpolicy. Investeringsfilosofin bygger på sju övertygelser:

1. **Aktiv förvaltning** skapar mervärde och möjliggör ett mer långsiktigt perspektiv
2. Utveckla samt säkerställa en **kompetent organisation** med **strukturerade processer** vilket möjliggör adaptiv förvaltning.
3. **Diversifiering:** Balansera risker, tillgångar, förvaltare, portföljer och möjligheter. Att ha ett antal olika alternativ genererar bättre avkastning.
4. **Långsiktighet:** ALM-analysen sätter ramarna för AP3s portfölj så att den bidrar till att säkerställa pensionssystemets robusthet och skapar en hög avkastning till låg risk.
5. **Hållbart värdeskapande:** Arbetet ska ha ett fokus på hållbarhet som ger förutsättningar att kunna öka avkastningen, reducera finansiell risk och bidra till hållbarutveckling.
6. **Fondens rating:** Dess möjligheter inom illikvida tillgångar och långsiktighet är en fördel.
7. **TPA (total portfolio approach):** Nödvändigt vid utvärderingar av enskilda investeringar och hela portföljen.

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

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

7.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har betydande resurser lagts på implementeringen av en ny intern systemplattform samt på förberedelser inför kapitalinflöden från Första AP-fonden under 2026. Arbetet med de strategiska fokusområdena för perioden 2024–2026 har samtidigt fortsatt enligt plan.

- **Förberedelser för införlivandet av Första AP-fondens tillgångar:** Riksdagen beslutade under 2025 att Första AP-fondens tillgångar ska införlivas i Tredje och Fjärde AP-fonden per den 1 januari 2026. Första AP-fondens tillgångar förflyttas med lika andel till Tredje och Fjärde AP-fonderna. Med anledning av detta har Tredje AP-fonden genomfört omfattande förberedelser inför kapitalinflödet, inklusive nyrekryteringar och etablering av nödvändiga administrativa funktioner. Fonden planerar även ett kontorsbyte för att kunna rymma den utökade organisationen.
- **Implementering av ny systemplattform:** Under hösten har fonden tillsammans med Fjärde AP-fonden implementerat en ny intern systemplattform. Implementeringen ansågs framgångsrik. Syftet med den nya systemplattformen är att öka effektiviteten, minska operationella risker och stärka anpassningsförmågan i en mer dynamisk marknadsmiljö. Vid utgången av 2025 var den centrala funktionaliteten på plats, med ett begränsat antal kvarstående restleveranser.

- **Upprätthållet fokus på kärnverksamheten trots hög förändringstakt:** Trots ett intensivt år präglad av systemimplementering och förberedelser inför kapitalflytten har fonden upprätthållit fullt fokus på kärnverksamheten. Sammantaget har detta inneburit en hög arbetsbelastning under året.
- **Genomfört en ny ALM-analys:** Under 2025 genomförde fonden en ny ALM-analys som en del av arbetet med riskhantering och fastställande av avkastningsmål. Analysen resulterade i att det långsiktiga reala avkastningsmålet om 3,5% bibehölls. Analysen inkluderade även en utvärdering av effekterna av ett eventuellt införande av en gas i pensionssystemet och dess påverkan på risknivån.
- **Justering av allokeringsintervall:** Fonden har justerat upp allokeringsintervallet för aktier från 35–53 procent till 40–60 procent. Samtidigt har intervallet för alternativa investeringar sänkts från 25–40 procent till 20–35 procent.

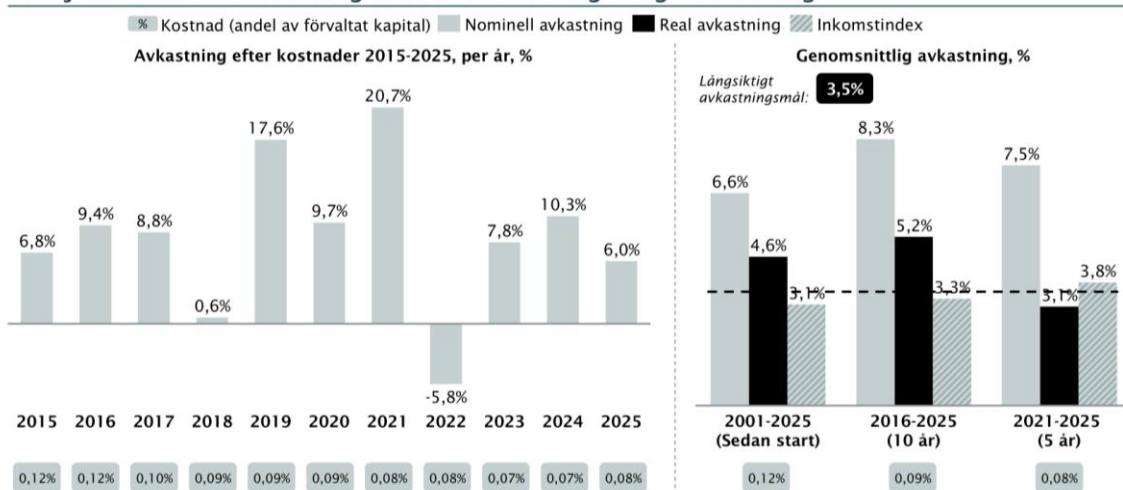
7.2 Tredje AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

7.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Tredje AP-fonden har ett avkastningsmål på 3,5% real avkastning, mätt över löpande 10-årsperioder. Målet reviderades 2019, då det sänktes från 4,0%. Avkastningsmålet fastställs utifrån en helhetsbedömning av fondens möjligheter att göra största möjliga nytta i sin roll som buffertfond i inkomstpensionssystemet utan att kapitalet utsätts för risker som medför att generationsneutraliteten äventyras. En viktig del i denna bedömning är ALM-analysen, som fonden genomför vart tredje år. Avkastningsmålet fastställs av Tredje AP-fondens styrelse.

Under 2025 uppgick avkastningen till 6,0% efter kostnader, motsvarande 5,7% realt justerat för inflation. Avkastningen översteg därmed det långsiktiga reala avkastningsmålet på 3,5%.

Tredje AP-fondens avkastning 2001-2025 och långsiktig målsättning



Källa: Tredje AP-fonden, SCB.
 Not: Kostnad avser provisions- och rörelsekostnader som andel av genomsnittligt marknadsvärde (ingående och utgående), uttryckt i procent.
 Den reala avkastningen är justerad för inflation enligt KPI.
 Tredje AP-fondens långsiktiga målsättning är att nå en genomsnittlig årlig avkastning om 3,5% över löpande 10-årsperioder.

Figur 49: Tredje AP-fondens avkastning 2001-2025 och långsiktiga avkastningsmål

Sedan 2001 har fonden, i reala termer, överträffat sitt avkastningsmål, med en genomsnittlig avkastning på 4,6% jämfört med målet om 3,5%, vilket framgår av Figur 49 ovan. I nominella termer

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

Under de senaste tio åren har fonden uppnått en genomsnittlig real avkastning på 5,2%, vilket överstiger målavkastningen. Sett till de senaste fem åren har den genomsnittliga reala avkastningen varit 3,1%, vilket understiger det långsiktiga avkastningsmålet. Sedan 2021 har inflationen varit hög, med en total prisökning enligt KPI om 23% till och med 2025, vilket starkt dämpat den reala avkastningen.

7.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Under 2025 uppgick Tredje AP-fondens avkastning till 32,6 miljarder kronor (6,0%) efter kostnader. Avkastningen drevs huvudsakligen av investeringar i globala och svenska aktier som bidrog med totalt 38,9 miljarder kronor. Aktieexponeringen bidrog med en avkastning på 5,5 procentenheter från globala aktier, 1,6 procentenheter från svenska aktier samt 0,5% från tillväxtmarknadsaktier. Övriga tillgångar, förutom valutaeffekten, bidrog också positivt till avkastningen.

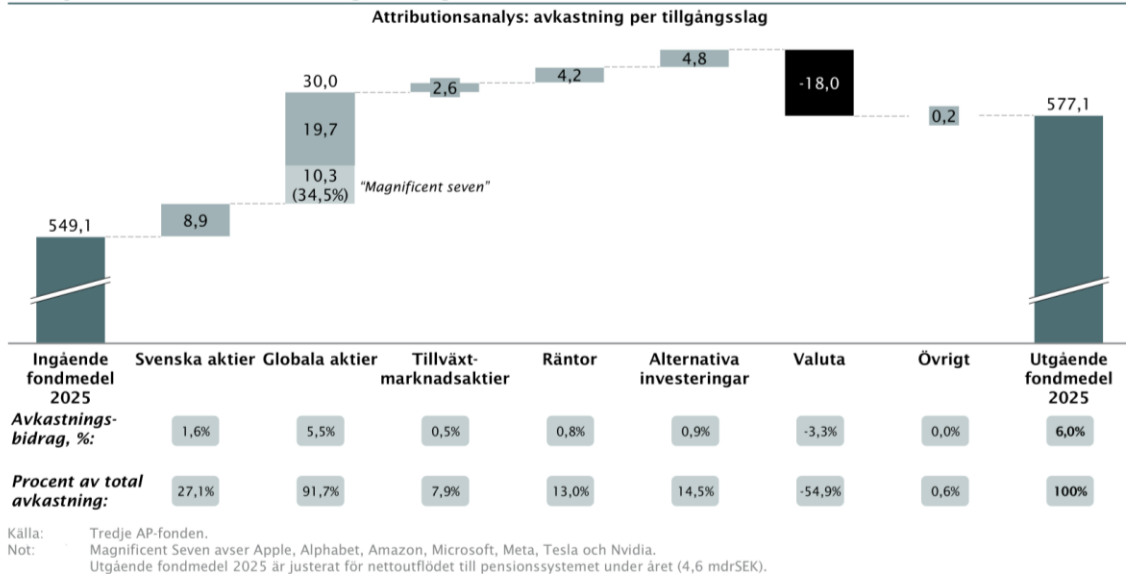
Globala aktier hade under 2025 det högsta avkastningsbidraget om 5,5 procentenheter, vilket motsvarar 91,7% av den totala avkastningen eller 30,0 miljarder kronor. Tillgångsslaget svenska aktier hade ett bidrag om 1,6 procentenheter motsvarande 8,9 miljarder kronor under 2025. En betydande del av avkastningen inom globala aktier kom från de så kallade "Magnificent Seven", en vedertagen benämning på de sju ledande amerikanska teknikbolag. Dessa aktier genererade ett avkastningsbidrag på 10,3 miljarder kronor (2024: 14,7 miljarder kronor), vilket motsvarar 34,5% av avkastningen från globala aktier samt 31,6% av den totala avkastningen.

Fondens ränteförvaltning bidrog positivt till avkastningen med 4,2 miljarder kronor, motsvarande 0,8 procentenheter i avkastningsbidrag. Investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, bidrog också positivt med 4,8 miljarder kronor, motsvarande 0,9 procentenheter i avkastningsbidrag.

Valutaeffekten, efter valutasäkringar, bidrog med -18,0 miljarder kronor vilket motsvarar ett avkastningsbidrag om -3,3%. Detta var starkt drivet av att svenska kronans stärktes mot valutor som fonden var exponerad mot.

Figur 50 nedan visar en fullständig attribution av tillgångsslagens bidrag till den totala fondvärderingen före kostnader per den 31 december 2025. Avkastningsbidraget per tillgångsslag redovisas exklusive valutaeffekter. Dessa beaktas i stället under posten "valuta" där alla valutaeffekter hänförs, inklusive valutasäkringen.

Tredje AP-fondens avkastningsbidrag 2025, mdrSEK



Figur 50: Tredje AP-fondens avkastningsbidrag i alla tillgångsklasser, 2025

7.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

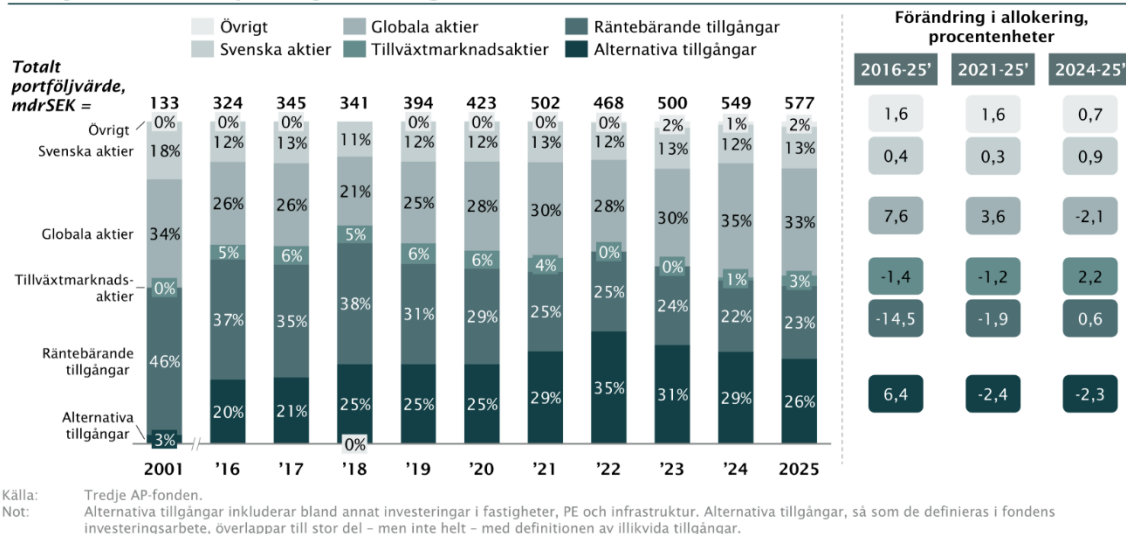
Tredje AP-fondens portfölj bestod vid utgången av 2025 av 49% aktier, 23% räntebärande tillgångar och 26% alternativa tillgångar. Aktierna i total portföljen utgörs av 33% globala aktier, 13% svenska aktier och 3% tillväxtmarknadsaktier.

Fondens ökande aktieallokering framgår mot bakgrund av att styrelsens tak för allokeringsintervallet höjdes under 2024 från 50% till 53% och under 2025 från 53% till 60%. Förändringarna ligger i linje med en tydlig trend sedan 2016 av att fondens aktieexponering successivt ökat. Som jämförelse utgör LSP, styrelsens utvärderingsportfölj, en global indexerad portfölj med 55% aktier och 45% räntebärande tillgångar.

Under 2025 ökade fondens exponering mot tillväxtmarknader från 1% 2024 till 3% 2025. Historiskt har allokeringen varit högre, men reducerades till cirka 0% 2022 och har därefter åter ökat. Fondens allokering inom globala aktier har minskat under året från 35% till 33% vilket motsvarar en minskning om -2,1 procentenheter.

Den svenska aktieexponeringen har sedan 2016 legat i intervallet 11% till 13% sedan 2016, vilket innebär en överallokering jämfört med ett globalt index, men samtidigt en lägre nivå än 2001 då allokeringen uppgick till 18%. Den relativa allokeringen till alternativa tillgångar har minskat år för år sedan 2022 och minskade under 2025 med 2,3 procentenheter, samtidigt som nivån i absoluta tal varit mer stabil. Sett över en längre tidshorisont, särskilt sedan starten 2001, har dock allokeringen till alternativa tillgångar ökat. Exponeringen mot räntebärande tillgångar har minskat under de senaste åren, men ökade under 2025 med 0,6 procentenheter.

Tredje AP-fondens portföljallokering 2001-2025



Figur 51: Tredje AP-fondens tillgångsallokering, 2001–2025

7.2.4 Illikvida tillgångar

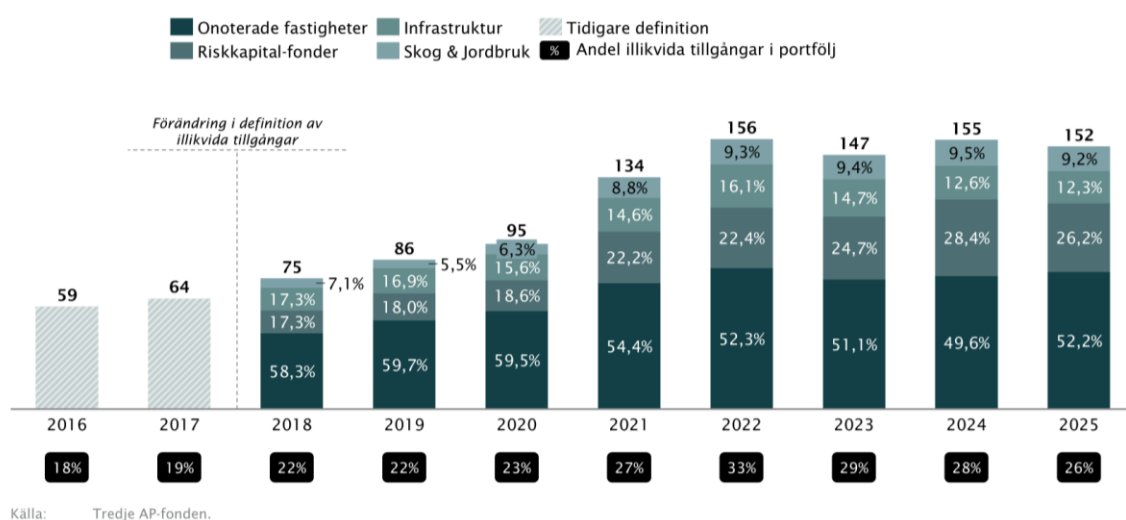
Enligt lag får AP-fonderna ha maximalt 40% av sina tillgångar i illikvida tillgångar, det vill säga tillgångar som inte är noterade på en marknadsplats med kontinuerlig prissättning och som därför inte kan likvideras snabbt.

I Tredje AP-fonden överlappar illikvida tillgångar till stor del med fondens egen definition av alternativa tillgångar, men inte helt. Exempelvis betraktas innehav i noterade fastighetsbolag som alternativa tillgångar men är däremot inte en del av illikvida tillgångar av anledningen att bolaget är noterat. För åren innan 2025 fanns även noterade instrument inom försäkringsrisker, men som inte längre är en del av portföljen.

Som framgår av Figur 52 nedan har den illikvida portföljen ökat från 75 miljarder kronor 2018 till 152 miljarder kronor vid slutet av 2025 vilket motsvarar en tillväxt på 77 miljarder kronor.

År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 26% av Tredje AP-fondens totala portfölj. Jämfört med föregående år så har andelen illikvida tillgångar i portföljen minskat från 28% år 2024 till 26% år 2025. Den största delen bestod av onoterade fastigheter (52%), och därefter följer riskkapital-fonder (26%), infrastruktur (12%), samt skog och jordbruk (9%). Andelen i onoterade fastigheter har ökat under året, drivet av värdeökningar, medan andelen riskkapital-fonder har minskat. Riskkapitalet i Tredje AP-fonden är endast investerat genom fonder, alltså inte via exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment). Dock sker sidoinvesteringar inom skog & jordbruk samt infrastruktur.

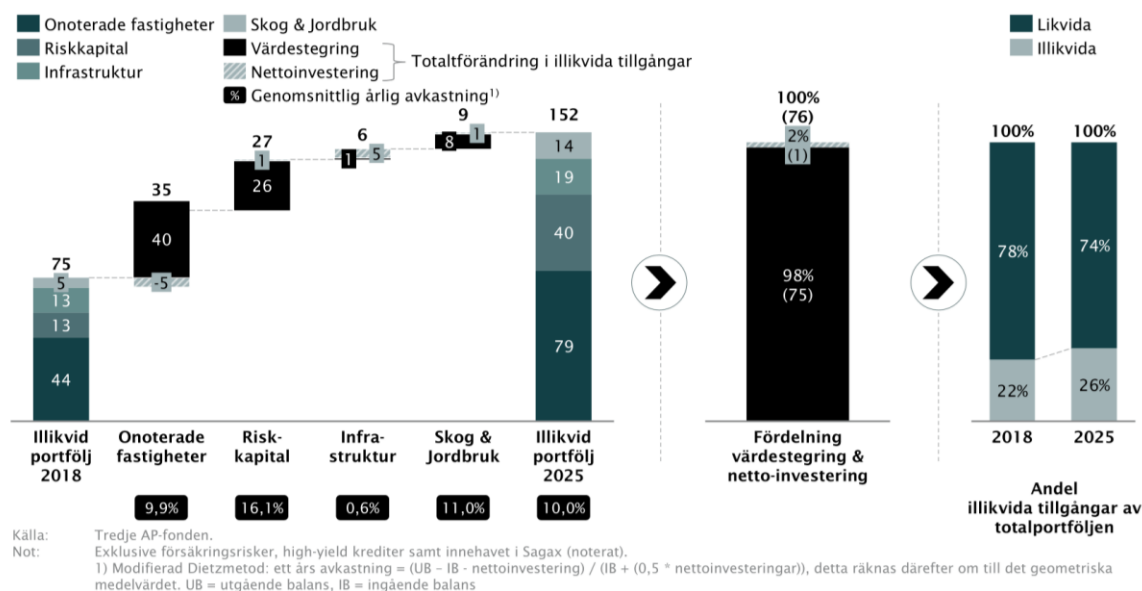
Tredje AP-fondens totala illikvida tillgångar 2016-2025, mdrSEK



Figur 52: Tredje AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2016-2025

Ökningen av illikvida tillgångar beror huvudsakligen på värdestegring då det var mycket små nettoinvesteringar under perioden. Den främsta drivkraften har varit värdestegring inom onoterade fastigheter om 40 miljarder, samt riskkapital om 26 miljarder. Avkastningsmässigt har riskkapitalfonder presterat bäst med en genomsnittlig avkastning om 16,1% sedan 2019¹⁶. Totalt har de illikvida tillgångarna haft en genomsnittlig avkastning på 10,0% från 2019 till 2025. Andelen illikvida tillgångar i den totala portföljen har också ökat, från 22% år 2018 till 26% år 2025, vilket är drivet av dessa värdeökningar.

Tredje AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK



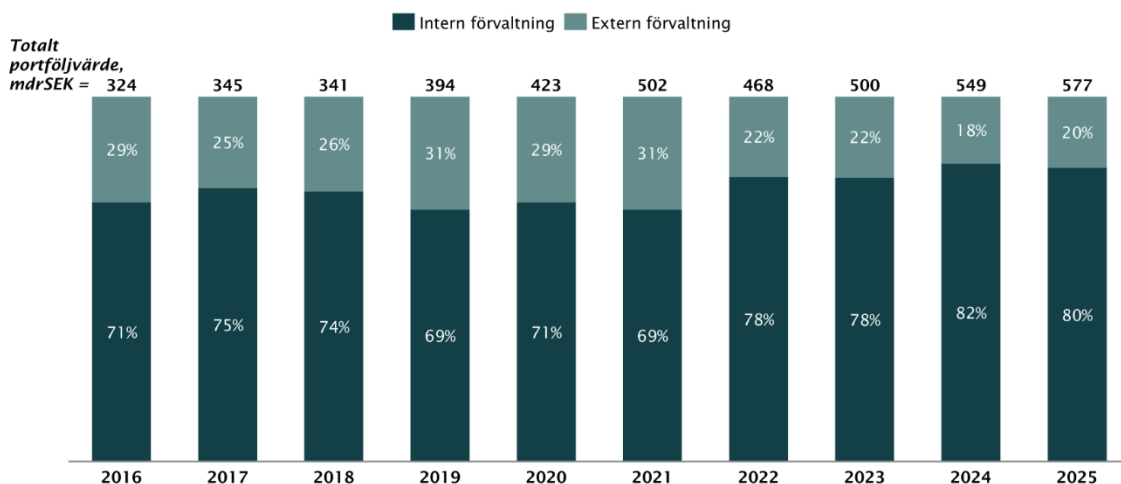
Figur 53: Tredje AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018-2025

¹⁶ 2018, i figuren, avser utgående balans. Därav är avkastningsmålet för perioden 2019-2025.

7.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Tredje AP-fonden har en majoritet av sitt kapital förvaltad internt. År 2025 förvaltades 80% av kapitalet internt, vilket motsvarar en minskning med 1,2 procentenheter sedan 2024. På tio års sikt har denna andel ökat stadigt, från 71% år 2016 till 80% år 2025. Detta illustreras i Figur 54.

Tredje AP-fondens fördelning av externt och internt förvaltad kapital 2016-2025



Källa: Tredje AP-fonden.

Figur 54: Andel av Tredje AP-fondens kapital under extern och intern förvaltning, 2016-2025

7.2.6 Förvaltningskostnader

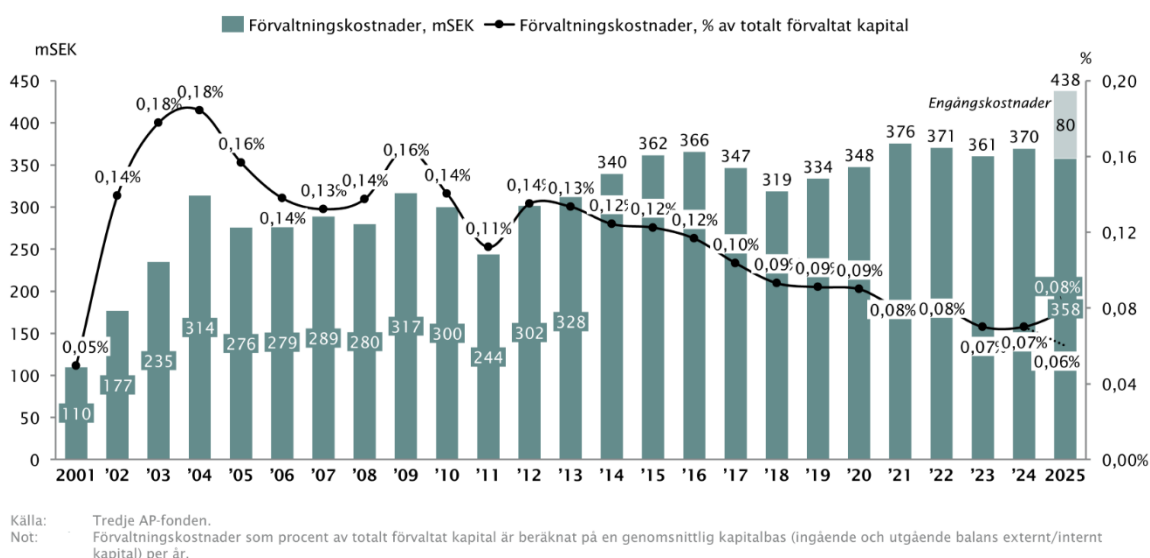
Tredje AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna kostnaderna avser de kostnader som uppstår i kapitalförvaltningen, som utförs av fondens egna anställda inom de olika förvaltningsteamerna. De externa kostnaderna uppstår när fonden väljer att anlita externa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

Under den senaste tioårsperioden har fondens strategiska beslut att internalisera kapitalförvaltningen påverkat kostnadsutvecklingen för både interna och externa kostnader. Förvaltningskostnaderna i absoluta tal har i princip varit oförändrade. Dock ökade totala kostnaderna under 2025 med 18% vilket främst förklaras av engångskostnader om 80 miljoner kronor kopplat till den nya systeminfrastrukturen (53 miljoner kronor) samt juristkostnader och andra kostnader kopplat till övertagandet av Första AP-fondens kapital (27 miljoner kronor). På längre tidshorisont har förvaltningskostnaderna som andel av det totalt förvaltade kapitalet minskat markant, vilket framgår av Figur 55 nedan. Detta kan förklaras av en kombination av ökad intern förvaltning och skalfördelar som har bidragit till högre kostnadseffektivitet. Detta innebär att kostnaden per förvaltat krona har minskat i takt med att en större del av förvaltningen sköts internt och att fondens totala förvaltade kapital har ökat. Sedan starten 2001 är den genomsnittliga förvaltningskostnaden som andel av totalt förvaltad kapital 0,12%.

Under 2025 uppgick förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,08%. De totala förvaltningskostnaderna uppgick till 438 miljoner kronor. Tredje AP-fondens förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet är låga sett ur ett internationellt perspektiv (se avsnitt 3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder). Exkluderat engångskostnader

uppgick förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet till 0,06% under 2025 vilket är det lägsta under hela tidsserien.

Tredje AP-fondens förvaltningskostnader (provision- och rörelsekostnader) 2001-2025



Figur 55: Tredje AP-fondens förvaltningskostnader, 2001–2025

7.3 Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

7.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Tredje AP-fondens hållbarhetsarbete utgår från fondens lagstadgade uppdrag och syftar till att hållbarhet ska vara integrerad i hela verksamheten, både i investeringsprocessen och i den löpande förvaltningen. Genom integreringen ska fonden säkerställa en föredömlig förvaltning och ett ansvarsfullt ägande. Efter ändringen i AP-fondslagen 2019, som innebar en mer ambitiös hållbarhetsinriktning, har hållbarhetsarbetet fått en tydligare och mer central roll i organisationen. Det operativa arbetet leds av fondens hållbarhetsgrupp som arbetar nära förvaltningsteamerna för att säkerställa att hållbarhet och ägarstyrning är en naturlig del av investeringsbeslut, uppföljning och förvaltning. Fonden anser att välskötta bolag över tid ger högre avkastning till lägre risk. Styrningen av hållbarhetsarbetet sker genom fondens policy för ansvarsfulla investeringar, som revideras årligen och fastställs av styrelsen. Fondens fokusområden inom hållbarhet består av bolagsstyrning, klimat, mänskliga rättigheter och biologisk mångfald. Dessa är valda utifrån var fonden bedömer att den materiella påverkan på investeringarna är som störst, och där fonden samtidigt har bäst möjlighet att bidra till en positiv utveckling.

Dessa fokusområden utgör basen för fondens olika hållbarhetsmål, som är beskrivna översiktligt i Figur 57 och 58 under avsnittet *Mål och måluppfyllnad*. Utöver dessa mål genomför fonden också en löpande utvärdering för att identifiera bolag som, baserat på en materialitetsanalys, faller utanför förutbestämda hållbarhetsgränser och därmed exkluderas från investeringsuniverset.

7.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Tredje AP-fonden genomfört en rad hållbarhetsrelaterade aktiviteter med särskilt fokus på uppföljning, riskanalys, dialog och kunskapsdelning.

- **Ny systemplattform med anpassad hållbarhetsdata:** Arbetat med att få in och anpassa hållbarhetsdatan i den nya systemplattformen vilket möjliggör en mer effektiv och strukturerad uppföljning samt förbättrad rapportering av hållbarhetsdata framöver.
- **Uppdaterade handlingsplaner inom samtliga fokusområden:** Handlingsplanerna för fondens prioriterade hållbarhetsområden har reviderats och uppdaterats för att säkerställa fortsatt måluppfyllelse.
- **Genomlysning av Första AP-fondens portfölj inför tillgångsovertagandet:** Inför överföringen av tillgångar har hela Första AP-fondens portfölj screenats för hållbarhetsrisker. Syftet har varit att identifiera och analysera vilka risker det tillkommande kapitalet är exponerat mot samt att säkerställa en väl förberedd integrering i den befintliga portföljen.
- **Dialog med riskkapitalfonder om klimatpåverkan:** Tredje AP-fonden har kontaktat samtliga riskkapitalfonder i syfte att följa upp och fördjupa analysen av deras klimatpåverkan.
- **Genomfört klimatscenarioanalys:** En klimatscenarioanalys har genomförts för att bedöma portföljens klimatrelaterade risker vid olika klimatscenarier. Analysen visar att fondens klimatrelaterade finansiella risk är lägre än jämförelseindex i samtliga analyserade scenarier.
- **Globalt engagemang och kunskapsdelning:** Fonden har haft en aktiv närvaro i internationella hållbarhetsforum. Medarbetare har deltagit i och talat vid konferenser, bland annat i samarbete med Etikrådet.

7.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Utöver den strategiska ambitionen att integrera hållbarhet i hela investeringscykeln och förvaltningsarbetet genomför Tredje AP-fonden även riktade hållbarhetsinvesteringar. Dessa investeringar sker inom ramen för fondens policy för ansvarsfulla investeringar och i linje med principen om ansvarsfullt ägande. I slutet på 2025 hade fonden allokerat 68,6 miljarder kronor till tematiska hållbarhetsinvesteringar, med syfte att främja långsiktig värdeskapande och stödja omställningen till en mer hållbar ekonomi. Detta motsvarar en ökning med 14% eller 8,6 miljarder kronor jämfört med föregående år. Av de hållbara investeringarna utgjorde alternativa investeringar den största andelen (52%), följt av räntor och krediter (45%) och noterade aktier (3%). Alternativa investeringarna uppgick till 35,5 miljarder kronor i slutet av 2025, jämfört med 28,0 miljarder kronor i slutet på 2024, vilket motsvarar en ökning med 27%.

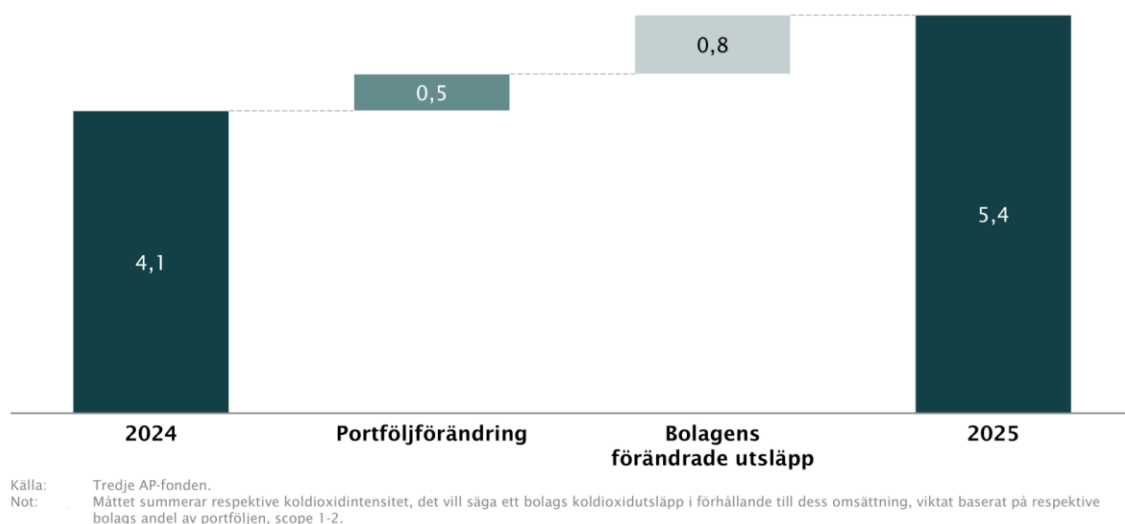
7.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Tredje AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 0,7 miljoner tCO₂e under 2025, en ökning med 0,3 miljoner tCO₂e jämfört med 2024, då utsläppen var 0,4 miljoner tCO₂e. Utifrån Scope 3 uppgick fondens totala utsläpp till 13,4 miljoner tCO₂e. Detta baseras dock på tillgänglig rapporterade data för 2025, vilket endast utgör 24% av portföljens värde. Utsläppen beräknas genom portföljbolagens utsläpp multiplicerat med fondens ägda andel.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som mäter fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, ökade med 1,3 tCO₂e och uppgick till 5,4 tCO₂e per miljoner kronor under 2025 vilket illustreras i Figur 56. Detta motsvarar en ökning på 31% under året och drevs av både portföljförändring och

bolagens förändrade utsläpp. En bidragande förklaring till den ökade koldioxidintensiteten är att portföljbolagens omsättning räknas om från amerikanska dollar till svenska kronor, vilket, mot bakgrund av kronans förstärkning, leder till en högre redovisad koldioxidintensitet. Denna effekt var motsatt till föregående år då kronan försvagades och förbättrade de relativa koldioxidutsläppen.

Tredje AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp 2024-2025, tCO₂e per miljoner kronor



Figur 56: Tredje AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025

7.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Tredje AP-fondens hållbarhetsmål förblev oförändrade från 2024. Alla mål är kopplade till kvantitativa mätetal och består av en kombination av aktivitets- och resultatmål. Aktivitetsmål innebär exempelvis genomförandet av ett visst antal definierade åtgärder inom en given tidsperiod, medan resultatmål syftar till att uppnå specifika nivåer, såsom en viss utsläppsreduktion. Vissa mål, med 2025 som slutår, hade sedan tidigare uppfyllts vilka var mål två och sex. Mål tre hade 2025 som slutår och uppfylldes inte.

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

Tredje AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

AP3

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
Bolagsstyrning							
1	Alla svenska storbolag i portföljen ska ha minst 40% av det underrepresenterade könet i styrelsen senast 2026	Andel av det underrepresenterade könet i styrelsen	n/a	39%	39%	43%	43%
2	Andel Svenska bolag i portföljen med hållbarhetskriterier i incitamentsprogram ska fördubblas från 20% till 40% 2025	Hållbarhetskriterier i incitamentsprogram	n/a	20%	20%	41%	43%
Klimat							
3	Halverat CO2-avtryck i CO2-den direktägda aktieportföljen 2019-2025	CO2-avtryck, scope 1 och 2, mtCO2e	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7
		Utvecklingen basår 2019	-36%	-33%	-35%	-43%	-36%
4	100% av portföljbolag ska vara i linje med 1,5-gradersmålet till 2040	Andel av bolag	n/a	28%	38%	20% ¹⁾	25% ¹⁾
5	AP3 ska föra påverkansdialog med bolag som står för 70% av utsläppen 2023, och 90% 2030	Andel initierade påverkansdialoger	n/a	n/a	Dialoger initierade	Dialoger pågår	Dialoger pågår
6	25% av ränteportföljen ska vara investerad i hållbara obligationer senast 2025	% av ränte-Portföljen	n/a	21%	22%	25%	26%

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

Figur 57: Tredje AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

Tredje AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

AP3

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
Biologisk mångfald							
7	Andel bolag inom prioriterade sektorer med policy för biologisk mångfald ska uppgå till 100% 2030 (505 bolag i aktieportföljen under 2023)	Andel bolag som har policy på plats	n/a	n/a	59%	59%	75%
8	Andel bolag inom prioriterade sektorer som följer TFNDs rekommendationer (505 bolag i aktieportföljen 2023) ska uppgå till 100% 2030	Andel som följer rekommendationer	n/a	n/a	n/a	22%	18%
Mänskliga rättigheter							
9	Andel bolag i sektorer med förhöjd risk med policy för mänskliga rättigheter ska uppgå till 100% 2030	Andel av bolag med policy	n/a	n/a	91%	97%	94%
10	Andel bolag i sektorer med exponering mot utsatta grupper med genomlysningss-process ska uppgå till 100% 2030	Andel av bolag med genomlysningss-process	n/a	n/a	60%	57%	75%

Källa: Tredje AP-fonden.

Figur 58: Tredje AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

7.4 Slutsatser och bedömningar

7.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Tredje AP-fonden har uppnått sina reala avkastningsmål över flera utvärderade tidsperioder: sedan start, under den senaste tioårsperioden samt för 2025.

Tredje AP-fonden nådde inte sitt avkastningsmål under den senaste femårsperioden. Dock hade fonden under denna tidsperiod den högsta genomsnittliga avkastningen bland Första till Fjärde AP-fonden. Fonden har således genererat en högre avkastning än genomsnittet, trots ett utmanande marknadsklimat präglad av hög inflation och geopolitiska oroligheter.

Arkwright noterar även att fonden gjort korrigeringar för aktieexponering vilket gjort att Styrelsens utvärderingsportfölj (LSP) kan nås med neutral position.

7.4.2 Arkwrights samlade bedömning

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

8. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden

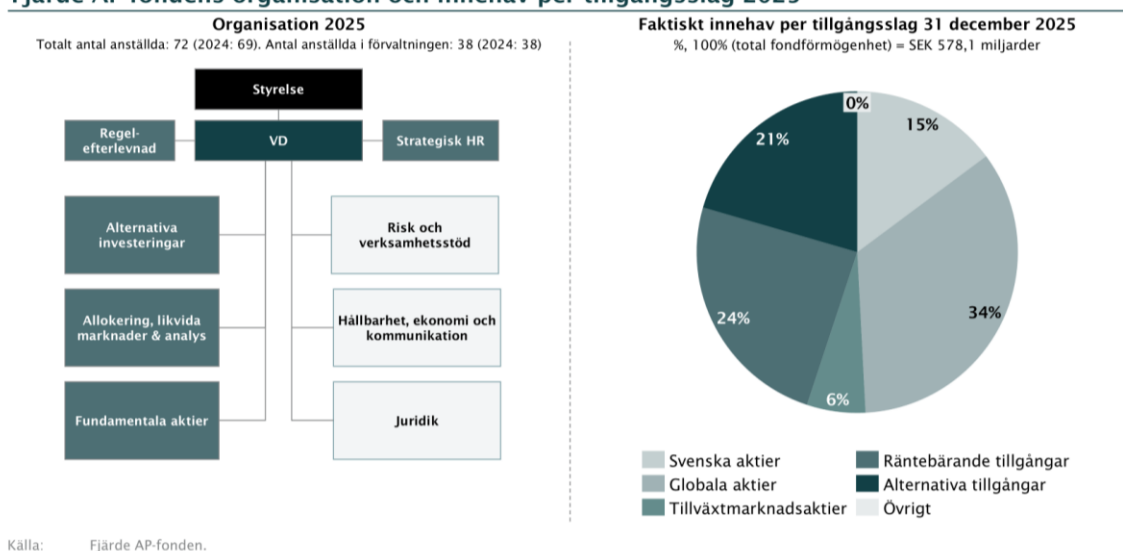
I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

8.1 Fjärde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Fjärde AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Organisationen bestod 2025 av 72 personer (2024: 69), varav 38 som arbetar inom kapitalförvaltning. Inga organisatoriska förändringar har skett under året.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 578,1 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 34% av globala aktier, 24% av räntebärande tillgångar, 21% av alternativa tillgångar, 15% av svenska aktier och 6% av tillväxtmarknader.

Fjärde AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025



Figur 59: Fjärde AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Fjärde AP-fondens avkastningsmål

- Fjärde AP-fonden har ett långsiktigt reallt årligt avkastningsmål på 3,5% över 40-årsperioder, samt ett medelsiktigt avkastningsmål på 3,5% real årlig avkastning över 10-årsperioder.
- Det medelsiktiga målet ändrades från 3,0% till 3,5% inför 2025.

Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi

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

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

Därtill kompletterar fonden investeringsfilosofin med sex investeringsövertygelser:

1. **Välavvägt risktagande:** Välavvägt risktagande som är ansvarsfullt och uppföljningsbart är nödvändigt för att skapa avkastning.
2. **Ineffektiva marknader:** De finansiella marknaderna är inte alltid effektiva, vilket skapar möjlighet att genom långsiktighet och aktiv förvaltning addera mervärde i förvaltningen.
3. **Diversifiering:** En portfölj som är väldiversifierad har över tid en bättre riskjusterad avkastning.
4. **Hållbarhet:** Att integrera hållbarhetsaspekter i förvaltningen bidrar över tid till en bättre hantering av risker och möjligheter samt därmed även till avkastningen.
5. **Kompetent organisation:** Portföljförvaltning är en kunskapsintensiv verksamhet där kompetenta medarbetare är en nödvändig framgångsfaktor.
6. **Strukturerade processer:** En strukturerad, transparent investeringsprocess är en förutsättning för framgångsrik förvaltning.

8.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Fjärde AP-fonden genomfört flera omfattande utvecklingsprojekt, främst kopplade till implementeringen av en ny systemplattform samt förberedelser inför övertagandet av Första AP-fondens kapital.

- **Förberedelser inför tillgångsflytten från Första AP-fonden:** Riksdagen beslutade under 2025 att Första AP-fondens verksamhet skulle upphöra vid utgången av 2025 och att dess tillgångar och förpliktelser ska överföras till Tredje och Fjärde AP-fonden vid ingången av 2026. Under året har Fjärde AP-fonden bedrivit ett omfattande arbete tillsammans med övriga berörda AP-fonder. Arbetet har omfattat bland annat framtagande av detaljerade instruktioner för överföring mellan depåbanker, uppsättning i portföljssystem och redovisning samt avtalsmässiga förberedelser för överföring av onoterade tillgångar. Fjärde AP-fonden har också fått i uppdrag att ansvara för förvaltningen av de kvarvarande avskilda tillgångar i Första AP-fonden som inte kunde, inte borde eller inte hann överföras till Tredje respektive Fjärde AP-fonden vid årsskiftet. Det innebär att Fjärde AP-fonden ansvarar för förvaltningen och beslutar utifrån vad som bedöms vara till största nytta för inkomstpensionssystemet. Fonden har även genomfört flera nyrekryteringar för att stärka organisationens kapacitet inför kapitalinflödet.
- **Implementering av ny systemplattform:** Under hösten 2025 implementerades fondens nya systemplattform som man upphandlat, specificerat och implementerat tillsammans med Tredje AP-fonden. Arbetet med plattformen inleddes redan 2017 och följdes av en förstudie under 2018–2019. Syftet med den nya plattformen är att öka effektiviteten, minska operationella risker och stärka fondens anpassningsförmåga i en mer komplex och dynamisk marknadsmiljö. Implementeringen har varit mycket resurskrävande med flera olika

delmoment. Vid utgången av 2025 var den centrala funktionaliteten på plats, med ett begränsat antal kvarstående leveranser planerade till första halvåret 2026. Implementeringen ansågs framgångsrik.

- **Bibehållet fokus på kapitalförvaltningens kärnuppdrag:** Trots ett år präglad av omfattande systeminförande och förberedelser inför tillgångsflytten har fonden fortsatt att prioritera och bedriva kapitalförvaltningen enligt plan. Sammantaget har detta inneburit en period med betydande arbetsinsatser och hög belastning inom organisationen. Systembytet och tillgångsflytten har samtidigt begränsat utrymmet för annat utvecklingsarbete, vilket fonden avser att prioritera i högre grad under kommande år.

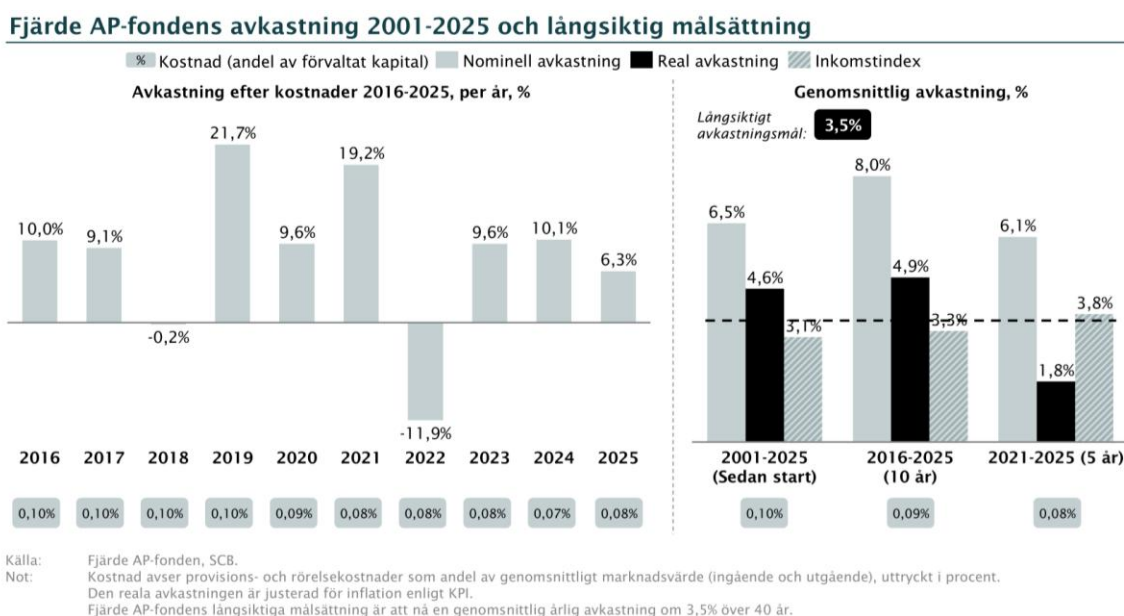
8.2 Fjärde AP-fondens portfölj och resultat 2001-2025

8.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

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

Utöver det långsiktiga målet har fonden även ett medelsiktigt avkastningsmål på 3,5% real avkastning per år över 10-årsperioder. Det medelsiktiga målet är mer dynamiskt och kan revideras utifrån makroekonomiska faktorer som marknadstillväxt och inflation. Inför 2025 reviderades målet av dessa anledningar. En genomgång av detta mål görs vartannat år eller vid behov, och samtliga avkastningsmål fastställs av Fjärde AP-fondens styrelse.

Under 2025 uppgick fondens avkastning efter kostnader till 6,3%, vilket motsvarar 6,0% real avkastning efter inflationsjustering. Avkastningen översteg därmed både de medel- och långsiktiga avkastningsmålen under 2025.



Figur 60: Fjärde AP-fondens avkastning 2001-2025 och långsiktiga målsättning

Sedan 2001 har Fjärde AP-fonden överträffat sitt långsiktiga reala avkastningsmål, med en genomsnittlig real avkastning om 4,6% per år, jämfört med målet på 3,5% (se Figur 60 ovan). I nominella termer har fonden uppnått en genomsnittlig årlig avkastning om 6,5% sedan start.

Därutöver har fonden även överträffat inkomstindex, som visar den genomsnittliga inkomstutvecklingen, som fastställs årligen av regeringen och främst används för att räkna upp inkomstpensioner och pensionsrätter, så att pensionerna följer löneutvecklingen i samhället.

Under de senaste tio åren har den genomsnittliga reala avkastningen uppgått till 4,9%, vilket överstiger det långsiktiga målet. Den starka utvecklingen drevs främst av en hög nominell avkastning i kombination med flera år av låg inflation. Under senare år har dock den reala avkastningen avtagit, till följd av högre inflation, vilket har pressat den reala utvecklingen.

Sett över de senaste fem åren har den genomsnittliga reala avkastningen uppgått till 1,8%, vilket är 1,7 procentenheter under det långsiktiga målet. Perioden har präglats av högre inflation och ett mer volatilt marknadsklimat, vilket har påverkat realavkastningen negativt.

8.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Under 2025 uppgick Fjärde AP-fondens totala avkastning till 34,4 miljarder kronor (6,3%) efter kostnader. Den starka utvecklingen drevs främst av investeringar i globala aktier vilket även är det tillgångsslag som står för högst andel av fondens förvaltade kapital. Denna tillgångsklass bidrog med till den totala avkastningen med 5,2 procentenheter, motsvarande 28,6 miljarder kronor.

Aktier på tillväxtmarknader bidrog med 1,3 procentenheters avkastning, motsvarade 7,4 miljarder kronor samt svenska aktier bidrog med 0,9 procentenheters avkastning eller 4,8 miljarder kronor. Tillsammans motsvarade detta ett avkastningsbidrag på 40,8 miljarder kronor inom aktieportföljen.

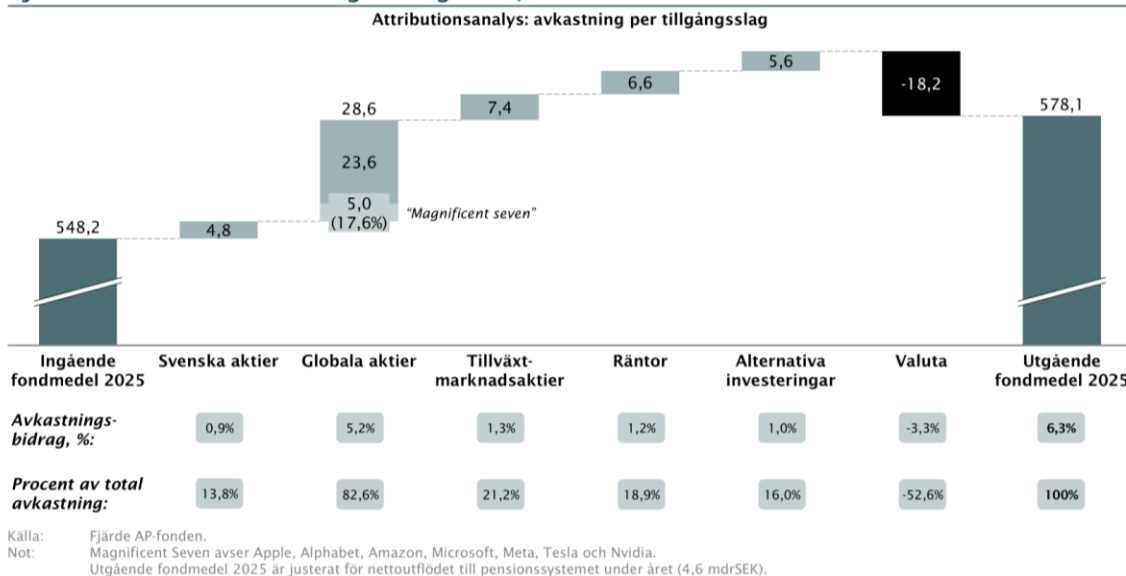
En betydande del av avkastningsbidraget kom från investeringar i de så kallade "Magnificent Seven", sju ledande amerikanska teknikbolag, som ensamt stod för 5,0 miljarder kronor (2024: 12,2) av avkastningsbidraget. "Magnificent Seven" stod därmed för 17,6% av avkastningsbidraget inom globala aktier och 14,5% av det totala avkastningsbidraget.

Fondens ränteförvaltning bidrog positivt till avkastningen med 6,6 miljarder kronor, motsvarande 1,2 procentenheter i avkastningsbidrag. Även investeringar i alternativa och illikvida tillgångar, såsom riskkapitalfonder, onoterade fastigheter och infrastrukturprojekt, hade en positiv påverkan och bidrog med 1,0 procentenheters avkastningsbidrag, motsvarande 5,6 miljarder kronor.

Den öppna valutaexponeringen hade till följd av den betydande kronförstärkningen under året ett starkt negativt avkastningsbidrag på -18,2 miljarder kronor, motsvarande -3,3 procentenheter i avkastningsbidrag.

En fullständig översikt av tillgångsslagens bidrag till fondens värdeutveckling före kostnader per den 31 december 2025 presenteras i Figur 61 nedan. Avkastningsbidraget per tillgångsslag redovisas exklusive valutaeffekter. Dessa beaktas i stället under posten "valuta" där alla valutaeffekter hänförs, inklusive valutasäkringen.

Fjärde AP-fondens avkastningsbidrag 2025, mdrSEK



Figur 61: Fjärde AP-fondens avkastningsbidrag 2025 i alla tillgångsklasser

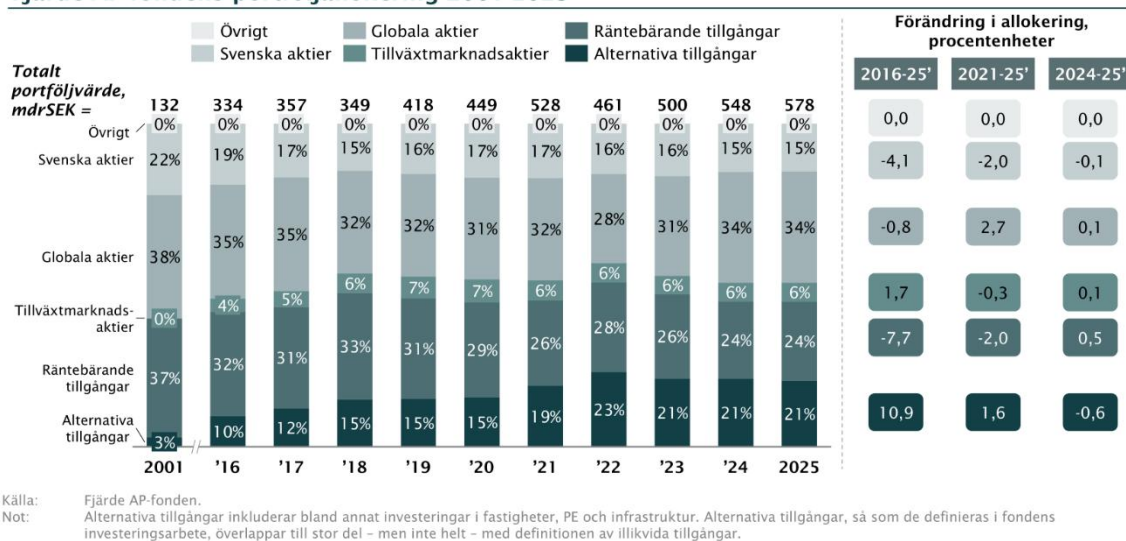
8.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Fjärde AP-fondens portfölj bestod 2025 av 55% aktier, 24% räntebärande tillgångar och 21% alternativa tillgångar. Aktierna utgörs av 34% globala aktier, 15% svenska aktier och 6% tillväxtmarknadsaktier, vilket illustreras i Figur 62 nedan.

Portföljallokeringen vid utgången av 2025 var lik den vid årets ingång, med mycket små förändringar. Allokeringen till räntebärande tillgångar ökade med 0,5 procentenheter jämfört med 2024. På längre sikt har andelen räntebärande tillgångar minskat med 13 procentenheter sedan fondens start 2001.

Alternativa tillgångar stod för samma portföljandel som under 2024, däremot sett sedan starten 2001 har fondens allokering inom alternativa tillgångar ökat med cirka 18 procentenheter. Även under de senaste tio åren har andelen alternativa tillgångar ökat successivt men planat ut under de senaste fem åren.

Fjärde AP-fondens portföljallokering 2001-2025



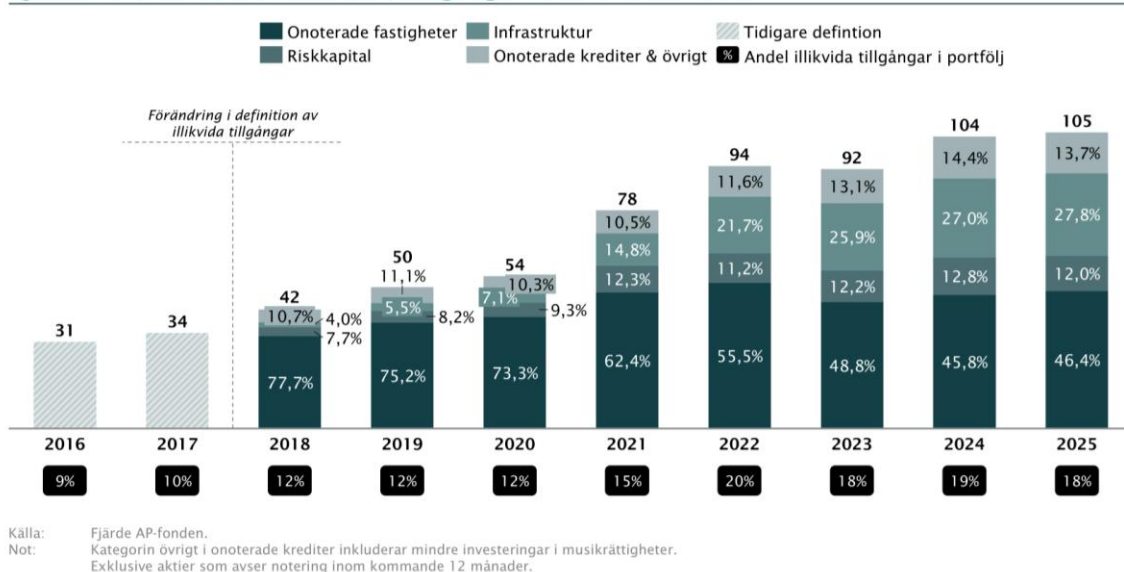
Figur 62: Fjärde AP-fondens portföljallokering, 2001–2025

8.2.4 Illikvida tillgångar

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

Sedan 2016 har Fjärde AP-fondens illikvida tillgångar ökat med 74 miljarder kronor. År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 18% av Fjärde AP-fondens totala portfölj, och uppgick till 105 miljarder kronor. Den största delen bestod av onoterade fastigheter (46%), följt av infrastruktur (28%), onoterade krediter (14%) och riskkapitalfonder (eng: private equity) (12%). Under året har andelen i riskkapital och onoterade krediter minskat med 0,7 respektive 0,8 procentenheter till fördel för infrastruktur och onoterade fastigheter. Riskkapitalet i Fjärde AP-fonden är främst investerat genom fonder, men också via plattformar.

Fjärde AP-fondens totala illikvida tillgångar 2016-2025, mdrSEK



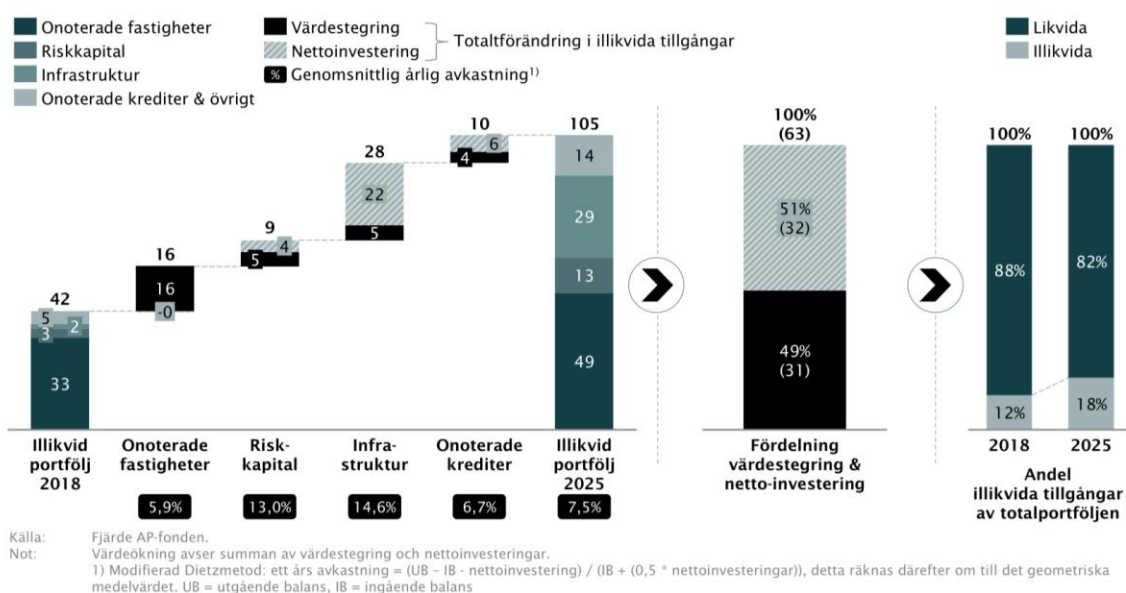
Figur 63: Fjärde AP-fondens totala illikvida tillgångar, 2016-2025

Sedan 2018 har de illikvida tillgångarnas gått från 42 miljarder kronor år 2018 till 105 miljarder kronor i slutet av 2025, drivet av både värdestegring och nettoinvesteringar. Nettoinvesteringar, framför allt inom infrastruktur, har haft en betydande inverkan på utvecklingen av det förvaltade illikvida kapitalet. Andelen illikvida tillgångar i portföljen har även ökat från 12% av fondkapitalet 2018 till 18% år 2025.

Infrastruktur har haft högst avkastning under perioden med ett årligt genomsnitt om 14,6% sedan 2019¹⁷, följt av riskkapital som haft 13,0% avkastning per år. Trots att onoterade fastigheter haft störst värdestegring hade tillgången, i relation till det investerade kapitalet, lägst avkastning. Värdestegringarna i portföljen tillsammans med nettoinvesteringarna har lett till en stor ökning i förvaltat kapital över tid. Den totala genomsnittliga årliga avkastningen för de illikvida tillgångarna sedan 2018 uppgick till 7,5%.

¹⁷ 2018, i figuren, avser utgående balans. Därav är avkastningsmålet för perioden 2019-2025.

Fjärde AP-fondens värdeutveckling av illikvida tillgångsklasser 2018-2025, mdrSEK



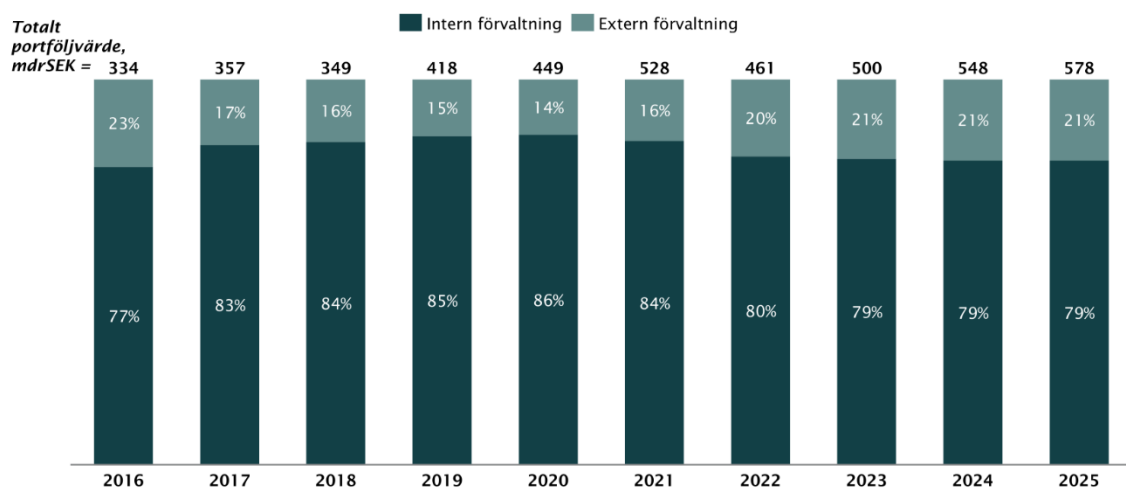
Figur 64: Fjärde AP-fondens värdeökning av illikvida tillgångsslag, 2018-2025

8.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

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

År 2025 förvaltades 79% av kapitalet internt, samma andel som 2024. På tio års sikt har andelen varit relativt oförändrad med något högre nivåer 2019-2020. Detta illustreras i Figur 65 nedan.

Fjärde AP-fondens fördelning av externt och internt förvaltat kapital 2016-2025



Källa: Fjärde AP-fonden.

Figur 65: Andel av Fjärde AP-fondens kapital under extern och intern förvaltning, 2016-2025

8.2.6 Förvaltningskostnader

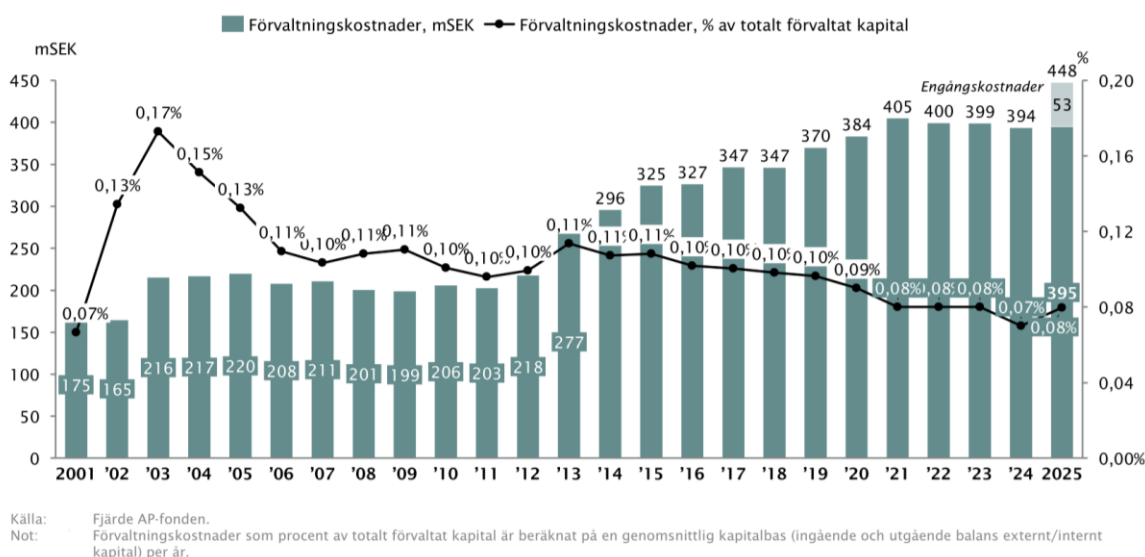
Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader består av både interna och externa kostnader. De interna förvaltningskostnaderna avser utgifter för kapitalförvaltning som hanteras av fondens egna anställda inom respektive förvaltningsteam. De externa förvaltningskostnaderna uppstår vid användning av

externa förvaltare inom specifika mandat och tillgångsslag, där kostnaderna regleras av kontraktuella villkor. Externa förvaltare används exempelvis inom onoterade aktier och tillväxtmarknader.

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

År 2025 uppgick förvaltningskostnaderna till 0,08% av totalt förvaltad kapital, en ökning från föregående år vilket innebär att fonden återgår till 2023 års nivåer. De totala förvaltningskostnaderna uppgick till 448 miljoner kronor under 2025 och har under de senaste tio åren successivt ökat i absoluta tal. Kostnadsökningen under 2025 är kopplat till engångskostnader om 53 miljoner kronor. Detta består av 21 miljoner kronor, kopplat till den nya systemplattformen, och 32 miljoner kronor som hänförs till kostnader för överföringen av tillgångar från Första AP-fonden. Sett ur ett internationellt perspektiv har Fjärde AP-fonden låga förvaltningskostnader som andel av det totala förvaltade kapitalet (se avsnitt 3.4 Jämförelse med utländska pensionsfonder).

Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader (provision- och rörelsekostnader) 2001-2025



Figur 66: Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader, 2001-2025

8.3 Fjärde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

8.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

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

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

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

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

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

Fjärde AP-fonden har som strategi att välja bort bolag inom vissa högrisk sektorer om de inte uppfyller fastställda krav. För att kunna ingå i portföljen måste bolagen ha mål och planer om att vara i linje med Parisavtalet samt ha förutsättningar och ambitioner att på ett positivt sätt kunna bidra till en hållbar omställning.

8.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Fjärde AP-fonden fortsatt att stärka sitt hållbarhetsarbete och fördjupa integreringen av klimathänsyn i kapitalförvaltningen, i en omvärld präglad av regulatoriska förändringar och ökad osäkerhet.

- **Navigering i ett föränderligt regulatoriskt landskap:** Förändringar kopplade till Inflation Reduction Act (IRA), Parisavtalet och omstruktureringar av myndigheter i USA, parallellt med utvecklingen av EU:s Omnibus-förslag och Green Deal, har påverkat förutsättningarna för hållbara investeringar. Fonden har under året följt och analyserat dessa förändringar för att säkerställa en välgrundad och anpassningsbar investeringsstrategi.
- **Fortsatt genomförande av det löpande hållbarhetsarbetet:** Trots ett komplext omvärldsläge har fonden fortsatt att bedriva och utveckla det löpande hållbarhetsarbetet i portföljen. Hållbarhetsteamet har samtidigt förstärkts resursmässigt.
- **Integrering av hållbarhetsdata i portföljsystemet:** I samband med införandet av den nya systemplattformen har hållbarhetsdata integrerats i portföljsystemet, vilket förbättrar möjligheterna till uppföljning, analys och beslutsstöd.
- **Översyn av exkluderingar:** Fonden har genomfört en översyn av sina exkluderingar med särskilt fokus på att tydliggöra och stärka den interna beslutsprocessen.

8.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

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

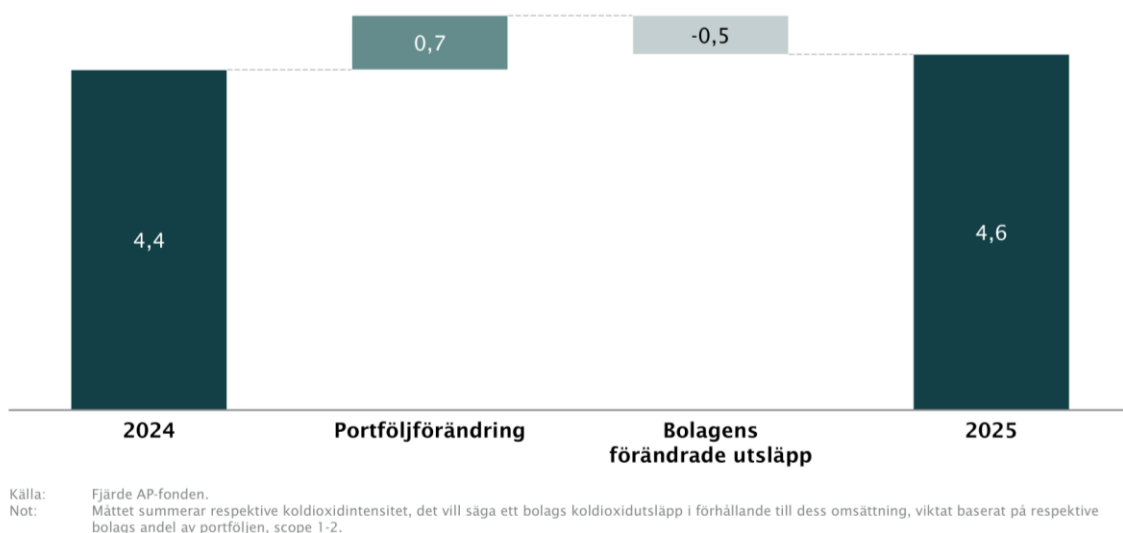
Under 2025 uppgick fondens tematiska investeringar till 4,2 miljarder kronor, vilket är något mindre än föregående år och även året innan det. De hållbara investeringarna utgörs till största delen av infrastruktur (52%), gröna och sociala obligationer (24%), riskkapital (19%), samt noterade aktier (5%). Huvudfokus på dessa investeringar är gröna byggnader & infrastruktur, fossilutfasning samt social hållbarhet.

8.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Fjärde AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 0,73 miljoner tCO₂e under 2025. Detta är en ökning med 0,07 miljoner tCO₂e jämfört med 2024 då de totala utsläppen uppgick 0,66 miljoner tCO₂e. Scope 3 uppgick till 8,8 miljoner tCO₂e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, ett mått på fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, ökade med 0,2 tCO₂e till 4,6 tCO₂e per miljoner kronor, som illustreras i Figur 67. Detta motsvarar en ökning på 5% under året och drevs av portföljförändringen. En bidragande förklaring till den ökade koldioxidintensiteten är att portföljbolagens omsättning räknas om från amerikanska dollar till svenska kronor, vilket, mot bakgrund av kronans förstärkning, leder till en högre redovisad koldioxidintensitet. Denna effekt var motsatt till föregående år då kronan försvagades och förbättrade de relativa koldioxidutsläppen.

Fjärde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025, tCO₂e per miljoner kronor



Figur 67: Fjärde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025

8.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål, utformade i enlighet med fondens hållbarhetspolicy och fokusområden, är oförändrad från 2024.

De flesta målen är kvantitativt definierade och kombinerar både aktivitets- och resultatmål. Aktivitetsmål innebär genomförandet av specifika åtgärder inom en fastställd tidsram, medan resultatmål avser exempelvis uppnådda utsläppsminskningar eller andra mätbara effekter. Målen har en medel- till långsiktig horisont och en sammanställning av samtliga målsättningar och fondens måluppfyllelse återfinns i Figur 68 och 69 nedan.

Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)



● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
Klimat och miljö							
1	Bidra till minskningen av globala klimatutsläpp i enlighet med Parisavtalet. Halvera portföljens CO2e-utsläpp år 2030 (jämfört med 2020 års nivå) och nå netto noll utsläpp senast 2040	Förändring CO2-utsläpp under året	-23%	-3%	-11%	-15%	-6%
		Förändring CO2-utsläpp sedan 2010	-60%	-61%	-65%	-70%	-72%
2	Göra investeringar som minskar klimatriskerna i portföljen	CO2-utsläpp som andel av globalt aktieindex	39%	45%	41%	41%	39%
		CO2-intensitet som andel av globalt aktieindex	40%	40%	41%	43%	45%
3	Göra proaktiva investeringar som bidrar till och drar fördel av klimatomställning	Genomförda investeringar	Målet uppnått 13,7 mdrSEK i nya tematiska investeringar	Målet uppnått 7,4 mdrSEK i nya hållbarhetsinvesteringar, betydande utfästelser inom förenelsebart	Målet uåpnått 7,6 mdrSEK i nya hållbarhetsinvesteringar, primärt inom onoterade portföljen	Målet uppnått 4,6 mdrSEK i nya hållbarhetsinvesteringar, primärt inom onoterade aktier, svenska aktier och gröna obligationer	SEK 4,2 mdr i nya investeringar, primärt inom onoterade investeringar samt obligationer
4	Utvärdera möjliga förvaltningsstrategier baserat på kartlagda indikatorer	Kvalitativ bedömning	Målet uppmått	Målet uppmått	Målet uppmått	Målet uppmått	Målet uppmått
5	Påverka för klimat omställning	CO2-utsläpp (portfölj-mix)	n/a	n/a	-9%	-11%	-6%
		CO2-utsläpp (bolagens utsläpp)			-2%	-4%	0%

Källa: Fjärde AP-fonden.

Figur 68: Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)



● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
Ägarstyrning							
6	Arbeta aktivt i valberedningar i kraft av ägarandel	Antal valberedningar	40	47	56	46	42
		Andel av portföljvärdet där AP4 är representerad i valberedningar	n/a	n/a	n/a	53%	54%
7	Arbeta för ökad mångfald i styrelserna, särskilt med avseende jämnare könsfördelning	Andel kvinnor av nyvalda ledamöter	20%	39%	54%	45%	64%
8	Utöva rösträtten vid svenska stämmor	Antal svenska stämmor där fonden röstat	147	125	131	136	121
		Andel stämmor där fonden röstat av antal innehav	69%	88%	74%	79%	78%
9	Utöva rösträtten vid utländska stämmor	Antal utländska stämmor där fonden röstat	1064	1267	1216	1221	1213
		Andel stämmor där fonden röstat av antal innehav	77%	100%	100%	100%	100%
10	Stötta initiativ som verkar för aktieägares rättigheter och bolagens arbete med hållbarhet	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått
Källa: Fjärde AP-fonden.							

Figur 69: Fjärde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

8.4 Slutsatser och bedömningar

8.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Fjärde AP-fonden har uppnått sina reala avkastningsmål över flera utvärderade tidsperioder: sedan start, under den senaste tioårsperioden samt för 2025.

Fjärde AP-fonden nådde inte sitt avkastningsmål under den senaste femårsperioden och hade näst lägst avkastning under denna tidsperiod bland Första till Fjärde AP-fonden. Fonden har dock under 2025 haft högst avkastning bland Första till Fjärde AP-fonden.

Fonden har under 2025 lagt mycket resurser på bland annat systeminfrastruktur och tillgångsflytten från Första AP-fonden. I detta har hållbarhetsarbetet till del kommit i andrahand. Arkwright anser hållbarhetsmålen generellt: (1) Saknar tydlighet gällande delmål och slutmål samt, (2) saknar tidshorisont eller milstolpar. Övriga AP-fonder har generellt tydligare mål som sätts enligt en viss tidshorisont vilket möjliggör för tydligare intern målsättning men också ansvarsutkrävande externt. Med detta föreslår Arkwright att hållbarhetsmålen bör revideras för att inkludera tidsmässiga hållpunkter baserat på delmål och/eller slutmål.

8.4.2 Arkwrights samlade bedömning

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

9. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, förvaltningskostnader samt hållbarhetsarbete och måloppfyllelse. Vid årsskiftet till 2026 upphör verksamheten i Sjätte AP-fonden vilket innebär att 2025 var det sista verksamhetsåret. Vissa tillgångar kommer att flyttas till Andra AP-fonden under 2026, och resterande andel kommer att finnas kvar i Sjätte AP-fonden. Andra AP-fonden ansvarar för förvaltningen av dessa tillgångar.

9.1 Sjätte AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Sjätte AP-fonden är en av de fem buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet men skiljer sig från Första till Fjärde AP-fonderna i flertalet avseenden, bland annat i dess uppdrag, förvaltningsmodell och avkastningsmål. Sjätte AP-fonden följer dessutom en egen lag. Fondens lagstadgade uppdrag är att förvalta anförtrodda medel genom placeringar i riskkapitalmarknaden¹⁸ med målet att generera långsiktigt hög avkastning med en väl avvägd riskspridning.

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

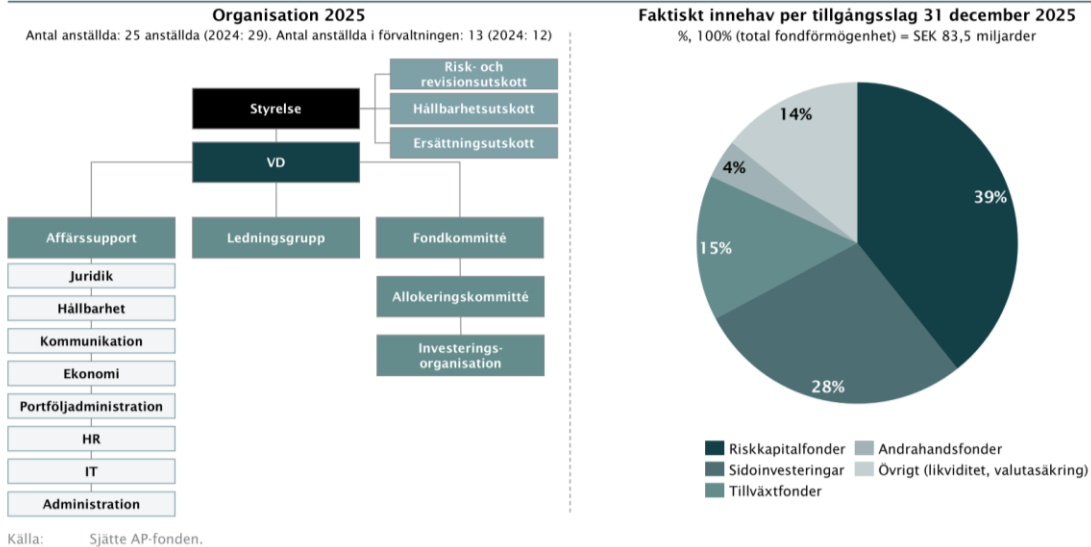
Fonden fortsätter att arbeta konsekvent utifrån den strategiska grund som etablerades 2012 och som förtydligades ytterligare 2020. Strategins inriktning är att bygga en internationell riskkapitalportfölj med onoterade aktier genom fondinvesteringar och sidoinvesteringar (eng: co-investeringar, indirekt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

Sjätte AP-fondens organisation bestod 2025 av 25 personer (2024: 29). 13 personer arbetar inom investeringsorganisationen och en portföljstrateg rapporterar direkt till VD. Inga organisatoriska förändringar har skett under året men personalstyrkan har minskat till följd av kommande avvecklingen av verksamheten.

Vid utgången av 2025 uppgick det totala förvaltade kapitalet till 83,5 miljarder kronor, varav det sysselsatta kapitalet uppgick till 71,6 miljarder kronor. Av det totala förvaltade kapitalet bestod 39% av riskkapitalfonder, 28% av sidoinvesteringar, 15% av tillväxtfonder (eng: venture/growth), 4% av andrahandsfonder (eng: secondary) samt 14% övrigt vilket till stor del inkluderar likvida tillgångar.

¹⁸ Samlat begrepp för marknaden för riskkapitalinvesteringar, det vill säga investeringar i onoterade bolag av olika storlek och mognadsgrad

Sjätte AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025



Figur 70: Sjätte AP-fondens organisation och innehav per tillgångsslag 2025

Sjätte AP-fondens avkastningsmål

- Sjätte AP-fondens avkastningsmål representerar avkastningen för en medianfond som investerar inom onoterat. För att vara jämförbar med fondens nettoavkastning så har målet justerats för uppskattat likviditetsbehov om 10%.
- Avkastningsmålet utgörs av:
 - 90% av målavkastning för den onoterade portföljen, över senaste femårsperioden (Burgiss)¹⁹
 - 10% av målavkastningen för likviditetsförvaltningen (OMRX T-Bill)
- Sjätte AP-fondens mål utvärderas över femårssikt. För senaste femårsperioden var avkastningsmålet 6,8%.

Sjätte AP-fondens investeringsfilosofi

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

- Fondinvesteringar inom mogna företag (riskkapitalfonder, eng: private equity buyout).
- Fondinvesteringar inom företag i tidig utvecklings- och tillväxtfas (tillväxtfonder, eng: venture/growth).
- Fondinvesteringar inom andrahandsmarknaden för onoterade fondandelar (andrahandsfonder, eng: secondary).
- Co-investeringar inom mogna företag, där fonden investerar indirekt i företag tillsammans med en investerare som den har åtaganden gentemot (sidoinvesteringar, eng: co-investment).

Sjätte AP-fondens investeringar sker främst genom externa fondförvaltare som i sin tur investerar i onoterade aktier, där Sjätte AP-fonden enbart gör indirekta investeringar i samarbete med etablerade

¹⁹ Avkastningsmålet beräknas utifrån data levererat av Burgiss som är ledande inom insamlande och tillhandahållande av data för onoterade investeringar. Numera en del av MSCI.

förvaltare. Fonden gör inga direktinvesteringar. Sjätte AP-fonden investerar heller inte i kreditfonder (eng: private debt/private credit).

Fondens investeringsfilosofi bygger på att skapa en väldiversifierad portfölj genom utvalda förvaltare inom respektive investeringsområde. Diversifiering sker genom att sprida kapitalet mellan förvaltare med olika fondstorlekar och strategier, snarare än genom geografisk allokering. Resultatet blir en bred exponering mot underliggande portföljbolag i fonderna.

En viktig del av strategin är även att hålla en jämn investeringstakt över tid, vilket bidrar till en mer balanserad och uthållig avkastning. Genom att tillämpa denna strategi sedan 2012 har Sjätte AP-fonden byggt upp ett starkt strukturkapital, vilket är avgörande för att säkra tillgång till de mest attraktiva investeringarna. Framgång inom onoterade tillgångar mäts i stor utsträckning genom fondens rykte som investerare (eng: Limited Partner, LP).²⁰ Att vara en välrenommerad investerare ger möjligheten att samarbeta med förvaltare som har en dokumenterad förmåga att leverera avkastning i de övre kvartilerna över tid.

9.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Sjätte AP-fonden fortsatt sitt uppdrag inom kapitalförvaltning med oförändrat fokus och strategi, parallellt med förberedelserna inför kapitalflytten till Andra AP-fonden.

- **Avvecklingen av Sjätte AP-fonden:** Riksdagen beslutade under 2025 att Sjätte AP-fondens verksamhet avvecklas och tillgångar ska införlivas i Andra AP-fonden per den 1 januari 2026. Under 2025 har därför betydande resurser lagts på förberedelsearbetet inför avvecklingen. Arbetet har bedrivits med tydlig ambition att hålla avvecklingsprocessen åtskild från den löpande kapitalförvaltningen. En central utgångspunkt har varit att minimera utestående frågor och pågående åtaganden för att möjliggöra en så smidig överföring av kapitalet som möjligt. Fondens oberoende har därmed bibehållits, samtidigt som man säkerställt att exempelvis inga öppna transaktioner finns inom den onoterade portföljen.
- **Fortsatt kapitalförvaltning enligt etablerad strategi:** Mot bakgrund av att 2025 utgör fondens sista verksamhetsår har ingen förändring skett i fondens övergripande strategi eller struktur. Förvaltningen har bedrivits i linje med samma inriktning och principer som under 2024.
- **Avyttring av Asker Healthcare Group:** Under året genomfördes avyttringen av Asker Healthcare Group som gav ett resultat på 4,3 miljarder kronor vilket motsvarar cirka 5% av det förvaltade kapitalet i slutet på 2025. Investeringen hade en årlig genomsnittlig avkastning på 46,7% från 2019 till 2025. Detta utgjorde Sjätte AP-fondens mest framgångsrika sidoinvestering hittills. Sjätte AP-fonden investerade mindre än 500 miljoner kronor i bolaget 2019.

²⁰ LP står för *Limited Partner* och är en benämning för en investerare i en riskkapitalfond såsom private equity- (PE) eller venture capital (VC) fonder

9.2 Sjätte AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

9.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Som en följd av Sjätte AP-fondens placeringsregler har fonden ett avkastningsmål som skiljer sig från buffertfonderna. Målet är att utvärdera fondens långsiktiga förvaltningsresultat relativt andra investerare i onoterade tillgångar över en femårsperiod.

För extern jämförelse används avkastningsdata från Burgiss (sedan 2023 en del av MSCI), som är en av marknadens ledande dataleverantörer för onoterade investeringar. Fondens nettoavkastning, det vill säga avkastning efter kostnader, jämförs med nettoavkastningen för medianfonden inom onoterade investeringar. Eftersom Sjätte AP-fondens resultat redovisas i svenska kronor konverteras även datan för avkastningsmålet till SEK. Det innebär att måttet påverkas fullt ut av valutaeffekter, samtidigt som fondens tillgångar enligt lag måste valutasäkras till 90%.

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

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

Under den senaste femårsperioden har Sjätte AP-fonden haft en genomsnittlig årlig nominell avkastning på 13,1%, vilket överträffar avkastningsmålet på 6,8%. Avkastningen från själva investeringsverksamheten, exklusive effekter från valutasäkring och likviditetshantering, uppgick till 18,6% i genomsnitt per år under samma period. Därmed har fonden tydligt överträffat sitt långsiktiga avkastningsmål.

Även om målet är definierat på en femårsperiod kan jämförelser göras över både kortare och längre tidsserier. Vid längre tidsserier påverkas dock resultaten delvis av innehav från tidigare strategier, framförallt för perioder före 2012. Sett till 2025 har fonden haft en nominell avkastning på 8,3%, medan avkastningen från investeringsverksamheten uppgick till 2,4%. Även detta överträffar jämförelseindexet som för 2025 var -2,0%, det vill säga negativt. Skillnaden mellan nominell avkastning och investeringsverksamheten härleds främst till valutasäkringen. Då Sjätte AP-fonden har strikta krav kring valutasäkring och likviditet så analyseras avkastningen inom investeringsverksamheten separat, det vill säga exklusive effekterna av valutasäkring och likviditetsförvaltning. Detta görs internt för att ge en mer exakt bild av fondens prestation inom olika investeringssegment.

Sjätte AP-fondens årliga nominella avkastning 1997-2025 och avkastningsmål

	2025	2021-2025	2016-2025	1997-2025
Nominell avkastning	8,3%	13,1%	12,2%	7,4%
Avkastning från investeringsverksamhet	2,4%	18,6%	17,2%	10,4%
Avkastningsmål	-2,0%	6,8%	7,2%	N/A
Inkomstindex	5,7%	3,8%	3,3%	3,0%

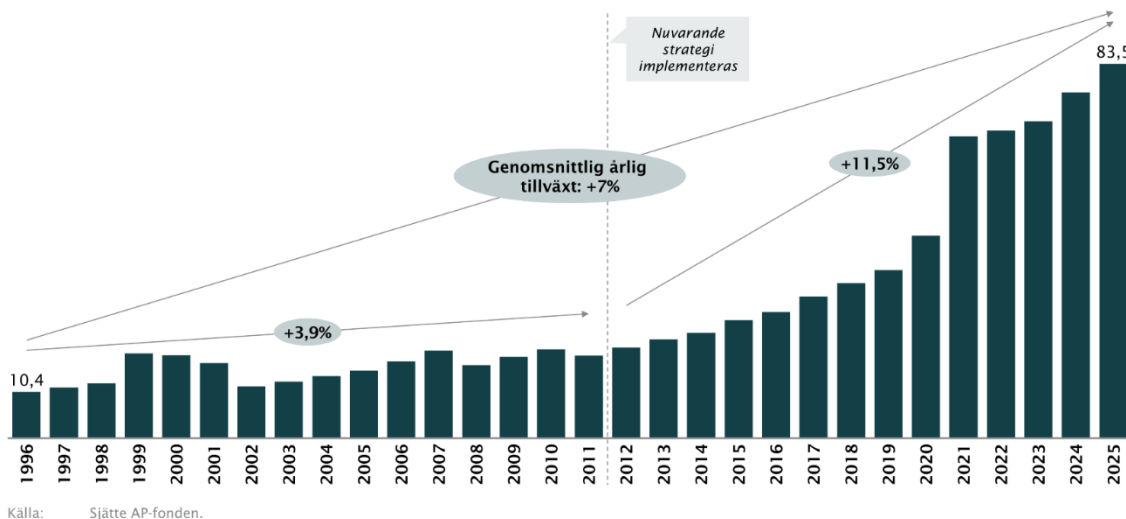
Källa: Sjätte AP-fonden.

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

Figur 71: Sjätte AP-fondens avkastning 1997-2025 och avkastningsmål

Tack vare den starka avkastningen under det senaste decenniet och den strategiska omställning som inleddes 2012, med fokus på en kombination av fondutfästelser och sidoinvesteringar i stället för privata direktinvesteringar i onoterade bolag, har fondkapitalet ökat avsevärt över tid. Detta är en markant kontrast mot fondens tidiga år, då avkastningen var betydligt lägre, vilket illustreras i Figur 72 nedan.

Sjätte AP-fondens tillväxt i fondkapital 1996-2025, mdrSEK



Figur 72: Sjätte AP-fondens tillväxt i fondkapital, 1996-2025

9.2.2 Avkastning per tillgångsslag

Det totala avkastningsbidraget under 2025 uppgick till 6,4 miljarder kronor efter kostnader, motsvarande 8,3% avkastning.

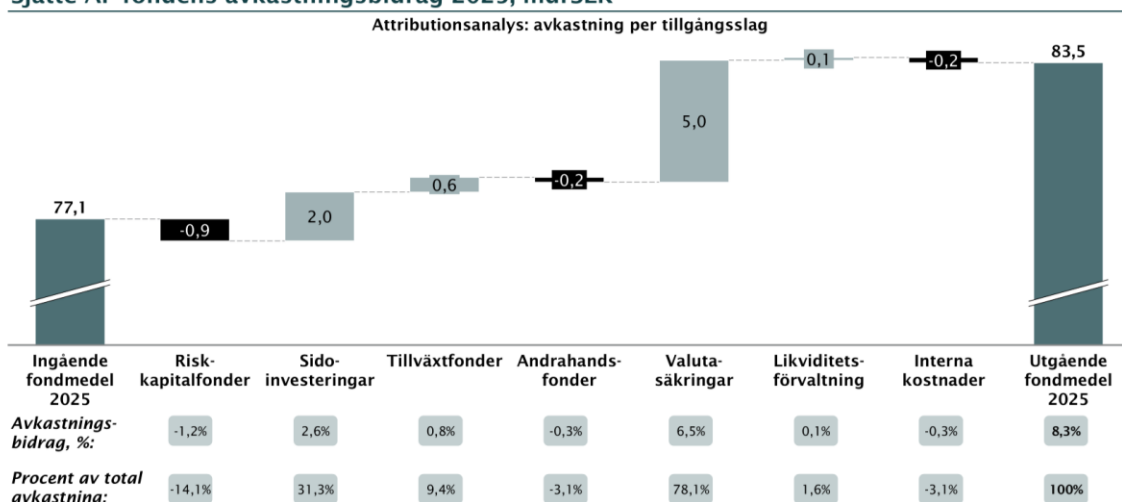
Avkastningen var främst driven av valutasäkringar som hade ett avkastningsbidrag om 6,5% och stod för hela 78,1% av den totala avkastningen. Denna valutaeffekt var motsatt under 2024 med en negativ avkastning om -5,4% eller -3,8 miljarder kronor. Valutasäkringarna är lagbundna för Sjätte AP-fonden

och avkastningen beror på att den svenska kronan stärktes mot flera av de större valutorna, särskilt den amerikanska dollarn, och euron. Sjätte AP-fonden redovisar avkastningen per tillgång inklusive valutaeffekten och har valutasäkring som en separat post.

Även sidoinvesteringar hade ett positivt bidrag om 2,6% och representerade 31,3% av avkastningen. Tillväxtsegmentet bidrog marginellt positivt med 0,8% i avkastningsbidrag.

Sjätte AP-fonden måste enligt lag valutasäkra 90% av sitt kapital. Det innebär att fonden endast påverkas marginellt av den negativa effekt som en starkt krona har på värdet av utländska investeringar. Till skillnad från fonder utan lika strikta krav på valutasäkring, som under 2025 påverkades negativt när kronförstärkningen sänkte värdet på deras utländska innehav, får Sjätte AP-fonden i stället ett skydd mot valutafluktuationer genom säkringen. Detta har resulterat i ett positivt bidrag till den totala avkastningen under 2025.

Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag 2025, mdrSEK



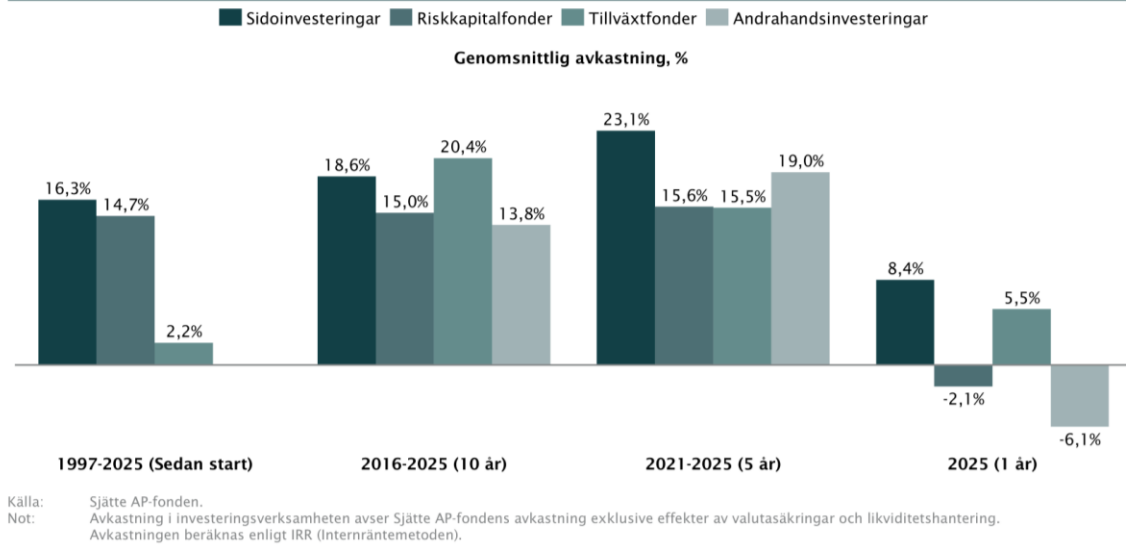
Källa: Sjätte AP-fonden.

Figur 73: Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag 2025 i alla tillgångsklasser

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet och sysselsatta kapital, det vill säga avkastningen exklusive effekter från valutasäkringar och likviditetshantering, är det mått fonden i praktiken kan påverka och som ger en mer rättvisande bild av den underliggande avkastningen. Sett enbart till investeringsverksamheten har sidoinvesteringar genererat högst avkastning (baserat på internräntemetod) under den senaste femårsperioden (23,1%), följt av andrahandsinvesteringar (19,0%), och riskkapitalfonder (15,6%).

Sammantaget har investeringsverksamheten uppvisat en hög avkastning över tid, vilket illustreras i Figur 74 nedan. Under 2025 skiljde sig dock avkastningen markant mellan tillgångsslagen, från 8,4% för sidoinvesteringar till -6,1% för andrahandsinvesteringar. Detta kan delvis förklaras varierande valutaexponering mellan tillgångsslagen tillsammans med stora valutarörelser under året. I ett fem- och tio-årsperspektiv understiger 2025 års avkastning samtliga tillgångsslags historiska utveckling. Jämförelseperioden inkluderar dock 2021, som var ett historiskt starkt år för illikvida tillgångar. Därefter har marknaden varit svagare, med lägre transaktionsaktivitet än normalt och därmed färre nyinvesteringar, längre fondresningscykler och mindre utbetalat kapital från riskkapitalfonderna.

Sjätte AP-fondens årliga avkastning i investeringsverksamheten 1997-2025

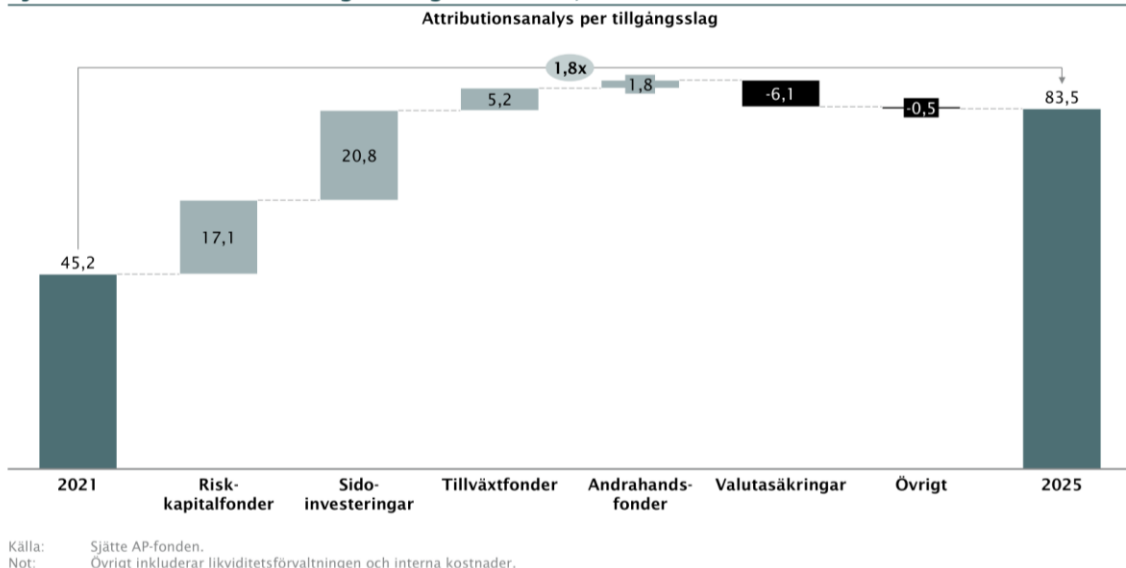


Figur 74: Sjätte AP-fondens årliga avkastning i investeringsverksamheten

Sedan 2021 har fonden haft en avkastning efter kostnader som genererat en multipelavkastning på 1,8x (cirka 185%), se Figur 75 nedan. Tillväxten är starkt drivet av sidoinvesteringar och riskkapitalfonder som enskilt genererade ett avkastningsbidrag på 20,8 miljarder kronor respektive 17,1 miljarder kronor. Därtill har tillväxtfonder och andrahandsinvesteringar enskilt bidragit med 5,2 miljarder kronor respektive 1,8 miljarder kronor. Valutasäkringar ger en negativ resultateffekt om -6,1 miljarder kronor under perioden.

Valutasäkringens effekt har de senaste åren varit negativ för fonden, men i ett längre tidsperspektiv sticker 2025 ut då valutasäkringarna gav ett materiellt positivt bidrag. Kronans långsiktiga trend av försvagning har inneburit att valutasäkringarna successivt har reducerat fondens avkastning. Detta tydliggör den strukturella utmaning som fondens valutasäkringskrav innebär.

Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag 2021-2025, mdrSEK



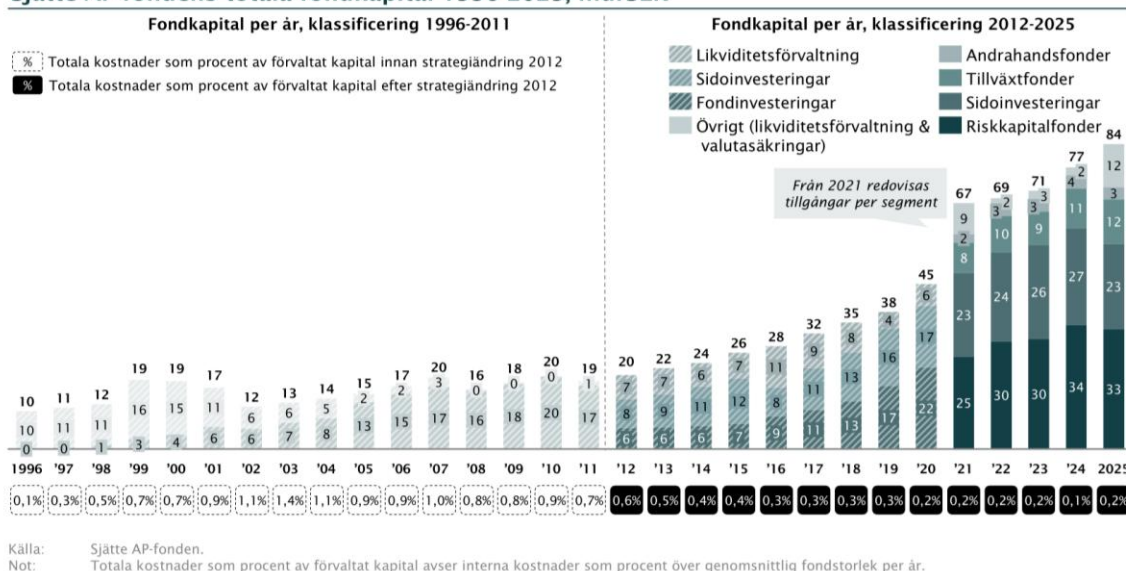
Figur 75: Sjätte AP-fondens avkastningsbidrag, 2021-2025

9.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

Under 2025 bestod Sjötte AP-fondens portfölj av 39% (32,8 miljarder kronor) riskkapitalfonder, 28% (23,2 miljarder kronor) sidoinvesteringar, 15% (12,2 miljarder kronor) tillväxtinvesteringar, 4% (3,3 miljarder kronor) andrahandsinvesteringar och 14% (11,9 miljarder kronor) övriga tillgångar. Målet om 10% långsiktig likviditet uppnåddes med 14% vid utgången av 2025. Detta var delvis drivet av den kommande tillgångsflytten till Andra AP-fonden, då Sjötte AP-fonden inte ville utöka det utfästa kapitalet eller allokera mer kapital än det som redan var utfäst.

Portföljen och tillgångsallokeringen förblir tydligt viktad mot sidoinvesteringar och riskkapitalfonder som tillsammans utgjorde 56 miljarder kronor (67%) av det totalt 83,5 miljarder kronor under förvaltning i slutet av 2025. Den höga andelen förklaras av den generellt sett lägre riskprofilen hos de underliggande bolagen i dessa fonder. Detta avspeglar fondens strategiska inriktning, aktiva förvaltningsarbete och uppdrag att generera långsiktigt hög avkastning med en tillfredsställande riskspridning.

Sjötte AP-fondens totala fondkapital 1996-2025, mdrSEK

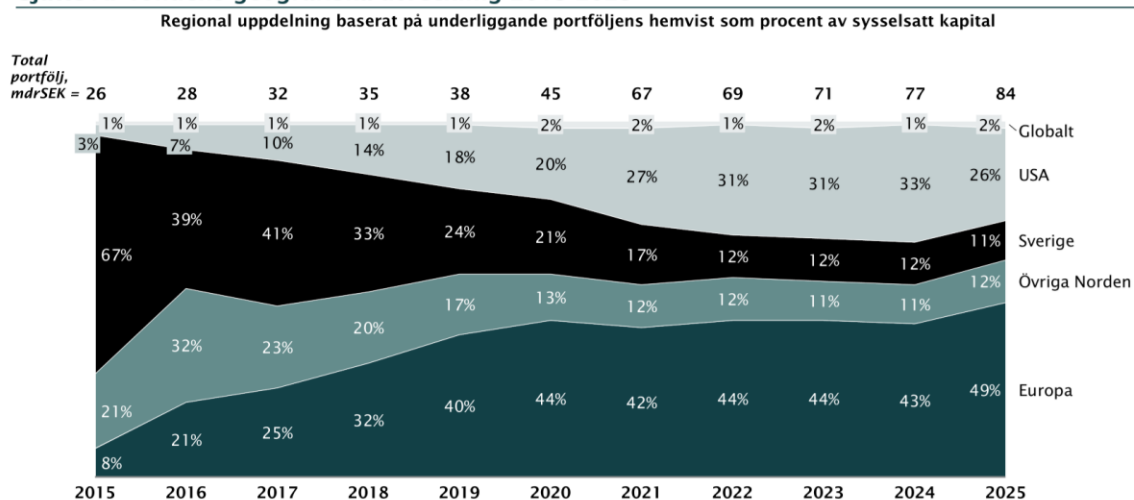


Figur 76: Sjötte AP-fondens totala fondkapital, 1996-2025

Sjötte AP-fondens geografiska tillgångsallokering har förändrats avsevärt mellan 2015 och 2025 (se Figur 77 nedan). Andelen kapital investerat i företag med svensk hemvist har minskat från 67% år 2015 till endast 11% år 2025.²¹ Samtidigt har exponeringen mot USA och Europa ökat markant. Denna förändring innebär att en betydligt större del av portföljen kräver valutasäkring. Från 2024 till 2025 har allokeringen delvis förflyttas från USA till Europa, men annars inga större geografiska skillnader skett.

²¹ Notera att även om den relativa andelen i Sverige har minskat så har den, räknat i absoluta tal, ökat under den korreponderade perioden

Sjätte AP-fondens geografiska utveckling 2015-2025



Källa: Sjätte AP-fonden.

Figur 77: Sjätte AP-fondens geografiska utveckling, 2015-2025

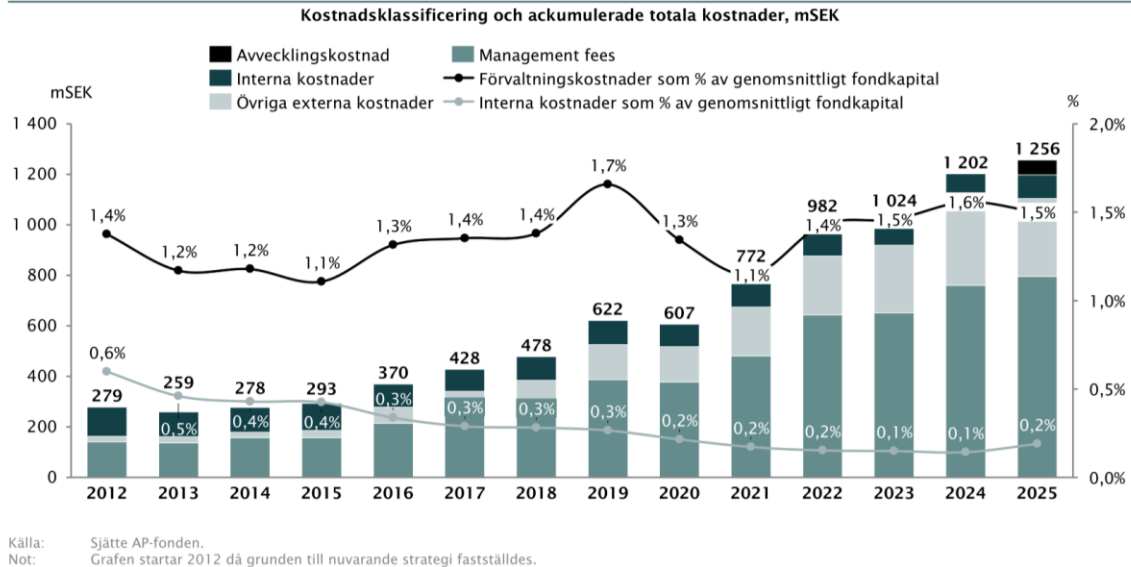
9.2.4 Förvaltningskostnader

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

Fonden har tre huvudsakliga kostnadsposter:

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

Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader 2012-2025, mSEK



Figur 78: Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader, 2012-2025

Sjätte AP-fondens totala förvaltningskostnader har ökat i takt med att portföljen har vuxit under den senaste tioårsperioden och uppgick till 1 256 miljoner kronor under 2025. Ökningen under året har drivits av kostnader kopplat till fondens kommande avvecklingen och kapitalflytten till Andra AP-fonden. Kostnaderna för detta uppgår till 59 miljoner kronor, varav cirka 42 miljoner kronor kan hänföras till personal och förberedande arbete inför avvecklingen, och resterande 17 miljoner kronor till kostnader relaterade till uppsagda avtal.

Trots ökning av förvaltningskostnaderna har de i relation till fondens kapital varit relativt stabila, med endast mindre fluktuationer över tid. Under 2025 motsvarade förvaltningskostnaderna 1,5% av det totala förvaltade kapitalet, en marginell minskning jämfört med 2024. Minskningen kan hänföras till minskad personalstyrka och samt ökad likviditet som inte beläggs med management fees.

Sjätte AP-fondens kostnader är delvis kopplade till den avkastning som genereras av riskkapitalfonderna genom prestationsbaserade avgifter (eng: carry). Detta innebär att högre avkastning medför högre kostnader för fonden. Fluktuationer i kostnadsnivån är därmed naturliga och utgör till viss del en direkt konsekvens av årets avkastningsutfall.

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

9.3 Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

9.3.1 Principer och strategier för hållbarhetsarbetet

Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete syftar både till att skydda och skapa långsiktigt värde i portföljen samt att uppfylla externa krav och förväntningar. Inom det onoterade tillgångsslaget är hållbarhetsrelaterade risker särskilt viktiga att hantera, då onoterade aktiers långsiktiga och illikvida

karaktär gör att avyttringsmöjligheter är begränsade. Dessutom kan det koncentrerade ägandet innebära att fonden hamnar i fokus vid hållbarhetsrelaterade incidenter.

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

Fondens hållbarhetsarbete bygger på en helhetssyn inom ESG och vägleds av en årlig väsentlighetsanalys, som identifierar områden som kräver särskilt fokus. För 2025 var områden som bedömdes väsentliga i stort samma som tidigare år. Investeringsorganisationen ansvarar för att integrera hållbarhet i det operativa arbetet med att utvärdera och följa upp investeringar, medan hållbarhetsfunktionen tillhandahåller expertis och utvecklar metoder och verktyg för detta.

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

Sjätte AP-fondens hållbarhetsarbete vilar på två centrala principer:

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

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

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

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

9.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Sjätte AP-fonden fortsatt sitt hållbarhetsarbete i linje med tidigare fastställda arbetssätt och principer, med beaktande att det är fondens sista verksamhetsår.

- **Fortsatt arbete med hållbarhet trots avveckling:** Fonden har inte genomfört några förändringar i arbetssätt avseende hållbarhet, utan har fortsatt att bedriva hållbarhetsarbetet i enlighet med tidigare år.
- **Deltagande i branschorganisationer:** Fonden har varit aktiv i branschorganisationer under året med tyngdpunkt i kunskapsutbyte och utvecklingsarbete.
- **Fokus på kärnprocesser inom investering och förvaltning:** Arbetet med ESG-integrering har i huvudsak varit oförändrat jämfört med perioden 2023–2024 och har främst inriktats på hållbarhetsutvärderingar inför investeringar samt löpande uppföljning av befintliga innehav.
- **Avslut av branschsamarbeten och initiativ:** Tidigare påbörjade bransch- och samverkansinitiativ har slutförts under året. Därefter har fonden lämnat externa initiativ.

Samverkan med övriga AP-fonder har i huvudsak varit vilande, med undantag för arbete kopplat till flytten av tillgångar och förpliktelser.

9.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

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

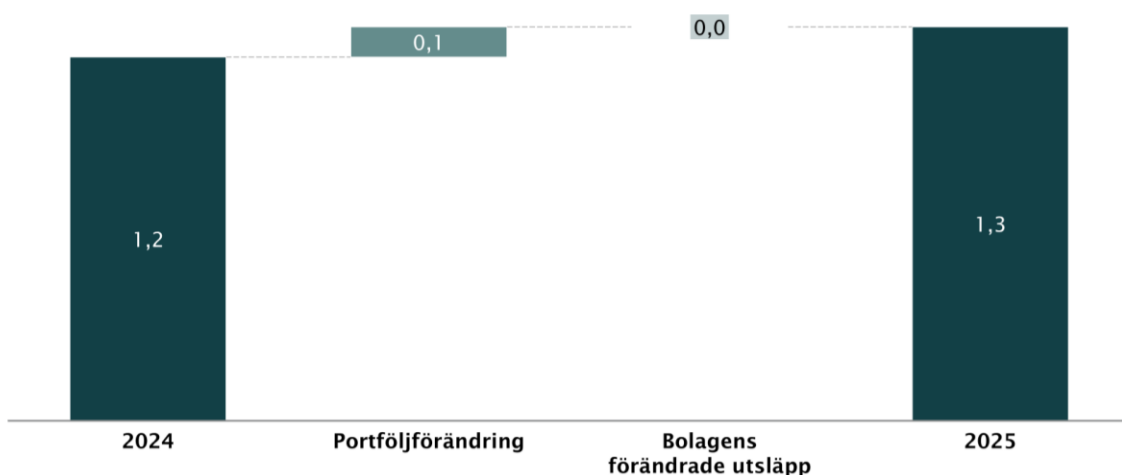
Under de senaste åren har fonden dessutom noterat ett växande engagemang bland portföljens förvaltare för investeringar med specifika hållbarhetsteman, vilket signalerar en ökad medvetenhet och vilja att integrera hållbarhet i investeringsbesluten.

9.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Sjötte AP-fondens innehav (Scope 1 och 2) uppgick till 41 tusen tCO₂e under 2025. Detta är en minskning med 1 tusen tCO₂e jämfört med 2024 då de totala utsläppen uppgick 42 tusen tCO₂e.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, ett mått på fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, uppgick till 1,3 tCO₂e per miljoner kronor, en ökning med 0,1 tCO₂e jämfört med föregående år, vilket illustreras i Figur 79. Ökningen drevs av förändringar i portföljallokeringen.

Sjötte AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025, tCO₂e per miljoner kronor



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

Figur 79: Sjötte AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025

9.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Sjätte AP-fondens målsättningar utvärderas inom ramen för riskkapital-specifika ramverk, vilket säkerställer en måluppföljning med tydligt branschfokus. Fondens hållbarhetsmål är oförändrade från 2024. Samtliga mål är kvantifierade resultatmål (till exempel uppnå en specifik nivå av utsläppsminskning). Målen har tidsbestämda gränsvärden för kort-, medellång- och lång sikt.

Mot bakgrund till att 2025 är fondens sista verksamhetsmål har vissa mål inte följts upp under året. Detta inkluderar mål tio om förvaltares hantering av mänskliga rättigheter, samt mål sju om koldioxidutsläpp. Fonden uppnådde dock delmål för mål sju redan under föregående år.

En sammanställning av fondens målsättningar och uppfyllelse presenteras i Figur 80 och 81 nedan.

Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)



● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
ESG-integrering							
1	Positiv trend i årlig ESG-utvärdering i förändring av betygsättning bland förvaltare	Förändring av betygsättning bland förvaltare	+4 % i hela portföljen + 3 % i befintliga innehav	+2 % i hela portföljen + 1 % i befintliga innehav	+1 % i hela portföljen (med ett totalt resultat om 85%) +3% i befintliga innehav	+4% i hela portföljen (med ett totalt resultat om 89%) +1% i befintliga innehav	+1% i hela portföljen +1% i befintliga innehav
2	Förvaltare motsvarande 100% av investerat kapital ska ha en ESG-policy/policy för ansvarsfulla investeringar	Andel av investerat kapital	100%	100%	100%	100%	100%
3	100 % av signifikanta minoritets-investeringar ska ha en handlingsplan för hållbarhet	Andel innehav	n/a	100%	100%	100%	100%
Transparens							
4	Förvaltare motsvarande 100% av investerat kapital ska hållbarhetsrapportera enligt relevant ramverk (t. ex., GRI eller PRI) till 2025	Andel av investerat kapital	71% ¹⁾	78%	84%	86%	85%
5	Förvaltare motsvarande 65% av investerat kapital ska redovisa ESG-KPI:er på portföljbolagsnivå enligt relevant standard eller rapporteringsinitiativ till 2025	Andel av investerat kapital	n/a	63%	75%	74%	76%

Källa: Sjätte AP-fonden.

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

Figur 80: Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad 2021-2025 (I/II)

Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

AP6

● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
Klimat							
6	Förvaltare motsvarande 65% av investerat kapital har satt eller förbundit sig att sätta klimatmål i linje med Parisavtalet till 2025	Andel av investerat kapital	n/a	47%	59%	69%	67%
	2040: 100%						
7	Innehav motsvarande 65% av förvaltat kapital ska redovisa växthusgasutsläpp till 2025 (2030: 100%)	Andel av investerat kapital	n/a	52%	70%	75%	E/T ²⁾
Jämställdhet och mångfald							
8	Jämställd fördelning mellan kvinnor och män i förvaltarens partnergrupp och investeringsteam ¹⁾	Andel av den underrepresenterade gruppen	Invest.team: 27%	Invest.team: 27%	Invest.team: 29%	Invest.team: 29%	Invest.team: 28%
	2025: Invest.team 2030: Partnernivå		Partnernivå: 12%	Partnernivå: 14%	Partnernivå: 17%	Partnernivå: 17%	Partnernivå: 16%
9	10% ökning mot föregående år av representationen av den underrepresenterade gruppen	Förändring i procent mot fjolår	Invest.team: 8%	Invest.team: 0%	Invest.team: 7%	Invest.team: 0%	Invest.team: -1%
			Partnernivå: 20%	Partnernivå: 17%	Partnernivå: 10%	Partnernivå: 0%	Partnernivå: -5%
Mänskliga rättigheter							
10	Positiv trend i årlig utvärdering av mänskliga rättigheter	Förändring av betyg-sättning bland förvaltare	n/a	n/a	n/a	+1% i hela portföljen (med ett totalt resultat om 39%)	E/T ²⁾
						+3% i befintliga innehav	E/T ²⁾
Källa: Sjätte AP-fonden.							
Not:			1) Fördelning i procent och definierat som minst 40% representation av den underrepresenterade gruppen.				
			2) Följs ej upp med hänsyn till att verksamheten upphör vid utgången av 2025				

Figur 81: Sjätte AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad 2021-2025 (II/II)

9.4 Slutsatser och bedömningar

9.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllnad

Sjätte AP-fondens kapitalförvaltning bedöms vara effektivt utformad. Fondens avkastning har överträffat fondens avkastningsmål över den senaste femårsperioden (13,1% mot 6,8%) samt tioårsperioden (12,2% mot 7,2%). Under 2025 avkastade Sjätte AP-fonden 8,3% vilket också är högre än avkastningsmålet om -2,0%.

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

Årets avkastning drevs huvudsakligen av valutasäkringar som bidrog med 78% av den totala avkastningen i absoluta tal då den svenska kronan stärktes under året mot flera internationella valutor. Sjätte AP-fonden är enligt lag begränsad till en maximal öppen valutaexponering om 10%, vilket är den striktaste begränsningen bland samtliga buffertfonder.

Arkwright har inte mottagit all efterfrågade hållbarhetsdata vilket också gjort att hållbarhetsmålen sju och tio inte följdes upp under 2025 vilket i sin tur leder till ett mindre omfattande beslutsunderlag. Arkwright bedömer dock att underlaget är tillräckligt för utvärderingen av fonden.

År 2025 markerar Sjätte AP-fondens sista verksamhetsår och därmed avslutningen på lång period i det svenska pensionssystemets tjänst. Sedan starten har fonden etablerat sig som en skicklig och välrenommerad investerare inom onoterade tillgångar. Under denna period har fonden spelat en roll i att stärka buffertkapitalet och bidra till pensionssystemets finansiella stabilitet.

9.4.2 Arkwrights samlade bedömning

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

10. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden – Premiepensionens förval

I följande avsnitt presenteras en grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fondens fondförvaltning. Utvärderingen omfattar fondens organisation, målsättning, investeringsfilosofi, centrala händelser under 2025, avkastning, tillgångsallokering, illikvida tillgångar, intern och extern förvaltning och förvaltningskostnader. Vidare följer en jämförelse med globala aktiefonder samt diskussion kring generationsfondsmodellen följt av en genomgång av fondens hållbarhetsarbete och måluppfyllelse.

10.1 Sjunde AP-fondens avkastningsmål, förvaltningsmodell och centrala händelser 2025

Sjunde AP-fonden huvudsakliga uppdrag är att vara förvaltare av det statliga förvalsalternativet inom premiepensionssystemet och skiljer sig helt från buffertfonderna genom att den inte är en del av inkomstpensionssystemet. Premiepensionen är helt fonderad, vilket innebär att avsätta medel investeras direkt i fonder för att generera avkastning, till skillnad från inkomstpensionen som är ett repartitionssystem med buffertfonder för att hantera demografiska obalanser.

Premiepensionen är en del av den allmänna pensionen och således i grunden en socialförsäkring vars syfte är att garantera ekonomisk trygghet under ålderdomen. Systemet möjliggör för sparare att påverka storleken på sin framtida pension genom egna fondval på premiepensionens fondtorg²², vilket bidrar till högre avkastning via investeringar på kapitalmarknaden och riskspridning inom den allmänna pensionen (Prop. 2021/22:179 avsnitt 4). Premiepensionssystemet har som mål att erbjuda ett pensionssparande av hög kvalitet som ger en trygg pension, där utbetalningarna bör vara allt mer förutsägbara och stabila, med beaktande av återstående utbetalningstid, samt en avkastning som är tydligt högre än förändringen av inkomstindex, men utan garantier för avkastningen (SFB 64 kap 2 § och 2 a §). Eftersom individuella behov, riskpreferenser och ekonomiska förutsättningar varierar, krävs en flexibel pensionslösning där spararna kan anpassa sina investeringar efter egna förutsättningar.

Av de 18,5% från den pensionsgrundande inkomsten som årligen avsätts till den allmänna pensionen går 2,5% till premiepensionen, där spararen själv kan välja fonder, medan resterande 16,0% går till inkomstpensionen.

Fondens huvudsakliga produkt, AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltning), är det statliga förvalsalternativet i premiepensionssystemet och den fondlösning där den enskilde spararens kapital placeras automatiskt om inget aktivt val görs. Pensionsmedlen fonden förvaltar kommer därmed från sparare som antingen avstått från att välja fonder, eller från dem som aktivt valt någon av Sjunde AP-fondens produkter. **AP7 Såfa** består av två byggstensfonder: **AP7 Aktiefond** och **AP7 Räntefond**. Utöver dessa finns tre ytterligare alternativ som kombinerar de två fonderna i olika proportioner.

AP7 Såfa följer en så kallad generationsmodell, vilket innebär att allokeringen mellan aktier och räntor justeras automatiskt beroende på spararens ålder. Fram till 55 års ålder består AP7 Såfa till 100% av AP7 Aktiefond. Därefter sker en successiv omfördelning (cirka 3–4% per år) från aktier till räntor. Vid

²² Marknadsplats där individer kan välja bland ett stort antal fonder för att placera en del av sin premiepension²³ Avkastningen för AP7 Såfa är kapitalviktad (enligt kapitalfördelning mellan aktie- och räntefond) per 31 december 2025. Denna avkastning motsvarar inte nödvändigtvis någon enskild individs verkliga avkastning.

75 års ålder stoppas omfördelningen av portföljen och är konstant livet ut bestående av en tredjedel AP7 Aktiefond och två tredjedelar AP7 Räntefond.

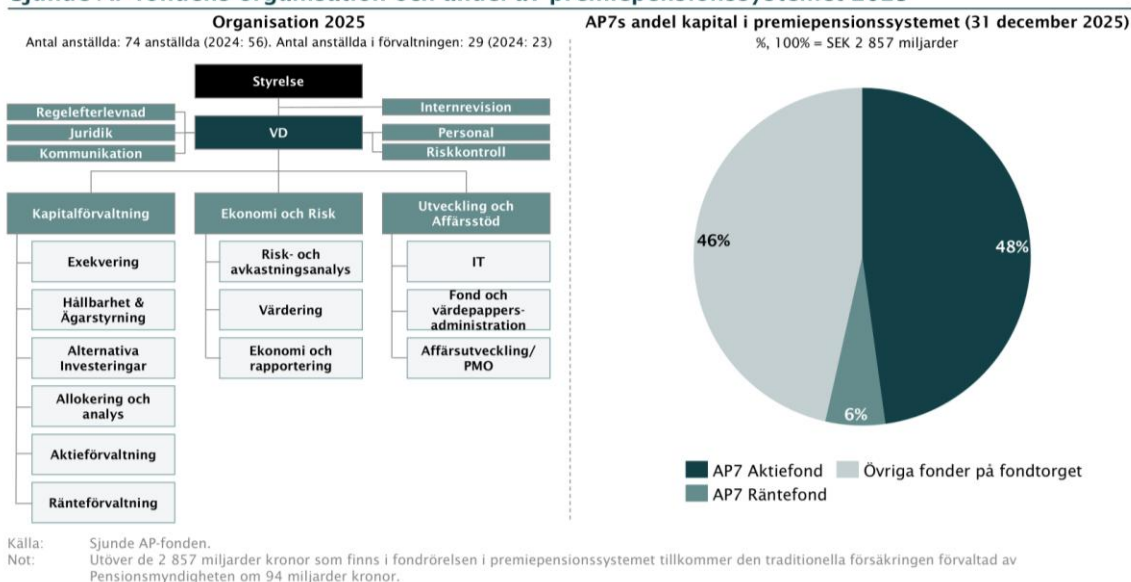
I AP7 Aktiefond kan Sjunde AP-fonden tillämpa hävstång på sin globala aktieportfölj, vilket innebär att fondens värdeutveckling förstärks i förhållande till utvecklingen på den underliggande marknaden. För närvarande uppgår hävstången till 15%, vilket innebär att om den underliggande marknaden avkastar 10%, kommer AP7 Aktiefond att avkasta 11,5%, subtraherat med kostnaden för finansieringen av hävstången. Detta innebär att om marknads värdeutveckling är negativ, kommer hävstången att förstärka nedgången i motsvarande grad. Hävstången fungerar även i viss mån som en valutasäkring i den mån den är finansierad de utländska valutor som portföljen är exponerad mot. Under 2025 var hävstången finansierad i amerikanska dollar.

Sjunde AP-fonden bestod 2025 av 74 (2024: 56) medarbetare, varav 29 (2024: 23) personer inom kapitalförvaltning. Den relativt stora ökningen i personal, särskilt inom kapitalförvaltningen, härleds till en ambition att öka andelen internt förvaltat kapital i både aktiefonden och räntefonden, samt nytt mandat inom alternativa investeringar. Kapital i illikvida tillgångar är också administrativt mer intensivt och manuellt vilket kräver mer resurser. Under året har mindre organisatoriska förändringar skett där exempelvis riskkontroll ligger direkt under VD.

Vid utgången av 2025 (31 december) uppgick det totala förvaltade kapitalet till 1 529,2 miljarder kronor, varav 1 366 miljarder kronor i AP7 aktiefond och 164 miljarder kronor i AP7 räntefond.

Det totala förvaltade kapitalet inom premiepensionssystemet, inkluderat fonderna på fondtorget och det förvaltade kapitalet inom Sjunde AP-fondens aktie- och räntefond, uppgick vid utgången 2025 till 2 857 miljarder kronor. Av det totala kapitalet stod AP7 aktiefond för 48% medan AP7 räntefond stod för 6% och övriga fonder på fondtorget stod för 46%.

Sjunde AP-fondens organisation och andel av premiepensionssystemet 2025



Figur 82: Sjunde AP-fondens organisation och andel av premiepensionssystemet 2025

Sjunde AP-fondens avkastningsmål

- AP7 Såfa har ett långsiktigt avkastningsmål för dem som under hela sparandeperioden är kvar i förvalet AP7 Såfa; ska överstiga avkastningen i inkomstpensionen med minst 2 procentenheter per år, i genomsnitt.

- AP7 Aktiefond har som mål att prestera bättre än MSCI ACWI SEK.
- AP7 Räntefond ska, vid den valda risknivån, sträva efter att uppnå en långsiktigt hög avkastning som minst motsvarar avkastningen för fondens referensportfölj.

Sjunde AP-fondens investeringsövertygelser

Sjunde AP-fondens investeringsfilosofi ersattes i april 2025 av sex investeringsövertygelser. Dessa komponenter är vägledande för att skapa en långsiktigt hög och hållbar avkastning, vilket bidrar till en trygg pension för framtida generationer.

Investeringsövertygelserna delas in i sex grundläggande komponenter:

1. **Långsiktigt risktagande utifrån spararnas förutsättningar är grunden för ett tryggt pensionssparande av hög kvalitet.** Den långa investeringshorisonten i premiepensionen och ett helhetsperspektiv på den allmänna pensionen möjliggör en stor exponering mot aktiemarknaden, vilket är en förutsättning för hög avkastning. I takt med att sparare närmar sig och inträder i utbetalningsfasen stabiliseras tillgångarna, genom ökat räntesparande.
2. **Diversifiering ger spararna ett mer effektivt risktagande och minskar effekten av negativa händelser.** Diversifiering av en tillgångsportfölj förbättrar det riskjusterade resultatet. Genom att investera i många olika tillgångar minskar spararnas exponering mot enskilda tillgångars marknadsrisk.
3. **Aktiv allokering och förvaltning bidrar till ett tryggt pensionssparande av hög kvalitet.** Den huvudsakliga källan till långsiktig avkastning är deltagande i ekonomisk tillväxt genom främst aktiemarknaden. För att säkerställa ett tryggt pensionssparande av hög kvalitet kan även aktiv allokering och förvaltning som tar hänsyn till en föränderlig omvärld och marknadsomständigheter bidra. För att möjliggöra detta krävs en kontinuerlig analys och marknadsnärvaro.
4. **Världens hållbarhetsutmaningar är både en risk och en möjlighet för långsiktiga investerare.** Olösta hållbarhetsproblem kan få stora negativa konsekvenser för samhälle och ekonomi på både global och lokal nivå. Genom aktiv ägarstyrning i kombination med aktiv förvaltning kan AP7 som kapitalägare bidra till lösningar som skapar reala effekter och minskar finansiella risker.
5. **Kostnader är en viktig faktor för avkastningen på pensionssparande.** Genom att tillvarata skalfördelar i förvaltningen kan kostnaderna per förvaltat krona hållas låga utan att göra avkall på kvaliteten. För långsiktigt sparande kan även små skillnader i kostnader få stora effekter.
6. **Goda resultat skapas av en välfungerande organisation som utvecklas.** En investeringsorganisation skapar värde genom att en mängd olika funktioner, processer och individer samverkar för att lösa uppdraget. Framgången bygger på att alla länkar i denna värdekedja är starka och utvecklas kontinuerligt.

10.1.1 Centrala händelser och förändringar under 2025

Under 2025 har Sjunde AP-fonden genomfört flera initiativ och förändringar för att stärka och utveckla sin verksamhet. Arbetet med att nå de strategiska målen för 2027 har fortsatt enligt plan under året.

- **Ny investeringsprocess för mer balanserad allokering:** Med utgångspunkt i styrelsens referensportfölj tas först en strategisk och därefter en taktisk portfölj fram. Arbetssättet bygger på en iterativ process med analys, beslut, implementering och uppföljning. Analysen baseras på sex komponenter: (1) avkastningsförväntningar, (2) riskkorrelationer, (3) alpha, (4) teman,

(5) strukturella risker och (6) beroenden. Processen omfattar en gemensam global analys med ett ökat individuellt förvaltaransvar.

- **Ökad intern förvaltning:** I takt med att det förvaltade kapitalet växer och en större andel förvaltas internt har fonden arbetat med att stärka organisationen. Genom ökad intern och mer senior kompetens kommer kostnadsbesparingar att kunna identifieras och realiseras. Intern förvaltning möjliggör även för fonden att snabbare anpassa portföljen till utvecklingen i omvärlden.
- **Modernisering av AP7 Räntefond:** Modernisering av räntefonden bedöms som nödvändig eftersom fonden växer kraftigt samtidigt som den svenska räntemarknaden är förhållandevis liten. Förändringen innebär utökade möjligheter till allokering i statsskuldsväxlar (SSVX), durationspositioner, utländska obligationer och valutaderivat i euro och amerikanska dollar, samt räntederivat och företagsobligationer i svenska kronor, euro och amerikanska dollar. Detta är en fortsättning på ett arbete som pågått sedan 2024 och som även omfattar förstärkta resurser i ränteförvaltningsgruppen.
- **Implementerat en ny delegationsordning:** Delegationsordningen har tydliggjorts för att bättre avspegla regleringar, skapa rätt beslutsstruktur och definiera styrelsens involvering mer explicit. Placeringsriktlinjerna har samtidigt korrigerats för att bli tydligare, enklare och mer stringenta.
- **Arbetat vidare med milstolpar för 2025:** En stor del av milstolparna för 2025, med utgångspunkt i de strategiska målen, har uppnåtts. Fondledningen har bedömt att det är väsentligt att beakta slutsatserna från utbetalningsutredningen innan eventuella strukturförändringar utförs i AP7 Såfas konstruktion. Därför har vissa leveranser pausats i avvaktan på att utredningen slutredovisas i augusti 2026.
- **Nytt mål för aktiefonden:** Tidigare placeringsriktlinjer angav MSCI AP7 ACWI (SEK) + 1 procentenhet som mål över en rullande femårsperiod. Det nya målet är att överprestera samma index och ha en maximal aktiv risk (eng: tracking error) gentemot, av styrelsen fastställd, referensportfölj om 3% per år.
- **Justerat investeringsövertygelserna:** Under året har fonden fastställt nya investeringsövertygelser vilka ersätter den tidigare investeringsfilosofin.
- **Ny utvecklingsprocess:** Under året har en mer agil utvecklingsprocess införts i verksamheten.
- **Utvecklat analysverktyg:** Under året har fonden utvecklat ett nytt analysverktyg för att bättre förstå spararnas situation och ställning i systemet. Fonden har också intensifierat arbetet med att analysera hur portföljen bör utformas i olika skeden i livet.

10.2 Sjunde AP-fondens portfölj och resultat 2001–2025

10.2.1 Avkastning och måluppfyllnad

Sjunde AP-fondens avkastningsmål, för dem som under hela sparandeperioden är kvar i förvalet AP7 Såfa, är att avkastningen ska överstiga avkastningen i inkomstpensionen med minst 2 procentenheter per år, i genomsnitt. Inkomstpensionen skrivs upp med inkomstindex vilket är den årliga genomsnittliga löneökningen i Sverige som även styr uppräknings i inkomstpensionen.

Under 2025 uppnådde AP7 Såfa²³ en totalavkastning på 4,2%. Avkastningen för enskilda år har inget avkastningsmål då målet är långsiktigt. På längre sikt överträffar AP7 Såfa avkastningsmålet med en

²³ Avkastningen för AP7 Såfa är kapitalviktad (enligt kapitalfördelning mellan aktie- och räntefond) per 31 december 2025. Denna avkastning motsvarar inte nödvändigtvis någon enskild individs verkliga avkastning.

årlig avkastning om 13,2% från 2021–2025, gentemot målavkastningen om 5,8%. Sedan fondens start 2010 har AP7 Såfa överträffat målavkastningen med 8,6 procentenheter.

AP7 Såfa består av två fonder med egna jämförelseindex. AP7 Aktiefond jämförs med det globala aktieindexet MSCI ACWI (SEK), där kronförstärkningen påverkade avkastningen negativt 2025 jämfört med samma index i amerikanska dollar. AP7 Räntefond utvärderas mot HMT74, ett ränteindex framtaget av Handelsbanken, som består av svenska statsobligationer och säkerställda obligationer med en genomsnittlig duration på tre år.

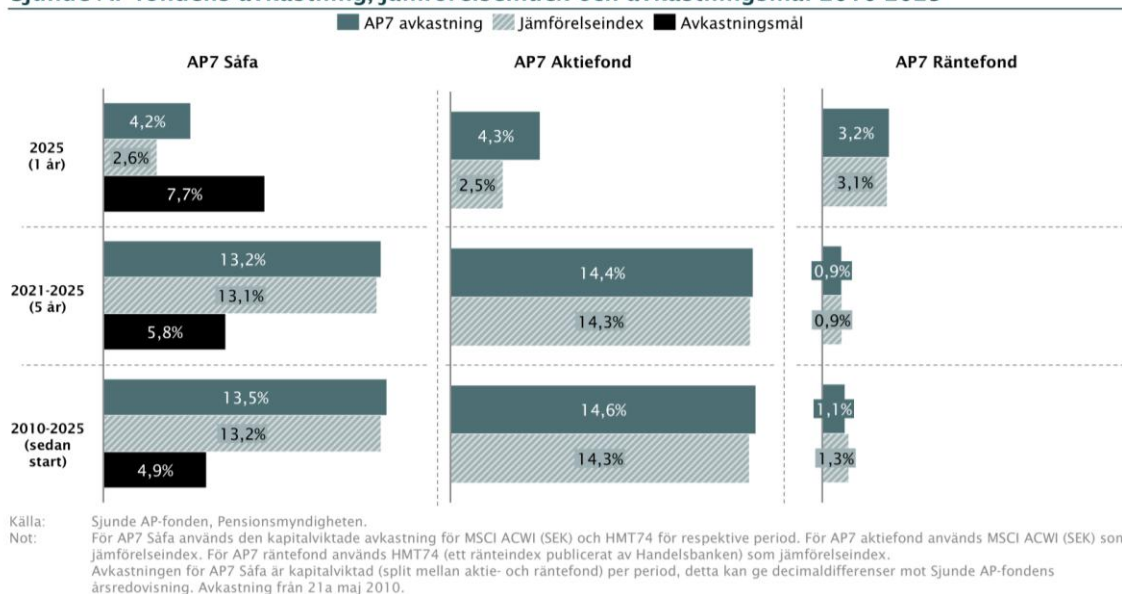
Avkastningen för AP7 Aktiefond under 2025 uppgick till 4,3% efter kostnader, vilket delvis avspeglas av en mycket stark utveckling på den globala aktiemarknaden samtidigt som den har påverkats negativt av att svenska kronan stärkts. Under 2025 överträffade fonden sitt jämförelseindex med 1,8 procentenheter (se Figur 83 nedan). Överavkastningen kan framför allt förklaras av Sjunde AP-fondens valutaexponering i hävstången som bidragit positivt främst till följd av en stärkt krona.

Valutaeffekterna under 2025 hade motsatt effekt på avkastningen jämfört med 2024, då det var en starkt positivt bidragande faktor. Detta beror främst på att svenska kronan stärktes med 19,5% under 2025 och försvagades med 8,7% under 2024 gentemot den amerikanska dollarn. Jämfört med den senaste femårsperioden är årets avkastning 10,1 procentenheter lägre än det årliga genomsnittet. På fem års sikt överträffar AP7 Aktiefond sitt jämförelseindex med en mindre marginal om 0,1 procentenheter.

Aktiefonden är en global aktiefond, vilket innebär att amerikanska teknikaktier, särskilt de som ingår i de så kallade "Magnificent Seven", utgör en stor del av portföljen. Vid utgången av året var de fem största aktieinnehaven för fonden Nvidia, Apple, Microsoft, Alphabet och Amazon, vilka samtliga en del av "Magnificent Seven". Tillsammans utgjorde dessa fem aktier 18% av det totala förvaltade kapitalet i AP7 Aktiefond.

AP7 Räntefond noterade en avkastning på 3,2% under 2025 vilket är en historiskt hög avkastning tillsammans med åren 2023 och 2024. Sett till den senaste femårsperioden är årets avkastning för AP7 Räntefond 2,3 procentenheter högre än det årliga genomsnittet. Sett sedan start av nuvarande fondprodukter år 2010 har samtliga, förutom räntefonden med mindre marginal, överträffat jämförelseindex.

Sjunde AP-fondens avkastning, jämförelseindex och avkastningsmål 2010-2025



Figur 83: Sjunde AP-fondens avkastning, jämförelseindex och avkastningsmål, 2010-2025

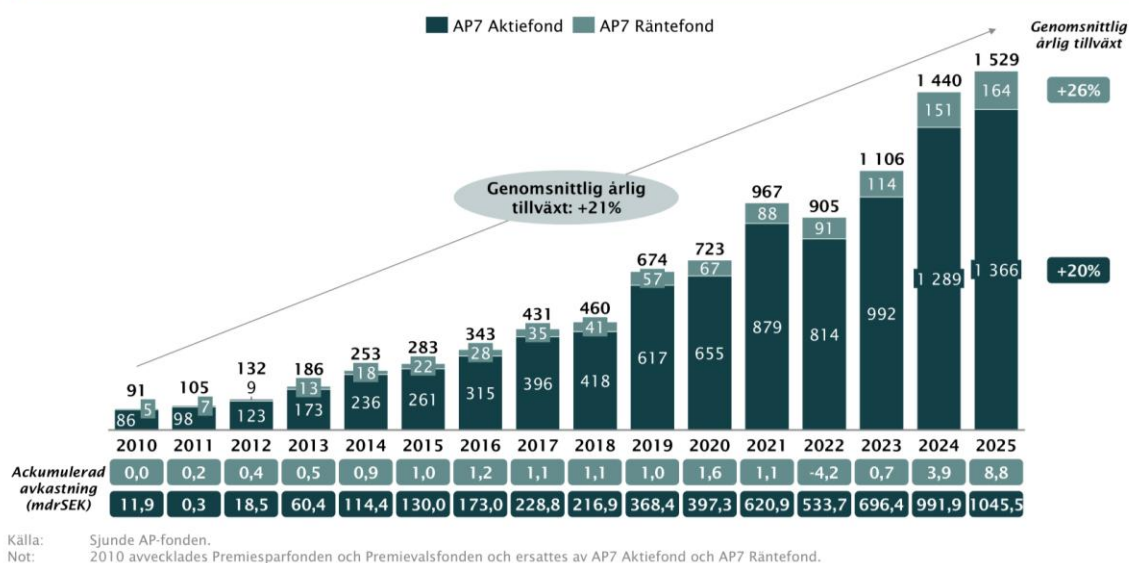
När respektive fonds avkastning viktas mot det förvaltade kapitalet inom AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, resulterar detta i en kapitalviktad aggregerad avkastning för AP7 Såfa på 4,2% för 2025, vilket är 1,6 procentenheter över jämförelseindex. Sett till de senaste fem åren är avkastningen 13,2%, 0,1 procentenheter över jämförelseindex. Avkastningen i AP7 Såfa bör inte betraktas som representativ för den faktiska avkastningen för enskilda sparare, eftersom tillgångsallokeringen varierar betydligt beroende på ålder. Den redovisade avkastningen är i stället beräknad utifrån en genomsnittlig och därmed teoretisk allokering.

Den kapitalviktade avkastningen för AP7 Såfa innebär att avkastningen framgent förväntas bli lägre, i takt med att ränteandelen ökar och att fler individer går in i avtrappningsfasen i den nuvarande generationsmodellen. Jämförelseindexet inkluderar en viktning mellan räntor och aktier, vilket ökar jämförbarheten med den faktiska avkastningen för perioden. Inkomstindexet saknar dock en sådan viktning, vilket gör det delvis trubbigt som bas för målsättningen på kort sikt.

Sedan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond etablerades 2010 har det förvaltade kapitalet vuxit avsevärt, se Figur 84 nedan. Från 91 miljarder kronor till 1 529 miljarder kronor 2025, med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 20,7%. För AP7 Aktiefond motsvarar detta en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 20,2% och för AP7 Räntefond en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 26,1%, drivet av både värdeökning och nettoflöden. Tillväxten av det totala kapitalet kan huvudsakligen hänföras till avkastning i AP7 aktiefond som under 2025 passerat en avkastning om mer än 1 000 miljarder kronor sedan 2010 då fonden skapades. Med ett förvalt kapital om 1 366 miljarder kronor i AP7 Aktiefond innebär detta att nettoflöden endast representerar 23% av det förvaltade kapitalet, och resterande 77% hänförs till avkastning och ränta-på-ränta effekten.

För räntefonden är det huvudsakligen nettoflöden som har drivit kapitalökningen eftersom den ackumulerade avkastningen sedan 2010 endast uppgår till 8,8 miljarder kronor, jämfört med ett förvalt kapital på 163 miljarder kronor.

Sjunde AP-fondens tillväxt i fondkapital 2010-2025, mdrSEK



Figur 84: Sjunde AP-fondens tillväxt i fondkapital, 2010-2025

10.2.2 Avkastning per värdeskapande komponent

Under 2025 uppgick AP7 Aktiefonds totala avkastning till 53,6 miljarder kronor, vilket motsvarar 4,3% efter kostnader.

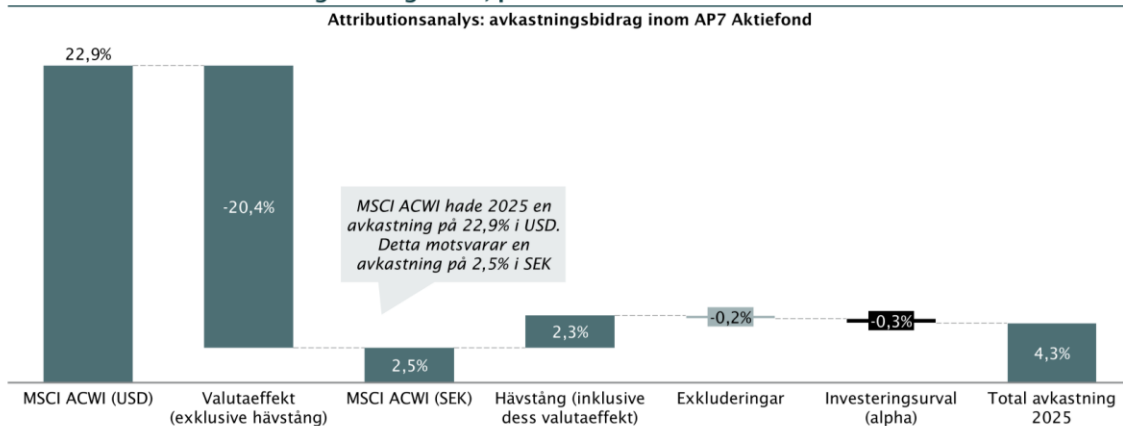
Sjunde AP-fonden har en hög exponering mot amerikanska aktier, som utgör cirka 64% av MSCI ACWI, och där särskilt bolagen i "Magnificent Seven" som representerar omkring 20% av indexet. Under 2024 stod dessa teknikbolag för 45% av avkastningsbidraget i AP7 Aktiefond. Dock, under 2025, uppgick motsvarande andel däremot till endast 5%. Trots en stark utveckling för teknikbolagen under 2025 kan den lägre andelen av avkastningsbidraget förklaras av valutaeffekter och hävstångens bidrag, vilket illustreras i Figur 85 nedan.

Som illustreras i Figur 85 hade MSCI ACWI 2025 en avkastning på 22,9% i USD och 2,5% i SEK, vilket påvisar den stora valutarörelsen under 2025. Den lägre avkastningen i SEK beror på att den svenska kronan har stärkts mot den amerikanska dollarn under året. När en valuta stärks i relation till en annan minskar värdet på investeringar denominerade i den andra valutan, vilket leder till en lägre avkastning när de omräknas till den starkare valutan. Denna utveckling var gynnsam för fonden under 2024, men har under 2025 minskat avkastningen trots att den globala aktiemarknaden i amerikanska dollar gått starkt. Om fonden hade haft en valutasäkring hade avkastningen under 2024 varit lägre, men högre under 2025.

Därutöver bidrog hävstången positivt och adderade ytterligare 2,3 procentenheter till avkastningen vilket nästan motsvarar hälften av avkastningsbidraget för AP7 Aktiefond. Hävstången förstärker fondens värdeutveckling i relation till den underliggande marknaden i både uppgång och nedgång, men har också en valutaexponering som under året hade ett positivt bidrag om 2,55 procentenheter. Detta innebär att hävstångens valutasäkrande effekt var större än den utökade exponeringen mot aktiemarknaden om 15%.

Fondens exkluderingar²⁴ hade ett negativt bidrag med -0,2 procentenheter för 2025, och investeringsurvalet hade ett bidrag om -0,3 procentenheter under samma period. Det var främst fondens investeringar i riskkapital (eng: private equity) i kombination med exkluderingar av försvarsbolag aktiva inom kärnvapen som bidrog negativt gentemot jämförelseindex.

AP7 Aktiefonds avkastningsbidrag 2025, procent



Källa: Sjunde AP-fonden, MSCI.

Figur 85: AP7 Aktiefond, avkastningsbidrag 2025

10.2.3 Portföljallokering och tillgångsslag

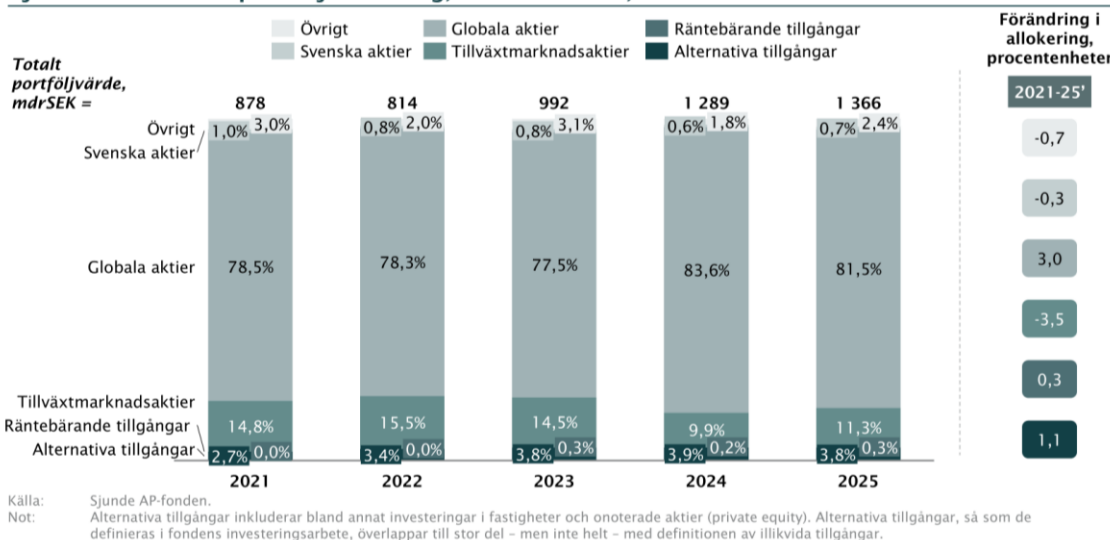
AP7 Aktiefond investerar globalt i aktier och alternativa tillgångar, och AP7 Räntefond placerar främst i svenska obligationer, men även i obligationer utgivna i euro och amerikanska dollar som alltid valutasäkras till svenska kronor.

AP7 Aktiefonds portfölj bestod 2025 av cirka 82% globala aktier, 11% tillväxtmarknadsaktier, 4% alternativa tillgångar, 2% övrigt, 0,7% svenska aktier och 0,3% räntebärande tillgångar (se Figur 86 nedan). Det är värt att notera att Sjunde AP-fondens aktieportfölj är fullt ut globalt diversifierad och kapitalviktad, utan någon övervikt mot den svenska marknaden (eng: home bias). Det innebär att fonden inte har en särskild exponering mot svenska aktier, utan i stället speglar den globala marknadsfördelningen.

I samband med lagändringarna som trädde i kraft 2023 har Sjunde AP-fonden också ökat sin exponering mot alternativa tillgångar, från 2,7% år 2021 till 3,8% av de totala förvaltade tillgångarna 2025.

²⁴ Detta inkluderar exkluderingar, övervikt/undervikt i tillväxtmarknader samt övriga mandat och avvikelser

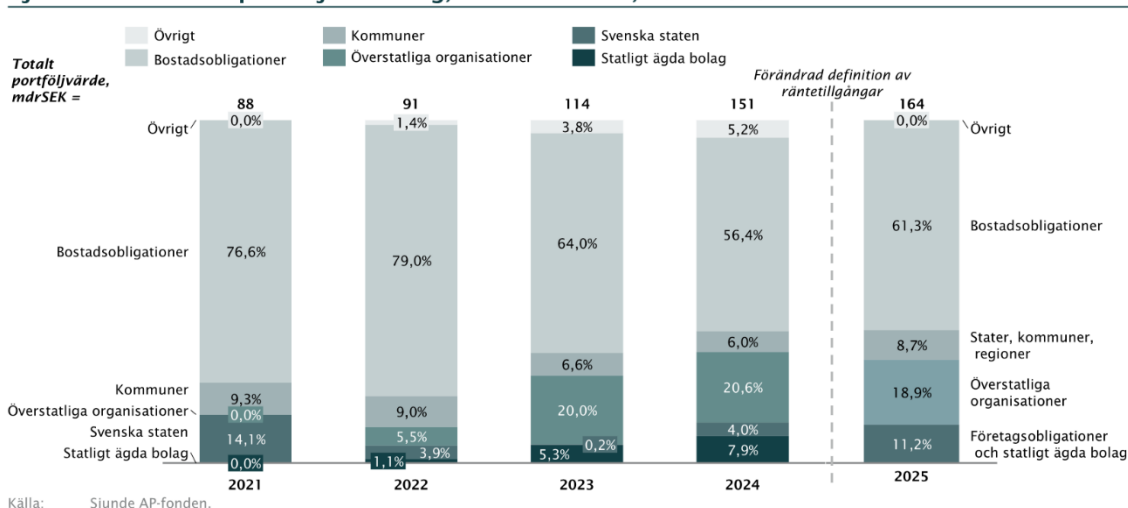
Sjunde AP-fondens portföljallokering, AP7 Aktiefond, 2021-2025



Figur 86: AP7 Aktiefond portföljallokering, 2021-2025

AP7 Räntefonds portfölj bestod 2025 av 61% bostadsobligationer, 19% överstatliga organisationer, 9% stater, kommuner och regioner, 11% företagsobligationer och statligt ägda bolag samt 0% övrigt, se Figur 87 nedan. Den nya definitionen minskar jämförbarheten med tidigare år, men är nödvändig inom ramen för moderniseringen av räntefonden och en bredare investeringsstrategi. Under 2025 utgjorde bostadsobligationer den största andelen av det förvaltade kapitalet och representerade mer än hälften av innehaven i AP7 Räntefond, vilket även var fallet 2024 enligt den tidigare definitionen. Överstatliga organisationer var den näst största tillgångsklassen och hade en allokering som också låg i linje med nivån vid utgången av 2024 enligt den tidigare definitionen. AP7 Räntefond har, på grund av dess stora förvaltade kapital, haft svårt att investera på den svenska räntemarknaden. Detta är en av anledningarna till fondens modernisering under 2025.

Sjunde AP-fondens portföljallokering, AP7 Räntefond, 2021-2025



Figur 87: AP7 Räntefond portföljallokering, 2021-2025

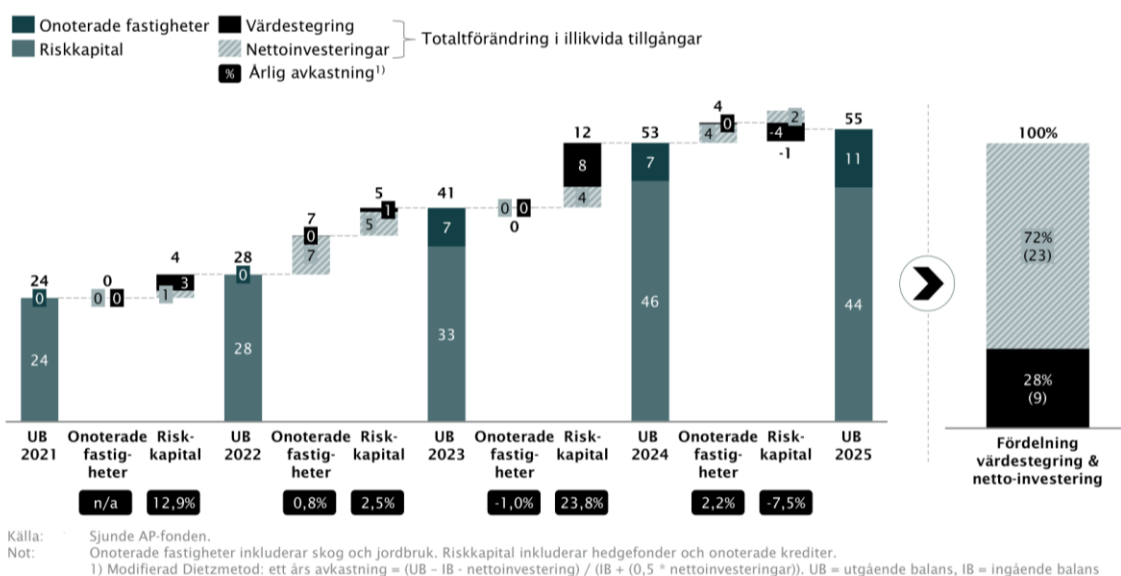
10.2.4 Illikvida tillgångar

I slutet av 2022 beslutade riksdagen om nya placeringsregler för Sjunde AP-fonden, vilka trädde i kraft 2023. Tidigare begränsades fondens investeringar i illikvida tillgångar av lagen om värdepappersfonder. Från och med 2023 har investeringsgränsen höjts till 20%, och fonden har nu möjlighet att investera i ett bredare spektrum av illikvida tillgångar, såsom fastigheter och infrastruktur. Sedan 2024 har bemanningen inom fonden ökat med 2 ytterligare personer för hantering av direktinvesteringar och onoterade fastigheter.

År 2025 utgjorde illikvida tillgångar 3,6% av Sjunde AP-fondens totala portfölj, motsvarande 55,5 miljarder kronor. Dessa tillgångar bestod av 80% riskkapital-fonder och 20% onoterade fastigheter. Sedan början av 2021 har tillgångarna mer än dubblats drivet av både värdeförändring av de underliggande tillgångarna och av nettoinvesteringar (investeringar subtraherat med avyttringar). Värdeförändringen för illikvida tillgångar var negativ under 2025 vilket var drivet av värdeminskningar i riskkapitaltillgångar om -3,5 miljarder kronor. Riskkapitalet i Sjunde AP-fonden är endast investerat genom fonder, alltså inte via exempelvis sidoinvesteringar (eng: co-investment).

Under 2025 uppgick nettoinvesteringarna i onoterade tillgångar till 3,6 miljarder kronor i onoterade fastigheter och 2,3 miljarder kronor i riskkapitalinvesteringar. Investeringstakten har delvis drivits av tidigare ingångna utfästelser, främst i form av åtaganden i fondstrukturer som successivt avropas när förvaltaren identifierar och genomför investeringar. Vid utgången av 2025 uppgick fondens totala utfästelser till 29,2 miljarder kronor, vilket är 5,5 miljarder kronor lägre än vid utgången av 2024.

Sjunde AP-fondens illikvida tillgångar, AP7 Aktiefond, 2021-2025, mdrSEK



Figur 88: Illikvida tillgångar i AP7 Aktiefond, 2021-2025

10.2.5 Intern och extern kapitalförvaltning

Sjunde AP-fonden förvaltar sitt kapital genom en kombination av intern och extern förvaltning, där majoriteten av kapitalet hanteras externt av ett begränsat antal noggrant utvalda förvaltare. Under 2025 har arbete påbörjats för en förflyttning mot mer intern förvaltning, särskilt gällande den passiva förvaltningen.

AP7 Räntefond förvaltas helt internt, medan en betydande del av AP7 Aktiefonds förvaltning sker externt, med en inriktning mot ökad intern förvaltning framöver. Samtidigt finns inslag i strategin som inte entydigt kan klassificeras som vare sig intern eller extern förvaltning. Ett exempel är fondens hävstångsexponering, som uppgår till cirka 15 procent av den totala exponeringen. Beslutet att använda hävstång fattas av styrelsen, men inte den praktiska implementeringen och valet av underliggande tillgångar som avgör den faktiska sammansättningen. Exponeringen etableras via derivatinstrument, såsom totalavkastningsswap (eng: total return swaps), där fonden inte äger de underliggande tillgångarna direkt utan erhåller avkastning baserat på deras utveckling, samtidigt som en finansieringsränta betalas på det nominella beloppet.

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

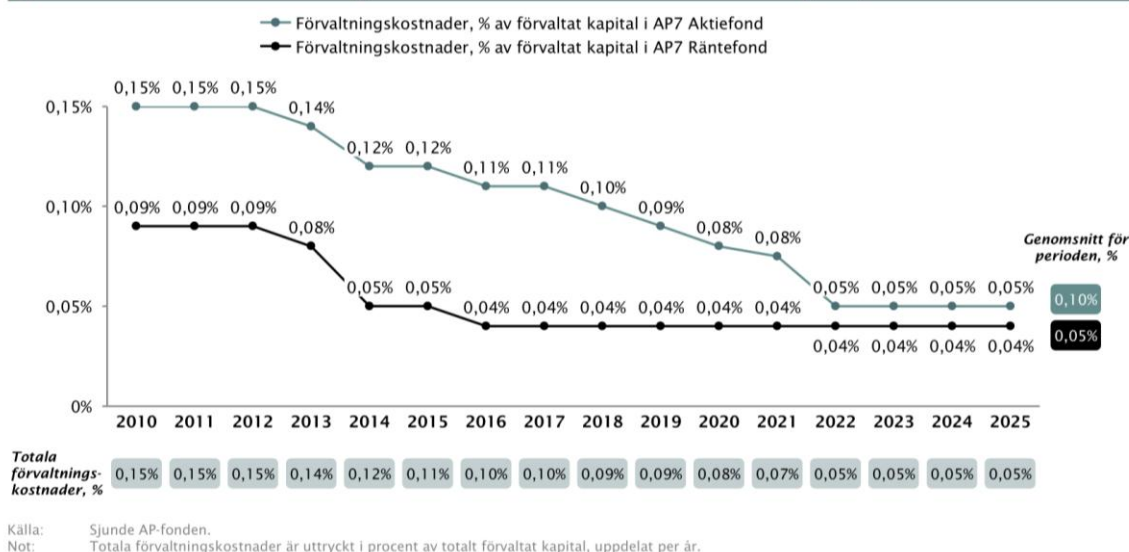
Därtill hanteras valutahanteringen inom fondens dagliga administration, medan investeringar i fastigheter och riskkapitalfonder, som utgör en mindre del av portföljen illustrerar hur fonden balanserar mellan interna strategier och externa partnerskap för att optimera sina investeringsmål.

10.2.6 Förvaltningskostnader

Givet att AP7 Räntefond förvaltas helt internt och AP7 Aktiefond hanteras externt (förutom den aktiva förvaltningen med bland annat hävstångsstrategier) kan kostnadsstrukturen för förvaltningen bäst förstås genom att analysera förvaltningskostnaderna för de respektive fonderna. Denna uppdelning av förvaltningskostnader presenteras i Figur 89 nedan.

Under de senaste 10 åren har Sjunde AP-fonden uppvisat en nedåtgående trend i förvaltningskostnader, mätt som en procentuell andel av det totala förvaltade kapitalet. Denna trend är särskilt tydlig inom AP7 Aktiefond, där kostnadsnivån har minskat från 0,12% 2015 till 0,05% 2025, med ett genomsnitt för hela tioårsperioden på 0,08%. Den faktiska kostnaden som spararen betalar är lägre då överskott som genereras återförs till spararna. Eftersom majoriteten av förvaltningen inom AP7 Aktiefond hanteras externt, förklaras denna kostnadsminskning inte av en internalisering av förvaltning eller investeringsarbete, utan snarare av stordriftsfördelar. Med den ökande internaliseringen av AP7 Aktiefond finns möjlighet att sänka relativa förvaltningskostnaden ytterligare. De externa förvaltningsavgifterna har ökat i långsammare takt än den goda avkastningen och det växande kapitalet, vilket har gjort den externa förvaltningen mer kostnadseffektiv per förvaltat krona. När det gäller AP7 Räntefond, som förvaltas helt internt, har kostnadsutvecklingen varit stabil och legat på 0,04% i genomsnitt under de senaste 10 åren. Jämfört med 2010 har fondens kostnader, i relation till det förvaltade kapitalet, minskat markant och ligger under genomsnittet för hela perioden.

Sjunde AP-fondens förvaltningskostnader som andel av förvaltat kapital, 2010-2025



Figur 89: Förvaltningskostnader som andel av förvaltat kapital i AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, 2010-2025

10.2.7 Jämförelse mellan AP7 Aktiefond och globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg

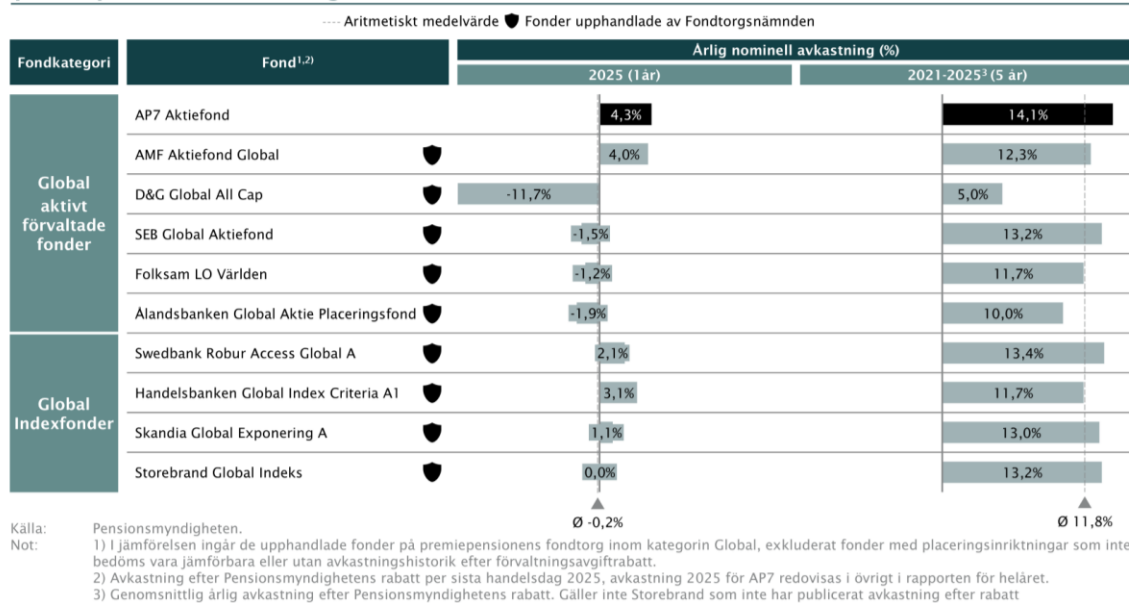
AP7 Aktiefonds avkastning kan sättas i perspektiv mot globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg (Se Figur 90 nedan). En direkt jämförelse ska dock göras med viss försiktighet på grund av vissa skillnader i placeringsinriktningar. I jämförelsen ingår fonder på premiepensionens fondtorg inom fondkategorin "Global". Urvalet omfattar upphandlade fonder inom ramen för Fondtorgsnämndens upphandling, exklusive fonder med placeringsinriktningar som inte bedöms vara jämförbara. Jämförelsen bedöms vara relevant då Sjunde AP-fonden verkar och konkurrerar på premiepensionens fondtorg.

Under 2025 överträffade AP7 Aktiefond, efter avdrag för Pensionsmyndighetens rabatt, genomsnittet för de utvalda jämförelsefonderna (inklusive AP7 Aktiefond) med 4,5 procentenheter. AP7 Aktiefond avkastade 4,3% jämfört med jämförelsegruppens genomsnitt på -0,2%. Även över en femårsperiod har AP7 Aktiefond en högre genomsnittlig årlig avkastning än snittet i urvalet.

Under 2025 presterade AP7 Aktiefond bättre än samtliga globala indexfonder i jämförelsen. Detta var delvis drivet av AP7 Aktiefonds hävstång, som bidrog med 2,3 procentenheter, vilket är en portföljegenskap som jämförelsefonderna saknar. Även bland de globalt aktivt förvaltade fonderna hade AP7 Aktiefond högst avkastning under 2025. Över fem år är det ingen aktivt förvaltat fond i urvalet som uppvisar en högre genomsnittlig avkastning än AP7 Aktiefond. Bland urvalet av indexfonderna var det ingen som presterade bättre än AP7 Aktiefond under de senaste fem åren. Med detta hade AP7 Aktiefond högst avkastning av alla fonder i alla tidsperioder.

I upphandlingen av globala aktivt förvaltade fonder, som publicerades i februari 2026, ingår även fonder som inte finns tillgängliga på premiepensionens fondtorg. Vid en jämförelse med genomsnittet för dessa åtta fonder, omräknat till svenska kronor, uppvisade AP7 Aktiefond en högre avkastning på ett-och femårsbasis. Jämförelsen har dock inte retroaktivt justerats för den avgiftsrabatt som gäller inom premiepensionssystemet.

AP7 Aktiefond i jämförelse med globala aktivt förvaltade fonder och indexfonder på premiepensionens fondtorg 2021-2025



Figur 90: AP7 Aktiefonds avkastning i jämförelse med globala aktiefonder på premiepensionens fondtorg, 2021-2025

10.2.8 Generationsfondsmodellen i AP7 Såfa

I 2023 års utvärdering analyserades och diskuterades generationsfondsmodellen i AP7 Såfa utförligt. De centrala slutsatserna var följande:

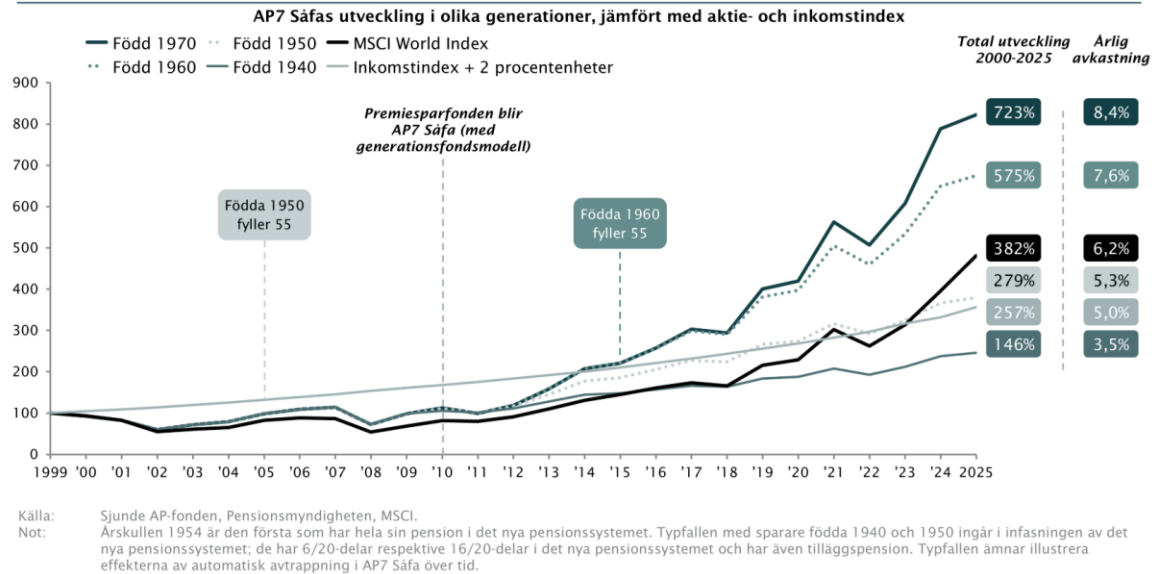
Kapitalviktad avkastning kan vara missvisande. Avkastningen som används för att analysera AP7 Såfa speglar inte enskilda sparares faktiska avkastning, eftersom deras kapitalallokering varierar beroende på ålder. Sjunde AP-fonden har under året ökat sitt fokus inom detta område med mer omfattande redovisning om avkastning och kapital per generation (Se sida 9 & 10 i fondens årsredovisning för 2025), samt implementerat mer omfattande interna analyser.

Automatisk avtrappning påverkar avkastningen och pensionen. Från 55 års ålder ökar andelen AP7 Räntefond i portföljen, vilket historiskt har lett till lägre avkastning för äldre sparare. Mellan 2010 och 2025 avkastade AP7 Räntefond i genomsnitt 1,1% per år, medan AP7 Aktiefond avkastade 14,6% per år. Vidare illustrerar Figur 91 nedan hur generationsmodellen bidrar till en spridning av utfall snarare än en utjämning beroende på födelseår. Detta motsvarar inte den intuitiva uppfattningen av modellen.

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

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

Generationsbaserat pensionssparande över tid, baserat på födelseår (Index 1999 UB = 100)

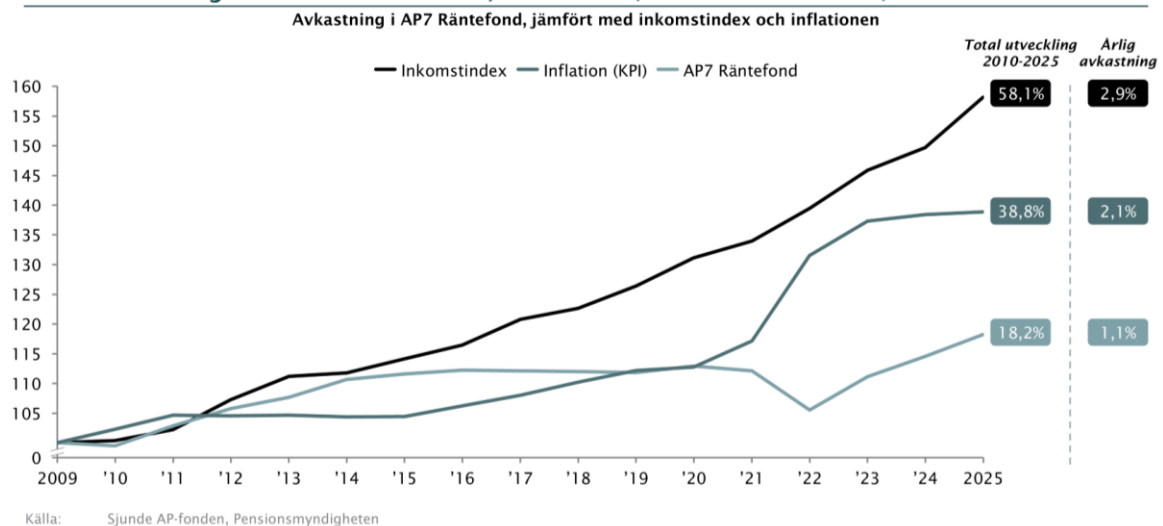


Figur 91: Generationsbaserat pensionssparande över tid, baserat på födelseår

Avtrappningen i AP7 Såfa innebär att andelen i AP7 Aktiefond successivt minskas till förmån för AP7 Räntefond när spararen närmar sig pension i syfte att reducera marknadsrisken i premiepensionen. Parallellt har individen en inkomstpension som skrivs upp med inkomstindex, vilket speglar den genomsnittliga löneutvecklingen i Sverige.

Under perioden 2010–2025 ökade inkomstindex med i genomsnitt 2,9% per år, medan AP7 Räntefond avkastade 1,1% per år (se figur 92 nedan). Det innebär att den stabila och löneindexerade delen av pensionssystemet historiskt har haft en betydligt starkare utveckling än den ränteeponering som successivt byggs upp i AP7 Såfa. Den årliga genomsnittliga inflationstakten under perioden är även 1 procentenhet högre än avkastningen i AP7 Räntefond under perioden.

AP7 Räntefond gentemot inkomstindex, 2010-2025 (Index 2009 UB = 100)



Figur 92: AP7 Räntefond jämfört med inkomstindex, 2010-2025

10.3 Sjunde AP-fondens hållbarhetsarbete och -målsättningar under 2025

10.3.1 Principer för hållbarhetsarbetet

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

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

Klimatfrågan är ett av fondens mest prioriterade hållbarhetsområden, och klimathandlingsplanen, uppdaterad 2025, är ett centralt verktyg. Den bygger på internationella hållbarhetsramverk och vägleder fondens arbete med att integrera klimataspekter i ägarstyrning, investeringar och normutveckling, med målet att nå netto noll utsläpp till 2050. Utöver klimat har fonden identifierat biologisk mångfald och tillgång till färskvatten som fokusområden.

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

10.3.2 Hållbarhetsaktiviteter under 2025

Under 2025 har Sjunde AP-fonden genomfört ett flertal aktiviteter för att fortsätta utveckla och stärka sitt hållbarhetsarbete.

- **Från svartlistning till exkludering:** Under året har fonden skärpt sin exkluderingsprocess och förtydligat delegationsordningen. Denna förändring innebär att fonden nu exkluderar bolag med särskilt höga eller svårbedömda hållbarhetsrisker, exempelvis inom fossil energi med stor klimatpåverkan eller bolag med hög risk för människorättskränkningar i konfliktområden. Samtidigt innebär förändringen att resurser för ägarstyrningen koncentreras till ett färre antal bolag. Bolag med omställningspotential och som bedöms kunna genomföra en trovärdig omställning kan därmed ingå i omställningsmandatet.
- **Infasning av riskbaserad analys:** En succesiv infasning av riskbaserad analys kommer ske under 2026–2027 baserat på bolagens risker ur ett helhetsperspektiv. Inledningsvis kommer risk för människorättskränkningar i konfliktområden prioriteras för att därefter breddas till arbetsrätt, miljö och antikorruption.
- **Fortsatt allokeringar till omställningsportföljen:** Fonden har ökat investeringarna i bolag med utvecklade klimatarbeten genom att starta ett internt förvaltad omställningsmandat som kompletterar ett externt förvaltad omställningsmandat. Genom aktivt ägande strävar fonden efter att påskynda dessa företags omställning mot mer hållbara affärsmodeller. Arbetet mot att placera 10% av aktieportföljen i omställningsportföljen till 2027 fortsätter. Den interna

allokeringen och uppbyggnad av portföljen har fortsatt under 2025 med investeringar inom bland annat cement, avfallshantering och kraftförsörjning.

- **Fortsatta investeringar i gröna obligationer i AP7 Räntefond:** Under 2024 uppnådde fonden sitt mål att ha 50% av ränteportföljen investerad i gröna obligationer. Fonden kommer fortsätta att sträva efter en hög andel gröna obligationer samt även öka i andra typer av hållbara obligationer som exempelvis sociala obligationer. Dock har fonden tagit bort det kvantitativa målet om en fast andel gröna obligationer då prissättningen på dessa i marknaden kan vara omotiverat hög.

10.3.3 Tematiska hållbarhetsinvesteringar

Sjunde AP-fonden strävar efter att integrera riktade investeringar för hållbar utveckling inom alla tillgångsslag utan att göra avkall på avkastningen.

Omställningsportföljen utgjordes tidigare enbart av externt mandat hos kapitalförvaltaren Legal & General Investment Management (LGIM). Under 2025 startades även ett internt förvaltad mandat med samma inriktning. Portföljen fokuserar på investeringar i stora och medelstora bolag med stor potential för utsläppsminskningar i klimatintensiva sektorer. Under 2025 uppgick omställningsportföljen till 11,9 miljarder kronor inom noterade innehav och 0,4 miljarder kronor i onoterade innehav. Omställningsportföljens förvaldade kapital har ökat med 0,1 miljarder kronor under året.

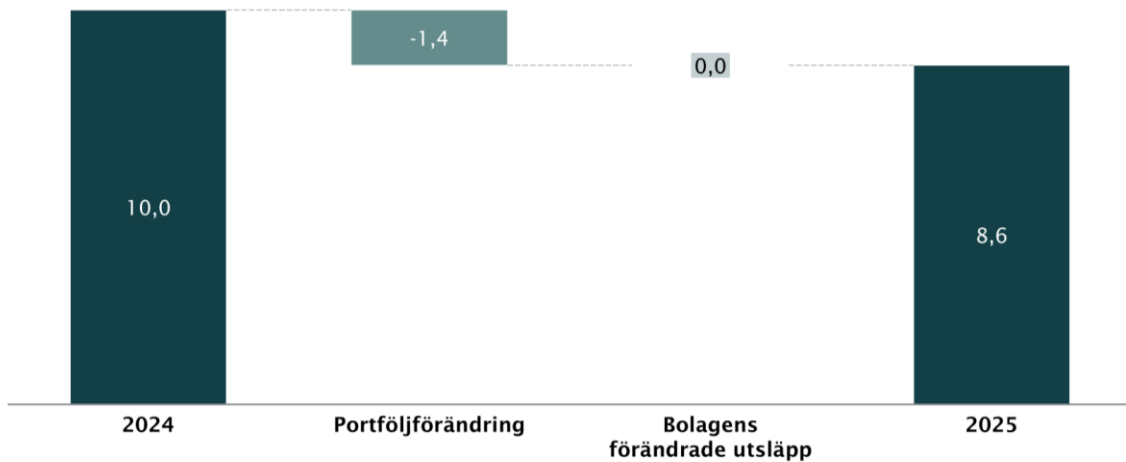
Fonden investerar även inom sin räntefond i gröna och sociala obligationer vilket uppgick till 83,3 miljarder kronor (51% av AP7 Räntefond) i slutet av 2025. Utöver omställningsportföljen och räntefondsinvesteringarna har fonden även gröna mandat inom alla tillgångsslag, inklusive noterade och onoterade aktier, till ett totalt värde av 0,9 miljarder kronor vilket motsvarar en minskning om -4,4 miljarder kronor under året.

10.3.4 Koldioxidutsläpp

De totala koldioxidutsläppen från Sjunde AP-fondens noterade aktieportfölj (Scope 1 och 2) uppgick till 3,6 miljoner tCO₂e under 2025. Detta är en minskning med 0,4 miljoner tCO₂e jämfört med 2024 då de totala utsläppen uppgick 4,0 miljoner tCO₂e. Sedan 2022 har utsläppen minskat för varje år. Utifrån Scope 3 uppgick fondens totala utsläpp till 36,5 tCO₂e. Utsläppen beräknas genom portföljbolagens utsläpp multiplicerat med fondens ägda andel.

Den portföljviktade koldioxidintensiteten, som mäter fondens exponering mot koldioxidintensiva bolag, sjönk med 1,4 tCO₂e till 8,6 tCO₂e per miljoner kronor, som illustreras i Figur 93 nedan. Detta motsvarande en minskning om 14% som under året drevs av förändringar i portföljallokeringen.

Sjunde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025, tCO₂e per miljoner kronor



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

Figur 93: Sjunde AP-fondens portföljviktade koldioxidutsläpp, 2024-2025

10.3.5 Hållbarhetsmål och måluppfyllnad

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål bygger på Global Compacts tio principer och FN:s Agenda 2030, med fokus på aktivt ägande, hållbara investeringar och ägarstyrning för klimatomställning. Målen är oförändrade från 2024. Under 2024 uppfyllde fonden målet om att andelen gröna obligationer skulle vara 50%.

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

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

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)



● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
Aktivt ägande							
1	AP7 ska rösta på minst 95% av bolagstämmorna i portföljen	Andel av bolag i portföljen	99% (4648 av 4687 stämmor)	99% (4523 av 4578 stämmor)	99% (4353 av 4409 stämmor)	99% (3565 av 3582 möjliga bolagsstämmor)	99% (2150 av 2170 möjliga bolagsstämmor)
2	2025 ska alla prioriterade bolag ¹⁾ i AP7:s portfölj vara föremål för fördjupat aktivt ägande för att nå netto-noll utsläpp till 2050	Andel av bolag i portföljen	n/a	69%	84%	92%	88%
3	2025 ska minst 50% av de prioriterade bolagen bedriva ett trovärdigt omställningsarbete 2030: 100%	Andel av bolag i portföljen	n/a	26%	36%	34%	56%
Hållbarhetsinvesteringar							
4	AP7 ska ha gröna mandat i samtliga investerade tillgångsslag. Fördubbla andelen gröna investeringar till 2025	mdrSEK	2,0 mdrSEK i gröna obligationer 3,4 mdrSEK i gröna invester- ingar	9,2 mdrSEK i gröna obligationer 3,2 mdrSEK i gröna mandat- listade aktier	34,5 mdrSEK i gröna obligationer 3,2 mdrSEK i gröna mandat- listade aktier	76,4 mdrSEK i gröna obligationer 4,2 mdrSEK i gröna mandat- noterade bolag	83,2 mdrSEK i gröna obligationer 12,3 mdrSEK i gröna mandat- noterade bolag
			1,6 mdrSEK investerat i cleantech	1,5 mdrSEK investerat i cleantech	1,5 mdrSEK investerat i cleantech	1,1 mdrSEK i gröna investeringar	0,9 mdrSEK i gröna investeringar
					Målet uppfyllt i förtid		
5	AP7:s omställningsmandat ska utgöra 10% av aktiefonden 2027.	Andel av fonden	n/a	Första investeringen gjordes	Ingick partnerskap med LGIM om gemensam omställningsstrategi	Mål senareläggs för att möjliggöra uppbyggnaden av en intern omställningsförvaltning	Mål senarelagt till 2027
6	Öka andelen gröna obligationer i räntefonden till 50% 2025	Andel i portföljen	n/a	10%	33%	50%	51%
						Målet uppfyllt i förtid	

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

Figur 94: Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021-2025 (I/II)

Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)



● Nytt för 2025 ● Uppdaterat för 2025 ● Oförändrat

Hållbarhetsmål och nyckeltal			Resultat				
Mål	Målsättning	Mätetal	2021	2022	2023	2024	2025
Etablera hållbara normer							
7	AP7 ska vara med och driva hållbar normutveckling och ägarstyrning i nationella och internationella forum	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått
Bidra till ökad kunskap							
8	AP7 ska sprida kunskap om hållbara investeringar och ägarstyrning	Kvalitativ bedömning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått
Bidra till en trygg pension							
9	Ett kontinuerligt sparande i förvaltningsalternativet ska ge en långsiktig överavkastning om minst 2 procentenheter per år i förhållande till inkomstpensionen	Avkastning	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått	Målet uppnått

Källa: Sjunde AP-fonden.

Figur 95: Sjunde AP-fondens hållbarhetsmål- och måluppfyllnad, 2021-2025 (II/II)

10.4 Slutsatser och bedömningar

10.4.1 Bedömning avseende kapitalförvaltning och måluppfyllelse

Sjunde AP-fondens kapitalförvaltning bedöms vara välstrukturerad och effektiv i förhållande till vald strategi och förvaltningsmodell. Den långsiktiga avkastningen har överträffat fondens mål, vilket indikerar att modellen fungerat väl över tid.

Under 2025 uppgick AP7 Såfas totalavkastning till 4,2 procent. Utvecklingen påverkades i hög grad av en stark global aktiemarknad. Samtidigt motverkades en del av uppgången av att den svenska kronan stärktes, särskilt mot den amerikanska dollarn. Valutakursförändringarna bidrog därmed mycket negativt till avkastningen under året.

Den negativa valutaeffekten under 2025 var inte ett resultat av aktiva valutapositioner, utan en konsekvens av att fonden inte valutasäkrar sina innehav. I en miljö med betydande valutafluktuationer har även fondens hävstång, som är denominerad i amerikansk dollar, haft en påtaglig inverkan på avkastningen under året.

År 2025 har också tydliggjort att AP7 Såfa är en förhållandevis komplicerad pensionsprodukt, med bakgrund till hävstång, glidbanan och valutakurseffekter. Hävstången i aktieportföljen finansieras genom upplåning i utländsk valuta vilket ytterligare försvårar för en intuitiv förståelse av risk och avkastningsdynamik. I första anblick kan AP7 Såfa verka som en enkel och intuitiv pensionsprodukt, men året 2025 påvisar motsatsen.

Arkwright noterar även att Sjunde AP-fonden har utvecklat ett mer segmenterat fokus per generation, vilket bedöms vara centralt för generationsmodeller som AP7 Såfa. Detta skapar bättre förutsättningar att analysera och tydliggöra generationsspecifika effekter avseende avkastning och kapitalallokering. Arkwright anser att detta är betydelsefullt och viktigt; något som noterats i föregående års utvärderingar.

Ålderbaserad allokering i AP7 Såfas generationsmodell

Arkwright vidhåller sin bedömning av AP7 Såfas generationsmodell från tidigare utvärderingar. Även under innevarande år konstateras att avkastningen i hög grad påverkas av vilken ålderskategori spararen tillhör, det vill säga vilket år man är född, vilket får direkta konsekvenser när individer går i pension. En inneboende begränsning i generationsmodeller är att ålder används som primär styrvariabel, trots att den endast i begränsad utsträckning fångar en pensionssparares faktiska riskbärande förmåga, finansiella situation och individuella pensionsmål.

Arkwright fortsätter notera att sedan 2023 har riktåldern för uttag av allmän pension höjts till 66 år och kommer att öka till 67 år under 2026. AP7 Såfa har dock inte justerat sin ålderbaserade avtrappning i linje med denna förändring. Mot bakgrund av den pågående utbetalningsutredningen av premiepensionen, med planerad publicering augusti 2026, har Sjunde AP-fonden valt att avvakta mer genomgripande produktförändringar, då dessa delvis är beroende av utredningens slutsatser.

Förvaltningsineffektivitet

När en 55-åring i AP7 Såfa börjar trappas ned sker två saker simultant: (1) Aktiefonden behåller sin hävstång (för närvarande cirka 115% exponering), vilket innebär att fonden betalar en finansieringskostnad (upplåningsränta) på överskjutande 15%, (2) Kapital placeras i räntefonden som erhåller en lägre placeringsränta.

Ränteskillnaden mellan upplåningskostnaden och obligationsavkastningen är strukturellt negativ. En sparare som exempelvis är 60 år och har 75% i aktiefonden och 25% i räntefonden befinner sig därmed i en situation där kapital indirekt lånas till en högre ränta för att investeras i tillgångar med lägre förväntad avkastning. Ur ett finansiellt perspektiv framstår detta som ineffektivt.

Portföljteoretiskt vore en mer rationell sekvens att först reducera aktieexponeringen från 115 till 100%, det vill säga avveckla hävstången, och därefter successivt öka allokeringen till räntefonden. En sådan ordning skulle ge motsvarande riskreduktion utan att skapa en negativ ränteskillnad (eng: spread) mellan upplåning och placering. För storleksreferens, givet dagens hävstång om 15%, uppgår utökade exponeringen till cirka 178 miljarder kronor.

Förändringar i AP7 Räntefond

AP7 Räntefonds mandat har breddats och omfattar numera inte enbart svenska räntebärande tillgångar utan även exempelvis utländska obligationer. Bakgrunden är dels att fondens kapital vuxit kraftigt i förhållande till den svenska räntemarknadens begränsade djup, men också en ambition att bygga en mer effektiv och diversifierad portfölj med förbättrad avkastningspotential. Arkwright ser positivt på denna förändring.

En jämförelse med inkomstindex och inflation (KPI) visar att AP7 Räntefond sedan starten 2010 har haft en lägre avkastning än båda dessa mått. Det innebär att den del av AP7 Såfa som successivt allokeras till räntefonden från 55 års ålder varken fullt ut realsäkrar kapitalets värde eller matchar den uppräknings som sker inom inkomstpensionen vilket är en viktig egenskap. Arkwright noterar samtidigt att sparare i AP7 Såfa maximalt innehar två tredjedelar av AP7 räntefond; resterande andel placeras i AP7 Aktiefond som historiskt haft en högre avkastning.

Hävstången i AP7 Aktiefond & valutakursförändringar

Året 2025 har i stor utsträckning präglats av en förstärkning av den svenska kronan, vilket påtagligt reducerat avkastningen i utländska tillgångar mätt i svenska kronor. Detta aktualiserar frågan om valutasäkring.

En valutasäkringsstrategi skulle medföra löpande säkrings- och transaktionskostnader, vilket över tid sannolikt skulle reducera den förväntade avkastningen, även om avkastningsprofilen på kort sikt skulle bli mer stabil.

Under året har emellertid fondens hävstång, som finansieras i amerikanska dollar, delvis fungerat som en mindre valutasäkring. När kronan stärkts har värdet av de dollardenominerade tillgångarna minskat i svenska kronor, men samtidigt har den dollardenominerade skulden reducerats på motsvarande sätt. Bidraget från hävstången, givet valutakursrörelserna, har därmed varit större (2,55%) än den faktiska avkastningen i svenska kronor (2,52%).

Mot denna bakgrund bedömer Arkwright att det är ändamålsenligt att ha hävstången i en valuta där exponeringen är stor, vilket i detta fall är amerikanska dollar, i syfte att minimera valutarisken då svenska kronor är utbetalningsvalutan. Det skapar en naturlig valutasymmetri i balansräkningen och kan, utan explicita säkringskostnader, dämpa nettoeffekten av valutakursförändringar.

Begränsade verktyg för att parera marknadsnedgångar med indexförvaltning

AP7 Aktiefonds nuvarande förvaltningsstrategi, som är indexnära, har varit gynnsam sedan starten 2009/2010. Samtidigt är strategin i grunden konstruerad för att spegla marknaden snarare än att aktivt hantera volatilitet eller begränsa nedgångsrisik.

Det är centralt att beakta att marknadsindex inte är utformade som optimala sparportföljer, utan som mått på marknadens värdering och utveckling.

God avkastning i jämförelse med globala aktiefonder

Jämfört med globala aktivt förvaltade fonder och indexfonder på premiepensionens fondtorg har AP7 Aktiefonds avkastning överträffat den genomsnittliga årliga avkastningen för fonderna i jämförelsen (inklusive AP7), både under 2025 och över den senaste femårsperioden. Detta kan dock delvis förklaras av hävstången vilket är en portföljegenskap jämförelsefonderna inte har.

Potentiella utmaningar i omställningsportföljen

Omställningsportföljen förvaltades tidigare endast externt men förvaltas nu också internt. Portföljens syfte är att, genom aktiv ägarstyrning, investera i bolag med betydande omställningspotential, med målet att uppgå till 10% av AP7 Aktiefonds totala kapital till år 2027. Vid utgången av 2025 uppgick tillgångarna till 12,3 miljarder kronor, motsvarande 0,9% av AP7 Aktiefond totala kapital. Jämfört med föregående år ökade allokeringen med 0,1 miljarder kronor, motsvarande 0,001% av AP7 Aktiefond. Arkwright noterar att allokeringen till omställningsportföljen fortskrider i relativt långsam takt.

10.4.2 Arkwrights samlade bedömning

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

Som förvalsalternativ inom det statliga allmänna pensionssystemet har fondens resultat varit anmärkningsvärt starkt sedan 2010. Sjunde AP-fonden skiljer sig avsevärt från internationella jämförelser utifrån vald strategi och är unik även inom Sverige.

11. Övergripande observationer och förslag

11.1 Avvecklingar och tillgångsflyttar inom AP-fonderna

Första till Sjätte AP-fonderna har under året lagt betydande resurser på förberedelser inför verksamhetsavvecklingar och tillgångsflyttar. Arbetet har varit omfattande och resurskrävande, vilket har medfört ökade förvaltningskostnader, huvudsakligen drivet av engångskostnader.

Trots detta har fonderna i stor utsträckning lyckats upprätthålla fokus på kapitalförvaltningen, vilket var en uttalad prioritering när förberedelsearbetet inleddes. Avkastnings- och riskarbetet har därmed kunnat bedrivas utan påtaglig påverkan av det parallella omställningsarbetet.

Samarbetet mellan fonderna i förberedelserna inför tillgångsflytten uppfattas som gott. Även samverkan kring dataleveranser inom ramen för denna utvärdering har generellt fungerat väl, med en hög grad av transparens och tillgänglighet i underlagen, med vissa mindre undantag.

11.2 Samordnad ALM-analys för buffertfonderna

AP-fondernas ALM-analyser utgör i dag grunden för allokeringsbeslut och riskbudgetering. Mot den bakgrunden är en samordnad ALM-process en förutsättning för att analyserna ska fylla sin funktion på systemnivå.

Första till Fjärde AP-fonderna genomför i dag separata ALM-analyser, vilket innebär att portföljerna optimeras på fondnivå utan att den samlade riskexponeringen i pensionssystemet fullt ut beaktas. I praktiken bygger analyserna på ett implicit antagande om att övriga buffertfonder replikerar den egna fondens portfölj. I verkligheten skiljer sig dock fondernas allokeringar, risknivåer och strategiska inriktningar åt, vilket innebär att den samlade risken i systemet inte nödvändigtvis är optimalt avvägd på systemnivå.

Ett icke-koordinerat risktagande kan leda till sämre riskspridning och därmed lägre riskjusterad avkastning i det samlade buffertkapitalet. Det riskerar i förlängningen att påverka pensionssystemets effektivitet, exempelvis genom att risknivån inte är optimalt kalibrerad i förhållande till balanstalet. En samordnad ALM-analys skulle möjliggöra en mer heltäckande bedömning av den totala riskexponeringen och skapa bättre förutsättningar att optimera buffertkapitalets risk i relation till pensionssystemets åtaganden. Det skulle stärka koordineringen av riskhanteringen och bidra till en mer robust och sammanhållen strategi för att hantera framtida ekonomiska störningar och strukturella förändringar.

En gemensam ALM-process skulle även öka transparensen och tydliggöra hur respektive fond bidrar till systemets långsiktiga stabilitet. Detta skulle ge ett bättre underlag för att bedöma prestation och riskhantering, både internt och gentemot externa intressenter.

En alternativ ansats vore att varje fond i sin ALM-analys utgår från övriga fonders faktiska portföljer. En sådan modell skulle dock skapa ett strategiskt ömsesidigt beroende mellan fonderna, där varje fonds beslut påverkar de andras incitament. Det skulle kunna leda till ett spelteoretiskt läge (eng: game theory) med risk för instabila eller suboptimala jämvikter, vilket inte framstår som mer ändamålsenligt.

Vidare konstaterar Arkwright att ett eventuellt införande av en gas i pensionssystemet skulle få betydande implikationer för ALM-arbetet. I dag fokuserar analyserna i hög grad på att minimera risken för att balanstalet understiger 1. En gas skulle introducera ytterligare en dimension i riskavvägningen

och därmed förstärka behovet av ett samlat systemperspektiv. Buffertfondernas generella inställning till en gas uppfattas som positiv.

Sammanfattningsvis anser Arkwright att om ALM-analyser ska utgöra grund för allokeringsbeslut och riskbudgetering krävs en samordnad och gemensam ALM-process. Endast genom en sådan ansats kan en meningsfull och robust strategi etableras, med ett tydligt helhetsperspektiv på pensionssystemets samlade riskprofil.

11.3 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet

Samtliga buffertfonder har sammantaget bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga syfte och stabilitet, såväl under 2025 som över längre tidsperioder. Samtidigt är det förenat med betydande komplexitet att exakt fastställa hur och i vilken utsträckning enskilda fonder har bidragit.

Svårigheten uppstår främst av två skäl. För det första präglas pensionssystemets skuldsida av en inneboende osäkerhet som ligger utanför respektive fonds kontroll. Skuldutvecklingen påverkas av faktorer såsom livslängd, sysselsättning och löneutveckling, vilket gör det utmanande att isolera effekten av fondernas kapitalförvaltning på systemets stabilitet. För det andra verkar demografiska och makroekonomiska förändringar med fördröjning. Även om marknadsrörelser kan få omedelbara effekter på avkastningen, kan deras fulla påverkan på pensionssystemet ta många år att materialiseras.

Fondernas ALM-analyser syftar till att optimera portföljerna i syfte att minimera risken för att bromsen aktiveras i negativa scenarier. Samtidigt är varje AP-fond en del av ett större buffertkapitalsystem, där samordnad styrning på övergripande nivå saknas. Detta försvårar bedömningen av en enskild fonds specifika bidrag till den samlade riskprofilen och systemets långsiktiga robusthet.

Arkwright konstaterar därför att det kvarstår frågor kring hur fondernas kapitalförvaltning och resultat faktiskt påverkar pensionssystemets långsiktiga stabilitet. En mer fördjupad analys krävs för att bättre förstå sambanden mellan fondernas prestationer, systemets samlade balans och de osäkerhetsfaktorer som präglar dess framtida utveckling.

11.4 Begränsade nettoinvesteringar i illikvida tillgångar trots ökade möjligheter

Sedan 2019 medger lagstiftningen att Första till Fjärde AP-fonderna får investera upp till 40% av tillgångarna i illikvida tillgångar. Trots detta har utrymmet utnyttjats i begränsad omfattning. Under perioden 2018–2025 ökade andelen illikvida tillgångar med cirka 3 procentenheter. Av denna ökning kan omkring 90% hänföras till värdestegring, medan endast cirka 10% utgör nettoinvesteringar.

Samtidigt har Sjätte AP-fonden, med ett uttalat mandat att investera i onoterade tillgångar, haft en genomsnittlig nominell avkastning om 13,1% per år under den senaste femårsperioden. Exklusive effekter från valutasäkring och likviditetshantering uppgår avkastningen till 18,6% per år. I jämförelse avkastade MSCI ACWI USD 14,3% under samma period, vilket illustrerar den starka utvecklingen inom segmentet.

Mot denna bakgrund framstår det som att Första till Fjärde AP-fonderna endast i begränsad utsträckning aktivt utnyttjat möjligheten att öka exponeringen mot illikvida tillgångar. En förklaring kan vara strategiska överväganden, men även begränsade resurser. Investeringar i illikvida tillgångar kräver betydande intern kompetens, etablerade processer och organisatorisk kapacitet.

11.5 Stora valutakursförändringar som haft påverkan på avkastningen

Under 2025 har valutakursrörelser haft en påtaglig påverkan på AP-fondernas avkastning. Valutor tenderar att vara volatila på kort sikt men mer stabila över längre tidsperioder, vilket gör att en systematisk valutasäkring över tid historiskt inte alltid har varit lönsam, särskilt med beaktande av de löpande transaktionskostnader som en valutasäkring medför. Samtidigt kan valutakursförändringar få betydande effekter enskilda år, vilket 2025 illustrerade.

Första till Fjärde AP-fonderna får ha en maximal valutaexponering om 40% av tillgångarna, men har möjlighet att valutasäkra en större andel om de så önskar. Eftersom pensionsutbetalningarna sker i svenska kronor talar matchningsperspektivet för att valutarisk är en relevant riskfaktor att hantera. Detta förstärks av att den svenska kronan är en relativt liten och konjunkturkänslig valuta, vilket kan förstärka svängningarna i portföljvärdet mätt i svenska kronor.

Sammanfattningsvis har valutasäkring historiskt inte genererat en tydlig strukturell överavkastning, men 2025 visade att valutaeffekter kan få stor kortsiktig betydelse för resultatet. Detta aktualiserar den strategiska avvägningen mellan långsiktig kostnadseffektivitet och kortsiktig resultatsensitivitet i fondernas valutahantering.

11.6 Utökat hållbarhetsarbete och målsättningar

AP-fonderna har under senare år intensifierat sitt hållbarhetsarbete genom ökad transparens, mer omfattande rapportering och en tydligare integration av hållbarhetsfaktorer i investeringsprocessen. Hållbarhet har i allt större utsträckning blivit en kärnkomponent i investeringsanalyserna, samtidigt som det aktiva ägandet har stärkts genom fördjupad bolagsdialog och ökat deltagande vid bolagsstämmor.

Arkwright bedömer dock att delar av hållbarhetsarbetet har nedprioriterats under året, särskilt avseende målformuleringarna. Flera mål är antingen redan uppfyllda eller saknar tydliga kvantitativa delmål och definierade milstolpar, vilket försvårar uppföljning och styrning. År 2025 har präglats av avveckling, tillgångsflyttar och implementering av nya systemplattformar, vilket varit resursintensivt. Detta har inneburit att vissa delar av hållbarhetsarbetet tillfälligt hamnat i bakgrunden.

Hållbarhetsmålen bör samtidigt ses över för att minska påverkan från externa faktorer såsom inflation och valutakursförändringar. En möjlig metod är att hålla växelkurser och inflationsantaganden konstanta utifrån en given tidpunkt, för att bättre isolera de faktiska hållbarhetseffekterna över tid.

Sammantaget har AP-fonderna gjort betydande framsteg inom hållbarhetsområdet, men det finns fortsatt utvecklingspotential.

11.7 Utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar vid utgången av 2025 ett kapital om 1 529 miljarder kronor och utgör därmed Sveriges största enskilda pensionsportfölj. Fondens storlek och centrala roll i det allmänna pensionssystemet motiverar i sig en fördjupad och särskilt utformad utvärdering. Till skillnad från buffertfonderna är Sjunde AP-fonden inte en del av inkomstpensionssystemet, utan verkar under en separat lagstiftning med ett fundamentalt oliktt uppdrag. Buffertfondernas syfte är att fungera som

finansiell stötdämpare för inkomstpensionen, medan Sjunde AP-fondens uppdrag är att förvalta det statliga förvalsalternativet inom premiepensionen uteslutande i spararnas intresse.

Dessa strukturella olikheter gör det analytiskt missvisande att tillämpa ett gemensamt utvärderingsramverk för samtliga AP-fonder. Sjunde AP-fondens generationsmodellbaserade konstruktion, med hävstång, glidbanemekanik och löpande åldersanpassning av riskprofil, saknar direkt motsvarighet bland buffertfonderna och kräver egna bedömningsgrunder. Fondens avkastningsmål, referensindex och riskmandat är specifika för premiepensionssystemet och kan inte meningsfullt jämföras med buffertfondernas mål och prestationer. Det föreslås därför att en dedikerad utvärderingsmodell för Sjunde AP-fonden utarbetas, anpassad till fondens uppdrag, struktur och relevanta jämförelsegrupper. En sådan modell är en förutsättning för att Regeringen och Riksdagen ska kunna göra välgrundade bedömningar av hur denna centrala del av det svenska pensionssystemet förvaltas.