

Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2025

Finansmarknadsminister Niklas Wykman
Mats Langensjö, Arkwright
12 mars 2026



Utvärdering 2025

- Årlig utvärdering
 - Redovisning och analys av förvaltningen av fondmedel
 - Utgångspunkt i lagkrav och fondernas respektive avkastningsmål
 - Jämförelse med liknande utländska pensionsfonder
- Tilläggsuppdrag
 - Analysera formerna för Första-Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar
 - Särskilt gemensamägda riskkapitalföretag såsom 4 to 1 Investments



Fördjupad analys av formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar

Samt genomgång av AP-fondernas resultat till och med 2025

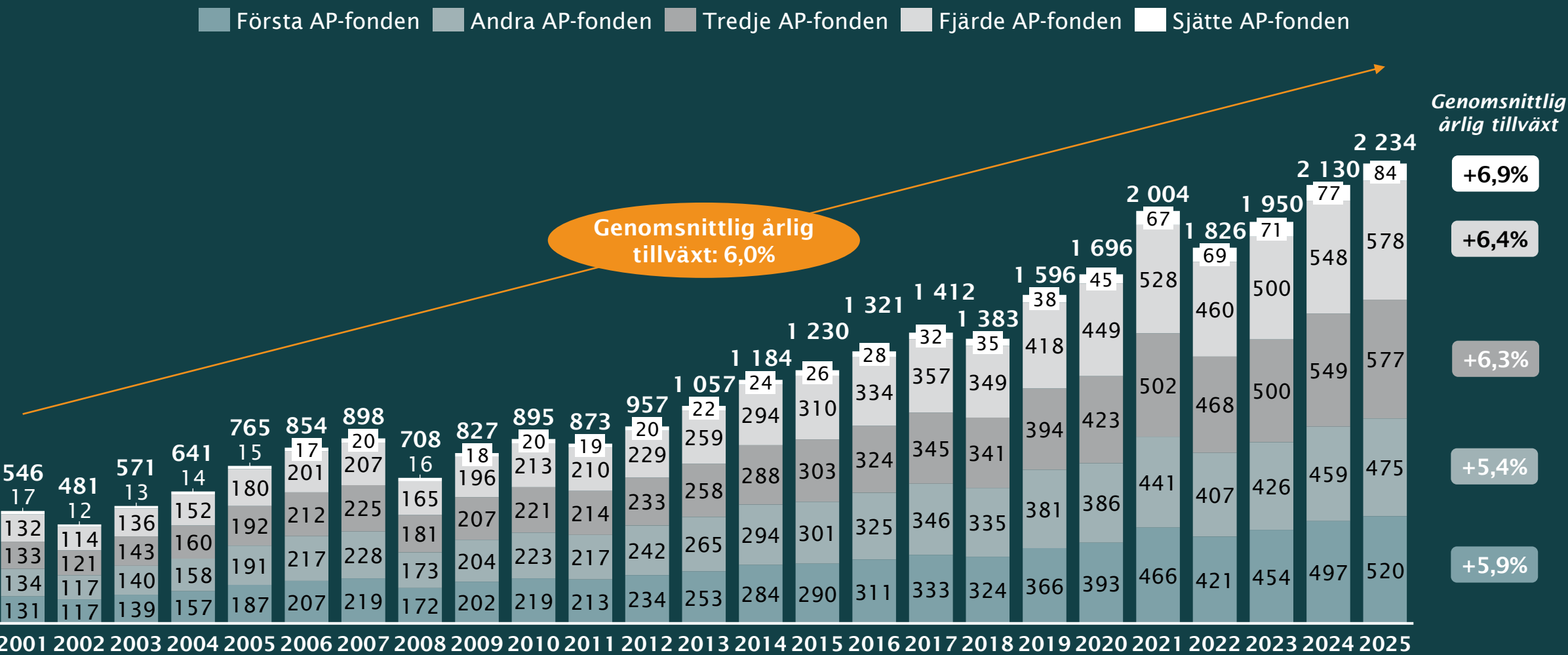
12 mars 2026

Finansdepartementet



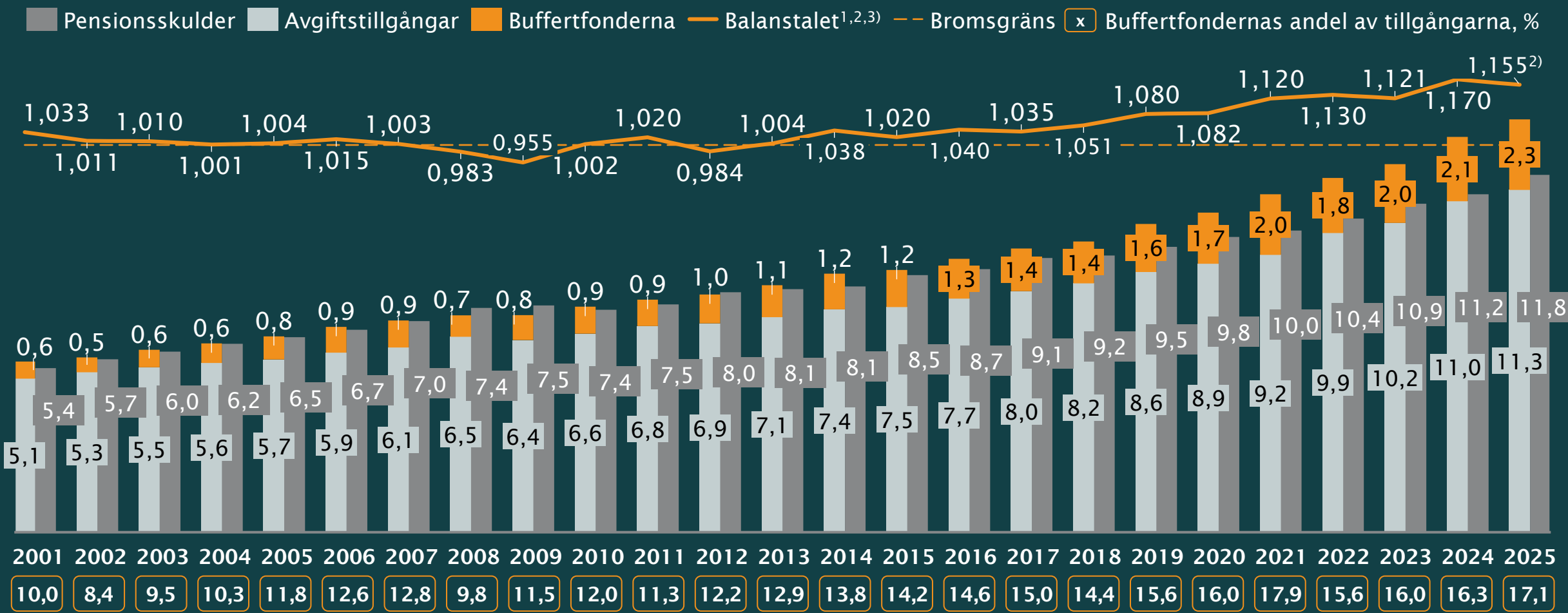
Buffertfonderna har haft en genomsnittlig tillväxt om 6,0% per år

Buffertfondernas förvaltade kapital - en fyrdubbling sedan 2001



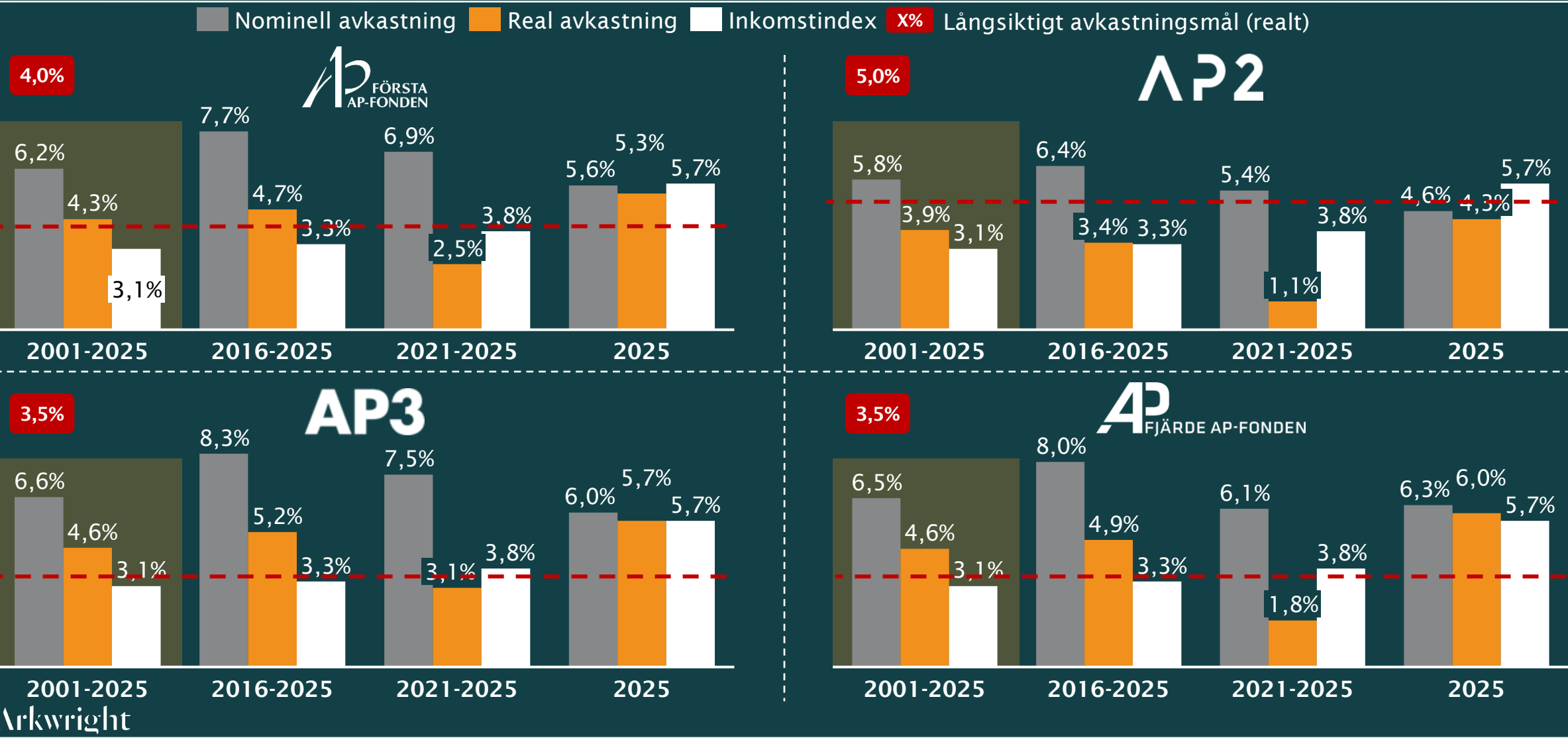
Buffertfonderna har bidragit starkt till inkomstpensionssystemets finansiella ställning

Tillgångar, pensionsskulder och balans i inkomstpensionssystemet (biljoner kronor), 2001–2025



Tre av fyra av buffertfonderna har överträffat sina reala avkastningsmål över längre period

Avkastning Första till Fjärde AP-fonden, 2001-2025

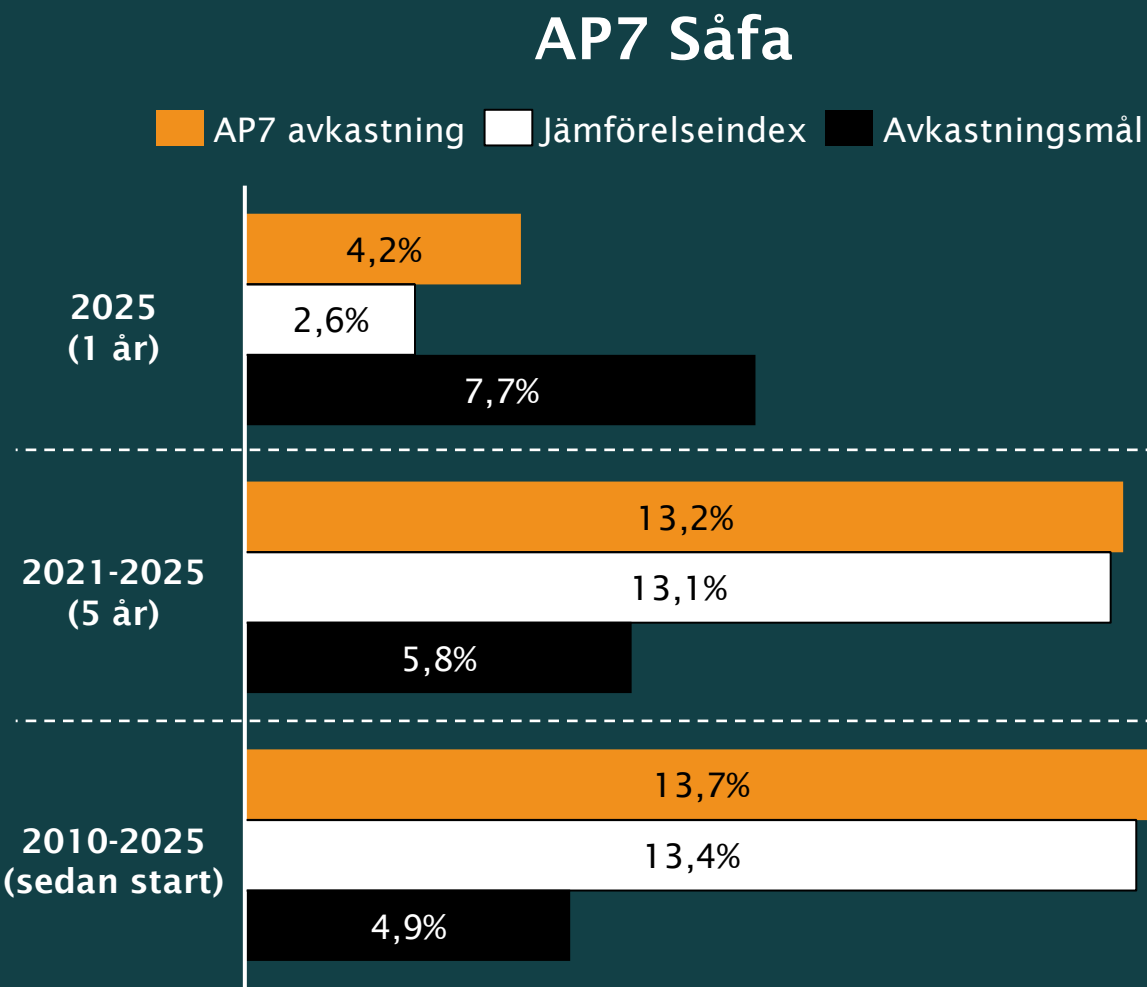
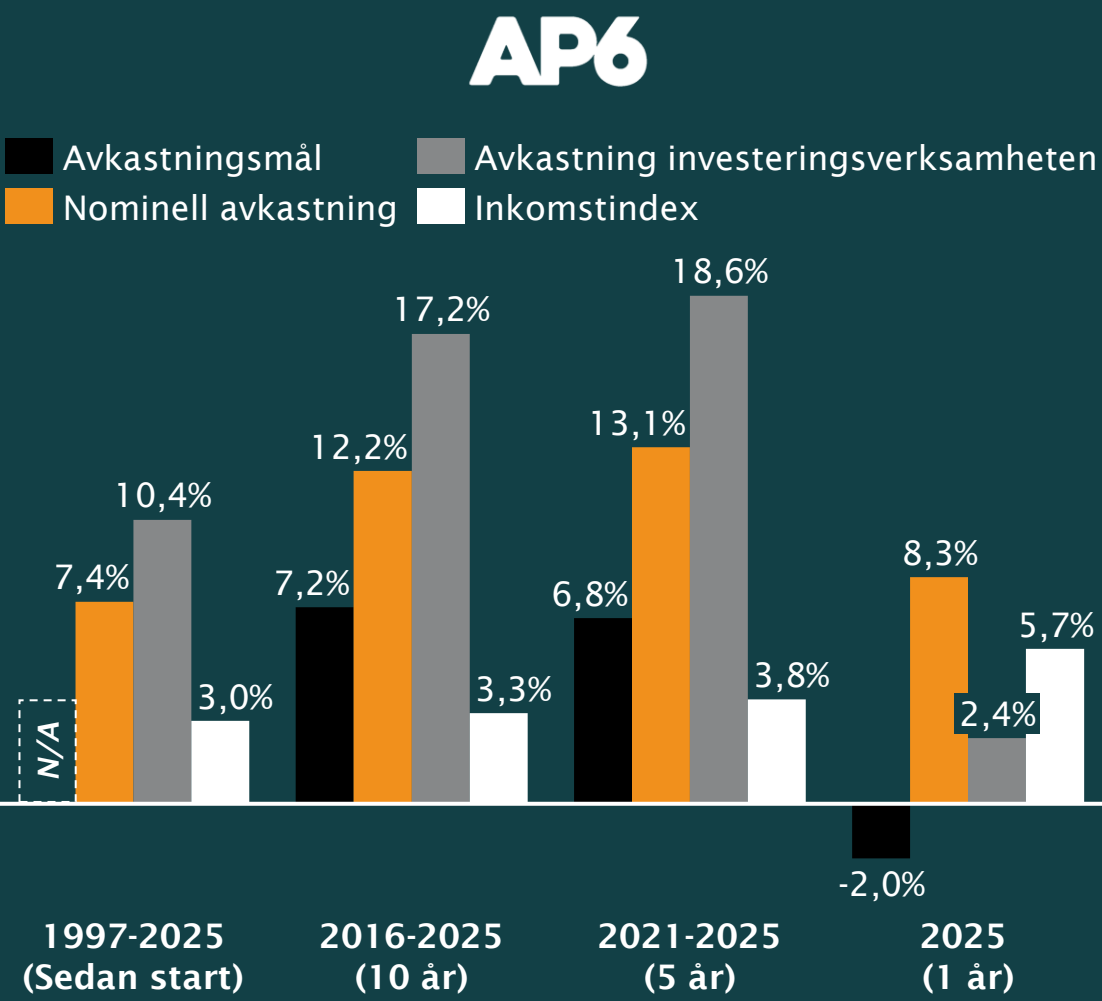


Arkwright

Källa: Första till Fjärde AP-fonden, SCB.
Not: Nominell avkastning avser genomsnittlig årlig avkastning efter kostnader. Real avkastning avser avkastning justerat för inflation enligt KPI. Andra AP-fonden tillämpar formellt begreppet "förväntad avkastning" istället för "avkastningsmål". Historiska förändringar av avkastningsmål har förekommit. För läsbarhetens syfte redovisas genomgående de nuvarande målen.

Sjätte och Sjunde AP-fonden har haft hög avkastning sedan start

AP6 (inkomstpensionssystemet) och AP7 (premiepensionssystemet) - Avkastning, jämförelseindex och avkastningsmål, 1997-2025



Källa: Sjätte och Sjunde AP-fonden.
Not: Avkastning från investeringsverksamheten är Sjätte AP-fondens avkastning exklusive effekter av valutasäkringar och likviditetshantering. Sjätte AP-fondens avkastningsmål utgörs av 90% Burgiss All (avkastning i en onoterad medianfond) samt 10% OMRX T-bill (representerar fondens likviditetsbehov). Avkastningsmålet avser rullande femårsperioder. För AP7 Såfa jämförelseindex används den kapitalviktade avkastning för MSCI ACWI (SEK) och HMT74 för respektive period. Dess avkastningsmål utgör inkomstindex + 2 procentenheter.

En fördjupad analys av formerna för illikvida investeringar

Uppdrag, framväxt och nuläge

Uppdrag

- **Fördjupad analys** av formerna för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar
- Särskilt fokus på gemensamt-ägda riskkapitalföretag (**4 to 1 Investments och Polhem Infra**), samägda fastighetsbolag, samt sidoinvesteringar
- **Analysen gäller former och processer**, inte investeringsutfall
- **Fallstudier, djupintervjuer och tidigare års utvärderingar** har legat till grund för analys och rapport
- **Arkwrights fullständiga rapport** har presenterats till Finansdepartementet

Framväxt och nuläge

- **AP-fondernas illikvida portfölj har nästan fördubblats sedan 2018**, drivet av värdestegring (90% av ökningen)
- **Organisation och personal har ej anpassats**
- **Internationell jämförelse** indikerar att AP-fondernas förvaltrade kapital per person är högt och överstiger riktmärken
- **Diskrepansen mellan portföljens komplexitet och organisationens resurser** utgör ett strukturellt gap som missgynnar förvaltningen av pensionskapitalet

4 to 1 Investments var ett riskkapitalbolag med bristande styrning – grundläggande substans saknades

4 to 1 Investments: AP-fondernas styrelser borde ha etablerat substansprinciper

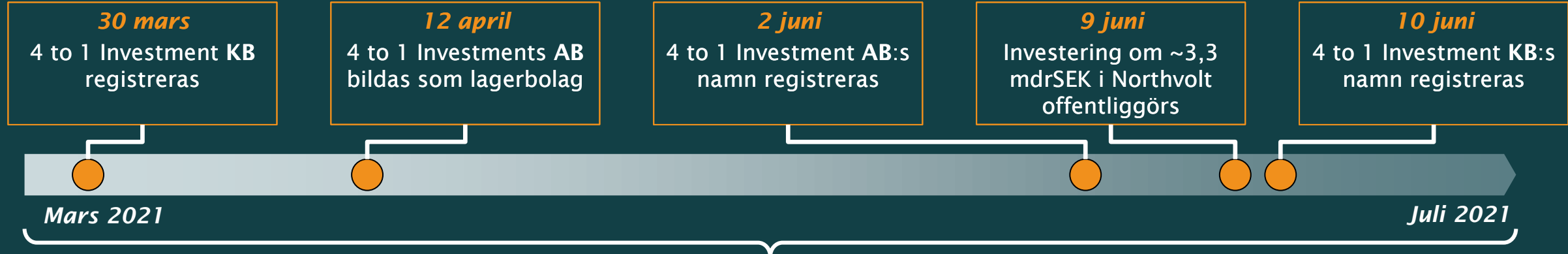
Substansprinciper

1 Organisatorisk robusthet	2 Portföljansats	3 Definierad kapitalram
▪ Ingen heltidsanställd personal ▪ Deltidskonsulterna saknade kapacitet för självständig verksamhet ▪ Saknade förmåga att självständigt utvärdera investeringar internt. Passiviteten väcker frågor om företagets operativa kapacitet och syfte	▪ Enbart ett innehav (Northvolt) under fyra år. Branschstandard är 10-20 innehav ▪ Riskkapitalföretag bör ha en diversifierad portfölj – inte minst avseende högriskinvesteringar	▪ Varje investering krävde separata beslut från respektive AP-fond ▪ Ingen kapitalram ▪ Det förefaller som 4 to 1 Investments avsåg att nyttja AP-fondernas resurser för att bedriva sin investeringsverksamhet
✗ Substansprincip ej uppfylld	✗ Substansprincip ej uppfylld	✗ Substansprincip ej uppfylld

4 to 1 Investments saknade grundläggande substansprinciper. Organisationens utformning talar för att strukturen sattes upp för att nå en specifik investering snarare än för att bedriva riskkapitalverksamhet

Det tog ~10 veckor från att riskkapitalföretaget sattes upp till att investeringen i Northvolt genomfördes – en investering i tidens anda

4 to 1 Investments: tidslinje över bildande och investering



Det tog ~10 veckor från att riskkapitalföretaget sattes upp till att investeringen i Northvolt genomfördes

Påverkansmekanismer (detaljering i nästa bild)



Bildandet av 4 to 1 Investments och investeringen i Northvolt är en effekt av tidsandan – flera faktorer som formade beslutsmiljön

4 to 1 Investments: påverkansmekanismer

Lagförändringen 2019

- Taket för illikvida tillgångar **höjdes till 40%**
- Infördes krav på föredömlig förvaltning med **fokus på hållbarhet**

Grön investeringsvåg

- Globalt hållbart fondkapital gick från **5 biljoner kronor år 2018 till 20 biljoner kronor 2021**
- **EU-taxonomi, SFRD, Green deal etc.**

Cirkulär validering

- **Välrenommerade investerare** skapade informationskaskad
- Tidigare deltagande **tolkades som kvalitetsindikator**

Arkwright

Nollräntemiljö

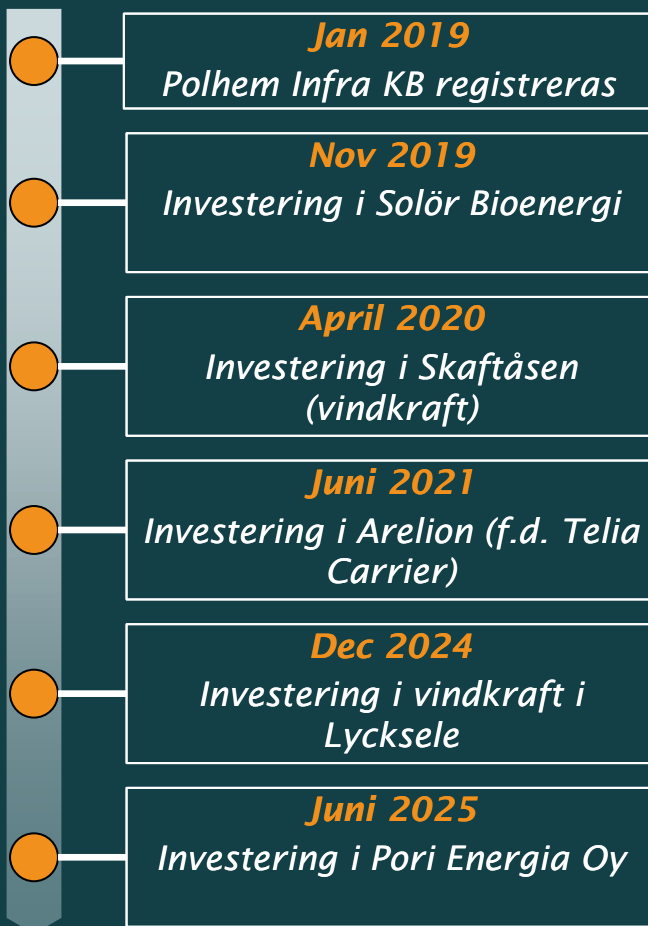
- **Låga diskonteringsräntor gynnade** per definition tillgångar med **lång kassaflödesduration**
- **Investerare sökte alternativa tillgångar** för att uppnå avkastning, vilket förstärkte efterfrågan på illikvida investeringar

Beteendeekonomiska effekter

- **Överkonfidens, ankring, flockbeteende**
- **Narrativ ekonomi** utmanade och testade kritisk granskning och beslutsprocesser

Polhem Infras organisation har byggts upp över ~6 års tid

Polhem Infra: att bygga upp ett riskkapitalbolag kräver tid och resurser



Organisatorisk substans

- 7 medarbetare med **kompetens inom nordisk infrastruktur**
- **Investeringskommitté** som bereder beslut inför styrelsen
- **Diversifierad portfölj** med **definierad kapitalram**
- **Uppbyggnaden tar tid**, och i Polhems Infras fall tog detta ~6 år

Centrala utmaningar

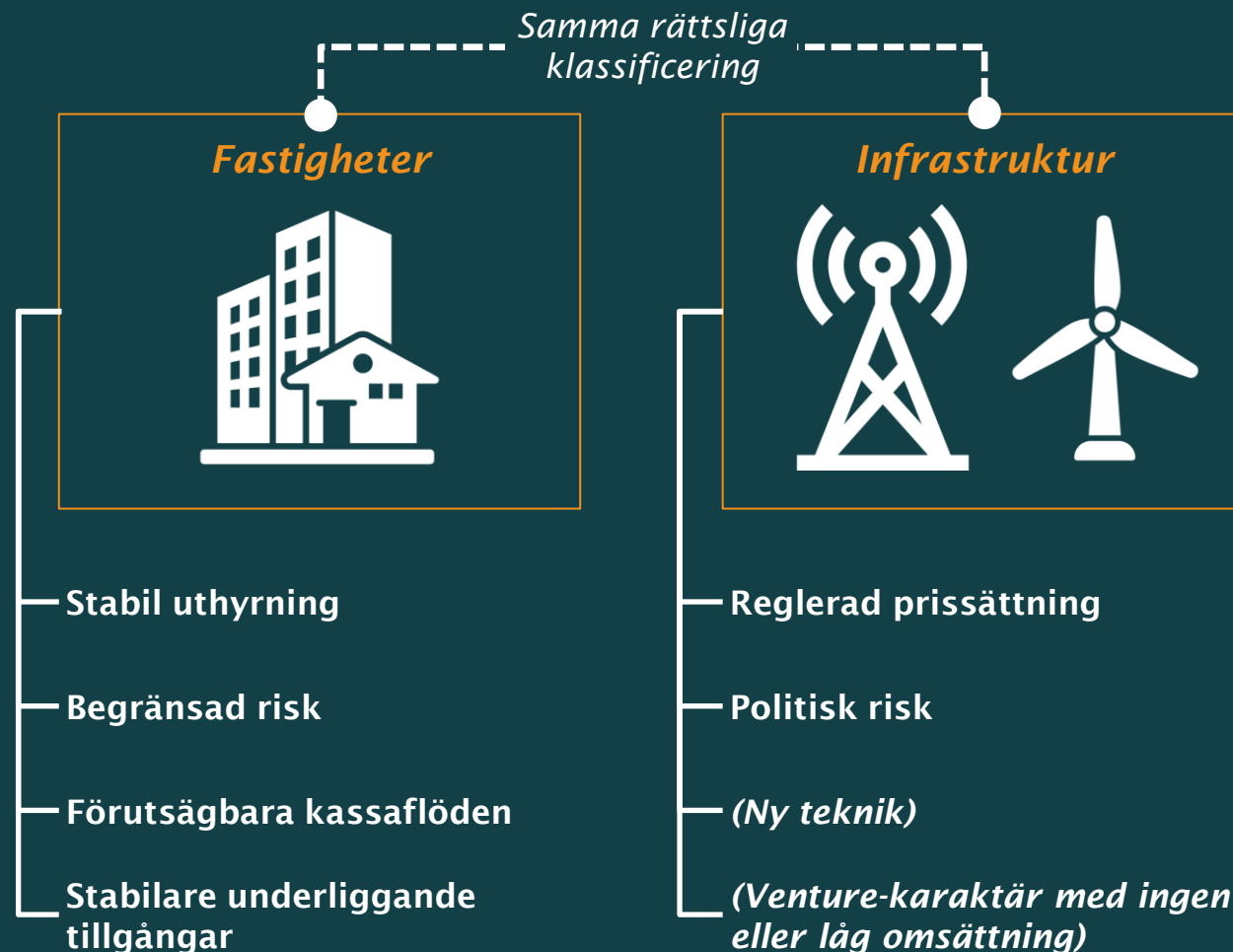
- **5-10 år** att bygga organisatorisk substans från grunden
- Konkurrenskraft med **privata marknadens ersättningsstruktur**
- **Alternativkostnad** under uppbyggnadsfasen; utebliven avkastning
- **Rekommendation:** överväg fondstrukturer parallellt med uppbyggnad

Infrastruktur klassificerat som fastighet

Klassificeringar av fast egendom

Definitionen av fast egendom

- **AP-fondslagen begränsar** direktägande i onoterade tillgångar men inte i fastigheter
- Infrastruktur kan (**Ellevio, Polhem Infra, OMERS Farmoor/Thames Water**) klassificeras **juridiskt som fast egendom** trots att verksamheten rör tjänster/produkter (el, data, vatten) snarare än uthyrning av fastigheter
- **Resultatet är ett brett investeringsutrymme**
- **Rekommendation:** Styrelserna bör begränsa direktinvesteringar i infrastruktur till tillgångar med lägre risk, oavsett juridisk klassificering



Fem rekommendationer och tre kritiska insikter

Arkwrights rekommendationer och kritiska insikter (ej uttömmande)

Rekommendationer

1. Förstärk organisationerna och inför organisationsnyckeltal

Fler medarbetare och samarbetspartners inom illikvida tillgångar, samt stresstester i styrelsens uppföljning av illikvida portföljer

2. Implementera substansprinciper

Krav innan nya investeringsformer upprättas (ex. riskkapitalföretag)

3. Tillämpa bolagsstrukturer restriktivt för nybildade företag

Fondstrukturer ger bättre skydd; särskilt för internationella tillgångar med hög komplexitet och begränsad intern ägarkapacitet

4. Säkerställ styrelserepresentation

Vid direktäggande i bolag via riskkapitalföretag

5. Säkra handlingsutrymme

Kontraktuell rätt till avyttring och likviditetstillfällen i samtliga samägda innehav

Kritiska insikter

1. Organisatorisk robusthet före investeringar

- Kostnadseffektivitet får aldrig gå före organisatorisk robusthet
- AP-fondernas organisation för illikvida tillgångar är underdimensionerad relativt portföljstorleken

2. Substansprinciper som styrelseverktyg

- Neka investeringsformer utan robust organisation, relevant portföljansats och definierad kapitalram
- 4 to 1 Investments saknade samtliga substansprinciper

3. Form och risk måste matcha kapacitet

- Bolagsstrukturer för högriskinvesteringar kräver resurser som AP-fonderna idag saknar
- Fondstrukturer ger bättre skydd, och särskilt för investeringar utomlands med hög komplexitet

Granskning och ansvarsutkrävande

- Konsolidering av AP-fonderna genomförd
 - AP1 har uppgått i AP3 och AP4
 - AP6 har införlivats i systemet och uppgått i AP2
 - Systemet blir mer överblickbart
- Skärpta kompetenskrav på styrelserna
 - Ny utformning sedan 1 januari 2026
 - Större tonvikt vid erfarenhet av kapitalförvaltning
- Processen framåt



Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2025

Finansmarknadsminister Niklas Wykman
Mats Langensjö, Arkwright
12 mars 2026

