

Kunskap och kapital. **Insikt**

Sommaren 2025

STÖK-EKONOMIN HAR BARA BÖRJAT

*Så navigerar företag
i en värld utan regler.*

ANALYSER, CASE OCH AFFÄRSFLÖDEN

*Nu är DNB Carnegie
störst i Norden.*

HUR SMARTA BLIR SPRÅKMODELLERNA?

*AI-experten om vägen
till mänsklig hjärnkraft.*

MEGATRENDER FÖR DIN PORTFÖLJ

*Defensiv tillväxt
i en osäker tid.*

*Bioarctics bromsläkemedel mot alzheimer har
fått klartecken. Allt talar för att långvägaren
Gunilla Osswald blir vd för en miljardaffär.*

RÄTT MEDICIN FÖR LUTTRAD MARKNAD

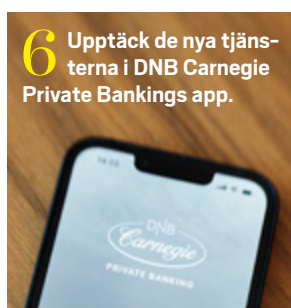
Att försäkra det värdefulla är vår vardag.



Brookfield är Sveriges enda försäkringsagentur specialiserad på att skydda konst, värdeföremål och exklusiva hem. Med unika villkor anpassade för den svenska marknaden ser vi till att din egendom alltid har det skydd den förtjänar.

Läs mer på brookfield.se

Brookfield
underwriting



INNEHÅLL

Ledare	4
Nya investerartjänster i vår app	6
Evenemang på DNB Carnegie	8

Kunskap 10–35

► Affär med bevisad effekt

Bioarctics vd **Gunilla Osswald** har goda förutsättningar att göra bolagets alzheimer-broms till en miljardaffär.

DNB Carnegie: fusionsnytta för dig

AI: Hur smarta är språkmodellerna?

► Världen efter tullkaoset

Investerare kan vinna även ett spel utan regler. Omvärldsstrateg **Henrik von Sydow** spanar på investeringslandskapets långa linjer.

Marknadsläget: Helena Haraldsson

Makroekonomin i tre grafer

Kapital 36–58

► Analyskraft från DNB Carnegie

Elva år i rad har DNB Carnegies analyser topprankats av institutionella placereare. Nu kan du som är kund få tillgång till dem.

Infrastruktur och megatrender

IPO: Intressanta case i pipeline

► Innovationer till rabatt

En rad trender och faktorer gör hälsosektorn och hälsorelaterad biotech attraktiva på sikt.

Skatt, juridik & entreprenörskap

Generationsskifte: Så gör du rätt

Mindre trygg än du tror?

Tips inför utlandsflytten

Pension: planera uttaget

Krönika: Jörgen Grönlund

DNB Carnegie Next Generation

Krönika: Johanna Kull

24 SPEL UTAN REGLER Den nya världs-o-ordningen

USA var länge en garant för stabilitet – nu är motsatsen fallet. *Insikt* presenterar scenarier och strategier för en tid då regler blivit överspelade.



ISTOCKPHOTO: JOAKIM BRAUN; JULIANA FÄLLDIN; EVA DALIN/NASDAQ; PETER GÄRDENFORS/CHATGPT

Insikt. Ett magasin från DNB Carnegie Private Banking.

Chefredaktör: Johan Högberg **AD:** Joakim Braun **Omslagsfoto:** Jonte Wentzel **Korrektur:** Niklas Johnsson

Tel.: 08-5886 88 00 (vx.) **E-post:** insikt@carnegie.se **Postadress:** DNB Carnegie, 103 38 Stockholm

Annonsbokning: gabrielle.hagman@mediakraft.se **Tryck:** Exaktaprinting, Malmö.

Har du frågor om investeringar, pensioner, skatter eller juridik? DNB Carnegie Private Bankings rådgivare hjälper dig gärna. Mejla pbkontakt@carnegie.se, eller ring oss.

I Stockholm: 08-5886 94 84. **I Göteborg:** 031-743 08 80. **I Malmö:** 040-665 52 00. **I Linköping:** 013-36 91 90.

VIKTIG INFORMATION. Denna publikation är marknadsföringsmaterial framtaget av DNB Carnegie Private Banking inom DNB Carnegie Investment Bank AB (publ) ("DNB Carnegie"). DNB Carnegie är ett bankaktiebolag som står under Finansinspektionens tillsyn. Informationen i denna publikation utgör inte investeringsrådgivning utan allmän information. Som sådan ska den ej betraktas som uppmaning, rekommendation eller råd att köpa eller sälja finansiella instrument. Informationen i publikationen beaktar inte den enskilda mottagarens särskilda investeringsmål, ekonomiska situation, erfarenhet av och kunskap om finansiella instrument eller andra specifika behov. Adekvat och professionell rådgivning skall alltid inhämtas innan investeringsbeslut fattas. Investeringar i finansiella instrument är förknippade med risker och en investering kan både öka och minska i värde eller komma att bli värdelös. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. DNB Carnegie fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada som grundar sig på användandet av informationen i publikationen. Informationen i denna publikation är baserad på källor som av DNB Carnegie bedömts vara tillförlitliga. Trots att DNB Carnegie nedlagt vederbörlig omsorg för att innehållet i publikationen ska vara korrekt och inte missvisande garanterar DNB Carnegie inte att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga.

KÄRNVÄRDEN I NY KONTEXT

Nu fortsätter vi resan som DNB Carnegie Private Banking, med ambitionen att bli ledande i Norden på fler områden.

För bara ett par veckor sedan, den 12 maj, nådde vi en milstolpe. Då började DNB och Carnegie arbeta som en enhet, och Carnegie Private Banking blev DNB Carnegie Private Banking. Vi ser redan potentialen i vår gemensamma styrka – på sidan 18 berättar vi mer om hur affären gynnar dig som är *private banking*-kund hos oss.

Ett ökat flöde av intressanta investeringsmöjligheter tillhör de tydligaste fusionsfördelarna. Samgåendet med DNB:s investmentbank stärker vår position ytterligare i Norden, där vi blir överlägsen marknadsledare. Även om vårens börsturbulens tillfälligt stängde börsnoteringsfönstret i Sverige, har vi en *pipeline* av intressanta kvalitetsbolag som är redo för börsen när fönstret öppnar igen. Läs mer på sidan 40.

ETT BOLAG SOM Carnegie redan har tagit till börsen – faktiskt i samarbete med just DNB – är *biotech*-bolaget Bioarctic. Sedan noteringen 2017 har aktien stigit från 24 kronor till 192 kronor. Börssuccén bygger på Lars Lannfeldts och Pär Gellerfors många-åriga alzheimer-forskning, som har mynnat ut i ett unikt läkemedel. Under hela börsresan har bolaget letts av vd Gunilla Osswald. Ta del av hennes lärdomar och utsikterna framåt på sidan 10.

I OSÄKRA TIDER är hälsovårdssektorn ofta en bra investering. Dock inte i år: Donald Trumps ambitioner att pressa läkemedelspriserna i USA har ökat oron i sektorn. På längre sikt talar ändå en rad faktorer för att övervikta läkemedelsbolag och hälsorelaterad *biotech* – läs mer på sidan 42.

Ett annat område där utvecklingen fortsätter i rask takt är AI, inte minst drivet av de amerikanska *tech*-bolagens enorma investeringar i datacenter. Betalar de sig? Alla är inte så säkra på det. Det finns också en vision om att AI blir lika smart som människan – på sidan 20 förklarar den bokaktuelle kognitionsvetaren Peter Gärdenfors varför dagens dominerande AI-teknik kanske inte leder dit.

SEDAN DONALD TRUMPS *comeback* i Vita huset har investerarnas fokus skiftat från *tech*-vinnarnas frammarsch till geopolitik och konjunktur. Mitt i det dagliga Trump-stöket lyfter vår omvärldsstrateg Henrik von Sydow fram tre geopolitiska scenarier (se sidan 24). Vår makrostrateg Helena Haraldsson tipsar om ett antal makroindikatorer att bevaka (se sidan 32).

I TURBULENTA TIDER som dessa visar sig vikten av diversifiering. Att sprida risk är också A och O för familjer som vill säkerställa att förmögenheten bevaras i generationer framåt. På sidan 56 kan du läsa om hur DNB Carnegie Next Generation utbildar morgondagens arvtagare för att säkra en framgångsrik succession. Och på sidorna 46–55 hjälper vårt team av experter dig att navigera rätt inom viktiga områden som skatt, företagande, familjerätt och pension.

SLUTLIGEN: missa inte att ta del av medföljande strategiuppdatering. Där redogör vårt diskretionära förvaltnings-team för hur portföljen positionerats inför andra halvåret.

Jag önskar dig en riktigt trevlig sommar! ■



Fredrik Leetmaa
Chef, DNB Carnegie
Private Banking



Expansion såväl lokalt som internationellt

■ 2018 öppnade Carnegie Private Banking kontor i Linköping och 2021 i Helsingborg. I fjol fortsatte expansionen med ett kontor i Jönköping. Nu, tillsammans med DNB, når vi ännu fler privata investerare och entreprenörer via DNB:s kontor i Luxemburg, Zürich och Marbella.

Över 56 000 följer oss på sociala medier

■ Vårt LinkedIn-konto DNB Carnegie Investment Bank har över 56 000 följare. Följ oss du också och missa inga nyheter från banken. Du hittar oss även på Instagram och Facebook (i båda fallen heter vårt konto @dnbcarnegie-privatebanking).

Topprankad private banking – än en gång

■ Det senaste året har DNB Carnegie Private Banking rankats i toppskiktet av svenska *private banking*-aktörer. I höstas kom vi etta i tidningen *Affärsvärldens* ranking, och på delad andraplats i *Prospers* ranking. I våras tog vi för tredje året i rad hem förstaplatsen i det brittiska affärsmagasinet *Euromoneys* ranking av svenska *private banking*-aktörer. I Norge vann DNB Private Banking mot-svarande pris.



TACK TACK TACK

För tredje året i rad står det nu klart att **Cliens Småbolag** utses till **Bästa Småbolagsfond i Norden** av LSEG Lipper Awards. Det prestigefyllda priset är riktat till toppfonder och fondförvaltare som konsekvent presterar en stark riskjusterad avkastning jämfört med sina konkurrenter. Med anledning av utmärkelsen vill vi passa på att rikta ett stort tack alla institutioner, distributörer och privatpersoner som år efter år ger oss det stora förtroendet att förvalta era tillgångar.

På **smabolag.cliens.se** kan du läsa mer om fondens förvaltare och investeringsstrategin som ligger bakom framgångarna. Bland annat har fonden slagit jämförelseindex* varje enskilt år sedan starten för mer än åtta år sedan och vunnit ett stort antal utmärkelser.

Tänk på att historisk avkastning inte är en garanti för framtida avkastning. De pengar du placerar i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.

*Carnegie Small Cap Return Index



smabolag.cliens.se

LSEG



**Lipper
Fund Awards**

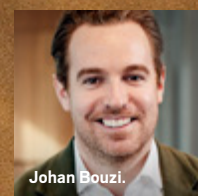
Winner 2023 | 2024 | 2025
Nordics

CLIENS

KAPITALFÖRVALTNING
VI GÅR VÅR EGEN VÄG

”Bättre tillgång till DNB Carnegies topprankade aktieanalys låg överst på kundernas önskelista.”

Johan Bouzi
Produktchef för
DNB Carnegies
digitala kanaler



JULIANA FÄLDIN

HÖGRE APP-AMBITIONER

■ Våren 2024 tillträdde **Johan Bouzi** som ny produktchef för DNB Carnegies digitala kanaler. Med en bakgrund som produktledare på Avanza var hans uppdrag tydligt: att skapa förutsättningar för en snabbare och mer kundinriktad produktutveckling.

Hur summerar du det första året?

– I fjol lade vi grunden: formerade teamet, löste en del tekniska frågor och satte upp ett nytt arbetssätt. När vi före årsskiftet lanserade **DNB Carnegie Reach** var det en milstolpe. Bättre tillgång till DNB Carnegies topprankade aktieanalys låg överst på kundernas önskelista. Därefter har vi på kort tid sett flera lanseringar (se ruta till vänster).

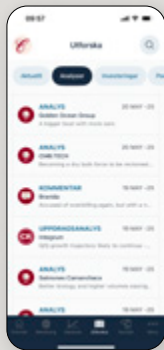
Vad är den röda tråden?

– I huvudsak har vi arbetat utifrån två ledstjärnor: kundernas önskemål samt att lyfta fram DNB Carnegies styrkor digitalt.

TIPSA OSS!

Vi förbättrar kontinuerligt våra digitala kanaler. Har du synpunkter eller idéer? Mejla till **feedbackapp@carnegie.se**.

DNB CARNEGIE-APPEN Här hittar du affärsschanserna – exklusivt för DNB Carnegies kunder



DNB CARNEGIE REACH

Strax före årsskiftet lanserades tjänsten **DNB Carnegie Reach**, som ger alla *private banking*-kunder tillgång till aktieanalyser på de cirka 600 nordiska börsbolag som banken bevakar. **Läs mer på sidan 36.**

I analyserna:

- Rekommendation och riktkurs
- Kort- och långsiktigt case.
- Prognoser och nyckeltal.
- Respektive analytiker kommenterar utvecklingen.

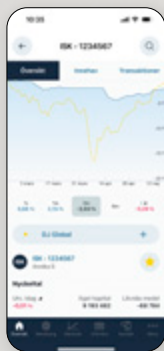


HANDEL I EUROPA

Sedan tidigare är det möjligt att handla aktier i Sverige, Danmark och Finland med DNB Carnegies app. Under våren lanserade vi handel på ytterligare tolv europeiska marknader.

Handla aktier i:

- Storbritannien, Tyskland och Frankrike.
- Nederländerna, Belgien och Schweiz.
- Norge, Portugal och Italien.
- Irland, Spanien och Österrike.



JÄMFÖRELSEINDEX

Lanseringen av fler jämförelseindex gör det enklare för kunderna att få en bild av hur investeringarna utvecklas och göra jämförelser. Sedan i april finns både återinvesterande index och flera globala och europeiska index.

Några nya index:

- OMX Stockholm 30 GI.
- Dow Jones.
- Dow Jones Global.
- Nikkei 225.



PORTFÖLJÖVERBLICK

För att ge *private banking*-kunder med diskretionär kapitalförvaltning en ännu bättre överblick över placeringarna i portföljen redovisas nu innehaven fördelade på de fyra grundtillgångsslagen.

Tillgångsslag:

- Nordiska och svenska aktier.
- Globala aktier.
- Räntepapper.
- Alternativa investeringar.

INVESTERA DINA AKTIER OCH VÄRDEPAPPER I HJÄRNFORSKNINGEN.

Hjärnans diagnoser drabbar oss alla och slår hårt. Om inte direkt, så genom någon vi bryr oss om. Sjukdomar som ALS, alzheimer och stroke förändrar liv varje dag.

Hjärnfonden arbetar för ett samhälle där alla hjärnor når sin fulla potential, fria från sjukdomar. För att nå dit behöver hjärnforskningen långsiktig finansiering.

Du kan bidra genom att ge en gåva, men du kan också skänka aktier, aktieutdelning, obligationer och fonder direkt till Hjärnfonden. Helt skattefritt. Som ideell organisation med allmännyttigt ändamål kan vi ta emot och realisera din aktiegåva utan att kapitalvinstskatt dras – vilket betyder att mer pengar går till livsviktig forskning.

**Vill du veta mer? Kontakta Lotta Johansson på
08-525 255 74 eller lotta.johansson@hjarnfonden.se**



Läs mer om att skänka aktier, aktieutdelning, obligationer och fonder på hjarnfonden.se/aktiegava

 **Hjärnfonden**

”Osäkerheten påskyndar hemtagningen av produktionskedjor.”

Henrik von Sydow
Omvärldsstrateg

TRE TRENDER TRANSFORMERAR INVESTERINGSLANDSKAPET



Dramatik med möjligheter — här möts kunskap och kapital på DNB Carnegie

■ Tullkaosets konsekvenser för entreprenörer och privata investerare lockade i maj ett 80-tal *private banking*-kunder till omvärldsstrategen **Henrik von Sydow**s återkommande evenemang **Omvärldsfrukost**. Han

utvecklar sina spaningar på sidan 24 i denna utgåva av *Insikt*.

DNB Carnegie har en unik position på den nordiska kapitalmarknaden. Kombinationen av en ledande invest-
mentbank, topprankad

analysavdelning och betydande kapitalförvaltning skapar ett unikt ekosystem där kunskap möter kapital.

För att ta vår kunskap ut till våra kunder arrangerar vi varje år ett stort antal såväl digitala som

fysiska evenemang och seminarier där kunderna kan ta del av våra senaste analyser och insikter. Dessa träffar ger utmärkta möjligheter att nätverka. *Even-ten* sträcker sig från breda strategiseminarier,

omvärldsfrukostar och **Efter Börsen-after work** till mer nischade entreprenörsträffar, investerarsesor och middagar.

Vill du som är kund veta mer om hur *event-kalendern* ser ut? Lyft intresset med din rådgivare.



Mildefs IR- och kommunikationschef Olof Engvall presenterade bolaget på seminariet Fokus Försvar i februari.



Inspirationsfrukost med Emine Lundkvist och Leni Ekendahl om deras bok *Money money – ta makten över din ekonomi*.



Makrostrategen Helena Haraldsson och redaktören Johan Högberg livesänder om vårens strategirapport *Disruptiv kraft*.



DNB Carnegies nätverk Kunskap, Kvinnor och Kapital gästades i mars av Gunhild Stordalen, vd för EAT Forum.



CARNEGIE
FONDER



Simon Blecher, Investeringschef

VI KAN SVERIGE SEDAN 1988

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonden kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Faktablad och informationsbroschyr finns på carnegiefonder.se.

*Lägg **Bioarctic** på minnet: Det svenska bolaget har utvecklat världens första godkända bromsmedicin mot Alzheimers sjukdom. Nu är det vd **Gunilla Osswalds** uppgift att göra genombrottet till en lönsam affär.*



Bioarctic-**vd:n** Gunilla Osswald på bolagets huvudkontor i Stockholm.

20 års svensk forskning fick BEVISAD EFFEKT Nu tar hon biotech-bolaget till NÄSTA FAS

TEXT: Linda Vikström FOTO: Jonte Wentzel

Få sjukdomar slår hårdare mot både individ och samhällsekonomi än alzheimer. Nu tänds hopp: Efter mer än två decenniers forskning är Bioarctics läkemedel världens första fullt godkända bromsmedicin på marknaden. I en sektor där nio av tio substanser i klinisk fas misslyckas är goda nyheter välkomna – börsvärdet har mer än fördubblats på tre år.

Det återstår att göra Leqembi till en storsäljare och ta övriga projekt i mål. Lett av vd Gunilla Osswald har Bioarctic byggt partnersamarbeten med jättar som Eisai och Bristol Myers Squibb, och utvecklat en plattformsteknologi som gör det lättare för läkemedel att nå hjärnan. I *pipeline* finns nya versioner av Leqembi, liksom kandidater mot Parkinson och den sällsynta sjukdomen multipel systematrofi (MSA).

Just som vi ska dyka in i dessa frågor med Gunilla Osswald, på Bioarctics huvudkontor i Stadshagen i Stockholm, släntrar Lars Lannfelt spontant in i rummet. Vd och bolagsgrundare hejar glatt på varandra och börjar prata om gårdagskvällen, som de enas om var "våldigt trevlig".

– Vi var i Uppsala igår, vi har nämligen fått ett fint pris¹, förklarar Lars Lannfelt.

¹ Uppsala universitets innovations- och entreprenörpris 2025.

Gunilla Osswald är vd på Bioarctic sedan 2014. Dessförinnan jobbade hon på Astra Zeneca i 28 år, främst inom alzheimerforskning.



- – Pär Gellerfors var också med. Det var Pär och jag som grundade Bioarctic för rätt många år sedan, 2003 faktiskt. Men då var det mest en papperskonstruktion. 2006 kom vi i gång, säger Lars Lannfelt, i dag professor emeritus i molekylär geriatrik vid Uppsala universitet.

EFTER LITE SMÅPRATANDE är det dags för ett ålderistiskt inspel från *Insikts* reporter.

Så roligt att få träffa dig, hälsar du ofta på här?

Lars Lannfelt, 76 år, förklarar vänligt att jo, det gör han – varje dag faktiskt, eftersom han jobbar heltid på Bioarctic.

Det är lätt att se att vd och grundare är samspelta. Det finns en påtaglig värme dem emellan, och de delar samma drivkraft: patienterna.

Patienter har på eget initiativ startat upprop, spridit information på sociala medier och skickat sina berättelser till myndigheter.

– Vi har många som hör av sig, både personer som fått behandlingen och de som väntar på att den ska bli tillgänglig, säger Gunilla Osswald.

Hon berättar om patienter som på eget initiativ har startat upprop, spridit information på sociala medier och skickat sina berättelser till europeiska myndigheter.

– Det är fantastiskt. Det visar hur starkt engagemanget är och hur viktig den här sortens behandling är för dem.

Kommer man att kunna bota alzheimer, inte bara bromsa sjukdomen?

– Nej, inte i nuläget, säger Gunilla Osswald.

– Jo, säger Lars Lannfelt.

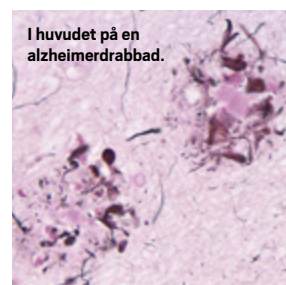
Trots samsyn på övergripande mål och strategier har vd och grundare nämligen olika syn



Gunilla Osswald med forskaren Ceren Emre.



Fler produkter i pipeline.



TULEMO/WIKIMEDIA COMMONS

Miljoner människors nervceller bryts ned

■ **Neurodegenerativa sjukdomar** innebär att nervceller i hjärnan gradvis bryts ned. Alzheimer, parkinson, ALS och multipel systematrofi (MSA) är några exempel. Sjukdomarna har olika symtom men delar centrala mekanismer, såsom ansamling av felveckade proteiner (plack) och inflammation i hjärnan.

I världen finns cirka 57 miljoner demenssjuka, varav 60–70 procent har Alzheimer. Närmare 10 miljoner insjuknar årligen. År 2050 finns cirka 139 miljoner demenssjuka, spår WHO.

I Sverige fanns år 2023 runt 140 000 demenssjuka.

Bioarctic letar efter bot

■ Stockholmsföretaget **Bioarctic** är ett forskningsdrivet bioteknikbolag specialiserat på neurodegenerativa sjukdomar. Dess forskningsplattform kan anpassas till flera sådana tillstånd, varför bolaget strategiskt valt att bygga en portfölj kring dem. **Affärsmodell:** Kombinerar egna projekt och strategiska partnerskap med globala läkemedelsbolag. Får *royalties* löpande från global försäljning av Leqembi och milstolpsbetalningar från partnerföretag. **Storsäljare: Leqembi** är det första läkemedlet med fullt godkännande som bromsar Alzheimers sjukdom. **Grundat:** 2003 av forskarna **Lars Lannfelt** och **Pär Gellerfors**. **Vd: Gunilla Osswald**. **Ordförande: Eugene Steiner**. **Anställda:** Runt 120. **Nettoomsättning:** 257 miljoner kronor (2024). **Rörelseresultat:** –229 miljoner kronor (2024). **Aktie:** Noterades den 12 oktober 2017 på Nasdaq Stockholm med Carnegie och DNB som rådgivare. **Börsvärde:** 15,8 miljarder kronor (1 maj 2025). **Största ägare:** Lars Lannfelt och Pär Gellerfors har tillsammans runt 55 procent av kapitalet.

på en central fråga. Även om Bioarctics Alzheimerläkemedel Leqembi bromsar sjukdomen, handlar det i nuläget fortfarande om att fördröja förloppet – som inte går att stoppa helt, menar Gunilla Osswald.

Lars Lannfelt har en mer optimistisk syn:

– Jag tycker att man kan använda ordet bota. Med bättre diagnostik, genetisk kunskap och tidigare insats tror jag vi kommer att kunna stoppa sjukdomen innan funktionerna påverkas. Kanske inom tio år.

LARS LANNFELT ger en bild av sitt livs forskningsmässiga vändpunkt, som lade grunden till Bioarctics framgångar.

– Det var när jag 1992 hittade det som amerikanerna döpte till *the Swedish mutation*². De tog

patent på upptäckten i USA, vilket var otroligt irriterande. Jag tänkte aldrig på kommersiella aspekter då, det var vetenskapen som drev mig – och så är det fortfarande.

När han och kollegorna senare identifierade den så kallade arktiska mutationen hade han lärt sig läxan.

– Den gången såg jag till att vi tog patent innan vi publicerade. Det blev avgörande för samarbetet med Eisai. Utan det hade det inte blivit något genombrott.

² *Swedish mutation* är en förändring i den gen som kodar för APP (amyloid precursor protein). Mutationen leder till ökad bildning av amyloid-beta – det protein som klumpar ihop sig i hjärnan och bidrar till Alzheimers sjukdom. Mutationen upptäcktes 1992 av Lars Lannfelt och är kopplad till ärftlig, tidigt debuterande Alzheimer.

► Vad som orsakar alzheimer är omstritt. En förklaringsmodell fokuserar på proteinavlagringar i hjärnan (amyloidplack). Lars Lannfelts forskning visade att det inte är placken som ska angripas utan de lösliga, giftiga aggregaten (förstadier till plack): protofibrillerna.

– Det var en fantastisk insikt. Men det var också rätt mycket jobb att ta fram en antikropp som kunde rikta in sig exakt på dem.

Det vetenskapliga genombrottet 2005 var startskottet, men det är japanska Eisai som gjort det möjligt att ta produkten till marknaden. Ett utvecklings- och kommersialiseringsavtal för antikroppen lecanemab, grundbulten i det kommande läkemedlet, ingicks 2007. I dag ansvarar Eisai för global utveckling och försäljning, medan Bioarctic får milstolpsbetalningar och *royalty*-intäkter på upp till 9 procent av försäljningen (utom i Norden, där båda företagen planerar kommersialiseringen och delar intäkterna).

Hade du kunnat förutse att Bioarctic skulle ta sig hit där ni är i dag?

– Jag har aldrig varit förvånad, måste jag säga, säger Lars Lannfelt.

FÖRDRÖJER FUNKTIONSNEDSÄTTNINGEN

Fas 3-studien: det slutliga beviset

2018 presenterades resultaten av fas 2-studien vid en stor alzheimerkongress i Chicago.

– Fas 2b var ett genombrott. Studiens resultat visade att behandlingen hade förmåga att bromsa sjukdomsförloppet, säger Gunilla Osswald.

Studien – med 856 patienter – visade en tydlig dosberoende minskning av amyloidplack och en signifikant bromsning av den kognitiva försämringen.

Fas 3-studien på närmare 1 800 patienter presenterades hösten 2022 på alzheimerkonferensen CTAD i San Francisco. Samma effekt observerades, med stark statistisk signifikans.

– När resultaten kunde bekräftas i fas 3, på en bredare patientgrupp runt om i världen, var det ett avgörande ögonblick. Publiken gav stående ovationer. Då visste vi att det här hade förutsättningar att bli ett läkemedel, säger Gunilla Osswald.

Sedan gick det snabbt. Leqembi godkändes i USA i juli 2023 – det första fullt godkända läkemedlet som bromsar Alzheimers sjukdom. Godkännanden har följt i Japan, Kina och ett 40-tal andra länder. I april 2025 fick läkemedlet också ett europeiskt marknadsgodkännande från läkemedelsmyndigheten EMA. Nu pågår introduktion och pris- och subventionsförhandlingar land för land inom EU.

Läkemedlet bromsar försämringen med 27 procent under 18 månaders behandling, heter det i fas 3-studien. Vad innebär det?

– Det motsvarar ungefär fem till sex månaders fördröjd funktionsnedsättning, vilket kan ge patienten längre tid att behålla sitt oberoende, förklarar Gunilla Osswald.

”Jag tänkte aldrig på kommersiella aspekter då, det var vetenskapen som drev mig – och så är det fortfarande.”

Lars Lannfelt
Bioarctic-medgrundare

LARS LANNFELT Forskaren bakom Bioarctics succé

■ **Titel:** Läkare och professor emeritus i molekylär geriatrik, Uppsala universitet. **Bakgrund:** Inledde sin forskarbana vid **Karolinska Institutet**, där han tidigt intresserade sig för de genetiska orsakerna till alzheimer. Han upptäckte den "svenska mutationen" och den "arktiska mutationen", fynd som blev världsberömda. Byggde senare upp en forskargrupp

i molekylär geriatrik vid Uppsala universitet. **Entreprenörroll:** Startade **Bioarctic** 2003 tillsammans med biokemisten **Pär Gellerfors**, för att kommersialisera forskningen kring amyloidbeta-prototfibriller vid Alzheimers sjukdom. **Utmärkelser:** Organisationen **Forska!** Sveriges forskarutmärkelse 2023 för banbrytande insatser inom

alzheimersforskning. **Bengt Winblads pris 2022** från **Svenska Läkarsällskapet** för framstående insatser inom molekylär geriatrik. **Lifetime Achievement Award 2024** vid CTAD-konferensen för utvecklingen av lecanemab. **European Grand Prix 2024** från den franska forskningsstiftelsen **Fondation Recherche Alzheimer**.

VAD FÅR DET KOSTA?

Att mäta samhällsnyttan

Att omvandla banbrytande läkemedel inom nya indikationer till samhällsförändring är sällan gjort i en handvändning. Införandet av Leqembi i USA går långsammare än marknaden förväntat: Bioarctic-partnern Eisai, som spådde en försäljning om cirka 3,3 miljarder dollar för räkenskapsåret 2027, har nu halverat prognosen till 1,7–1,9 miljarder dollar. ►

Läkemedlet bromsar försämringen med 27 procent under 18 månaders behandling.

KANSKE INTE DITT LIVS INVESTERING. MEN GARANTERAT NÅGON ANNANS.

När du ger en aktiegåva till Läkare Utan Gränser
behöver varken du eller vi betala skatt. Då ökar värdet
på din gåva till oss, och vi kan hjälpa fler människor i nöd.

► Det är lätt att förstå att den som drabbats av alzheimer, liksom patientens anhöriga, kan glädja sig åt att få mer tid innan sjukdomen förändrar livet drastiskt. Och att de samhälls-ekonomiska implikationerna – såsom minskad belastning på äldreomsorgen, fördröjd institutionsvård och minskat anhörigberoende – kan bli stora. *Men vad får det kosta?* Debatten är skarp och beräkningar bollas fram och tillbaka.

De globala kostnaderna för demenssjukdomar anges till över 1 300 miljarder dollar per år, främst drivet av behovet av omsorg och anhörigstöd snarare än själva vården. I Sverige uppskattas kostnaden till runt 2 procent av BNP.

Behandling med Leqembi innebär enligt listpriset en årlig läkemedelskostnad på cirka 26 500 dollar per patient i USA. Enligt äldre-rådet National Council on Aging kan de totala årliga kostnaderna, inklusive infusioner, PET/MPR-undersökningar och säkerhetsövervakning, uppgå till cirka 90 000 dollar per patient. Utvärderingsorganet Institute for Clinical and Economic Review har ifrågasatt om nyttan rättfärdigar prisnivån, och anser att ett rimligare pris vore 8 900–21 500 dollar per år. Eisai har kontrat med att behandlingens samhällsekonomiska värde är drygt 37 000 dollar per patient – främst tack vare uppskjuten vård och bibehållen självständighet.

DET LIGGER INTE på Bioarctics bord att hantera prissättning eller debattera beräkningar. Men flera aspekter som Gunilla Osswald lyfter kan ha potential att öka den ekonomiska samhällsnyttan. Hon betonar att behandlingen inte avslutas efter 18 månader, även om det var längden på den placebokontrollerade studien. Många patienter har fortsatt i öppna förlängningsstudier, där data nu finns för både 36 och snart 48 månader. Det öppnar för större långtidseffekt än dagens modeller tar höjd för.



Läkemedelstestning hos Roche.

Högt tempo i forskningen

■ Till Bioarctics konkurrenter hör **Eli Lilly** med **Kisunla (donanemab)**, som är godkänt i USA (2024), Japan, Kina och Storbritannien. I mars 2025 såg EU:s läkemedelskommitté risk för allvarliga biverkningar och avrådde från godkännande – omprövning pågår. Andra aktörer är:

► Schweiziska **Roche** med **gantenerumab**, där en fas 3-studie dock misslyckades 2022.

► Amerikanska **Biogen** med **Aduhelm**, som var det första amyloidläkemedlet, men som är kontroversiellt och fasas ut till förmån för Bioarctics Leqembi i samarbete med Eisai.

► Amerikanska **Acumen Pharma** är i fas 2 med **sabirnetug**.

► Flera företag försöker liksom Bioarctic att förbättra transporten av läkemedel över blod-hjärnbarriären. **Roche** ligger längst fram med sitt **trontinemab**.

Gunilla Osswald förklarar också att Leqembi idag är godkänt för så kallad tidig alzheimer – det vill säga lindrig kognitiv svikt och mild alzheimer – men att en större målgrupp kan bli aktuell.

– Vi testar också behandling i ännu tidigare skeden, redan innan symtomen uppstår. Det är där potentialen finns att verkligen förändra sjukdomens bana.

Hon säger det inte, men jämfört med dagens kalkyl kan den krasse samhällsekonomen troligen sätta en annan, gynnsammare värdering på att ge en yngre målgrupp en längre tid i arbetsför ålder.

SPELPLANEN RITAS OM

Mer lättillgänglig diagnostik

Diagnostiken spelar en avgörande roll för utvecklingen. Med enklare, billigare och mer tillgängliga metoder skulle alzheimer kunna upptäckas i ett mycket tidigt skede. Stora framsteg görs inom blodbaserade biomarkörer – troligen kan tester i framtiden erbjudas redan i primärvården. Det förändrar hela spelplanen.

– När diagnostiken blir mer precis och lättillgänglig kommer många fler patienter att kunna identifieras i tid, säger Gunilla Osswald.

Eisai planerar dessutom att lansera en subkutan injektionsform av Leqembi. Behandlingen kan då ges genom huden, ungefär som när insulinpennor används vid diabetes. Det kan öka antalet patienter som kan behandlas.

SOM MÅNGA AV oss har Gunilla Osswald sett alzheimer försämra livet för personer i sin närhet.

– Jag trodde länge att det blir mina barns generation som kan få hjälp på något sätt. Men när man såg de där resultaten 2018 och förstod att *wow*, vi kan hjälpa min egen generation ... Det är fantastiskt. ■

LEQEMBI Städar bort proteinstök

■ Bioarctics anti-kroppsbaserade läkemedel **Leqembi** (lecanemab) riktar in sig på lösliga protofibriller av amyloidbeta – de giftiga förstadiet till plack som tros ligga bakom alzheimer. Till skillnad från tidigare läkemedel som främst lindrat symtom angriper Leqembi en underliggande mekanism och minskar mängden amyloid i hjärnan.

Leqembi är godkänt i 44 länder för behandling av tidig alzheimer, det vill säga lindrig kognitiv svikt eller mild alzheimer. Det är inte avsett för

mer avancerade sjukdomsstadier.

En genvariant som berör proteinet **ApoE4** är den starkaste kända ärftliga riskfaktorn för alzheimer. Runt 15 procent av de sjuka har ärvt varianten från båda föräldrarna, vilket ökar biverkningsrisken. För dessa patienter avråder eller begränsar vissa läkemedelsmyndigheter behandling med Leqembi.

Namnet är en sammansättning av **L** för **Lannfelt**, **E** för **Eisai** samt det japanska ordet **qembi** (ungefär: "god hälsa").

Några milstolpar

- **2005:** Vetenskapligt genombrott genom utveckling av selektiv anti-kropp mot protofibriller.
- **2007:** Licensavtal med **Eisai** om utveckling och kommersialisering av lecanemab.
- **2018:** Fas 2b-resultat mottas mycket positivt.
- **2022:** Fas 3-resultat bekräftar bromsande effekt.
- **2023:** Fullt godkännande i USA.
- **2025:** Godkännande i EU.

PIPELINE Plattformen slussar in läkemedel i hjärnan

■ **Plattform:** De täta blodkärlen i hjärnan (blod-hjärnbarriären) gör det svårt att läkemedelsbehandla organet. Bioarctics plattformsteknologi **Brain Transporter (BT)** förbättrar läkemedelsleveransen till hjärnan.

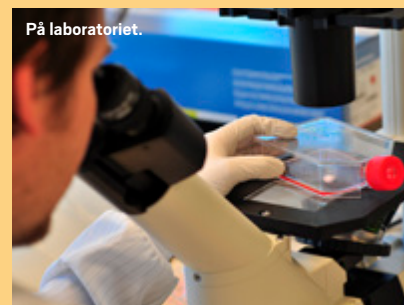
Det möjliggör lägre doser, färre biverkningar och ökad effekt. BT kan även användas av externa aktörer. Bioarctic bedriver en rad BT-projekt och ser potential vid behandling av andra svåra hjärnsjukdomar.

Pågående projekt:

► **Leqembi** (se faktruta till vänster). En fas 3-studie pågår för ännu tidigare behandling (innan symtomen debuterar).

► **Exidavnemab:** Fas 2a-kandidat mot Parkinsons sjukdom och den sällsynta sjukdomen multipel systematrofi (MSA).

► **Prekliniska projekt:** Flera projekt pågår kopplade till BT-plattformen, med inriktning på ALS, Gaucher och andra neurodegenerativa sjukdomar.



På laboratoriet.

Från forskning till global affär

■ **Namn:** Gunilla Osswald. **Befattning:** Vd för Bioarctic AB sedan 2014. **Utbildning:** Filosofie doktor i biofarmaci och farmakokinetik, Uppsala universitet. **Bakgrund:** Över 35 års erfarenhet inom läkemedelsutveckling, inklusive 28 år på Astra Zeneca i ledande roller och med fokus på neurodegenerativa sjukdomar. 12 år på Bioarctic. **Ledarskap:** Har lett Bioarctic från forskningsfas till global lansering av Leqembi (lecanemab), det första fullt godkända läkemedlet som bromsar Alzheimers sjukdom. **Utmärkelser:** Uppsala universitets innovations- och entreprenörpris 2025, tillsammans med grundarna Lars Lannfelt och Pär Gellerfors, för banbrytande forskning och starkt affärsmannaskap inom alzheimerbehandling. Arthur D. Little Nordic Life Science Award 2023, för sitt inkluderande och mål-inriktade ledarskap som byggt ett världsledande bioteknikbolag. **Public CEO of the Year** (årets vd) vid European Lifestars Awards 2023.

”Vi har otroligt smarta, engagerade människor här, och mitt uppdrag är att ge dem bästa möjliga förutsättningar att lyckas.”

DNB Carnegies vd Tony Elofsson med *private banking*-verksamhetens chef Fredrik Leetmaa.



BANKVARDAG MED NY FUSIONSKRAFT

DNB Carnegie. För private banking-kunder ger fusionen fördelar som en rikare produktflora, fler unika investeringsmöjligheter och ännu mer topprankad aktieanalys.

Den 12 maj 2025 var dag 1 för DNB Carnegie: Då lanserades den nya logotypen, och medarbetarna på de båda fusionerade bankerna började arbeta som en enhet från gemensamma kontor – i Oslo från DNB:s kontor, i Stockholm från Carnegies.

När Tony Elofsson, vd för sammanslagna DNB Carnegie, ska beskriva samgåendet mellan DNB Markets och Carnegie med ett ord faller valet på *komplementärt*.

– Det är svårt att hitta två banker som passar varandra bättre. Vi kompletterar varandra nästan perfekt,

såväl geografiskt som produkt- och sektormässigt. Överlappningen är minimal och tillsammans blir vi den klart ledande nordiska investmentbanken, säger Tony Elofsson.

REDAN I BÖRJAN av mars, när affären slutförts juridiskt, smygstartade investmentbanken och började samarbeta med DNB.

– Vi märkte direkt fördelarna med en bredare produktpalet. Vi kunde *pitcha* på affärer som tidigare var utom räckhåll för oss, och har redan vunnit flera av dem, säger Tony Elofsson.

”Tillsammans blir vi den klart ledande nordiska investmentbanken.”

Tony Elofsson
Vd, DNB Carnegie

För kunderna hos DNB Carnegie Private Banking innebär DNB Carnegies starkare marknadsposition inom företagsaffärer ännu fler unika investeringsmöjligheter, exempelvis i samband med börsnoteringar (läs mer om investmentbankens verksamhet på sidan 40).

ÄVEN INOM aktieanalysen – en gren där Carnegie länge varit ohotad etta i Sverige – är fördelarna tydliga. Samgåendet innebär att fler analytiker bevakar ännu fler nordiska börsbolag. Carnegie bevakade tidigare knappt 500 bolag, med DNB Carnegie ökar den siffran till cirka 600.

Analysavdelningen bygger vidare på Carnegies plattform, vilket borgar för kontinuitet (läs mer om vår nya analystjänst Carnegie Reach på sidan 36). Framåt delas analyschefensrollen mellan Lena Österberg,

DNB Anrik nordisk bankaktör har 2,6 miljoner kunder

■ Norska DNB:s arv kan spåras till **Christiana Sparebank**, som etablerades 1822. Det ger banken en nästan lika lång historia som **Carnegie** (grundat 1803 i Göteborg som ett handelshus). Med 2,4 miljoner privatkunder och 236 000 företagskunder är DNB Norges största bank. Vid årsskiftet hade DNB nästan 11 000 anställda fördelat på 19 länder.

Av dessa arbetar cirka 85 procent i Norge. I fjol redovisade DNB intäkter på nästan 87 miljarder norska kronor och ett nettoresultat på knappt 46 miljarder. 2024 nådde DNB Asset Management över 1 000 miljarder norska kronor i förvaltad kapital. DNB-aktien är noterad på Oslobörsen med ett totalt börsvärde på cirka 400 miljarder norska kronor, vilket gör

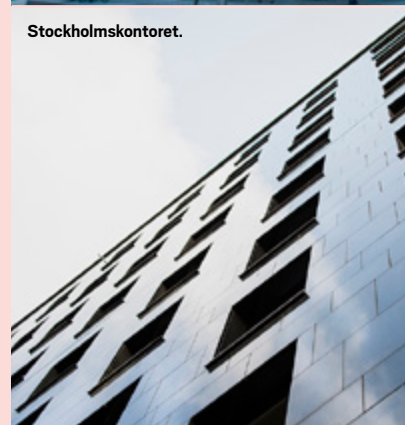
banken till Nordens näst största efter Nordea. Sedan september 2019 leds DNB av vd **Kjerstin R. Braathen**.

DNB tillhör de banker i Europa som har högst kreditbetyg: **AA-** från S&P Global samt **Aa2** från Moody's. Vid årsskiftet var DNB:s kärnprimärkapitalrelation (CET1) 19,4 procent, att jämföra med det finansiella målet om att ligga över 16,6 procent.

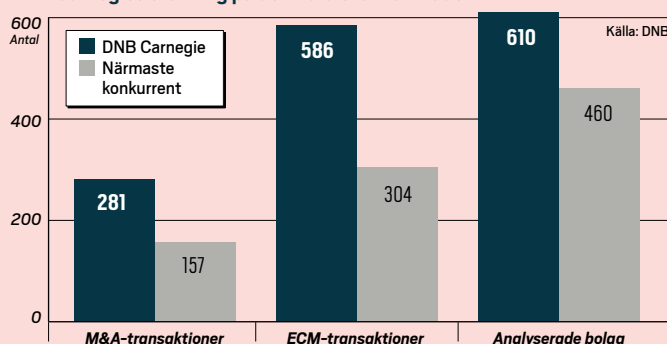
Huvudkontoret i Oslo.



Stockholmskontoret.



DNB Carnegies ställning på den nordiska marknaden



tidigare analyschef på Carnegie, och Christer Magnergård, tidigare analyschef på DNB Markets.

AV CARNEGIES affärsområden är *private banking* det som påverkas minst av affären. DNB är starkt i Norge, där Carnegie saknat *private banking*, medan Carnegie är starkt i framför allt Sverige, där DNB är en ny aktör.

– Varken för oss eller våra kunder innebär affären någon dramatik. Vi tänker bygga vidare på vår uppskattade *private banking*-verksamhet där kunden alltid är i fokus, säger Fredrik Leetmaa, chef för DNB Carnegie Private Banking.

Likt investmentbanken kommer verksamheten inom *private banking* att gynnas av samgåendet med DNB via en bredare produktflora, där ibland inom finansiering.

– I våras utsågs vi till bästa *private banking*-aktör i Sverige av tidningen *Euromoney*, medan DNB vann i Norge. Vi är två marknadsledare som kan utbyta erfarenheter, där Carnegie kommer mer från investeringshållet och DNB mer från finansieringshållet. Framöver förenar vi det bästa av två världar, säger Fredrik Leetmaa.

”Framöver förenar vi det bästa av två världar.”

Fredrik Leetmaa
Chef, DNB Carnegie
Private Banking

Med start i höst är planen att successivt börja rulla ut de nya tjänsterna, en resa som sedan fortsätter under nästa år.

Framöver kommer DNB Carnegie att kunna hjälpa entreprenörer i behov av sofistikerade finansieringslösningar, utlandssvenskar som behöver lokal närvaro i Luxemburg eller Schweiz, och privata investerare som önskar finansiera en bostad, vare sig det är i Sverige eller i vissa utvalda sydeuropeiska länder.

DNB:s finansiella styrka gynnar också inlåningssidan (se faktaruta ovan):

– Att vi nu är en del av en systemviktig bank med ett börsvärde på 400 miljarder norska kronor gör oss mer attraktiva, säger Tony Elofsson.

Fredrik Leetmaa summerar:

– Alla i vår svenska verksamhet ser potentialen i det starkare kunderbjudandet. Samtidigt ska vi inte bli något helt annat. Vi bevarar och utvecklar vår uppskattade kärna. Till den adderar vi sedan successivt fler tjänster som skapar värde för våra kunder.

JOHAN HÖGBERG

johan.hogberg@carnegie.se

Från vårens mediabevakning.



"Vi vet med stor säkerhet hur artificiell allmän intelligens (AGI) ska konstrueras."

Sam Altman

Vd, Open AI

En maskin minst lika bra som människan på det mesta – det är en vanlig definition av artificiell allmän intelligens (*artificial general intelligence*, AGI). Open AI-medgrundaren Sam Altman bloggar om en "gigantisk välständsökning" när superintelligenta verktyg genererar idel forskningsrön och innovationer.

Huruvida dagens tongivande AI-teknik leder till AGI är omstritt. När den amerikanska forskningsorganisationen AAAI nyligen frågade 475 AI-proffs (de flesta akademiker) var tre av fyra skeptiska till att det räcker med fortsatt uppskalning av maskininlärningsbaserade metoder.

AGI HAR TVÅ dimensioner: *prestanda* (att tänka snabbt och ta in enorma datamängder) och *mångsidighet* (tankeförmågan ska vara bred och flexibel, som vår egen). Så kallad smal AI bräddar redan människor i en rad olika specialtillämpningar, såsom att 3D-modellera proteiner. Men inte ens AI-jättarnas stora språkmodeller har i dag nått bortom första steget på en femgradig AGI-skala, presenterad av forskare på Google-bolaget Deep Mind (se tabell på motstående sida).

De konkreta AGI-kriterierna varierar. Microsofts AI-chef Mustafa Suleyman tycker att en AGI ska kunna tiofaldiga ett kapital om 100 000 dollar under ett par månader. Andra, som Apples medgrundare Steve Wozniak, efterlyser vardagsfunktionalitet ("koka kaffe-testet"). Det gör även den amerikanske AI-profilen Gary Marcus, som påpekar att stökiga hemmiljöer är ett klart knepigare AI-test än att köra bil i välstrukturerade trafiksituationer.

AI-BUTLERN Mobile Aloha, från våren 2024, är en människostor maskin med två ledade kameraförsedda griparmar, monterade på ett mobilt underrede för lagerrobotar. Mobile Aloha tränades på sju arbetsuppgifter, däribland att steka en räka, ställa in en gryta i ett skåp och torka upp vinspill¹. Projektet på Stanford-universitetet i USA i samarbete med Deep Mind har en uttalad lågbudgetprofil där hårdvarukostnaden stannade vid 32 000 dollar.

¹ Repertoaren är egentligen betydligt större: hämta en öl och göra high-five tillhör extranumren. Läs mer om projektet på mobile-aloha.github.io.

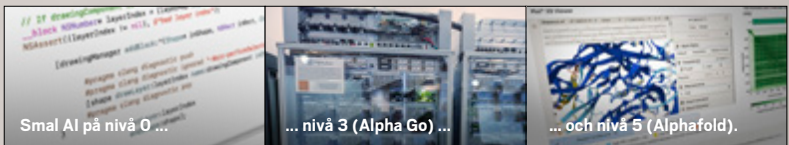
PETER GÄRDENFORS/CHATGPT



Fysikens lagar enligt Chat GPT:s bildgenerator efter prompten "overflowing red wine on glass".

NÄR MASKINER SKA TÄNKA TILL

AI. Kan språkmodeller bli lika smarta som människan? Åsikterna om vägen till artificiell allmän intelligens går isär. Den bokaktuelle kognitionsvetaren **Peter Gärdenfors** förklarar varför han är skeptisk.



LÅNGT KVAR Smal AI har kommit längre än bred

Klassificering av AI-nivåer på väg mot artificiell allmän intelligens (AGI)

	Smal AI		Allmän AI
	Behärskar tydligt avgränsade uppgifter		Behärskar många icke-fysiska uppgifter
	Bredd		
Prestanda	Nivå 0	Miniräknare; kodkompilator.	Amazon Mechanical Turk.
	Nivå 1 Framväxande	Enkla regelbaserade system.	De stora språkmodellerna Chat GPT (Open AI), Bard/Gemini (Google) och Lama 2 (Meta).
	Nivå 2 Kompetent	Assisterer som Siri (Apple) och Alexa (Amazon); Watson (IBM); avancerade stora språkmodeller (i vissa uppgifter).	Ej uppnådd ännu.
	Nivå 3 Expert	Grammatiktjänster; bildgeneratorer som Imagen (Google) och Dall-e 2 (Open AI).	
	Nivå 4 Virtuos	Spelmjukvara som Deep Blue (schack; IBM) och Alpha Go (go; Google).	
	Nivå 5 Övermännisklig	Proteinmodelleringen AlphaFold och spel-mjukvaran Alphazero (båda Google).	

Källa: Meredith Ringel Morris m.fl., Position: Levels of AGI for Operationalizing Progress on the Path to AGI (2024).

AI-KOMPETENS Från chattbotar till superintelligens

Kategorier av artificiell intelligens

	Egenskaper	Exempel
Svag AI <i>Kallas även smal AI</i>	Bra på specifika uppgifter som den tränats för. Saknar allmän kognition och anpassningsförmåga.	AI för bildigenkänning, produktrekommendationer och virtuell assistans.
AI på människonivå	Intellekt och kognition på människonivå. Resonerar på ett flertal områden.	AI:er för schack och andra spel. AI-stödd utbildning.
Människolik AI	Härmar människors förmåga till kognition, resonemang och problemlösning.	Chat GPT, Siri och andra chattbaserade AI-tjänster. Virtuella butiksbiträden. Äldreomsorgsrobotar.
Artificiell allmän intelligens (AGI)	Minst samma prestationsnivå som människor. Bred anpassningsförmåga. Lär sig och resonerar på alla områden.	Hypotetiska forskningsansatser.
Stark AI <i>Kallas även bred AI</i>	Förståelse, resonemang och medvetande liknar människans. Har förmåga till eftertanke och självreflexion.	Förekommer i filosofiska diskussioner.
Artificiell superintelligens (ASI)	Hypotetisk AI överlägsen människan på alla områden, såsom kognition, beslutsfattande och kreativitet. Kan snabbt förbättra sig själv.	Förekommer i futurism och science fiction.

Källa: Raghu Raman m.fl., Navigating artificial general intelligence development (2025).

Visionen är att smarta hushållsrobotar ska lära sig vad de behöver av videomaterial och liknande, men än så länge krävs omfattande mänsklig stödundervisning, där exempelvis lärarna till Teslas humanoida robot Optimus tar på sig dräkter för *motion capture* (rörelsefångst). Mobile Aloha tränades dels på data från en stationär föregångare, dels genom *puppeteering* – människor gick då bakom roboten och demonstrerade rörelserna med en separat uppsättning griparmar.

Superlativen haglade, men Youtube-filmer indikerar att vi får steka våra räkor själva en tid till. Träningen fick upprepas 50 gånger per uppgift (vissa

moment klarades hyggligt utan sådan manuell träning, andra – som att öppna en vattenkran – inte alls). När Mobile Aloha donar på egen hand är valhäntheten påtaglig. Till synes oförklarligt har roboten ned en kastrull ur köksskåpet, serverar räkans bredvid tallriken, eller knipsar av vinglas.

Felen är instruktiva, anser Peter Gärdenfors, professor i kognitionsvetenskap vid Lunds universitet. Hans bok *Kan AI tänka?* (Fri tanke, 2024) belönades med förlaget Natur & Kulturs debattbokspris i maj 2025.

– Mobile Aloha tränas på visuell information, den gör saker i miljöer som visuellt liknar träningsmaterialet.

Jämfört med en industrirobot kan Aloha generalisera lite mer och anpassa sina rörelser till en delvis ny situation. Men Aloha förstår inte alls de krafter som verkar och hur de påverkar handlingarna. Redan ett litet barn lär sig det väldigt snabbt, och skulle aldrig sticka stekspaden under stekpannan, som Aloha gör.

MÄNNISKANS hjärnkraft är rotad i den fysiska miljön, som tidigt ger oss bra koll på kausalsamband – vi tänker i termer av orsak, verkan och handlingsmöjligheter, förklarar Peter Gärdenfors i sin bok.

– Vanliga mänskliga vardagsaktiviteter är fortfarande oerhört svåra att simulera eller reproducera med artificiella medel. Vi människor har tryckreceptorer och så kallad proprioception, där vi är medvetna om våra kroppsdelars positioner. Det är väldigt viktigt för att vi ska lära oss orsakssamband, säger Peter Gärdenfors.

– För att kunna gå längre måste systemen kunna förstå, tolka och i princip känna de krafter som verkar i världen. Att de förstår hur krafter verkar i vardagssammanhang är för mig en nyckel till fortsatt utveckling.

PETER GÄRDENFORS påpekar att dagens AI:er opererar utan kognitiva modeller – de extraherar sannolikheter ur träningsmaterial, men har ingen förståelse för hur världen ser ut.

– Många tror att människans hjärna fungerar med ögonen som kameror – att den tar in bilden, bearbetar den och översätter den till en handling. Men så är det inte. Vi tar inte bara in data utan tolkar dem. Synsystemet separerar konturer och skiljer ut objekt från bakgrunden. Vi vet av erfarenhet att vissa saker går att lyfta, flytta på och så vidare, och förstår hur man



Veta vad man vet.

Många bud om vad som är AGI

■ Några olika förslag till kriterier på artificiell allmän intelligens (AGI):

► **Kan lära sig nya saker:** AI:n analyserar sin egen kunskapsnivå (har meta-kognitiv förmåga) och kan självständigt inhämta ny kunskap vid behov.

► **Skapar ekonomiskt värde.** AI:n är överlägsen människan i de flesta värdeskapande aktiviteter (Open AI:s definition).

► **Är en flexibel generalist.** AI:n kan lite av varje: förklara motivationer hos filmfigurer, skriva ett datorprogram med 10 000 felfria kodrader och utföra olika fysiska uppgifter, som att laga enkel mat i vilket kök som helst.

► **Får saker gjorda:** AI:n kan agera i den verkliga världen och med gott resultat utföra komplicerade uppgifter i flera steg, såsom att bedriva vinstgivande investeringsverksamhet (*"Artificial Capable Intelligence"*, ACI).



Kognitionsvetaren Peter Gärdenfors.

KOGNITION Så skiljer sig hjärnan från datorn

■ Sju observationer ur Peter Gärdenfors bok *Kan AI tänka?*

1 Ett kausalt intellekt. Människan tänker i termer av orsak och verkan, med en stark drivkraft att söka efter förklaringar till sina observationer.

2 Vi förstår krafter. Kroppens interaktion med omvärlden ger oss redan som småbarn god intuitiv förståelse för hur vardagskrafter fungerar. Vi inser hur både vi och andra kan förändra verkligheten genom fysiska handlingar. Vi hittar lätt mönster som vi kan tillämpa i helt nya sammanhang. Användning av verktyg har ytterligare förbättrat vår förståelse av krafter.

3 Situerat tänkande. Till skillnad från när AI-modeller resonerar uppstår biologiskt tänkande genom nervsystemets samspel med omgivningen. Hjärnan tar många genvägar via förenklingar och höftningar.

4 Simulering, fantasi och inlevelse. *Trial and error* är riskfyllt. Människor (och delvis djur) kan i stället mentalt simulera konsekvenser av olika handlingar. Vi har en inre värld med en tänkt framtid, som läter oss planera. Vi kan oftast tillförlitligt gissa oss till avsiktterna med vad andra gör – en oerhört svår uppgift för AI.

5 Hjärnan är inte en maskin. Den saknar centralenhet och är bara delvis ett neuralt nätverk. Faktorer som signalsubstanser och elektromagnetism gör komplexiteten så stor att det är omöjligt att bygga en artificiell hjärna efter samma principer som den biologiska hjärnan.

6 Klassificering är inte intelligens. Människan är en *few shot learner* – hon kan generalisera ny kunskap utifrån bara ett eller några få exempel, vilket är svårt för AI. Artificiella neurala nätverk är klassificeringsmaskiner som lär sig genom ett slags betingning.

Människans förståelse för vardagsfysik grundläggs tidigt och konkret, i samspel med omgivningen.



De saknar motivation (som hjälper oss att prioritera) och drivs inte av nyfikenhet. Deras förmåga är starkt beroende av representativiteten i träningsdata. De saknar det omdöme, byggt på djupförståelse, som krävs för att hantera verklighetens många udda fall.

den kausalförståelse som redan småbarn har. AI har ingen modell av sin omvärld – vilket framgår av generativ AI:s fabuleringar och orimliga bilder. Att hantera stökig vardagsfysik som inte låter sig modelleras matematiskt är ett svårt problem för AI.

7 Ingen kognitiv modell. Eftersom språkmodellerna inte agerar i den fysiska världen får de inte

► **Kontenta:** Det är långt kvar till artificiell allmän intelligens.

► interagerar med objekt, även om det inte framgår av bilden. Hjärnan är förberedd för att lära sig detta.

Kan förmågan ges till en mjukvara?

– Mjukvara räcker inte. En riktigt bra kognitiv modell kräver interaktion mellan perception och handling. När vi gör saker med händerna är det en loop mellan ögonen och handen som hela tiden justerar sig. Att bygga in detta i mjukvarusystem är jättesvårt. Du behöver ha en kropp som agerar i världen för att kunna lösa enkla problem som att städa golvet eller att byta en blöja.

AI HAR GÅTT från tidiga språk- och logikbaserade modeller till dagens neurala nätverk med djupinlärning, som är grunden för Chat GPT och de andra språkmodellerna. Men hjärnan är ingen dator, betonar Peter Gärdenfors.

– Det är en myt att om du bara har en tillräckligt stor datormodell i form av ett neuralt nätverk, så kan du ladda ner en hjärna. De största språkmodellerna har lika många "neuroner" som det finns i hjärnan, men de blir inte en hjärna för det.

Hjärnan är oerhört mycket mer komplex än neurala nätverk någonsin kommer att bli, med sådant som signalsubstanser, syretillförsel och elektromagnetiska fält.

Meta-grundaren Mark Zuckerberg efterlyser AI med intuition. Du talar i din bok om "omdöme". Vad är det?

– En skicklig yrkesman, såsom en snickare, kock eller sömmerska, har en enorm erfarenhet – inte minst kroppslig – av att lösa problem. De får en intuition om hur ett problem kan lösas, men kan inte verbalisera den. Med den definitionen kan datorsystem mycket väl ha intuition: De har löst många problem, och kan välja den mest sannolika lösningen.

Men människor kan vara mer kreativa, de inser att en ny situation har nya faktorer som avviker från mönstren. Därför har skickliga

yrkespersoner en mycket rikare intuition än vad ett AI-system kan få.

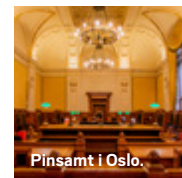
Människor förstår ofta vad som är bra eller dåliga lösningsansatser, säger Peter Gärdenfors.

– Man försöker att bygga in sådan metakognition i vissa system, och de stora språkmodellerna presenterar materialet på ett annat sätt än tidigare, som passar in bättre med vad vi vill ha. Men att få till den typ av självreflexion som vi människor använder ibland när vi bedömer om en lösning är rimlig eller ej är mycket besvärligt.

Varför skrev du din bok?

– Jag var lite trött på sådana som Max Tegmark och Nick Bostrom, som säger att AGI tar över världen snart. Hapjen kring de stora språkmodellerna säger att de är väldigt intelligenta system. Som kognitionsvetare vill jag säga att människors och djurs intelligens omfattar så väldigt mycket mer än vad som kan hanteras av de här systemen. De stora språkmodellerna är väldigt bra verktyg för olika uppgifter, snarare än självständiga intelligenser. De kommer inte att ta över världen. Det är väldigt långt kvar till AGI.

JOAKIM BRAUN
insikt@carnegie.se



Omdömesgill intelligens?

■ Några AI-fadäser enligt incidentrapporter, april 2025.

► Farliga råd:

Användare som sökt psykologiskt stöd hos stora språkmodeller uppmunrades till självmord.

► **Rättsfusk:** Norges högsta domstol, Høyesteretten, fick in en inläga med uppdiktade rättsfall.

► Påhittad policy:

Användare av kodningsverktyget Cursor sade upp prenumerationer efter att ha fått en påhittad ny inloggningspolicy av en AI-chattrobot.

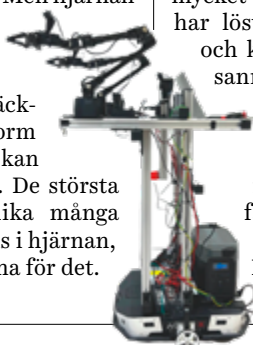
► Nonsens:

Frasen "vegetativ elektronmikroskopi" (från bristfälligt granskade träningsdata) dök upp i AI-stödda forskningsrapporter.

Källa: AI Incident Database

"Hjärnan är oerhört mycket mer komplex än neurala nätverk någonsin kommer att bli."

Peter Gärdenfors
Kognitionsvetare



AI-butlern
Mobile Aloha.

Dina värdepapper kan bli livräddande forskning

Med åren växer ofta tanken på att vilja bidra till att minska lidandet i samhället. Ett sätt att göra skillnad är att stödja medicinsk forskning genom att skänka aktier, fonder eller hela utdelningen till Hjert-Lungfonden. Den som överlåter värdepapper och utdelning till forskningsområdena hjärta, kärl och lungor slipper kapitalvinstskatten om 30 %.

Beställ Hjert-Lungfondens kostnadsfria skrift om "Aktiegåvor" som guidar dig steg för steg. I försändelsen hem får du även ett gåvobrev samt faktablad om de svenska universitetssjukhusens världsunika projekt SCAPIS, där Hjert-Lungfonden är huvudfinansiär. Beställ din skrift med kupongen nedan eller genom att höra av dig till Pernilla Lindros via e-post: pernilla.lindros@hjärt-lungfonden.se eller under kontorstid på tfn 0708-54 46 73. Du kan även läsa mer och beställa på hjärt-lungfonden.se/aktiegava

Göran Bergström är huvudansvarig för SCAPIS och professor i klinisk fysiologi vid Göteborgs universitet samt överläkare vid Sahlgrenska universitetssjukhuset.



JA TACK!

Jag önskar mer information hemskickad om aktiegåva.

NAMN

ADRESS

POSTNR

POSTADRESS

Posta kupongen utan portokostnader till: Hjert-Lungfonden, Svarspost, Kundnr IIO 344 500, IIO 05 Stockholm.



GVSGAKCI

Vita husets nya handelsspel: Löparen tar dinosaurien med knuff om spelaren hamnar på Norrmalmstorg med par i sexor och det är tid kvar till rockad.



Så vinner investerare ett SPEL UTAN REGLER



TEXT: Henrik von Sydow

Tullkaoset är bara upptakten till en handelspolitisk jordbävning. Hur ser de nya livsvillkoren ut för investerare och entreprenörer, och hur bör styrelser agera?

Våren 2025 är världsekonomin stora plattor i rörelse. USA är i förändring, liksom landets roll i världen. Med det skiftar också världsekonomin, världshandeln och investeringslandskapet. Regeringar, företagsledare och investerare börja *de-riska* USA. Samtidigt skönjs konturerna av nya marknader och nya möjligheter för investerare och entreprenörer.

SKIFTET ÄR NÄRMEST tektoniskt i investeringslandskapet. USA har stått för institutionell stabilitet vad gäller global säkerhet, handel och förstås också på finansmarknaderna, med dollarn som världens reservvaluta, den amerikanska obligationsmarknaden som *safe haven* och den mäktiga centralbanken Federal Reserve (Fed) som riktkarl för andra centralbanker.

Nu börjar det land som utgjort garanten för global stabilitet i stället att exportera instabilitet och oförutsägbarhet in i världsekonomin. Med det riskerar världsekonomin att tappa sitt ankare.

Osäkerheten rubbar allianser som har byggt upp internationella institutioner av central betydelse för en öppen världsekonomi och en mer öppen global handel. Vi lämnar en världsordning, utan att med säkerhet veta vad som kommer i stället.

”NYA ELLER INGA REGLER”, formulerade en gång Vladimir Putin sin syn på omgörningen av den internationella rättsordningen och de institutioner som vuxit fram efter andra världskriget. Nu går vi mot just en sådan tid av nya eller inga regler och en hypertransaktionell geopolitik. I denna *nya världs-o-ordning* får investerare och entreprenörer navigera dels en stor osäkerhet om det makroekonomiska utfallet, dels en historiskt hög turbulens och volatilitet på finansmarknaderna. Allt ackompanjerat av ett oförutsägbart, mer eller mindre kaotiskt beslutsfattande i Vita huset.

FÖLJANDE SIDOR av *Insikt* fokuserar på trenderna som förändrar världsekonomin. Vi ger tre scenarier för det globala handelspolitiska stormakts-spelet, och förstås några insikter att agera på för investerare och entreprenörer som vill försöka bygga strategi utifrån de långa linjerna i investeringslandskapet.



Henrik von Sydow
Omvärldsstrateg

► "Utländska ledare har stulit våra jobb, utländska fiffelare har plundrat våra fabriker och utländska asätare har slitit sönder vår amerikanska dröm, som en gång var så vacker."

Donald Trump

Förklarar tullprogrammet på Liberation Day

Det finns ett före och efter den 2 april 2025 – *Liberation Day*, stora tullhöjardagen. Över en natt går USA från låga till höga tullar mot omvärlden när president Donald Trump startar handelskrig mot så gott som hela världen. Trumps tullattack utgör en besvärlig och substantiell höjning av USA:s genomsnittliga importtull mot hela omvärlden. En bastull på 10 procent införs och stål-, aluminium- och fordonsindustri beläggs med ännu högre tullsats. Enbart åtgärderna som kom på plats under april leder sannolikt till störningar i handelsflöden, slår mot produktionskedjor och ombalanserar världshandeln över tid – ett strukturellt skifte.

CENTRALT ÄR hur varaktiga de nya tullsatserna blir. Ju längre de är på plats, desto större blir problemen för världsekonomin. Även om aktiemarknaderna under andra halvan av april och början på maj uppvisat en otrolig optimism, så är handelskonsekvenserna än så länge oöverblickbara, med många möjliga utfall och bieffekter som är omöjliga att förutse i dag.

För aktieanalytiker är det svårt att identifiera vinnare och förlorare i en labyrint av disruption och protektionism: Det finns specifika sidokonsekvenser i varje bransch, och motverkande faktorer i varje bedömning av enskilda bolag.

Trump skapar därtill en marknad för kringgående av tullar och för produktimitationer – liksom för nytänkande och innovationer. Nya handelsströmmar formas i detta nu, men det dröjer innan vi anar mer än de stora dragen i de nya handelsmönstren.

REALTIDSDATA – om sådant som kreditkortsanvändning och containertrafik – har varit särskilt viktiga under våren. Fartygsfrakten har skakats om rejält. Frakt från Kina till USA ställs in, företag drar ned eller bokar av planerade frakter. Samtidigt närmar sig fraktrafiken från Fjärran Östern till Nordeuropa rekordnivåer. Det är fara för trängsel i europeiska hamnar som Antwerpen, Le Havre och Hamburg. Störningar i internationell container-

PARADIGMSKIFTEN Trump, Vita huset och världsekonomin – fyra trender



Hämnden är ljuv.

1. USA exporterar instabilitet

■ Trumps tullar kommer i en tid då världsekonomin är mer sammanflätad än någonsin, vilket gör konsekvenserna svåröverblickbara.

Det är ett experiment vi inte upplevt tidigare, som får en mängd sidokonsekvenser i olika industrier. Höga tullar underblåser ett mer nationalistiskt sentiment i andra länder och krav på hämndtullar – en ond cirkel som lätt sprider sig.

Förutom tullar finns en oro för att kommande inslag i Trumps *playbook* är en vilja att försvaga dollarn med ett nytt så kallat *Mar-a-Lago accord*, och en vilja att omförhandla villkoren för USA:s statsskuld.

Slår Trump in på den vägen provas förtroendet för USA:s ledning på allvar, och riskerna ökar för de globala obligationsmarknaderna.



Ningbo-Zhoushan i Kina är världens tredje största containerhamn.

2. Kina exporterar instabilitet

■ Under våren låg fokus på USA:s tullar, men investerare, företagsledare och regeringar minns hur kinesiska subventioner utlöste handelskonflikter förra året. Kina anklagas för att subventionera fram överskottskapacitet, varvid stål, elbilar och industrikomponenter nära nog dumpas på världsmarknaden. Kina exporterar deflationstryck och bränsle för fler handelskonflikter.

Riskerna är betydande att varor som studsar på tullmuren runt USA landar i Europa – om Kina och Asien dumpar export i EU får det enorma konsekvenser för industrin här.

Kina kämpar samtidigt för att vinna allierade i handelskriget. Många västländer har ägnat år åt att *de-riska* Kina, men jämfört med kaoset i Vita huset framstår Beijing-regimen i varje fall som stabil.



ISTOCKPHOTO

trafik får lätt dominoeffekter, som vi såg under pandemin, och kan snabbt skapa oreda i globala leveranskedjor.

Å andra sidan kan inställda frakter styras om till andra marknader. Kina kan växla över sin export av industriell överkapacitet till andra delar av världen (om efterfrågan finns där), som Europa eller Sydamerika.

Kanske omprövar länder i Asien nu relationen till Beijing i ljuset av *Liberation Day*.

Produktion av glasplattor till solpaneler i den indiska staden Ankleshwar.



Osäkerhet på lur.



3. Accelererande fragmentering

■ Tullar, restriktioner och subventioner förändrar världshandeln. Handelskrig minskar varuhandelns tillväxt medan globaliseringen av tjänster tilltar, inom allt från arkitekttjänster till utbildning och hälsa. Globaliseringen både avancerar och retirerar – ska den samexistera med geopolitiska trender och intressen blir resultatet mer av en regionalisering. Allt fler företag talar om vikten av

resiliens i en turbulent omvärld. Motståndskraft handlar också om handel och diversifiering.

När både USA och Kina exporterar instabilitet via tullar och subventioner tvingar de alltmer resten av världen att välja sida. Europa kommer att handla mer med Europa – samtidigt som trycket ökar att öppna nya marknader när USA och Kina blir svårare att handla med.

4. Prognosdimman tättnar

■ Cirkusen i Vita huset och Trumps tullförslag lägger en dimma över framtiden, där framför allt stora exportbolag får famla i mörker.

Just osäkerhet är nyckelordet i svenska storbolags rapporter för första kvartalet. Priser, villkor och effekter på den globala handeln är ytterligt svåra att bedöma. Tullarna, sådana de nu blir, kommer att påverka både leverantörskedjor och

kostnaden för sålda varor. "Det är så många rörliga delar i tullpåverkan att det är svårt att precisera den sammanlagda påverkan på våra portföljbolag", skriver exempelvis **Investors** vd **Christian Cederholm**.

Och vem vet, när Trump pausar höga tullar mot Kina ger det kanske en bunkerseffekt som rent av driver på tillväxt och handel – "*buy now, tariffs later*".



upp igen samtidigt som införda tullar ligger kvar eller justeras marginellt. Tullar är som tandkräm: svåra att få in i tuben igen när de väl är ute. Tullar tenderar också att vara *sticky* – är de väl på plats formeras intressen för att behålla dem, när delar av näringslivet ser tullrelaterade konkurrensfördelar.

Vad som *de facto* blir tullutfallet efter den 10 juli avgörs sannolikt av flera olika faktorer. Skadan på makroekonomin visar sig pusselbit för pusselbit – och sedan behöver effekterna på bolagsnivå fastställas.

Framtiden blir fortsatt slagig tills bilden klarnar.

VAD STÅR USA FÖR?

Landets varumärke är i riskzonen

Det finns en svår fångad faktor som är knepig att stoppa in i modeller, men som kommer att påverka handelsmönster och beteenden: förtroendet för den amerikanska politiska ledningen. Bilden av USA och amerikanska *brands* förändras nu snabbt. Trump gör för USA:s varumärke vad Elon Musks Trump-samarbete har gjort för Teslas. Vilka värderingar landet står för är oklart – det finns en systemoro för USA. Administrationen agerar med förbluffande politisk nyckfullhet. Dess amatörmässiga politiska hantverk förstärker den ekonomiska osäkerheten.

Trump underminerar Feds självständighet genom återkommande tjuvnyp och öknamn på dess chef Jerome Powell – det skapar ett trovärdighetsproblem såväl för centralbanken som för USA som nation.

NÄR OMVÄRLDEN SER en negativ trend i USA:s politiska institutioner och styrning undermineras den särskilda status som både dollarn och amerikanska statsobligationer har haft historiskt.

I klartext handlar det om att USA börjar omvärderas som land. Fram tills nu har alla kunnat lita på att USA håller ingångna avtal och att ►

USA har nu skaffat sig ett otal problem att lösa i en mängd förhandlingar.

EN SLAGIG FRAMTID

Det dröjer innan bilden klarnar

Den 10 juli går Trumps tullrespit ut visavi Europa då delar av *America First Trade Policy* som aviserades den 2 april ska genomföras. Den 12 augusti utlöper den abrupta tullpausen gentemot Kina och det tillfälliga avtalet med landet. Möjligen viker sig Trump under tryck från Wall Street (näringslivet) och Main Street (konsumenterna) när

prishöjningarna tar fart i detaljhandeln. Samtidigt har USA:s administration bevisat att den gärna tar risker och inte drar sig för drastiska åtgärder.

USA har nu skaffat sig ett otal problem att lösa i en mängd förhandlingar, så det mest sannolika scenariot är att flera av handels-samtalen ges mer tid, införandet av nya tullar skjuts



► den amerikanska demokratis institutioner fungerar. När den tronen sviktar – och världens största ekonomi, som mer än något annat land stått för stabilitet, plötsligt börjar exportera instabilitet – går vi snabbt mot en ny ekonomisk era med strukturella skiften i investeringslandskapet.

USA-BEROENDE BLIR EN RISK

Nya handelsallianser växer fram

Hur kommer omvärlden att agera när USA förändras och omvärderas?

► **På kort sikt** måste länder i USA:s omvärld skydda sina ekonomiska intressen och visa hemmaopinionen att de är villiga att ta strid för dem.

► **På lång sikt** behöver omvärlden *de-riska* USA – göra sig mindre beroende av landet. Det kan öppna för nya handelsallianser, där länder utanför USA i större utsträckning handlar mer med varandra och mindre med USA.

Skiftet och omvärderingen pågår redan. Tydligast är trenden på finansmarknaderna, där aktieinvesteringar flyttar kapital över Atlanten från USA till Europa. Vi ser att dollarn inte visar styrka trots att valutan normalt gagnas av global oro. Vi ser fortsatta säljorder på amerikanska statspapper och obligationer när kapitalmarknadens aktörer söker sig till andra och nya säkra hamnar. Vi ser det i guld-ruschen: Råvaran guld glimmar också 2025, som en av portföljens främsta tillgångar (upp 25 procent sedan Trumps valseger i november).

OSÄKERHETEN HÖLJER investeringslandskapet i en tät prognosdimma och det är i år svårare än vanligt att göra makroprognoser. Färdriktningen är dock tydlig. Den massiva osäkerheten plus handelskriget kommer att resultera i lägre tillväxt, högre inflation och minskande efterfrågan.

Den allra tydligaste konsekvensen är att olika aktiviteter pausas – börsnoteringar får vänta (såsom Klarnas), orderläggningen blir försiktig. Enligt

SCENARIER Så kan tullstöket påverka geopolitik och världshandel



Basscenario Tydlig tillväxtbroms och tullarna stabiliserar sig

■ USA:s genomsnittliga importtullsats gick i april från omkring 2,5 procent till 22 procent, för att sedan minska till 15 procent när Trump plötsligt pausade de skyhöga tullarna mot Kina.

I vårt basscenario stabiliserar sig tullarna kring 15 procent, det kommer alltså vissa mindre lättnader samtidigt som omvärldens svarstullar blir

begränsade – handelskriget eskalerar inte. Tullarna är likväl en tydlig tillväxtbroms för världsekonomin.

Under andra halvåret riskerar USA recession, medan inflationen i landet tar fart igen och prognosmakarna skriver ned den amerikanska tillväxtpotentialen.

Relationerna är fortsatt spända mellan USA och Kina/Europa. I detta scenario ligger

Europa bättre till än USA, givet möjlighet till mer omfattande räntesänkningar och fortsatt stora stimulanser med massiva försvars-satsningar 2026. Dessutom har Europa endast en handelskonflikt att hantera, den med USA – som ska föra handelskrig mot så gott som hela världen.

Osäkerheten påskyndar hemtagningen av produktionskedjor, med

mer *reshoring*, *near-shoring* och *friend-shoring*.

Andra relativa geografiska vinnare är mellanmarknaderna som handlar med många länder, såsom Indien, Indonesien, Sydkorea, Filippinerna, Brasilien och Chile. Europas handel med omvärlden står sig hyggligt, men påverkas förstås negativt när exporten till USA pressas av Trumps tullar.

Optimistiskt scenario Frihandeln växer efter tullvändning

■ Världsekonomin naturlagar gäller också i USA. Över tid blir pressen från konsumenter, storbolag, Wall Street och obligationsmarknaden för stor på Trump, som tvingas till ensidiga reträtter i handelskriget. Och det med besked: Ska vi tillbaka till det positiva makroekonomiska

scenariot från början av året behöver sannolikt den genomsnittliga importtullen i USA pressas ned under 5 procent.

Världshandeln fortsätter, men flödet tar andra riktningar när varor studsar på nya amerikanska tullar. Också i detta scenario blir det mer

handelshinder mellan USA och omvärlden, och färre mellan övriga länder. Vi får initiativ som stärker frihandeln – exempelvis avtal mellan Storbritannien och Indien, respektive mellan EU och Indien, Sydamerika och Kanada. Europa lyckas undvika att handelsfriktionen med Kina

tilltar och handeln med Kina blir balanserad. I detta scenario undviks recession i USA och utsikterna inför 2026 kan till och med vara gynnsamma. Världen har insett värdet av frihandel och vidtar åtgärder för att säkra stabilitet och förutsägbarhet i internationella relationer.

Pessimistiskt scenario Aggressiva tullutspel är här för att stanna

■ I detta dystra scenario utlöser ömsesidiga förtroendeförluster mellan världens stormakter en mer permanent *breakdown* i den ekonomiska relationen mellan de utvecklade länderna.

Fler länder kan tvingas att välja mellan USA och Kina,

i en amerikansk *grand encirclement strategy* lik den som delvis tillämpades mot Sovjetunionen. I dag är världsekonomin förstås mer integrerad än under kalla kriget, så kostnader och konsekvenser torde bli enorma jämfört med på 1980-talet.

Handeln i världen krymper och nationella storbolag leder en accelererande hemtagning av produktion från länder som straffas hårt av tullar.

USA eskalerar ytterligare, med krav på uppgörelser bortom handelspolitik. Risken ökar för finanskriser.

Kreditgivningen strämmas åt, vi får lägre tillväxt. Många börsbolag får se försäljning och marginaler vika, värderingarna tar stryk. Scenariot puttar USA in i en recession som sannolikt drar med sig Europa, men det blir USA som drabbas värst av sin självvalda isolering.

börsbolagens rapporter för det första kvartalet är resultateffekten än så länge begränsad, men företagen noterar att beslutsprocesser tar längre tid. Hushållen avvaktar med att bestämma sig, vare sig det gäller att köpa ny kyl, byta bostad, gifta sig eller skaffa barn.



Europa kan välja hur det svarar på handelskonflikten och en balanserad *approach* såväl gentemot USA som gentemot Kina kan öppna för relativ framgång: *"Europe, your time to shine."*

Spiltan Globalfond Investmentbolag - tar rygg på några av världens främsta investerare

2016 startades Spiltan Globalfond Investmentbolag – fonden som tar rygg på några av världens främsta investerare för att hitta de bästa bolagen på respektive marknad. Ett unikt fondkoncept med ett aktivt urval av bolag, varefter fonden förvaltas passivt vilket gör att avgiften är låg. Här berättar Jörgen Wärmlöv mer om fonden, som han förvaltat sedan starten.

Kan du beskriva fonden?

– Spiltan Globalfond Investmentbolag investerar i investmentbolag och investmentbolagsliknande bolag över hela världen. Tanken är att hitta bolag som används som en plattform för investeringar. Det vi framför allt är ute efter är att få tillgång till personerna i bolagen som genomför dessa investeringar.

– Vi investerar helt enkelt i några av de främsta investerarna över hela världen. Globala investmentbolag är lite av bortglömda pärlor.

– När det gäller spridningen geografiskt eftersträvar vi att följa världsindex. Detta för att man ska få liknande geografisk spridning som om man valt en global aktieindexfond.

Vad innebär det att fonden är passivt förvaltat?

– Vi har gjort ett aktivt val av vilka investmentbolag som ska ingå i fonden, men sedan förvaltas fonden passivt. Det innebär att varje innehav har en målvikt i

fonden. Om något innehav är särskilt populärt för stunden så minskar vi innehavet så att dess vikt återgår till målvikten. På motsvarande sätt fungerar det om vikten i något innehav sjunker. På detta sätt kan vi ta vara på kursrörelser på marknaden.

Vilket är fondens största innehav?

– Fondens största innehav är Warren Buffetts bolag Berkshire Hathaway, vilket är det typiska bolaget som vi letar efter till fonden. Även om Berkshire Hathaway i grunden är ett försäkringsbolag, så är bolaget även en investeringsplattform för Warren Buffett.

– Härigenom har Berkshire Hathaway byggt upp en stor portfölj av såväl börsnoterade innehav som onoterade direktägda innehav. Vi ser det som särskilt positivt att Warren Buffett har stort eget ägande i Berkshire Hathaway, då vi gärna ser att investerarna har "skin in the game" så att säga.

– Det är typexemplet på vad vi söker i investmentbolagen – lång historik av fram-

gångsrik kapitalallokering av investerare som har betydande eget ägande i bolaget.

Vad tror du om utvecklingen framåt?

– Jag är optimistisk och ser förutsättningar för att få en bra avkastning från de globala investmentbolagen framöver. Flera av investmentbolagen i fonden har haft en avvaktande inställning till börsuppgången de senaste åren och har tagit vara på uppgången och sålt en del innehav. Detta gör att en del av dem nu har utrymme för nya förvärv.

– Vi har stora förhoppningar om flera spännande förvärv framöver. Det är trots allt några av världens främsta investerare vi tar rygg på, avslutar Jörgen Wärmlöv.

Du hittar mer information om fonden på www.spiltanfonder.se.



Riskinformation: Historisk avkastning är inte någon garanti för framtida avkastning. De pengar du investerar i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade beloppet. Fondens värde kan variera kraftigt på grund av dess sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder sig av. Detta är marknadsföringskommunikation och utgör inte investeringsrådgivning. Informationsbroschyr och faktablad kan beställas kostnadsfritt från Spiltan Fonder, tel: 08-545 813 40, eller hämtas under: www.spiltanfonder.se/rapporter-och-dokument

TRE AVGÖRANDE FAKTORER

Trumps utvägar och bromsklossar

Vad är då ledträdarna framåt, och vad ska investerare titta efter under sommaren och hösten?

En kombination av nedanstående tre faktorer kan avgöra hur tullspelet faller ut under andra halvåret 2025:

► **Intern opposition.** Nyckelfrågan är om Trump ska kunna navigera sig ur det självförvållade tullkaoset. Den politiska stigen är slingrig, men pressen ökar på presidenten att beträda den. Allt fler republikanska kongressledamöter, som Ted Cruz och Rand Paul, tar ställning mot tullarna.

► **Domstolarna.** Det kan också tänkas att domstolarna sätter stopp för Trumps tullpolitik. Sådana processer är dock väsentligt långsammare än presidentens publiceringstakt på det egna sociala mediet Truth Social, där hans inlägg sätter dagordningen och styr sentimentet också hos många investerare.

► **Mr Market.** Får Mr Market (börs, räntemarknad och konsumenter) Trump på reträtt? Presidenten har under våren visat sig känslig för just obligationsmarknadens reaktioner,



"Alla är lika under lagen", står det på fasaden till USA:s högsta domstol. Skulpturen, *Contemplation of Justice*, är utförd av James Earle Fraser på 1930-talet.

särskilt stigande amerikanska långräntor. Vd:ar i stora konsument- och detaljhandelsbolag varnar för högre priser som blir kännbara för breda väljargrupper.

Tron att presidenten är lyhörd för fallande marknader har varit en drivande faktor i återhämtningen under april och maj ("Trump put").

Vår bästa bedömning är att relativt höga tullar på export till USA normaliseras, samtidigt som nya marknader och möjligheter successivt öppnar sig för investerare och entreprenörer.

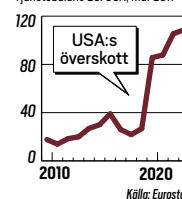
När handeln med USA minskar ökar den mellan övriga länder i omvärlden.

Vi handlar inte mindre, utan annorlunda. ■



Fördel USA

Tjänstebalans EU/USA, mdr EUR



Handelskriget mot ny terräng

■ När Trump aviserade 100 procents tullar på utländska filmer fick inte bara handelskriget sitt *Hollywood moment*, utspelet utökade också USA:s ekonomiska konflikt med omvärlden till en ny terräng: handeln med tjänster.

Det är på detta område som USA:s ekonomiska makt och betydelse i världen blir synlig på allvar: USA exporterar tjänster – allt från filmproduktioner till Icloud-utrymme – för över 1 000 miljarder dollar per år.

Gentemot EU uppgick USA:s tjänsteexport i fjol till nästan 300 miljarder dollar (se graf ovan). Hela denna handel är tullfri.

Alla företag kan förstås påföras olika avgifter eller regleras på annat sätt för att förändra deras konkurrenskraft. Vågar USA – eller Europa – öppna denna nya front i handelskriget? I så fall expanderar den ekonomiska nationalismens spiraler in i en helt ny värld: ett ekonomiskt Narnia.

När handeln med USA minskar så ökar den mellan övriga länder.

DAGORDNING Sex strategiska frågor till styrelsemötet

■ I en ny ekonomisk epok där hypertransaktionell geopolitik samsas med snabba teknisksprång ökar kraven på motståndskraft och anpassningsförmåga. Här är sex frågeställningar att kickstarta nästa styrelsemöte med.

1 Vilka konkurrensfördelar har bolagets leveranskedja?

Geografi är en viktigare faktor än tidigare för investerare och bolagsägare. Var äger bolaget tillgångar? Var har det sin produktion? Hur dras leveranskedjorna? Och hur kan de diversifieras med ökad optikalitet (fler handlingsalternativ)? Lär känna din leveranskedja!

2 Vilka nya marknader kan utforskas i ljuset av politiska skiften? När världshandeln rebalanteras och en marknad blir svårare att handla med, ökar trycket på

att öppna dörrar till andra marknader. Trump utlöser en tempohöjning i EU:s handelsförhandlingar med till exempel Indien och Sydamerika, och även gentemot Japan tas initiativ för att för enkla affärsutbyten.

3 Vem bollar vd affärsmodell och geopolitik med? För kapitalmarknaden blir det en allt viktigare förtroendefråga att höra vd resonera om hur affärsmodellen hanterar geopolitiken. Strategiskt djup ökar i betydelse, bland annat vid kapitalanskaffning.

4 Ompositionera prispunkterna?

Vilken *pricing power* har bolaget – och hur kan den förbättras i en tid då inflationen kan ta fart igen? Om billiga kinesiska komponenter behöver ersättas med dyrare, eller bolaget möter nya tullmurar, hur påverkar det prisstrategin?

5 Dags att utse en CGO (chief geopolitical officer)?

Vem i styrelsen eller ledningsgruppen är ansvarig för att följa hur utvecklingen i omvärlden påverkar bolagets verksamhet och intressen? Krävs det nya samarbeten och partnerskap?

6 Hur stark är balansräkningen och bolagets ägare?

Resiliens (motståndskraft) är det nya effektivitet. Ett kriterium på resiliens är om bolaget har en stark balansräkning och ägare med djupa fickor. Det är en stötdämpare vid oväntade kriser och ger handelsfrihet när marknadsmöjligheter dyker upp. Robusta operativa rutiner är också en tillgång. Hur är bolagets beslutskultur? Fattas besluten *calm and collective*?



Spelet utan regler blir en styrelsefråga.



Återfå balansen med Storebrand Europa

Visste du att många globalfonder har upp till 75 % exponering mot USA?
Genom att komplettera med Storebrand Europa får du en jämnare geografisk fördelning och ett mer balanserat sparande.



Historisk avkastning är ingen garanti för framtida utveckling. De pengar som placeras i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta beloppet. På storebrandfonder.se hittar du faktablad och informationsbroschyrer. Alla våra fonder förvaltas enligt en hållbarhetsstrategi som bygger på metoderna Välja in, Välja bort och Påverka. För mer information se storebrandfonder.se/hallbarhet.

Inte långt efter att Donald Trump svurits in för sin andra mandatperiod stod det klart att Trump 2.0 var något helt annat än Trump 1.0. 2016–2020 införde presidenten visserligen en del tullar, men denna gång haglar tullutspelen, medan förtroendet för USA störtdyker. Skattesänkningar skulle glädja börsen, men försvåras av att budgetunderskottet har fördubblats som andel av BNP.

I tullstöket finns också en budgetrelaterad ränteoro i USA. Varför det?

– Tullar ökar inflationen, dessutom fick USA nyligen sänkt kreditbetyg – inte helt oväntat, men en påminnelse om landets svaga statsfinanser. USA:s budgetunderskott har i flera decennier hamnat i rampluset då och då av olika skäl, förklarar Helena Haraldsson, makrostrateg på DNB Carnegie Private Banking.

– Det har exempelvis spekulerats i att Kina skulle kunna använda sitt innehav av amerikanska statspapper som ett vapen, och pressa upp räntorna genom att sälja obligationer. Detta har aldrig blivit verklighet och i dag sitter Kina bara på 2–3 procent av USA:s statsskuld. Kina tros dock inneha en stor del av de 15 procent av de amerikanska bostadsobligationerna som är utlandsägda. Efter alla kvantitativa lättnader har centralbanken Federal Reserve blivit en allt större innehavare, och äger i dag 15 procent av statsskulden.

RISKLÄGE MED LJUSGLIMTAR

Makroekonomi. *Recessionsrisken i USA har minskat, men förtroendekrisen och landets statsfinansiella läge oroar. Det säger DNB Carnegie Private Bankings makrostrateg **Helena Haraldsson**.*



Helena Haraldsson.

”Plötsligt blir Europas betydligt lägre värderingar attraktiva.”

– USA:s budgetunderskott har nu stigit till 6–7 procent av BNP trots låg arbetslöshet. Sådana underskott ses i lågkonjunkturer då skatteintäkterna minskar, transfereringarna ökar och stimulanser görs. Underskottet började växa med skattelättnaderna under Trump 1.0. Pandemistimulanser följdes av Biden-paket som *Chips Act* och *Inflation Reduction Act*. Nu vill Trump kapa underskottet med tullintäkter och effektiviseringsorganet Doge, samtidigt som skatten ska sänkas.

Vad ser du för utveckling framåt?

– De flesta ekonomer är nog överens om att trenden är ohållbar. USA behöver minska underskottet för att bli mindre sårbart. Problemet på kort sikt är att ledande indikatorer pekar mot en sämre arbetsmarknad och risk

för svagare konjunktur – en situation som förvärras om staten sparar.

– Att gå in i recession med hög statsskuld och stora underskott begränsar stimulansutrymmet. Då hamnar all stimulansbörda på Fed. Investeringarna kan till slut mista förtroendet och kräva högre räntor. Då kan skuldproblemet snabbt eskalera, obligationsräntorna stiga och dollarn falla.

– Bäst vore utgiftsnedskärningar när ekonomin är god och skattelättnader bör till stor del vara finansierade. Vad säger kongressen ja till i Trumps *One Big Beautiful Bill*?

LJUSPUNKTER Framtiden är mer än bara tullpanik – håll koll på de här faktorerna

Blivande förbundskanslern Friedrich Merz (CDU) presenterar det tyska koalitionsavtalet, flankerad av CSU:s Markus Söder och SPD:s Lars Klingbeil.



1 TYSKA STIMULANSER Tyskland har glatt investerarna med att lätta på sin så kallade skuldbroms. Stimulanserna uppgår till 20 procent av BNP det kommande decenniet, och satsningarna inriktas främst på försvar och infrastruktur. Går landets skadskjutna ekonomi mot en ny vår?

ECB-chefen Christine Lagarde kommenterar centralbankens räntebeslut i april, då styrräntan sänktes med 0,25 baspunkter.



2 SÄNKNINGsutrymme (ECB) Medan USA:s Federal Reserve och svenska Riksbanken pausat sina räntesänkningar fortsätter Europeiska centralbanken ECB att sänka – senast i april till 2,25 procent. Marknaden räknar med att räntan vid årsskiftet sänkts till drygt 1,7 procent.

Byggprojekt i staden Nanjing i östra Kina.



3 KINA-ÅTERHÄMTNING Sedan fastighetsbubblan brast har Kinas ekonomi krisat och konsumenterna varit dystra. Investeringarna sätter nu sitt hopp till finans- och penningpolitiska stimulanser.

Du har talat om att Sveriges ekonomi troligen återhämtar sig i år. Hur ser du på det nu?

– De positiva fundamentala faktorerna består. Riksbanken har sänkt räntan. Skatterna har sänkts. Inflationen har kommit ned, billigare el och bensin stärker köpkraften: Breda KPI, som inkluderar räntor och energi, är nära noll. Varslen minskar och sysselsättningen ser ut att vara på väg upp. Dock verkar tull-osäkerheten ha dämpat hushållens optimism. Byggssektorn visar tecken på en vändning, men blir hushållen mer återhållsamma kan återhämtningen försenas. Exportchefsindex visade på ras i april mot USA och Mexiko, men en ökning mot resten av världen.

Hur påverkas Sverige av vikande global tillväxt?

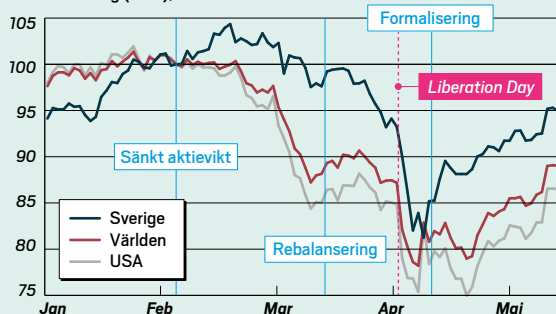
– Exporten utgör över hälften av Sveriges BNP. Det gör vår ekonomi känslig för förändringar i den globala tillväxten. Verksamhet står för cirka 40 procent av börsvärdet på Stockholmsbörsen. Positivt är att Sveriges statsfinanser är i utmärkt

ALLOKERING Börsstök med många taktiska beslut

■ Under 2025 har DNB Carnegie Private Bankings förvaltningsteam fattat flera taktiska allokeringsbeslut. Redan i början av februari minskade vi aktieexponeringen då tull-utspelen oroade oss, men marknaden var lugn. Börsen föll, vår aktievikt minskade och i mitten av mars rebalanserade vi genom att köpa utländska aktier som

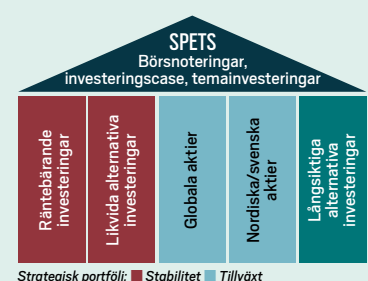
rasat i SEK. Dessvärre föll börsen än mer efter tullchocken den 2 april. Med den osäkerhet som rådde formaliserade vi i upprekyl en viss under-viktssposition mot utländska aktier, och föredrar svenska aktier. Efter börsrallyt har vi glidit till normal aktieexponering. Läs mer om vår marknadssyn i bifogade strategiuppdatering.

Börsen och våra allokeringsbeslut
Börsutveckling (SEK), indexerad



skick, med en statsskuld på bara drygt 30 procent av BNP. Det finns gott om utrymme att stimulera i sämre tider. Att Riksbanken inte sänkt styrräntan lägre än till 2,25 procent ger också stimulansutrymme, i synnerhet som omkring 70 procent av svenska hushåll med bolån har rörlig boränta.

JOHAN HÖGBERG
johan.hogberg@carnegie.se



Strategisk portfölj: ■ Stabilitet ■ Tillväxt

Vår förvaltningsmodell

■ Byggstenarna i DNB Carnegies förvaltningsmodell sätts samman i proportioner som passar varje kund.

► **Stabilitet** är räntepapper och alternativa placeringar med lägre risk. Här placeras oftast kapital som ska användas inom 0–5 år. Byggstenen kan utgöras av grundportföljerna **Räntebärande investeringar** och **Alternativa investeringar**.

► **Tillväxt** utgörs av globala, nordiska och svenska aktier och aktiefonder med syfte att skapa god tillväxt. Byggstenen kan utgöras av grundportföljerna **Globala aktier** och **Svenska aktier**.

► Kapitalet i **Långsiktiga alternativa investeringar** ska kunna avvaras i minst tio år. Här finns mindre likvida alternativa investeringar. **Spets** är investerings-tillfällen som vi ibland kan erbjuda tack vare närheten till DNB Carnegies investmentbank och analysavdelning.

DATA Tre grafer som belyser världsekonomin



Peab-lärling bygger Sverige.

4 SVENSK BYGGSEKTOR Efter tuffa år av inflation och räntepågång har byggssektorn i Sverige blivit mer optimistisk. KI:s konfidensindikator för sektorn är på väg upp mot normala nivåer.



Brittisk upphovs-rättsprotest mot att verk används för att träna Metas AI.

TECH USA:s tech-sektor har lett den globala börsuppgången i flera år. Nu finns en rad obesvarade frågor: Kan kinesiska spelare utmana inom AI? Hur stora vinster kan tech-bolagen skörda från sina enorma datacenter-investeringar? Vilka tullar blir det på halvledare?



Storbritannien, med premiärminister Keir Starmer, ingick ett handelsavtal med USA den 8 maj.

NYA HANDELSAVTAL Marknaden andades ut när både USA och Kina kraftigt sänkte sina ömsidiga tullar i mitten av maj. Men investerarna vill se fler långsiktiga avtal med låga tullsatser. Riskerar USA-administrationens irriterade attityd mot EU att färga av sig på tullsamtalen?

IMAGO/ALAMY; DPA/ALAMY; CYNTHIA LEE/ALAMY; PEAB; YUK VALCIG/ALAMY; DANIEL TOROK/UTA HUSET

Budgetunderskott (USA), procent av BNP

TRE GRAFER SOM TALAR

Indikatorer. Vilka nyckeltal i makroekonomin sneglar analytiker på? **Helena Haraldsson**, makrostrateg på DNB Carnegie Private Banking, presenterar tre favoriter.

USA Alla ögon på budgetunderskottet

► **Bakgrund:** USA:s budgetunderskott har de senaste tio åren vuxit trots en urstark ekonomi där skatteintäkterna varit goda. Dissonansen började med skattelättnaderna under Trumps första presidentperiod, och fortsatte med Bidens pandemistimulanser och andra stödpaket. Gapet (mellan 7 procents underskott och runt 4 procents arbetslöshet) är unikt stort och på sikt ohållbart.

► **Läget just nu:** Ett stort underskott som varje år adderas till en hög statsskuld begränsar regeringens stimuleringsmöjligheter – särskilt i nästa kris. Räntekostnaderna på skulden åter upp alltmer av skatteintäkterna. Doge-besparingar och tullintäkter räcker inte.

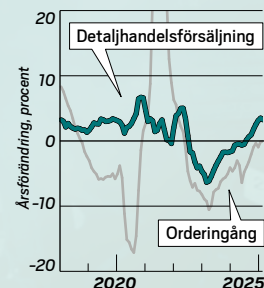
► **Håll koll på:** Gör Trump inget åt situationen ökar risken för att stigande räntor blir ett problem. Minskade utgifter skulle vara ett steg i rätt riktning – ofinansierade skattesänkningar kan ge ränteoro och dollarpress. Fokus på Trumps skattepaket (*One Big Beautiful Bill*).



Helena Haraldsson
Makrostrateg

Streckade perioder är amerikanska recessioner (lågkonjunkturer) fastställda i efterhand av National Bureau of Economic Research (NBER).

President George W. Bush i ruinerna av World Trade Center 2001.



EUROPA Gröna skott i Tysklands ekonomi

► **Bakgrund:** Tyskland är Sveriges viktigaste exportmarknad och motorn i den europeiska ekonomin. Efter flera svaga år syns nu tecken på att den tyska ekonomin är på väg att vända. Den grundlagsfästa skuldbromsen kringgås med specialfonder som möjliggör stora stimulanser, bland annat investeringar i försvar och infrastruktur.

► **Läget just nu:** Detaljhandeln i Tyskland vände till positiv tillväxt andra halvåret i fjol. Trenden i industrins ordergång är nu nära positiv tillväxt för första gången på tre år. ECB:s sänkningar och budgetstimulanserna lyfter ekonomin mer markant 2026.

► **Håll koll på:** Kan Tysklands nye förbundskansler **Friedrich Merz** skapa framtidstro och lyfta konsumenters och företags optimism över normal-läge? Hur blir resultatet av tullförhandlingarna?

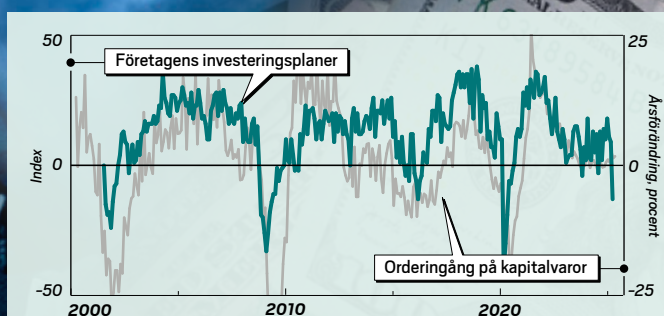
Budgetunderskott
Vänster axel

Presidenterna nr 40 (Ronald Reagan) och 41 (George H.W. Bush).

Bill Clinton, president åren 1992–2000.

Clintons finansminister Robert Rubin.

Orkanen Katrina (2005) med Fed-cheferna Alan Greenspan (1987–2006) och Ben Bernanke (2006–2014).



USA Varnar investeringsplanerna för recession?

► **Bakgrund:** Den amerikanska centralbanken **Federal Reserves** olika lokalkontor gör regelbundet en rad undersökningar bland företag för att fånga ekonomins utveckling. **Kansas City Fed** kartlägger företagens investeringsplaner det närmaste halvåret i sju amerikanska delstater. Indikatorn

brukar korrelera väl med orderingången på kapitalvaror i USA:s ekonomi. När dessa investeringar rasar brukar det historiskt vara en illavarslande konjunktursignal.

► **Läget just nu:** I april föll företagens investeringsplaner kraftigt till en nivå som enbart noterats i eller inför en amerikansk recession.

► **Håll koll på:** Räcker Trumps sänkta Kina-tullar och börsuppgången för att dämpa oron hos företagen, så att de återupptar sina investeringar? Kommande enkäter blir högtintressanta. Då visar det sig om de neddragna investeringsplanerna faktiskt realiserats och minskat orderingången – eller om oron har minskat.

Arbetslöshet (USA), procent

I sadeln: president nr 47, Donald Trump.

Janet Yellen styrde Fed 2014–2018.

Högt budgetunderskott i högkonjunktur med låg arbetslöshet är en anomali.

Arbetslöshet Höger axel

Barack Obama, president nr 44.

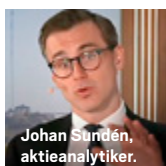
Trump I-finansministern Stephen Mnuchin med nr 45 själv och vicepresident Mike Pence.

President Joe Biden (nr 46) med vicepresident Kamala Harris.

2010

2015

2020

Johan Sandén,
aktieanalytiker.

AKTIECASE OCH BÖRS- UTSIKTER

■ Livesända
**30 minuter
aktieanalys**
är ett populärt
seminarium där
analytiker från
DNB Carnegies
topprankade
analysteam lyf-
ter utsikterna
för sektorn de
bevakar och
några av sina
bästa aktie-
case. Dess-
utom medver-
kar aktiechefen
Karl Hedberg
och ger sin syn
på utsikter för
Stockholms-
börsen. Kunder
kan ställa frå-
gor direkt till
respektive ana-
lytiker.

Video från
seminariet
publiceras i
våra digitala
kanaler.

UNIK ANALYS FÖR AKTIEPLACERARE

DNB Carnegie Reach. Som private banking-kund får du nu kraftigt ökad tillgång till DNB Carnegies topprankade aktieanalys av hela 600 nordiska börsbolag.

Varje år genomförs flera undersökningar som rankar bankernas och mäklarfirmornas analyslyshus. Och när de institutionella placerarna tycker till hamnar DNB Carnegie nästan ständigt i topp. Elva år i rad har banken toppat Financial Hearings ranking av svenska analyslyshus. Även i undersökningar från Prospera och Institutional Investor rankades DNB Carnegies analys högst i föl.

HITTILLS HAR aktieanalysen till stor del varit förbehållen institutionella placerare, men från årsskiftet kan även DNB Carnegies *private banking*-kunder ta del av aktieanalyser på alla de cirka 600 nordiska bolag som bankens aktieanalytiker bevakar.

Den nya tjänsten DNB Carnegie Reach ger fri tillgång till analyser på allt ifrån svenska och nordiska storbolag som Volvo, H&M, Novo Nordisk och Equinor till mindre bolag som Rugvista, Nilfisk och Rejlers. Samgåendet med DNB adderade analys på nästan 100 börsbolag (läs mer i faktarutan ovan på motstående sida).

– Det här är en drömtjänst för våra allra mest aktieintresserade kunder som efterfrågat ökad tillgång till våra analyser. Nu kan de ta del av topprankad aktieanalys på bolag som tillsammans står för omkring 95 procent av börsvärdet

i Norden, säger Karl Hedberg, aktiechef på DNB Carnegie Private Banking.

DNB CARNEGIE REACH har tagits fram med utgångspunkt i DNB Carnegies topprankade aktieanalys för institutionella investerare. Det nya formatet är anpassat för privata investerare och inkluderar rekommendation, riktkurs samt analytikerns kort- och långsiktiga *case*. Utöver den institutionella analysen ger DNB Carnegie Reach smidig tillgång till DNB Carnegies uppdragsanalyser på cirka 80 mindre börsbolag (läs mer i faktarutan nedan till höger).

Analyserna nås enkelt via våra digitala plattformar – dels på DNB Carnegie Online via webbläsare, dels på vår *smartphone*-app.

ANALYTIKERN SLÄPPER normalt åtta analysuppdateringar per bolag och år, plus eventuella uppdateringar vid större nyheter eller händelser. Inför varje kvartalsrapport levereras en så kallad *preview*, där analytikern lyfter fram sina uppdaterade prognoser och skriver om vad som är i fokus inför rapporten.

Efter att bolaget redovisat kvartalsrapporten justerar analytikern sina prognoser och kommenterar hur rapporten påverkat investeringscasen. I samband med dessa

Christer Magnergård är co-head
för DNB Carnegie Research
tillsammans med Lena Österberg.

uppdateringar justerar analytikerna ofta sina riktkurser, vilka gäller på 6–12 månaders sikt. Beroende på eventuell riktkursförändring och aktiens utveckling kan också rekommendationen justeras. Skalan för rekommendationerna har tre steg: *buy* (köp), *hold* (behåll) och *sell* (sälj).

EN VIKTIG FAKTOR bakom DNB Carnegies framgång inom aktieanalys är långsiktighet och fokus. Hos DNB Carnegie är aktieanalysen kärnverksamhet, vilket lockar många duktiga analytiker som

Kalendarium

Höstens bolagsdagar på DNB Carnegie:

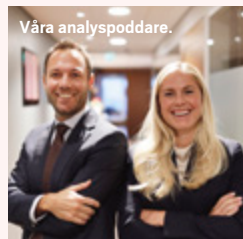
- **1 september:** Småbolagsdag, Stockholm.
- **15 september:** Fokus fastigheter, Stockholm.
- **20 november:** Småbolagsdag, Göteborg.
- **27 november:** Småbolagsdag, Stockholm.
- **4 december:** Fokus energi, Stockholm.

Välkommen! Inbjudningar skickas ut digitalt några veckor före evenemangen.

Vd Axel Schörling
presenterade
generikabolaget
EQL Pharma på
bolagsdagen
i Malmö i maj.



Våra analyspoddare.



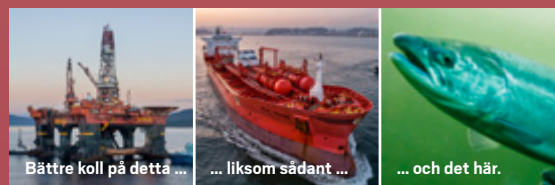
Analys i lurarna

■ **Analyspodden** intervjuar **Viktor Lindeberg** och **Erika Langåker** nordiska börsbolags vd:ar. Efter en presentation av bolagen sätter DNB Carnegies analytiker siffror på aktiecasen samt lyfter företagets möjligheter och utmaningar.



”Vår styrka är i det lokala: vi är nära bolagen, nära ledningen och nära de lokala investerarna. Samtidigt har vi bredast bevakning.”

Lena Österberg
Co-head för DNB Carnegie Research



Bättre koll på detta ...

... liksom sådant ...

... och det här.

DNB CARNEGIE Fler bolag under bevakning

■ När DNB Markets och Carnegie i mitten av maj blev DNB Carnegie slogs Carnegies och DNB:s aktieanalys samman till en enhet: **DNB Carnegie Research**.

Framåt leds verksamheten av **Lena Österberg**, tidigare analyschef på Carnegie, tillsammans med **Christer Magnergård**, tidigare analyschef på DNB.

Precis som Carnegie har DNB länge varit topprankat på sin hemmaplan, Norge – hela tio år i rad.

Den tydligaste förändringen är att sammanslagningen ökar bevakningen med omkring 100 bolag till totalt cirka 600, vilket gör DNB Carnegie till banken med överlägset bredast analysbevakning i hela Norden. Bland de nya bolagen under bevakning märks framför allt

många norska bolag i typiskt tillgångstunga sektorer som energi och sjöfart.

Som ett led i fusionen stärks även hållbarhetsanalysen med en tredje hållbarhetsanalytiker. Vidare är ambitionen att ett särskilt analytikerteam ska skriva flera tematiska djupanalyser. Planer finns också på att lansera en ny modellportfölj med bankens aktiefavoriter bland börsens storbolag, i likhet med den populära småbolagsportföljen **Small Cap Core Picks**.

Nytt är också att DNB Carnegie kommer att ha en analytiker fokuserad på nordisk indexanalys. Det allt större passiva kapitalet gör inkluderingar och exkluderingar ur olika aktieindex till viktig information om vart kapital kan tänkas flöda.

JOAKIM BRAUN, NIKLAS NYMAN, ARILD LILLEBOE/STOCKPHOTO, ROBERTO SMERA/ODFELL, JLEEF/SHUTTERSTOCK

dessutom tenderar att stanna länge på banken. Över tid bygger de upp en unik förståelse för bolagen de följer och deras verksamhet.

– Analytikernas långa erfarenhet bidrar till en djuplodande analys. Kunderna uppskattar också det långsiktiga perspektivet – att det inte enbart är fokus på nästa kvartalsresultat, säger Karl Hedberg.

ANALYSERNA FRÅN DNB Carnegie Reach kompletterar mäklertjänsten, där kunder med stort aktieintresse kan anlita bankens erfarna aktiemäklare.



Karl Hedberg är aktiechef på DNB Carnegie Private Banking.

– Många kunder som läser analyserna använder oss mäklare som bollplank för att diskutera enskilda case. Sedan har vissa kunder inte tid att själva ta del av all analys och vill gärna att vi mäklare hjälper till att lyfta fram de mest intressanta investeringsidéerna, säger Karl Hedberg.

AKTIEINTRESSERADE kunder hos DNB Carnegie Private Banking får också tillgång till intressanta aktiecase via flera andra tjänster såsom *Mäklariets Best Cases*, modellportföljen *Small Cap Core*

Picks och regelbundna digitala seminarier med aktieanalytiker (se såsom *30 minuter aktieanalys* (se faktaruta på motsäande sida).

– I *Mäklariets Best Cases* lyfter vi på mäklariet fram aktier med bra förutsättningar på kort sikt. Vår portfölj *Small Cap Core Picks* har lyckats väldigt väl med att hitta vinnare bland småbolagen, säger Karl Hedberg.

JOHAN HÖGBERG
johan.hogberg@dnbcarnegie.se

► Vill du veta mer om DNB Carnegie Reach eller vår mäklertjänst? Lyft intresset med din rådgivare.

■ Ett fenomen som vuxit kraftigt på senare år är uppdragsanalys, eller *commissioned research*. Där betalar börsbolagen, vanligen små och medelstora företag, för att analyshus ska analysera deras aktier. I uppdragsanalyser

UPPDRAGSANALYS Stark marknadsposition efter förvärvet av Erik Pensers

anges normalt ingen rekommendation (köp/sälj/behåll) och det är vanligen breda riktkursintervall snarare än riktkurser.

DNB Carnegie lanserade uppdragsanalys under eget varumärke

hösten 2023 och fick med förvärvet av **Erik Pensers** uppdragsanalysverksamhet snabbt en stark marknadsposition. I dag bevakar **DNB Carnegie Access** cirka 80 börsbolag. Tack

vare DNB Carnegies starka ställning på den institutionella sidan, i kombination med bred distribution via kanaler som handelsplattformen **Montrose** och distributionsplattformen **MFN**, får

börsbolagen en unik räckvidd bland såväl institutionella som privata investerare.

DNB Carnegies *private banking*-kunder kan vid sidan av analyserna även träffa bolagen på våra unika

evenemang. På dessa bolagsdagar presenterar vanligen ett tiotal bolag sin verksamhet, följt av frågestund och mingel. Kalendarier till vänster på motsäende sida visar höstens fem bolagsdagar. Vid intresse att delta – kontakta din rådgivare.

Det norska rederiet Torghattan ingår i portföljbolaget Nordic Ferry Infrastructure.



Portföljinnehavet Instavolt driver laddstationsnät i Storbritannien.



Omställd infrastruktur: Elektrifiering slår igenom i allt större delar av sjöfarten, och till lands växer behovet av bland annat laddstationer kontinuerligt.

EN MEGATREND MED TULLSKYDD

Placeringar. Fonden **EQT Nexus Infrastructure** ger DNB Carnegies kunder möjlighet att rida på flera långsiktiga globala megatrender inom infrastruktur.

Sommaren 2023 lanserade *private equity*-förvaltaren EQT en unik fond: EQT Nexus. För första gången gavs privata investerare möjlighet att enkelt få bred exponering mot *private equity* (onoterade bolag) – ett tillgångslag som länge varit otillgängligt för de flesta privata investerare.

I samarbete med Carnegie lanseras nu uppföljaren EQT Nexus Infrastructure med samma fondstruktur, men med fokus på investeringar i infrastruktur. Fondens målsättning är att generera en årlig

avkastning på 10–13 procent efter alla avgifter. Globalt har institutionella placerare omkring 5 procent av sitt förvaltade kapital allokaterat mot privat infrastruktur, medan privata investerare ligger betydligt lägre.

– En placering i EQT Nexus Infrastructure bör ses som en del av portföljens aktieexponering. Positionens storlek beror på investerarens individuella avkastningsmål, risknivå och likviditetspreferenser. Den låga korrelationen mellan privat infrastruktur och aktier för-



Jonas Arrhénborg är specialist på alternativa investeringar.

Fondens mål är att generera en årlig avkastning på 10–13 procent efter alla avgifter.

bättrar portföljens diversifiering, säger Jonas Arrhénborg, specialist på alternativa investeringar på DNB Carnegie Private Banking.

INFRASTRUKTUR ÄR ett intressant investeringsområde av flera skäl:

► **Långsiktighet:** Segmentet präglas av stabilitet via långa kontrakt, konjunkturokänslig efterfrågan och en förmåga att hantera hög inflation via prisökningar – inte sällan genom inflationslänkade kontrakt.

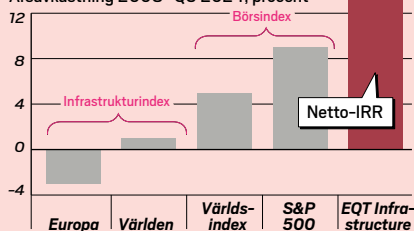
► **Inträdesbarriärer:** Höga kapitalkrav och omfattande regleringar gör det svårt för nya aktörer att ta sig in i sektorn, vilket begränsar konkurrensen.

► **Tullsäkert:** Infrastruktur ses ofta som en trygg tillgång, så även i en värld med tullar.

– Det här är inga bolag som tillverkar eller handlar med varor, utan de tillhandahåller samhällskritiska tjänster. Därför är de

UTVECKLING Ligger steget före

Årsavkastning 2008–Q3 2024, procent

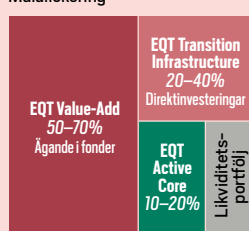


90%

... av portföljintäkterna i EQT Nexus Infrastructure är inflations-skyddade genom kontrakt och/eller förmåga att styra prissättningen.

MÅL Minst hälften fonder

Målallokering



PROFIL Mycket energi och miljö

Portföljexponering, EQT Nexus Infrastructure

Regioner	Procent	Branscher	Procent
Europa	40–60	Energi/miljö	30–40
Nordamerika	40–60	Digitalt	20–30
Asien	5–15	Transport och logistik	15–25
Likviditetsportfölj	10–15	Socialt	5–10
		Likviditetsportfölj	10–15

MEDVINDAR Fyra megatrender som talar för infrastruktur

■ EQT har identifierat fyra megatrender som indikerar att infrastrukturinvesteringar i utvalda segment kan generera god avkastning de närmaste decennierna:

1 Demografi. Befolkningstillväxten avtar, men fortsätter: 2040 väntas jordens befolkning uppgå till cirka 9 miljarder människor, upp från dagens cirka 8 miljarder. Ny infrastruktur behöver byggas och befintlig rustas upp.

2 Finansieringsgapet. Samtidigt som behovet av infrastruktur ökar finns

ett allt större offentligt finansieringsgap – skillnaden mellan investeringsbehoven och tillgängliga offentliga medel. Bara i USA och Europa uppgår detta finansieringsgap årligen till 2 700 miljarder dollar. Blickar vi framåt väntas det öka till 15 000 miljarder dollar 2040, enligt konsultfirman McKinsey. För att täcka upp

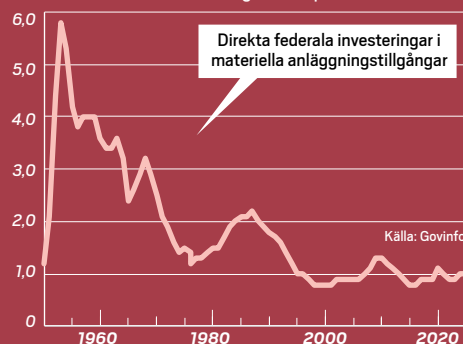
kommer privata aktörer, genom privat infrastruktur, att behöva spela en allt större roll framöver.

3 Hållbarhetskrav. Allt strängare hållbarhetsregler driver på energiomställningen. Om Parisavtalets mål om en temperaturökning på högst 1,5 grader ska nås krävs enorma investeringar i energirelaterad infrastruktur de närmaste decennierna.

4 Digitalisering. I vårt alltmer uppkopplade samhälle ökar inslaget av digitala lösningar, däribland AI, som kräver enorma investeringar i allt från mobil infrastruktur till datacenter. Bara under de närmaste fem åren väntas den globala mobila data-trafiken femfaldigas.

Eftersatta investeringar

Federala infrastrukturinvesteringar, USA, procent av BNP



direkta effekterna från ökade varutullar högst begränsade, säger Philip Heeroma, *director* på EQT Private Wealth.

SVENSKA EQT, grundat 1994, är en av världens ledande *private equity*-aktörer och har en framskjuten position på bland annat infrastrukturområdet. Sedan 2008 har EQT lanserat åtta fonder fokuserade på området, vars totala förvaltrade kapital uppgår till cirka 800 miljarder kronor.

I genomsnitt har investerarna i EQT:s infrastrukturfonder erhållit

en årlig avkastning på 16 procent efter avgifter, att jämföra med 9–13 procent för konkurrenterna.

HISTORISKT HAR onoterad infrastruktur avkastat betydligt bättre än börsnoterad. En orsak är att bolagen i den privata miljön ofta är mindre och har en högre belåning.

Det är också skillnad på infrastruktur och infrastruktur. De flesta förknippar nog området med sådant som motorvägar, järnvägar eller vattenreningsverk. Visst fångar dessa segment infrastrukturans stabilitet och viktiga samhälls-

roll, men deras tillväxt är på många håll begränsad. Betydligt bättre tillväxt- och avkastningsutsikter finns inom infrastruktur kopplad till de fyra megatrender som EQT Nexus Infrastructure fokuserar på: demografi, finansieringsgapet (brist på offentlig finansiering), energiomställningen samt digitaliseringen (se faktaruta till vänster).

EQT NEXUS INFRASTRUCTURE har vid lanseringen exponering mot cirka 40 bolag via innehav i fyra infrastrukturfonder samt en del direktinvesteringar. På sikt ökar antalet placeringar sannolikt betydligt.

– Om tre år räknar vi med att fonden har exponering mot cirka 9–12 underliggande fonder och omkring 30–40 direktinvesteringar, vilket ger en total exponering mot 140–160 bolag, säger Philip Heeroma.

BLAND INNEHAVEN FINNS exempelvis amerikanska Edgeconnex, som rider på AI-trenden genom att bygga och driva datacenter med fokus på snabbväxande *hyperscale* och *edge computing*. Juniz Energy är en uppstickare inom energilagring i Tyskland, där runt 60 procent av elproduktionen kommer från förnybara källor. När det är ett överskott av billig el laddar bolaget upp sina stora batteriparker och i perioder av underskott kan bolaget hjälpa till att balansera elnätet. Amerikanska Radius fokuserar på att köpa upp mark där telekomaster och antenner står, därefter tecknas leasingavtal.

– För investerare som redan har placerat i EQT Nexus är EQT Nexus Infrastructure ett bra komplement. EQT Nexus exponering mot infrastruktur är bara cirka 15 procent och ska successivt reduceras givet lanseringen av den nya fonden, säger Jonas Arrhénborg.

JOHAN HÖGBERG

johan.hogberg@carnegie.se



LÄS MER: "INFRA" PÅ DJUPET

■ I DNB Carnegie Private Bankings rapport *Allokering och portföljstrategi* lyfte vi hösten 2024 fram noterad infrastruktur som ett intressant investeringstema. Analysen betonade bland annat infrastrukturens defensiva egenskaper i tider av hög inflation och sämre konjunktur.

Vill du läsa mer? Kontakta din rådgivare, så skickar vi dig den digitala strategirapporten.

Svenska EQT är en globalt ledande aktör inom infrastruktur.

EQT NEXUS INFRASTRUCTURE Exponering direkt – och med bättre likviditet

■ Jämfört med en investering i en traditionell fond inom *private equity* respektive onoterad infrastruktur har EQT Nexus Infrastructure flera fördelar. Först och främst är det minsta investeringsbeloppet 25 000 euro, jämfört med

omkring 5 miljoner euro i enskilda fonder. Vidare erhålls exponering för hela det investerade beloppet direkt jämfört med att det normalt tar tre–fyra år innan en fond är fullinvesterad. Slutligen är

likviditeten betydligt bättre, med möjlighet att köpa månadsvis och att sälja kvartalsvis (med vissa begränsningar).

Eftersom EQT förvaltar både EQT Nexus Infrastructure och de

underliggande fonderna innebär fond-i-fond-strukturen inget extra lager med avgifter, utan privata investerare betalar enligt samma principer som stora institutionella investerare. Avgifterna

består dels av en fast förvaltningsavgift, dels av en prestationsbaserad avgift. Fonden är dessutom hållbarhetsklassad som en Artikel 8-fond.

Vill du veta mer? Kontakta din rådgivare,

så skickar vi fondens faktablad med ytterligare information.

När snurorna står still ingriper portföljbolaget Juniz Energy.



ISTOCKPHOTO

STARTKLAR IPO-MASKIN

Börs. Fusionen med DNB stärker bankens noteringspipeline, vilket gynnar kunderna, säger **Anna Boqvist**, head of ECM på DNB Carnegies svenska investmentbank.

Från december 2024 till mars i år tog DNB Carnegies investmentbank flera kvalitetsbolag till Stockholmsbörsen, däribland nätapoteket Apotea, serieförvärvaren Röko, fastighetsbolaget Intea och den medicintekniska serieförvärvaren Asker. Alla togs emot väl (se graf nedan) och det var upplagt för fler noteringar.

– IPO-aktiviteten var länge dämpad, men började öppna upp i slutet av fjolåret. Trenden höll i sig i början av året, med stort intresse för våra noteringar såväl lokalt som internationellt, förklarar Anna Boqvist, head of ECM (aktiemarknadstransaktioner) på DNB Carnegies investmentbank i Sverige.

I början av april tog det dock hastigt slut, när volatiliteten ökade kraftigt i spåren av nye USA-presidenten Donald Trumps tullutspel.

Hur är IPO-klimatet i Sverige nu?

– Perioder av låg aktivitet skapar ofta ett uppdämt behov – både bland köpare och säljare. För fler noteringar behövs en stabilare marknad, med tydlighet kring USA:s tular. Samtidigt kan det svänga fort. Så snart osäkerheten släpper finns alla förutsättningar för god aktivitet igen. Om konjunkturen däremot försämrars kraftigt lär IPO:erna dröja, säger Anna Boqvist.

”Perioder av låg aktivitet skapar ofta ett uppdämt behov.”

Anna Boqvist
Head of ECM,
DNB Carnegies
investmentbank
i Sverige



Vd Johan Falk och COO Peter Gustafsson på serieförvärvaren Asker flankerar huvudägaren Nalkas vd Martin Lagerblad.

Vilka indikatorer vittnar om ett öppet IPO-fönster?

– Det är flera faktorer som ska vara på plats, men viktigast är nog att volatiliteten är låg. Det signalerar stabilitet, vilket gör det enklare att prissätta börsnoteringen. Viktigt är också att institutionerna inte har utflöden. Bilden hittills är att Sverige klarat sig väl, möjligen drivet av flöden från USA till Europa.

Vilken typ av bolag är redo för IPO?

– Pipeline påminner mycket om våra senaste noteringar. Investe- rarna vill fortsatt ha bolag med bevisade affärsmodeller och sunda finanser. Strukturell tillväxt med god lönsamhet ger plus i kanten.

– Jag hoppas att vi ser en större tillströmning av hälsovårdsbolag som ges resurser att fortsätta sin forskning. Camurus, som Carnegie hjälpte till börsen år 2015, har genomgått en fantastisk bolagsresa: Från drygt 2 miljarder kronor i börsvärde till närmare 40 miljarder – och nu lönsamt. Det gynnar både patienter och investerare.

Hur står sig Stockholmsbörsen mot andra börser ur IPO-synpunkt?

– Sverige sticker ut som Europas mest aktiva IPO-marknad hittills i år. En viktig förklaring är vårt lands unika ekosystem med såväl småsparare, private banking, family offices, pensionskapital, en bred flora av småbolsagsförvaltare samt internationella investerare. Vår aktiekultur i kombination med bra, transparent bolagsstyrning är en stor tillgång.

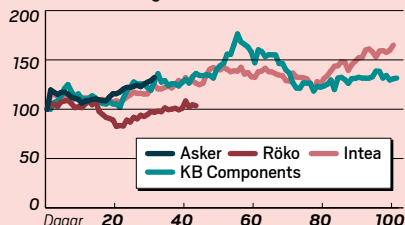
Vad innebär samgåendet för DNB Carnegies private banking-kunder?

– Carnegie har historiskt varit starkast inom mer tillgängslätta sektorer, som tech och hälsovård. DNB har gjort mer inom typiska norska sektorer som ofta är mer tillgångstunga, exempelvis infrastruktur, shipping och energi. Vi kompletterar varandra väldigt väl vad gäller sektorer, geografier och produkter. Tillsammans är vi Nordens marknadsledande investmentbank. Det ger fler transaktioner, större affärsflöden och därmed ett bredare erbjudande av unika investeringsmöjligheter för private banking-kunderna.

JOHAN HÖGBERG
johan.hogberg@carnegie.se

UPPÅT Fyra färskas börsresor

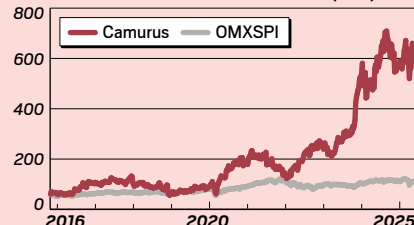
Indexerad utveckling sedan börsintroduktionen



Sedan Pär Svårdson tog sitt Apotea till börsen den 6 december har kursen stigit med över 60 procent.

CAMURUS Hälsoaktie med god vigör

Camurus och Stockholmsbörsen, aktiekurs (SEK)



TELLUS MIDAS

Fonden med fokus på försvar & bank



Fem stjärnor på Morningstar

Tellus Midas investerar globalt i bolag med starka ledningar och attraktiva värderingar. Vi fokuserar på marknadens bästa teman och anpassar aktieandelen flexibelt, med möjlighet till räntebärande investeringar för att hantera svängningar. Målet är att maximera möjligheter i goda tider och skydda kapitalet i sämre lägen.

141%*

Utveckling 5 år



 **TELLUS
FONDER**

* Avkastningen för fonden gäller per den 14 maj 2025.

Disclaimer: Alla investeringar är förenade med risk. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning.

Megatrender möter teknik: HÄLSO SEKTORN kan ge dig innovationer med RABATT

Biotech. Snabb teknikutveckling, megatrender och attraktiv värdering talar för hälsovård på sikt, skriver **Martin Theimer**, investeringsstrateg på DNB Carnegie.

När covid-19-pandemin bröt ut för fem år sedan stod världen stilla, men efter bara några månader hade *biotech*-bolagen Moderna och Biontech utvecklat vaccin med hjälp av den nya genbaserade mRNA-tekniken. Efter ett rekordsnabbt godkännande började vaccinen rullas ut i december 2020, mindre än ett år efter pandemiutbrottet. De beräknas ha räddat livet på minst 15 miljoner människor.

De senaste åren har en revolution skett inom genbaserad medicin, med nya sätt att behandla allt ifrån cancer till sällsynta sjukdomar. Med så kallade GLP-1-agonister, som ursprungligen togs fram för behandling av diabetes, har branschen lanserat en riktig *blockbuster* inom viktminskning

– det vill säga ett läkemedel vars årliga globala försäljning överstiger 1 miljard dollar. Till och med inom svårösta områden som *alzheimer* görs nu framsteg, bland annat av svenska Bioarctic (läs mer på sidan 10). Stora delar av innovationen sker i mindre *biotech*-bolag.

Globala demografiska trender är en strukturell tillväxtmotor för den breda hälsovårdssektorn, som inte desto mindre handlas på historiskt låga nivåer relativt den breda marknaden. På börsen har de innovativa *biotech*-bolagen kommit lite i skymundan, bland annat då investerarna fokuserat helt på AI (som även kan göra läkemedelsutvecklare mer produktiva).

Efter tre års *bear market* avspeglas motvindarna nu i värderingen. Som vi ska se skapar detta

ypperliga möjligheter för aktiva *biotech*-förvaltare att generera god avkastning. Även för hälsovårdssektorn som helhet ser vi goda möjligheter till en återhämtning.

1. MEDVINDARNA

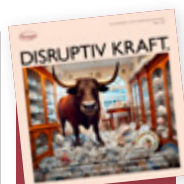
Drivkrafter för hälsosektorn

► **Demografi:** USA är den största marknaden för hälsovårdsrelaterade produkter och tjänster. Där går nu den stora *baby boomer*-generationen successivt i pension (se graf nedan) – och 65-plusare spenderar i genomsnitt 2,4 gånger mer på hälsovård än personer under 65 år. Denna demografiska utmaning ses i de flesta västländer, liksom i Kina: 2050 är var sjätte person i världen över 65 år, jämfört med var tionde i dag. Skenande hälsovårdskostnader när befolkningar åldras är ett på sikt ohållbart problem. Efterfrågan på nya läkemedel som kan hålla människor friska högre upp i åldrarna är därför en av de största långsiktiga megatrenderna.

När medelklassen växer och välståndet ökar stiger dessutom efterfrågan på hälsovård även på tillväxtmarknader med yngre befolkning, exempelvis Indien. Välfärdssjukdomar blir vanligare i många delar av världen.

Med bättre diagnostik och medicinska innovationer skulle exempelvis förebyggande behandling av kroniska sjukdomar kunna sättas in tidigare, och på sikt sänka hälsovårdskostnaderna.

► **Genmedicin:** Ökad innovation är en nyckel till sänkta sjukvårdskostnader. Stora framsteg har gjorts inom en rad sjukdomskategorier de senaste åren, däribland diabetes, immuno-onkologi, genbaserad medicin och *alzheimer*. Grunden



MER I VÅR STRATEGIRAPPORT!

■ En fördjupad version av denna artikel finns i vårens utgåva av *Allokering och portföljstrategi*. I tidigare strategirapporter har vi skrivit om de relaterade ämnena **alzheimer** (hösten 2021), **genbaserad medicin** (sommar 2019), **fetma och diabetes** (sommar 2017) samt **immuno-onkologi** (våren 2017).



Martin Theimer är investeringsstrateg på DNB Carnegie Private Banking.

Fotnot: Den kortsiktiga marknadsutvecklingen är oförutsägbart. Texten skrevs i januari 2025. För DNB Carnegies aktuella marknadssyn, tala med din rådgivare.

BIOTECH Molekylerna designas för specifika sjukdomsformer

■ Biologiska läkemedel har en aktiv substans av biologiskt ursprung, såsom levande celler eller vävnad. Jämfört med vanliga farmaceutiska läkemedel är molekylerna i biologiska

läkemedel större och mer komplexa att ta fram. Läkemedlen är ofta känsliga för tillverkningsförhållanden och dyra att producera. Fördelen är att de kan designas för specifika

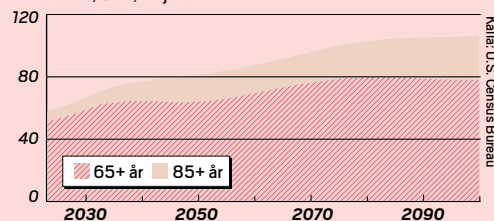
sjukdomsformer som är svåra att behandla med vanliga läkemedel. Vacciner, enzymer, peptider och avancerade terapier (genbaserade terapier, immuno- och cellterapier) är

exempel på biologiska läkemedel.

Genentech i USA anses vara det största *biotech*-bolaget. När dess syntetiska insulin godkändes av FDA 1982 tog industrin fart.

DRIVKRAFT Marknaderna åldras – och växer

Antal äldre, USA, miljoner



till den ökade innovationstakten inom *biotech* lades av *Human Genome Project*, ett internationellt forskningsprojekt som 1990–2003 kartlade människans arvs massa. Kostnaden för en komplett sekvensering av människo-DNA har fallit från 100 miljoner dollar år 2001 till 500 dollar i dag. Det har möjliggjort en revolution inom genbaserad medicin som i sin tur kunnat tillämpas på många olika områden. Produktiviteten i sektorn har ökat de senaste åren, med fler godkända läkemedel och fler som når *blockbuster*-status (se faktaruta till höger).

► **AI:** Att utveckla nya läkemedel är i regel en lång och kostsam process – bara ett fåtal projekt lyckas ta sig till marknaden (se graf på nästa sida). AI-verktyg skulle kunna höja produktiviteten i hela sektorn. I forskningsfasen kan AI gå igenom stora kemiska och biologiska datamängder för att identifiera och designa läkemedel. I senare skeden kan AI förutspå proteinstrukturer och ge bättre förståelse för hur läkemedlet samverkar och reagerar i tester. Det underlättar när branschaktörer ska förbereda och kalibrera designen på sina läkemedelskandidater inför de kliniska studierna och förbättra chansen att nå framgångsrika resultat.

Detta kommer att spara både kostnader och tid, tror bedömare.

2. MOTVINDARNA

Därför har hälsovård halkat efter

Trots långsiktiga strukturella medvindar och hög innovationstakt har hälsovårdsindex i USA haft sin sämsta period relativt S&P 500 på 30 år. *Biotech*-indexet XBI har gått sämre än småbolagsindexet Russell 2000 fyra år i rad – den sämsta perioden sedan XBI skapades 2007. Några förklaringar är:

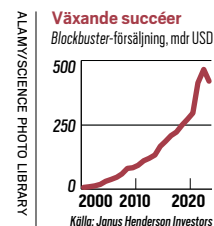
► **Pandemin:** Hälsovårdssektorn tillhörde pandemins stora vinnare, så normaliseringen post-covid har tagit extra lång tid. Vissa stora läkemedelsbolag – särskilt de med storsäljande covid-vaccin – har sett fallande vinsttillväxt i spåren av höga jämförelsetal och normaliserad försäljning. Inom medicinteknik bidrog pandemin till att sjukhusen lade stora beställningar och byggde upp lager, som först nu börjar normaliseras. För sjukhusoperatörer och försäkringsbolag ökade efterfrågan på standardbehandlingar som fått vänta under pandemin, men nu normaliseras beläggingsgraden. Försäkringsbolagen har också hunnit justera upp premierna för att täcka de ökade kostnaderna.

► **Ränteläget:** Särskilt mindre *biotech*-bolag är beroende av extern finansiering och har ofta haft det svårt på börsen när tioårsräntan i USA stigit. En lugnare ränteutveckling skulle kunna gynna sektorn och öka M&A-aktiviteten.

► **Smal börsuppgång:** I USA har ett fåtal *tech*-jättar drivit börsindex till nya rekordnivåer, samtidigt som många andra sektorer halkat efter – särskilt de mer defensiva delarna av marknaden, som det breda hälsovårdsindexet tillhör.

► **Politisk osäkerhet** hämmar nu sektorn. Utnämningen av vaccinskeptikern Robert F. Kennedy Jr till ny hälsominister har följts av chefsbyten på läkemedelsverket FDA, eventuella tullar på läkemedel och en Trump-order som går ut på att sänka USA:s höga läkemedelspriser till lägstanivån på andra utvecklade

marknader. Givet höga utvecklingskostnader måste dock läkemedelsindustrin kunna ta betalt för sina innovationer. Hittills har USA stått för merparten av notan – kanske får andra länder nu betala mer, samtidigt som vissa läkemedel bara lanseras i USA. Debatten kring läkemedelspriser är inte ny, och reformer har historiskt visat sig svåra att genomföra i praktiken. Hälsovård och *biotech* är amerikanska framgångssektorer – vill man verkligen skada sin egen industri?



Storsäljande innovationer

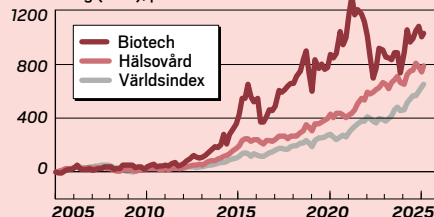
► **Blockbuster**-läkemedel drar in allt mer pengar. Alla de fem största läkemedlen ökade intäkterna under 2024: **Keytruda** (cancer; Merck), **Ozempic** (fetma; Novo Nordisk), **Dupixent** (allergi; Sanofi/Regeneron), **Biktarvy** (hiv; Gilead) och **Eliquis** (blodförtunnare; Bristol Myers Squibb/Pfizer).

Källa: Nature

Aktuella blockbusters inom viktminskning bygger på molekylen semaglutid (bilden).

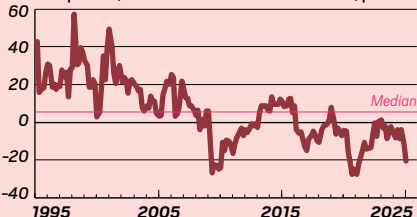
LÅNGSIKTIGHET Hälsa går bättre än börsen

Avkastning (SEK), procent



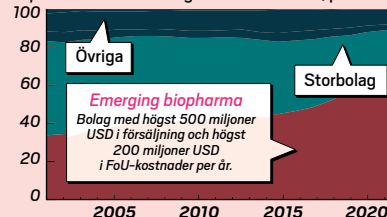
VÄRDERING Sektorn är historiskt billig

Rabatt/premie, P/E-tal hälsovård rel. S&P 500, procent



LÄKEMEDEL Små, vassa *biotech*-bolag

Pipeline från fas I till regulatorisk ansökan, procent



3. STORT M&A-BEHOV

En potentiell katalysator

De mindre *biotech*-bolagen står för en allt större del av tidig forskning kring nya läkemedel (se graf längst ned till höger på föregående sida). Ofta tecknar de samarbetsavtal eller blir uppköpta av stora läkemedelsbolag som har musklerna att ta nya läkemedel till marknaden. *M&A* kan lyfta aktiekursen för enskilda bolag, men också utgöra en sentimentsindikator där ökad aktivitet främjar hela sektorn. Efter pandemiårens höga *M&A*-aktivitet har transaktionerna minskat, såväl i marknaden generellt som inom *biotech*.

Många läkemedelsjättar har patent som löper ut de kommande fem åren (*patent cliff*) – de behöver uppgradera sina forskningsportföljer genom förvärv. Enligt skattningsfirman EY uppgår deras kassor till över 1 000 miljarder dollar.

4. NEGATIVT ÄR INPRISAT

Värderingar på intressanta nivåer

I dag värderas hälsovårdssektorn historiskt lågt relativt marknaden. Värdering är sällan ett bra *timing*-verktyg, men givet sektorns långsiktigt intressanta tillväxtmöjligheter i kombination med en fortsatt hög innovationsnivå ser vi goda möjligheter att trenden vänder. De flesta motvindar branschen mött är av övergående karaktär.

Ett annat tecken på att mycket negativt är inprisat är att hälsovård i USA var sektorn med störst utflöden de senaste två åren, med *biotech* inte långt därefter. Värderingsmässigt är *biotech* mer svåranalyserat, givet den stora spridningen samt betydande inslag av olönsamma förhoppningsbolag i index. Sektorn är nu under sin långsiktiga mediannivå sett till

nyckeltalet *EV/Sales* (bolagets totala värde i förhållande till försäljningen). Ur ett värderingsperspektiv ser vi ett intressant långsiktigt köpläge både i den breda hälsovårdssektorn och i *biotech*.

5. FÖRDEL AKTIV FÖRVALTNING

Enorm spridning i *biotech*

Biotech är en av börsens mest ineffektivt prissatta sektorer, med stor skillnad mellan bra och dåliga bolag. Bara runt 10 procent av alla läkemedelskandidater där kliniska studier inleds blir till slut godkända, och ännu färre når kommersiell framgång.

Att bedöma potentialen hos olika läkemedel är extremt svårt för både generalister och experter – analytikernas konsensusestimater är fel i 90 procent av fallen. Risknivån varierar också kraftigt mellan olika forskningsområden. Därför hamnar bolagsprissättningen många gånger rejält fel även i de bra företagen, som ofta handlas med stor rabatt. Resultatet är en enorm spridning av kursutvecklingen i sektorn.

En aktiv förvaltare som genom sin fundamentala analys och specialistkunskap kan göra en bättre riskbedömning än marknaden och vända oddsen till sin favör har därför stora möjligheter att addera alfa.

6. REKOMMENDERAD PORTFÖLJ

Dags att övervinna hälsovård

Både hälsovård och *biotech* har slagit världsindex över tid. Givet stark långsiktig efterfrågan och hög innovationsgrad vill vi ha en strategisk övervikt mot hälsovårdssektorn, som i dag utgör 10 procent av världsindex. Vår rekommendation är att hälsovård ska utgöra 15 procent av en global aktieportfölj.

Inom hälsovårdsportföljen kombinerar vi en aktiv *biotech*-fond och en ETF mot de stora bolagen

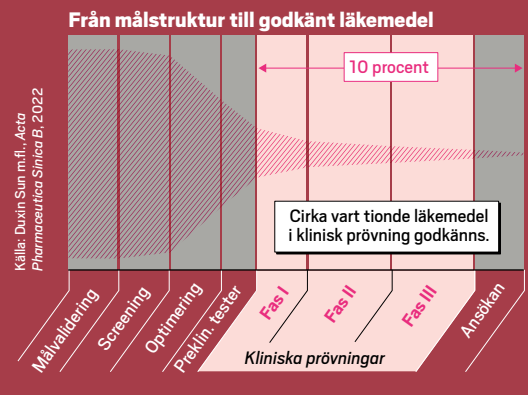
NYA LÄKEMEDEL Hopp för miljarder sjuka

► **Viktminskning:** GLP-1 är ett kroppseget hormon som balanserar blodsockret genom att stimulera insulinproduktion i bukspottkörteln. Läkemedel inriktade på GLP-1-mekanismen togs ursprungligen fram för diabetesbehandling, men har nått stor framgång inom viktminskning. Globalt finns 2,5 miljarder överviktiga (varav 890 miljoner med fetma, enligt WHO). Forskning bedrivs om GLP-1-läkemedel som behandling av indikationer som hjärtproblem, leversjukdomar, alzheimer med mera. GLP-1 lockar många bolag – Novo Nordisk och Eli Lilly är ledande aktörer.

► **Cancer** är den näst vanligaste dödsorsaken, med nära 10 miljoner dödsfall årligen – ett av de viktigaste områdena för hela hälsovårdsindustrin. Många framsteg bygger på *biotech*-innovationer som gen-, immen-, cell- och antikroppsterapi.

► **Genetiska sjukdomar:** Genteknik ger hopp om bot av över 7 000 genetiska sjukdomar – nästan alla saknar i dag behandling.

► **Neurologi:** 55 miljoner människor globalt har alzheimer eller andra demenssjukdomar. Flera genombrott har utlöst forskning även inom parkinson, ALS, schizofreni med mera.



Ur ett värderingsperspektiv ser vi ett intressant långsiktigt köpläge.

i den globala hälsovårdssektorn – många breda hälsovårdsfonder som över tid slagit index har genererat portföljens alfa genom en strukturell övervikt mot *biotech*.

Din rådgivare på DNB Carnegie Private Banking berättar gärna mer om hur du – utifrån dina riskpreferenser – kan kombinera aktivt förvaltnad *biotech* med kostnadseffektiv indexexponering mot storbolag i den bredare hälsovårdssektorn. ■

Portföljvikter, Global Tema

Småbolagsförvaltare	Global hälsovård 16%	Infrastruktur
Guld	Biotech 15%	Vatten, livsmedel
		Energisäkerhet

GLOBAL TEMA Portfölj med strukturella drivkrafter och småbolagsprofil

► Portföljen **Global Tema** samlar DNB Carnegie Private Bankings bästa tematiska placeringssidéer. Det är områden med strukturella medvindar där vi ser goda förutsättningar för bolagen att

öka försäljning och lönsamhet över tid. Vår ambition är att hitta teman som är i tidig fas eller utgör nischer i megatrender som tech, hälsovård och miljö. Vi blickar bortom storbolagen och

utvärderar hela värdekedjan, med fokus på lönsamma, rimligt värderade bolag. Minst halva portföljexponeringen ska utgöras av små och medelstora bolag. Småbolag är en mer

ineffektiv del av marknaden, där aktiv förvaltning kan generera en extra premie. Investeringshorisonten är flerårig, men värdering och makromiljö påverkar portföljens taktiska allokering.



Galápagos och Amazonas i Darwins spår

Det här är resan som kombinerar två av Sydamerikas mest storslagna naturupplevelser. Först ut är Galápagosöarna – en unik arkipelag belägen tusen kilometer väster om Ecuador, som en gång inspirerade Darwin till teorin om arternas utveckling. Vi utforskar öarna tillsammans med naturguider och häpnar över djurens orädda beteende. Det utmärkta fartyget M/V Galapagos Legend som är bas anläder till nya öar varje dag. Sedan går resan österut, till andra sidan Anderna. Där väntar lodgen La Selva och Amazonas enorma regnskogsarealer. Här lever ursprungsbefolkningar fortfarande i samklang med naturen. Det blir utflykter till fots och i kanot. Dessutom finns tid att upptäcka Ecuadors huvudstad, Quito.

Anpassningsbar privat resa • Engelsktalande guider • 11 resdagar/9 hotellnätter (varav 4 nätter i hytt på M/V Galápagos Legend och 3 nätter i regnskogslodge) • Från 87 650 kr • Resan kan förlängas enligt egna önskemål.

Fler resor som innehåller Galápagos:

• **Skräddarsy din egen resa till Galápagos** – Våra reseexperter hjälper dig att forma drömresan • **Galápagos med Coral I och II** – Fartygen med endast 18 hytter gör upplevelserna i Galápagos övärld än mer exklusiva. • **Sydamerikansk Odysse med Galápagosöarna** – Omfattande gruppresa genom Brasilien, Argentina, Chile, Peru och Ecuador. Lägg till förlängning i Galápagosarkipelagen. • **Peru i Inkarikets spår med Galápagos** – Gruppgrundresa i Peru. Lägg till förlängning Galápagosarkipelagen.



☎ 020-52 22 22

www.jambotours.se

VI HJÄLPER DIG NAVIGERA RÄTT

Fullservice. DNB Carnegie Private Bankings team kan tillgodose ditt behov av expertstöd inom en rad områden, oavsett om det gäller företag, familjer eller stiftelser.

Så väljer du bolagsformen som passar din affär

Valet av företagsform behöver anpassas till din verksamhets behov, framtida mål och risktolerans. DNB Carnegies experter presenterar några för- och nackdelar med olika bolagsformer.

Sidan
49

Kommanditbolag

Aktiebolag

Enskild firma

Handelsbolag

928 026

Antal enmansföretag i Sverige i slutet av 2024.
Källa: Ekonomifakta

Sambo eller gift? Avtalsmissar kan stå arvingarna dyrt

Vid en bodelning ger lagen som utgångspunkt den som är gift större trygghet än den som är sambo. Men långt ifrån alltid – familjejuridik är komplex. Beroende på civilstånd kan olika typer av familjerättsliga avtal vara aktuella.

Sidan
50

70 628

... nya företag startades under 2024. 49 procent av dem var aktiebolag.
Källa: Tillväxtanalys

Generationsskifte: experternas bästa tips

DNB Carnegie Private Bankings skattejurister har biträdd vid många generationsskiften. Här ger de några praktiska råd om hur livsverket eller förmögenheten förs vidare till nästa släktled.

Sidan
48

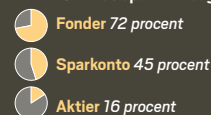
Gåvor till barnen: Detta behöver du ha koll på

När barnen ska ut i vuxenlivet kan de få nytta av ekonomiskt stöd från föräldrarna. Då kan ett sparande under uppväxten utgöra en bra grundplåt. Nya ISK-regler möjliggör ett visst skattefritt sparande.

Läs mer: carnegie.se/nyheter/sex-vanliga-fragor-om-gavor

85 procent

... av svenskarna sparade åt sina barn 2024. Valet av sparform såg ut så här:



Källa: Fondbolagens förening

31 procent

... av ägarna till aktiva, momsregistrerade svenska aktiebolag ser det som mest sannolikt att en familjemedlem övertar majoritetsägande och drift.

Källa: Företagarna

5

... svenska bolag tog sig 2024 in på Global 500 Family Business Index, konsultfirman EY:s lista över världens 500 största familjeägda bolag: H&M, Axel Johnson, Investor, Hexagon och Stena Metall.

Källa: EY

SKATT Vi hjälper dig att se över din skattesituation

Vårt team av skatteexperter hjälper dig att navigera genom inkomstskatteregler, inte minst de så kallade 3:12-reglerna. Många entreprenörer och privata investerare vill

också ha stöd inför generationsskiften, såväl avseende företag som förmögenheter. Inom teamet finns expertis inom en rad andra områden, såsom hur du bör strukturera dina

investeringar för att få bäst avkastning eller hur en utlandsflytt hanteras skattemässigt bäst. Vi hjälper dig gärna att se över din skattesituation eller upprätta din deklaration.

Charlotta Byström är chef för DNB Carnegie Skatt & Juridik samt Pension & Försäkring.

FAMILJERÄTT Komplext och viktigt

Familjejuridik är komplicerat, och osäkerhet kan få oönskade konsekvenser för en familj, dess ekonomi och dess bolag. Våra familjerättsjurister bistår kunder i äktenskaps- och sambofrågor samt kring

arv, testamenten, gåvor, generationsskiften och framtidsfullmakter. En vanlig frågeställning är hur rättvisa uppnås inom en familj – även här kan vi bidra med vår kunskap och våra erfarenheter.

DNB Carnegie Private Bankings skattejurister **Peter Grufman**, **Sara Zad Orselius**, **Jörgen Grönlund** och **Kayode Kadiri**.

DNB Carnegie Private Bankings familjerättsjurister **Emma Forsberg** och **Anna Österberg**.

Hur digital är din framtidsfullmakt?

Genom en framtidsfullmakt utses vem som ska företräda fullmaktsgivaren om denne blir oförmögen att fatta egna beslut. Med en DNB Carnegie-specifik framtidsfullmakt kan fullmaktstagaren nyttja fullmakten i digitala bankärenden som görs på DNB Carnegies plattform.

Sidan
51

Testamente minskar risken för arvstvister

Genom livets alla faser är det bra att upprätta testamente för att reglera hur tillgångarna ska fördelas vid dödsfall och vilka villkor som då ska gälla.

Sidan
51

Utlandsflytt utan skatteöverraskningar

Överväger du att flytta utomlands? Förbered din emigration omsorgsfullt – detaljerna kan påverka din skattebörda kraftigt, under många år efter själva utflyttningen från Sverige.

Sidan
52

Sidan
54

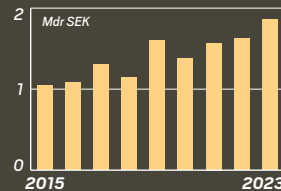
Så tar du full kontroll över din pension

DNB Carnegies pensionsexperter om att utse förmånstagare vid ändrad livssituation, om hur du planerar ditt pensionsuttag och om hur du beräknar vilket belopp du får ut i pension.

18 procent

... av svenskarna i åldern 30–84 år har upprättat testamente, och ytterligare 42 procent anger att de troligtvis kommer att göra det.

Källa: Giva Sverige



1,9 miljarder kronor

... testamenterade svenskarna totalt i gäva till de 200 ideella medlemsorganisationerna i branschorganisationen Giva Sverige under 2023. Den långsiktiga trenden är stigande.

Källa: Giva Sverige



24 805

... svenskfödda personer utvandrade under 2024. De mest populära destinationerna var Storbritannien, Norge, USA, Danmark och Spanien.

Källa: SCB

685 000

... svenska medborgare var bosatta utomlands år 2022. USA var det vanligaste bostättningslandet, och hade valts av 179 000 utlandssvenskar.

Källa: Svenskar i världen

PENSION Vi ger dig överblicken – och alla detaljer

Många upplever att det är svårt att få en bra överblick över sin pension. Vi hjälper dig gärna att hitta rätt och få en tydlig bild av din pensions- och försäkringssituation, samt av hur viktiga händelser som sjukdom och

dödsfall skulle påverka dig och din familjs ekonomi. En vanlig fråga rör flytt av pensionskapital, vilket vi gärna bistår med förutsatt att kapitalet är flyttbart.

Många vill också diskutera kapitalför-säkringar med oss, exempelvis hur kapital kan styras till särskilda förmånstagare och hur schablon-beskattnings för onoterade innehav uppnås.



DNB Carnegie Private Bankings pensionsexperter
Sandra Rosdahl, Susanna Stjernström och Mårten Möller.

REDOVISNING Service för stiftelser och entreprenörer

För stiftelser som har sin kapitalförvaltning i banken erbjuder vi en administrativ helhetslösning i form av löpande bokföring och upprättande av årsredovisning, betaltjänster och deklarationer. Vi kan även bistå vid juridiska

spörsmål. Sedan i fjol erbjuder vi dessutom skräddarsydda redovisningstjänster åt entreprenörer tillsammans med vår samarbetspartner Ludvig & Co. På DNB Carnegie har vi egen redovisnings-

kompetens och förstår de frågor som våra kunder står inför. Ett nära samarbete mellan DNB Carnegie Private Banking och teamet på Ludvig & Co förklarar processen och ger våra kunder mer tid över åt kärnverksamheten.



DNB Carnegie Private Bankings stiftelse-ekonomer **Åsa Ländin och Lisbeth Wallin.**



SÅ DRIVS AFFÄREN VIDARE I NÄSTA LED

Överlämningen. Hur förs familjeföretaget eller livsverket vidare till nästa släktled? **Jörgen Grönlund** och **Peter Grufman**, skatteexperter på DNB Carnegie Private Banking, ger sina bästa generationsskiftesråd.

Ett generationsskifte i ett företag innebär inte bara en överföring av ägande. Det handlar också om att vidareförmedla en tradition, en företagskultur och ett ansvar för anställda och kunder. Ofta kan det vara fråga om betydande ekonomiska värden som ska fördelas rättvist till nästa generation. Ett generationsskifte innebär att både praktiska och känslomässiga frågor behöver hanteras.

1. INTERN SUCCESSION

Träna efterträdaren – och släpp taget
Avgörande för ett framgångsrikt generationsskifte är att börja planera i god tid. En noggrann plan

minskar risken för oväntade problem och säkerställer att processen går så smidigt som möjligt. Om kommunikationen i familjen inte präglas av tydlighet och ärlighet är det upplagt för missförstånd och konflikter. Diskutera därför förväntningarna med alla berörda parter och ha en öppen dialog kring generationsskiftets konsekvenser.

► **Extern rådgivare:** Givetvis kan konflikter ändå uppstå kring val av efterträdare, fördelning av ägande och företagets framtid. Då är det ofta en bra idé att ta hjälp av oberoende rådgivare som har en mer objektiv syn på generationsskiftet.



Jörgen Grönlund
är skattejurist på
DNB Carnegie
Private Banking.
jorgen.gronlund
@carnegie.se



Peter Grufman
är skattejurist på
DNB Carnegie
Private Banking.
peter.grufman@carnegie.se

I bästa fall finns
både intresset och
förmågan hos nästa
generation.

*Vid ett
generations-
skifte behöver
både praktiska
och känslomässiga
frågor hanteras.*

► **Hitta personen:** En av de viktigaste frågorna är att välja rätt person att ta över företaget. I familjeföretag kan valet vara extra känsligt – det kräver att kompetens och familjedynamik balanseras. Säkerställ att den nya ledaren har rätt erfarenhet och kunskap, samt utvärdera noga dennes ledarskapsförmåga och kompetens.

► **Mentorskap:** För att säkerställa en smidig övergång till nästa generation bör det finnas ett mentorskap mellan den avgående generationen och efterträdaren. Försök att gradvis introducera nya uppgifter och ansvarsområden, men glöm inte att själv släppa taget i rätt tid.

► **Företagskulturen:** Att bevara företagets kärnvärden samtidigt som du tillåter innovation och förändring är förstås en utmaning. Diskutera hur företagets kultur kan utvecklas under den nya generationens ledarskap.

2. SÖKA UTANFÖR FAMILJEN

Försäljning kan bli aktuell

Ibland saknas det lämpliga familjemedlemmar som vill ta över ledningen av företaget. Då är det bättre att i god tid före generationsskiftet introducera externa ledningspersoner. Saknas helt intresse i familjen kanske företaget i stället ska säljas? Utvärdera då alternativen: Ska företaget säljas till en extern part eller överlätas till anställda? Vad blir bäst för företaget och för familjen?

3. SKATTEEFFEKTERNA

Utlandsboende komplicerar

Ett generationsskifte aktualiserar en hel del skattemässiga och andra juridiska frågeställningar.

Historiskt hämmades de svenska familjeföretagen av arvs- och gåvoskatter. Dessa avskaffades dock här i landet år 2005. Om arvtagarna bor utomlands kan dock lokal arvs- eller gåvoskatt behöva



NYFÖRETAGANDE Fyra bolagsformer: för- och nackdelar för dig som ägare

■ Ett av de viktigaste besluten när du bestämt dig för att driva eget företag gäller valet av företagsform. Olika företagsformer innebär olika möjligheter

och olika utmaningar, och valet av företagsform bör anpassas efter din verksamhets behov, framtida mål och risktolerans. I tabellen nedan lyfter vi fram

några av de vanligaste företagsformer- nas för- och nackdelar. Det är klokt att rådgöra med experter och noga överväga alla faktorer innan beslutet tas.

Bolagsform	Enskild firma	Handelsbolag	Kommanditbolag	Aktiebolag
	Den enklaste företagsformen. Passar för småskaliga verksamheter.	Ett bra alternativ om två eller fler personer vill driva företag tillsammans.	Liknar handelsbolag, med en unik aspekt: vissa delägare har begränsat ansvar (kommanditdelägare), andra obegränsat (komplementär).	Populär företagsform för större verksamheter som erbjuder skydd mot personligt ansvar.
Fördelar	• Lätt att registrera och administrera. • Inget krav på startkapital. • Ägaren har full kontroll.	• Enkel struktur för delägarskap. • Delägarna ansvarar solidariskt för företagets skulder. • Passar mindre verksamheter.	• Möjlighet att locka investerare med begränsat ansvar. • Flexibelt för både aktiva och passiva delägare.	• Inget personligt ägaransvar för företagets skulder. • Möjlighet att ta in kapital via emissioner. • Passar för verksamheter med stor tillväxtpotential. • Uttag som lön eller utdelning.
Nackdelar	• Personligt ansvar för företagets skulder. • Svårare att skilja den privata ekonomin från företagets. • Begränsade fonderingsmöjligheter – merparten beskattas direkt.	• Delägarna har ett personligt ansvar. • Konflikter kan uppstå kring ansvar och vinstdelning. • Mindre flexibilitet vid ändringar av ägandeskap. • Begränsade fonderingsmöjligheter – merparten beskattas direkt.	• Lite mer komplicerad struktur. • Mer omfattande administration.	• Krav på startkapital (minst 25 000 kronor för privat aktiebolag). • Mer administration och byråkrati. • Kan i vissa fall ha revisionskrav.



Kräver många papper.

betalas där. Företagare som har barn utomlands behöver planera för detta och, så långt som möjligt, säkerställa att det inte påverkar företagets framtida ekonomi negativt.

4. RÄTTVIS FÖRDELNING

Krävs en ny ägarstruktur?

Det är inte ovanligt att endast ett av barnen ska ta över företaget och de andra barnen kompenseras på annat sätt. Då finns det ofta anledning att se över hur ägandet ska vara strukturerat och hur en rättvis fördelning mellan barnen kan säkras, exempelvis med hjälp av extern finansiering.

Ofta vill den överlätnade generationen säkerställa sin egen framtida försörjning genom att på ett eller annat sätt avskilja eller ta ut en del av överskottet i företaget innan det överläts. För att sådana åtgärder inte ska medföra negativa skattekonsekvenser är det viktigt att alltid först diskutera dem med professionella skatterådgivare.

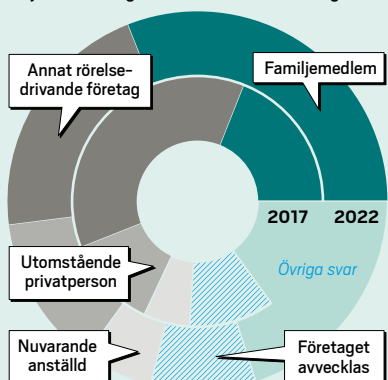
Detsamma gäller om beslutet är att sälja företaget. Även

här kan det vara fördelaktigt att omstrukturera ägandet för att undvika onödiga skatteavbränningar.

Om företagets verksamhet eller tillgångar är spridda över flera länder kan internationella skatteregler vara tillämpliga. Exempelvis kan det bli aktuellt att sätta bolaget i så kallad träda för att undvika den allra högsta beskattningen. Generationsskiftet kan då behöva följa både nationella och internationella skattelagar.

EFTERTRÄDARE Familien vinner terräng

Enkät: Det mest sannolika alternativet för att överta majoriteten av ägandet och driften av företaget



Svar på webbenkät från 1 304 medlemmar i organisationen Företagarna, viktade efter företagarsstrukturen i Sverige. Källa: Företagarna

5. FAMILJERÄTTSLIG ANALYS

Förankra med avtal

Att avtal och dokumentation hanteras korrekt är avgörande för ett lyckat generationsskifte. Avtalet ska reglera övergången och tydligt definiera roller, ägande och ansvar.

Även familjerättsituationen behöver analyseras noga. Hur förhåller sig generationsskiftet exempelvis till arvsregler och rätt till laglott? Behövs det nya testamenten, äktenskapsförord eller liknande?

ETT GENERATIONSSKIFTE kan vara en komplicerad process som kräver noggrann planering, tydlig kommunikation och expertkunskap inom skattejuridiska och andra juridiska frågeställningar.

Rätt hanterat kan du skapa en smidig och framgångsrik övergång som bevarar företagets arv och säkrar dess framtida potential.

Ta därför hjälp av professionella rådgivare. Då kan familjen fokusera på att bygga starka relationer och en gemensam vision för företagets framtid. ■

1,2 miljoner företag
Svenska företags storlek, 2024



Källa: Ekonomifakta

LUDVIG & CO LÖSER DIN REDOVISNING

■ Sedan 2024 erbjuder DNB Carnegie Private Banking en skräddarsydd redovisningstjänst till entreprenörer i samarbete med Ludvig & Co. Genom kundanpassade paket hjälper Ludvig & Co entreprenörer på områden som redovisning, fakturahantering och deklaration, men även med andra specialtjänster inom ekonomi, juridik och fastigheter. Att byta leverantör av redovisningstjänst är enkelt, då bokföringen snabbt kan föras över digitalt. Kontakta oss så berättar vi mer.

► Läs om successionsnätverket DNB Carnegie Next Generation på sidan 56.

► **Kontakta oss!** Behöver du hantera skattefrågor och juridiska aspekter i ditt generationsskifte? Diskutera gärna din situation med oss på DNB Carnegie.



MINDRE TRYGG ÄN DU TROR?

Familjerätt. Ofta heter det: äktenskap är tryggare än samboskap. Så är det inte alltid, varnar DNB Carnegie Private Bankings familjerättsjurist **Emma Forsberg**.

Utifrån huvudreglerna i lagstiftningen ger äktenskapsbalkens och ärvdabalkens regler större trygghet än sambolagens regler.

Det gäller dock inte i alla specifika fall. Ett sådant exempel är ett äktenskap där all egendom är enskild, på grund av exempelvis äktenskapsförord, och där den avlidne har upprättat ett testamente till förmån för annan än den efterlevande – i den situationen är den som är gift inte tryggare än den som är sambo.

Alla situationer är unika och familjejuridiken är komplex. Nedan beskriver jag överskådligt vad som gäller för sambor respektive gifta i några vanliga familjerättsliga sammanhang.

1. BODELNING

Reglerna kan avtalas bort

Gemensamt för sambor och makar är att de har en framtida rätt till bodelning. En bodelning görs både vid separation och dödsfall. Utgångspunkten för makar är att

nettovärdet av alla tillgångar delas, medan sambor endast delar på den så kallade samboegendomen.

Samboegendom är bostad och bohag som har förvärvats för gemensamt bruk. Till skillnad från gifta makar delar således samborna aldrig på bankmedel, värdepapper, fritidshus, bolag, fordon *et cetera*. Inte heller bostad som funnits innan samboförhållandet inlests omfattas av sambolagen, vilket tvärtom är huvudregel för makar.

För både sambor och makar kan dock reglerna om bodelning sättas ur spel och avtalas bort. För sambor sker detta genom ett samboavtal och för makar genom ett äktenskapsförord, en handling som till skillnad från samboavtalet måste registreras i Skatteverkets äktenskapsregister för att bli giltig.

För att bodelning ska ske för en sambo gäller att en begäran om sådan görs inom ett år från samboförhållandets upphörande – annars går rätten till bodelning förlorad. Upphör samboförhållandet med anledning av dödsfall ska en begäran

om bodelning framställas senast vid bouppteckningsförrättningen. För makar finns ingen lagstadgad tidsgräns för när en bodelning med anledning av äktenskapskillnad måste göras. I praktiken kan dock möjligheten att begära bodelning preskriberas efter lång tid. Vid dödsfall måste den efterlevande maken begära bodelning innan arvskiftet genomförs.

2. ÄGANDE

Gift eller sambo? Samma regler

En vanlig missuppfattning är att tillgångar automatiskt blir gemensamt ägda när ett äktenskap ingås. Men samma regler gäller för makar som för sambor, nämligen att var och en äger sina tillgångar och svarar för sina skulder under äktenskapet och samboförhållandet. Det hindrar dock inte att egendom kan samägas mellan samborna eller makarna.

3. ARV

Makar kan bli utan arv

Rätten till arv ser olika ut för sambor och för makar. Enligt reglerna i ärvdabalken ärver sambor aldrig varandra, oavsett längd på samboförhållandet eller om barn finns. Makar med gemensamma barn (eller makar utan barn) ärver däremot varandra.

En sambo kan givetvis ha ett testamente till förmån för sin sambo, men då måste det beaktas att arvlåtarens barn (även gemensamma barn) alltid har rätt att få ut sitt arv, en rätt som i och för sig kan begränsas till laglotten.

En vanlig missuppfattning hos makar är att de alltid har rätt till arv. Så är inte fallet. Om endast särkullbarn finns eller om arvlåtaren har upprättat ett testamente till förmån för barn eller annan fysisk eller juridisk person har den efterlevande inte rätt till något arv alls.

Inte sällan har sambor med gemensamma barn en önskan om att samma arvsregler ska gälla för dem som för makar, något som i dagsläget inte är



Emma Forsberg är familjerättsjurist på DNB Carnegie Private Banking.

emma.forsberg@carnegie.se

En vanlig missuppfattning är att tillgångar automatiskt blir gemensamt ägda när ett äktenskap ingås.



möjligt. Dels för att barn har rätt till sitt arv, dels för att det saknas möjlighet för barn att avstå sitt arv till förmån för en efterlevande sambo och i stället bli efterarvinge i likhet med vad som gäller vid en makes död.

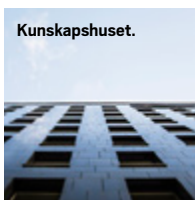
Nu kan dock nya regler vara på gång. Regeringen tillsatte i fjol utredningen *En arvs- och testamentsrätt i tiden*, med syftet att åstadkomma en modern, tydlig och trygg arvs- och testamentsrätt. Utredarna ska bland annat överväga om det ska gå att ge en efterlevande sambo ett starkare skydd, i första hand när det finns gemensamma barn. Utredningsuppdraget ska redovisas i augusti.

4. FÖRSÄKRINGAR

Vem är förmånstagare?

Utöver själva arvet kan både sambo och makar erhålla belopp från försäkring i egenkap av förmånstagare. Det är vanligt att ett förmånstagarförordnande är utformat så att försäkringsbeloppet i första hand tillfaller sambo och make/maka, i andra hand barnen. ■

Kunskaphuset.



SE ÖVER DITT TESTAMENTE LÖPANDE

■ Över tid förändras ofta både familjesituationen och tillgångsmassan. Ett testamente bör kontinuerligt ses över så att det alltid överensstämmer med dina önskemål. DNB Carnegies familjerättsjurister hjälper dig gärna att se över din specifika situation.

Kontakta oss!
08-5886 94 21

TESTAMENTE SKAPAR ORDNING OCH REDA

Oavsett familjesituation behöver du upprätta ett väl genomtänkt testamente – inte minst för att undvika framtida tvister mellan arvingarna.

Om någon avlider utan testamente fördelas kvarlåtenskapen enligt ärvdabalkens regler. Genom att upprätta ett testamente kan arvlåtaren – med begränsning för bröstarvingars ovillkorliga rätt till laglott – frångå den legala arvsordningen och bestämma att tillgångarna ska fördelas på annat sätt. Exempelvis kan arvlåtaren se till att efterlevande sambo får ett skydd, att efterlevande make ärver före särkullbarn, eller att en viss tillgång eller en summa pengar går till en vän eller ett välgörande ändamål.

Även om arvlåtaren vill att kvarlåtenskapen ska fördelas i enlighet med den legala arvsordningen finns goda skäl att upprätta ett testamente:

► **Enskild egendom:** I ett testamente kan uppställas villkor om att arvet ska vara arvtagarens enskilda egendom och därmed inte ingå i en bodelning på grund av upplösning av äktenskap eller samboförhållande.

► **Särskild förvaltning:** Testamentariskt kan bestämmas att arvet ska stå under särskild förvaltning av en specifik person, exempelvis för att säkerställa att arvet förvaltas väl fram till dess att en

omyndig arvtagare blivit myndig eller en myndig arvtagare uppnått en viss ålder.

► **Specifik fördelning:** En testator kan specifikt bestämma hur tillgångarna ska fördelas mellan arvingarna, exempelvis så att ett samägande inte uppkommer eller en arvinge får en specifik tillgång.

► **Förskott på arv:** Gåvor till barn under livstiden avräknas som förskott på arv om inte annat föreskrivits – vilket kan göras i testamente.

► **Lagval:** Om arvlåtaren flyttar från Sverige blir det nya hemvistlandets lag tillämplig på arvet och styr därmed kvarlåtenskapens fördelning. Arvlåtaren kan dock i testamente ange att medborgarskapslandets lag ska tillämpas på arvet.

EN PENSIONS- OCH kapitalförsäkring med förmånstagarförordnande omfattas inte av ett testamente. Ersättningen tillfaller den eller de som är insatta som förmånstagare. Se därför över förmånstagarförordnandet så att det stämmer med önskemålen om hur förmögenheten ska fördelas vid dödsfall, med eventuella villkor såsom att ersättningen ska utgöra mottagarens enskilda egendom. Det går att sätta in andra än legala arvingar som förmånstagare, till exempel kan sambo på detta sätt erhålla ett skydd. ■



Anna Österberg är familjerättsjurist på DNB Carnegie Private Banking.
anna.osterberg@carnegie.se

SKYDD En mer digital framtidsfullmakt

■ En framtidsfullmakt är en fullmakt som upprättas i förebyggande syfte. Den används om fullmaktsgivaren i framtiden hamnar i ett varaktigt tillstånd där han eller hon inte längre kan ta hand om sina personliga och ekonomiska angelägenheter, på grund av ålderdom, sjukdom eller liknande.

Framtidsfullmakten kan omfatta en rätt att exempelvis betala räkningar, göra uttag och placera värdepapper för fullmaktsgivarens del.

Många fullmakts-havare stöter dock på

problem hos finansmarknadsaktörer när de vill sköta sina närståendes bankärenden digitalt med stöd av framtidsfullmakten. Anledningen är att en framtidsfullmakt alltid ska uppvisas i original när den ska användas samt att det oftast saknas systemstöd för att registrera andra fullmakter än bankernas egna.

DNB Carnegie insåg tidigt att det fanns praktiska utmaningar med framtidsfullmaktslagen och dess tillämpning när det kommer till bankärenden. Därför arbetade vi fram en så kallad DNB Carnegie-specifik framtidsfullmakt. Har en kund ställt ut en sådan till en närstående får denne rätt att företräda fullmaktsgivaren på distans via våra digitala plattformar.

Om ohälsan kommer.

ISTOCKPHOTO



DIN DEPÅ Förvara ditt testamente tryggt hos DNB Carnegie

■ Det är av största vikt att ett testamente förvaras på ett säkert sätt, så att originalet inte förkommer eller förstörs samt att det återfinns vid dödsfall. Ett testamente som inte återfinns i original är i regel ogiltigt.

I dag finns inget allmänt testamentsregister, och det förekommer att testamenten inte kommer fram och blir kända för arvingarna vid dödsfall. I den pågående utredningen *En arvs- och testamentsrätt i tiden* (se motstående

sida) ingår att se över hur ett testamentsregister i offentlig regi kan inrättas.

Som kund på DNB Carnegie Private Banking har du möjlighet att kostnadsfritt och tryggt förvara ditt testamente i original i din privata depå.



FÅ SKATTEKOLL INFÖR FLYTTEN

Ekonomi. Att lämna Sverige kan få oanade följder. **Sara Zad Orselius**, skattejurist på DNB Carnegie Private Banking, lyfter fram några viktiga aspekter.

24 805 svenskfödda flyttade från Sverige under år 2024, enligt SCB. I den mest populära destinationen, Storbritannien, förändrar just nu nya *non domiciled*-regler skattemiljön radikalt (se vinterns utgåva av *Insikt*). Det visar vikten av att sätta sig in i skattereglerna såväl i Sverige som i destinationslandet. Här följer ett urval punkter att hålla koll på inför din utlandsflytt.



Sara Zad Orselius
är skattejurist på
DNB Carnegie
Private Banking.
sara.zad@carnegie.se

ekonomiska engagemang och fastighetsägande. Om du behåller en svensk permanentbostad kan det bidra till att du klassas som obegränsat skattskyldig. Risken för detta minskar om du bryter banden med Sverige helt, exempelvis genom att inte vistas här för mycket.

► Enligt **tioårsregeln** anses den som är begränsat skattskyldig i Sverige vara skattskyldig för kapitalvinster på svenska delägaraktier (såsom aktier och fonder), om personen under det kalenderår avyttringen sker (eller de föregående tio kalenderåren) har varit bosatt i Sverige eller vistats här. Du blir även skattskyldig för utländska delägaraktier som köpts före utflytt. Tillgångar kan således beskattas i upp till tio år efter utflytt (om de inte förvaras på ett investeringssparkonto, ISK).

► **Obegränsat eller begränsat skattskyldig?** Att vara obegränsat skattskyldig innebär att skatt betalas i Sverige för samtliga inkomster, varifrån de än härrör. Du kan anses obegränsat skattskyldig om du bor i Sverige, vistas här stadigvarande eller har väsentlig anknytning.

Om du inte är obegränsat skattskyldig, är du begränsat skattskyldig. Då beskattas endast vissa inkomster med svensk anknytning här, exempelvis utdelningar men inte räntor.

Flera faktorer vägs in i bedömningen av om väsentlig anknytning föreligger eller inte, däribland om personen har svenskt medborgarskap,

► Sveriges **skatteavtal** med andra länder reglerar beskattningsrätten, hur dubbelbeskattning undviks och hur informationsutbyten går till. Före utflytt är det viktigt att se om det nya hemlandet har ett skatteavtal med Sverige, och vad som gäller för exempelvis tjänsteinkomster och utdelningar.



SÅ BEHÅLLER DU RÄTTEN ATT RÖSTA

► Svenska medborgare som bor utomlands, men som någon gång varit folkbokförda i Sverige, har rätt att rösta i valet till riksdagen och valet till Europaparlamentet. Efter utflytten står du med i röstlängden i tio år. Önskar du efter tio år att kvarstå i röstlängden behöver du anmäla detta. Två sätt att förnya sin anmälan till röstlängden är genom att anmäla en ny adress i utlandet till Skatteverket respektive att rösta i ett val.

Sverige har sagt upp skatteavtalen med Portugal och Grekland. Vid utflytt dit finns viss risk för dubbelbeskattning, då inget avtal reglerar hur beskattningsrätten ska fördelas. Det blir då väldigt viktigt att bryta med Sverige helt, för att inkomster inte ska beskattas i två länder. När skatteavtal saknas måste man förlita sig på rätten till avräkning av utländsk skatt i respektive land. Reglerna för detta är ofta snärigare än skatteavtalen.

► **Val av kapitalförvaltningsform.** Passar ISK, en svensk kapitalförsäkring eller någon annan form av förvaringsinstitut dig och ditt kapital bäst? Svaret kan skifta beroende på destination, och varje situation är unik.

Vidare bör du ta reda på hur det nya hemlandet ser på olika förvaltningsformer. Godkänns till exempel ett svenskt investeringssparkonto? Med rätt val kan du uppnå en skatteeffektiv kapitalförvaltning och slippa en del deklaraionskrångel.

► **Se upp för exit-skatt.** Innan du flyttar utomlands bör du ta reda på om ditt destinationsland tar ut *exit*-skatt när personer lämnar landet. Vill du återvända till Sverige kan det bli dyrt om landet har en sådan lagstiftning. ■

► Det finns mycket annat att ta hänsyn till vid en utflytt. Har du fler frågor eller vill veta mer? Varmt välkommen att kontakta någon av våra skattejurister.

SHAN PAVONE/ISTOCKPHOTO

Risken för dubbelbeskattning gör det viktigt för den som flyttar till Portugal att bryta helt med Sverige.

RESIDENCE

CHRISTIE'S
INTERNATIONAL REAL ESTATE

Arkitektoniskt mästerverk

BOAREA 6 707 KVM • MARK 170 HEKTAR

Fritzøehus, Norge

Fritzøehus slott är den största privatägda bostaden i Norge. Huvudbyggnaden anno 1863 om 6707 kvm ligger på en kulle med havsutsikt och är omgiven av en stor inhägnad trädgård samt en vacker landskapspark om 170 hektar. Ansvarig mäklare Henric Falkenberg, 070-617 96 16, henric.falkenberg@rc.se





PENSIONERING MED EN PLAN

Privatekonomi. Om pensionsdagen nalkas är det hög tid att planera inför uttaget, skriver DNB Carnegie Private Bankings pensionsexpert **Susanna Stjernström**.

Det är mycket att tänka på inför pensionsuttaget, och av stor vikt att planera sina uttag i god tid före pensionsdagen, så att förväntad standard uppnås. Här är några viktiga punkter:

► **Aktualiseringsbrev:** Några månader innan du når registrerad pensionsålder i respektive försäkring får du ett aktualiseringsbrev. Försäkringsbolaget behöver veta om du vill starta ditt uttag, när och hur länge, om kapitalet ska skyddas till efterlevande under utbetalningen, samt vilken skatt som ska dras. Hos vissa försäkringsbolag kan du också ändra från fond- till traditionell förvaltning för att få en jämnare utbetalning.

► **Inventering:** Först och främst är det viktigt att reda ut vilket pensionskapital som finns, fördelat på allmän pension, tjänstepension och



Susanna Stjernström är pensionsexpert på DNB Carnegie Private Banking.
susanna.stjernstrom@carnegie.se

privat pension, inklusive IPS-sparande (se faktabruta nedan).

► **Budgetering:** Det är bra att göra en plan över ditt månatliga behov av pensionsuttag, samt en prognos över hur uttagen kan komma att se ut, både i början av din pension och senare.

► **Direktpension:** För dig som har direktpension finns en utfästelse som anger när och hur länge utbetalningarna görs. Vill du ändra något erfordras en överenskommelse med den tidigare arbetsgivaren, vilket kan kräva att det skrivs tilläggsavtal.

► **Begränsningar:** Vissa pensioner har begränsningar kring uttagsålder eller uttagstid. Tjänar du in till exempel kollektivavtalad ITP 2 och vill ta ut den tidigare, ställs vissa villkor. Det finns även för-

månliga regler inom ITP 2, såsom att försäkringskollektivet kan slutbetala pensionen mellan 62 och 65 år. Har du alternativ ITP ("tiotaggarlösning") gäller andra regler.

► **Utlandspension:** Har du tjänat in motsvarande allmän pension utanför Sverige? Då behöver du begära pensionsutbetalningarna när du ansöker om din allmänna pension via Pensionsmyndigheten.

► **Förtida uttag:** Vid uttag i förtid av vissa pensioner kan den tidigare arbetsgivaren behöva godkänna uttaget. Det är också bra att reda ut om det går att planera pensionsuttaget så att den totala utbetalningen hamnar under brytpunkten för statlig skatt. Beakta också hur kapitalet är placerat – behöver risknivån justeras i fondförsäkringar inför uttag?

► **Återbetalningsskydd:** Omfattas pensionerna av återbetalningsskydd utbetalas pensionskapitalet till efterlevande om du avlider under utbetalning. Saknas återbetalningsskydd går det ofta att lägga till i samband med utbetalning, men vissa försäkringsbolag kräver att du fyller i en hälsodeklaration. Säkerställ också att du har angivit den förmånstagare som önskas utifrån aktuell familjesituation. ■



VEM FÅR PENSIONS-PENGARNA?

■ I tjänstepensions- och privata pensionsförsäkringar med återbetalningsskydd regleras utbetalningarna efter den försäkrades död av ett förmånstagarförordnande, med en begränsad förmånstagar-krets. Utbetalningarna kan inte regleras av testamente, vilket många tror.

Se därför över dina försäkringar, så att du har de förmånstagare du önskar. Du kan även ange att utfallande belopp ska utgöra förmånstaga-res enskilda egendom.

ÖVERBLICK Sajterna som ger dig koll på pensionsutfallet

■ För att förstå hur ekonomin blir för dig som pensionär bör du skaffa dig en överblick över dina pensionsförmåner. Kanske finns ett behov av extrasparande för att uppnå en viss pension.

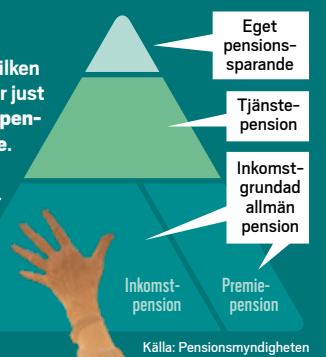
För dem som saknar en pensionsrådgivare är det enklaste sättet att få en överblick över sin pension att gå in på minpension.se och begära informationsinhämtning från alla försäkringsbolag. Här registreras även uppgifter om arbetsgivare och lön, samt vilket pensionsavtal man

tillhör, för att framtida inbetalningar ska inräknas i prognosen. Vissa pensioner, såsom privat sparande i så kallad IPS (individuellt pensionssparande), behöver registreras manuellt.

Via tjänsten är det möjligt att simulera uttag vid olika pensionsåldrar och med olika utbetalningstid – användbart för exempelvis den som planerar att gå i pension tidigt. De flesta pensioner kan i dag tas ut från 55 år, men det finns undantag. Den allmänna pensionen kan tidigast tas ut tre år före den

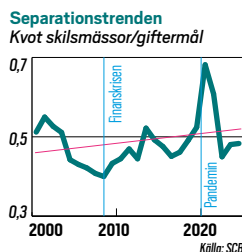
riktålder som gäller. Vilken riktålder som gäller för just dig kan du läsa om på pensionsmyndigheten.se.

Pensionen du får är en mix av inkomstberoende allmän (statlig) pension, tjänstepension via dina arbetsgivare samt frivilligt eget sparande.



Hos vissa bolag kan du ändra från fond- till traditionell förvaltning för att få jämnare utbetalning.

Så njutbart kan ditt otium bli.



Bröllopstorka under pandemin

■ Sedan millennieskiftet har antalet skilsmässor i relation till antalet bröllop i Sverige legat kring 0,5 i genomsnitt – normalt genomförs årligen dubbelt så många bröllop som skilsmässor. Kvoten har dock varierat. Under finanskrisen 2008 var skilsmäsoandelen historiskt låg. Och under pandemin var den hög när par fortsatte separera, men avvaktade med att gifta sig. Äktenskap som upplöstes genom skilsmässa år 2023 hade i genomsnitt varat i 12,4 år.

Vanligast utan äktenskapsförord

■ I Sverige har ungefär 44 000 äktenskap per år ingåtts de senaste åren. Samtidigt registreras årligen omkring 13 000 **äktenskapsförord**, vilket innebär att cirka 30 procent av äktenskapen inkluderar ett äktenskapsförord. Alla äktenskapsförord måste registreras hos Skatteverket. Kostnaden för registreringen är 275 kronor.

+50 procent

■ Så mycket ökade antalet polisanmälda **investeringsbedrägerier** i Sverige år 2023 jämfört med föregående år, enligt Finansinspektionen. Totalt polisanmälades nästan 4 000 investeringsbedrägerier. Bedragarna drar nytta av den ökade digitaliseringen, som ger dem fler kanaler att nå potentiella brottsoffer.

VÄLJ LIVETS VÄG MED EFTERTANKE

Njut av din tillvaro – med papperen i ordning. Att hitta rätt när olyckan är framme kan vara svårare än du tror.

Det underliggande temat för DNB Carnegie Skatt & Juridiks texter i denna utgåva av *Insikt* är "livets väg". Som en av avdelningens äldsta medarbetare borde jag förstås ha något att säga om det. Så låt mig berätta en sann historia om en person jag en gång kände, och om just hans livs väg. (Jag har ändrat lite på omständigheterna, så att personen inte kan identifieras.)

ROLAND var en hygglig kille från välbärgade förhållanden. Han ansträngde sig väl inte onödigt mycket på universitetet, men tog sin examen och fick ett fint arbete. Han gifte sig tidigt med sitt livs kärlek och med stöd av Rolands mor köpte de tillsammans en stor lägenhet i Stockholms finaste stadsdel. Några barn blev det dock inte. Roland pratade sällan om det, men visst kunde saknaden anas. Åren rullade på. Ett bra äktenskap, ett fint jobb och ett välordnat liv. Roland verkade lycklig.

EN DAG SLOG döden till. Rolands mor avled hastigt, och som enda arvinge blev Roland plötsligt ordentligt förmögen. Något testamente fanns inte och något äktenskapsförord hade Roland och hustrun aldrig funderat på att skriva – de var ju lyckliga tillsammans, tänkte Roland. Någon vecka efter att arvet skiftats ut begärde hustrun skilsmässa och försvann snart med hälften av pengarna.

På arbetet hade Roland varit en stabil medelmåtta. Nu började han missa viktiga tidsfrister och möten. Snart luktade han sprit på jobbet och den oförklarade frånvaron tilltog. Till slut fanns inget annat alternativ: Han fick sluta sin anställning.

I Östermalmsvåningens ensamhet hade Roland nu i alla fall tid att arbeta med det som var kvar av den ärvda förmögenheten. Han fick kontakt med en kapitalförvaltare

som hade utarbetat en "unik" investeringsstrategi med 16 procents årlig avkastning "garanterad". Roland investerade en stor del av sina pengar. Ganska snart var han förstås mer eller mindre utblottad. Han tvingades sälja lägenheten.

Där ungefär slutade Roland att höra av sig. När han dog bodde han i en hyrestsvå i en förort, hörde jag. Roland blev 57 år gammal.

LIVETS VÄGAR ÄR outgrundliga. Slumpen och några dåliga val kan snabbt förändra lycka och framgång till elände. Kanske finns det därför något att ta med sig från Rolands öde. Inte minst att man nog ska stanna upp ibland och känna tacksamhet för allt det man har som är bra i livet.

Jag kan inte låta bli att fundera på om det hade kunnat gå annorlunda. Tänk om Rolands mor faktiskt haft ett testamente, där arvet gjorts till hans enskilda egendom. Skilsmässa kanske det ändå blivit, men utan så förödande effekter. Och tänk om Roland hade anlitat en seriös kapitalförvaltare och spritt sitt risktagande i samråd med en erfaren investeringsrådgivare ...

HÄR PÅ DNB Carnegie Private Banking går hela verksamheten i grunden ut på att vara en partner till våra kunder på just deras livs väg. Visst ska vi tjäna pengar, men kundens intresse kommer alltid först. Jag kan känna en stolthet över det. ■

Slumpen och några dåliga val kan snabbt förändra lycka och framgång.

Jörgen Grönlund
Skattejurist

Vanderbiltarna: Fyra generationer



Cornelius Vanderbilt
("The Commodore",
1794–1877).



William Vanderbilt
("Billy", 1821–1885).

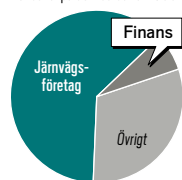


Cornelius Vanderbilt II
("Corneil", 1843–1899).



Cornelius Vanderbilt III
("Neily", 1873–1942).

Järnvägsekonomin
Branscher på USA-börsen år 1900



Källa: Credit Suisse
Investing Returns Yearbook

■ Sektorfördelningen i USA år 1900 skiljer sig markant från hur det ser ut i dag. Då stod järnvägssektorn för omkring 60 procent av börsvärdet. I dag är teknologi störst, och utgör runt 30 procent. Men en sak har inte förändrats: finanssektorn väger fortfarande näst tyngst i index.

Den amerikanske industrimagraten Cornelius Vanderbilt byggde under 1800-talet upp en enorm förmögenhet inom järnvägar och sjöfart. När han dog 1877 var han den rikaste amerikanen, med en förmögenhet på 105 miljoner dollar (i en tid då en fyrarumsvilla kostade 700 dollar). Cornelius äldste son William ärvde 95 procent av förmögenheten, men erhöll inga som helst instruktioner eller förvaltningstips.

Drygt 70 år senare, på 1950-talet, fanns inte ens en miljonär bland Cornelius Vanderbilts ättlingar. Vart tog förmögenheten vägen? I boken *The Missing Billionaires* drar Victor Haghani och James White slutsatsen att familjen Vanderbilts investeringar var för koncentrerade, och att släkten spenderade för mycket i förhållande till sitt risktagande. Att Cornelius Vanderbilt hade 13 barn underlättade inte.

En bredare portfölj och lägre levnadsomkostnader hade också resulterat i ett helt annat utfall. Hade förmögenheten i stället investerats i en väldiversifierad amerikansk aktieportfölj, där 2 procent av förmögenheten spenderats varje år, hade ättlingarna i dag haft 5 miljarder dollar – vardera.

FAMILJEN VANDERBILTS misslyckade förvaltning av sin enorma förmögenhet visar vikten av riskhantering, diversifiering och utgiftskontroll. Den speglar även hur ekonomin förändras över tid. Kring förra sekelskiftet var järnväg den överlägset största sektorn på börsen – som samlare av gamla aktiebrev säkert noterat. År 1900 utgjorde järnvägsbolag cirka 60 procent av USA-börsen (se diagram till vänster). I dag är det en tämligen marginaliserad sektor.

UNDERSÖKNINGAR pekar på att bara omkring en tiondel av familjeföretagen finns kvar till den tredje generationen. För att säkerställa mer framgångsrika generationsskiften lanserade vi för flera år sedan DNB Carnegie Next Generation – en serie återkommande evenemang för yngre familjemedlemmar till förmögna kunder med mer komplexa behov (family office). Normalt samlar DNB Carnegie Next Generations träffar omkring 20–25 personer i åldern 25–35 år.

– Vi samlas regelbundet i DNB Carnegies styrelserum. Där får deltagarna värdefulla tips och råd från såväl våra experter som externa gäster som genomfört ett framgångsrikt

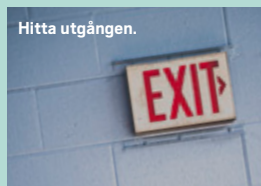
SUCCESSION Fyra steg till bättre överlämning



Träffas och utvärdera.

Börja med 3P

1 En bra utgångspunkt vid ett generationsskifte är att utgå från tre **P:n**. Inled med att göra en genomgripande analys som utmynnar i en tydlig **Plan**, därefter formuleras en lämplig **Portfölj** och slutligen bildas ett **Placeringsråd** som träffas regelbundet för att utvärdera strategin och hur det går för portföljen.



Hitta utgången.

Förbered transaktioner

3 Ska familjeföretaget avyttras? Se till att ta hjälp av en finansiell rådgivare som kan lotsa er igenom hela processen. Vad är en rimlig värdering på företaget? Vilka *exit*-möjligheter finns? Marknaden för noterade bolag skiljer sig från den noterade miljön i flera avseenden – inte minst vad gäller värderingsnivåer.



Lagom riskfyllt.

Enas om portföljstrategi

2 När investeringsportföljen ska byggas är det viktigt att landa i en helhet som speglar familjens mål och risktolerans. En väldiversifierad och korrekt sammansatt investeringsportfölj är den enskilt viktigaste faktorn för att uppnå en god förmögenhetstillväxt över tid.



Exercisen.

Ordna juridiken

4 Många obehagliga överraskningar går att undvika genom att se till att ha uppdaterade familjejuridiska dokument, vare sig det gäller äktenskapsförord eller testamenten. Se också till att placera förmögenheten i en struktur som ger den flexibilitet som önskas vid överlämningen till nästa generation.

■ DNB Carnegie Next Generation hjälper nästa generation att förvalta och förädla familjens tillgångar och företag.

INGET SLÅR NÄTVERKET

*Långsiktighet. Förmögenheter och familjeföretag kräver planering. Förbered ditt generationsskifte redan nu med **DNB Carnegie Next Generation**.*

Rådgivarcheferna Sara Silver Örman och Susanna Dammgård håller i nätverket DNB Carnegie Next Generation.



JULIANA FALLDIN



Klassikern är här på svenska

■ Placeringsklassikern *The Intelligent Investor* av Benjamin Graham från 1949 har väglätt generationer av investerare, däribland talare på **DNB Carnegie Next Generations** träffar. Benjamin Graham, ibland kallad "the Father of Value Investing", undervisade på Columbia-universitetet i USA och anses vara mästerverbarn Warren Buffetts läromästare. Nyligen släpptes Grahams bok för första gången i svensk översättning, med titeln *Den intelligenta investeraren* (Akademius förlag). Förordet till den svenska upplagan är signerat **Per H. Börjesson**, vd för investmentbolaget **Spiltan**.

"Många uppskattar att få träffa andra personer som redan gjort en sådan resa eller som befinner sig i samma situation."

Sara Silver Örman
Rådgivarchef, DNB
Carnegie Private Banking

skattekonsekvenserna? Är företaget stort kan börsnotering vara ett alternativ. Under eftermiddagen brukar därför en senior medarbetare vid DNB Carnegies investmentbank föreläsa om *exit*-möjligheter, börsnoteringar och transaktionsklimatet. En börsnotering kan medföra viss kontrollförlust, men samtidigt frigöra kapital till andra investeringar som ger en mer diversifierad portfölj.

► **Ärva förmögenheter:** För personer som ärver en större förmögenhet handlar mycket om att bygga upp en bra struktur kring förvaltningen. Portföljförvaltare hos DNB Carnegie brukar medverka och lyfta vikten av diversifiering och av att sätta upp en tydlig strategi för kapitalförvaltningen, anpassad till den geografiska exponeringen.

PÅ TRÄFFARNA lyfts också den centrala hållbarhetsfrågan – hållbarhet får en allt större påverkan på både världsekonomin och investeringslandskapet. DNB Carnegies omfattande hållbarhetsguide är ett värdefullt instrument för att belysa vilka företag som ligger i framkant i sitt hållbarhetsarbete respektive i vilka bolag hållbarhetsriskerna är störst.

JOHAN HÖGBERG
johan.hogberg@carnegie.se

successionsskifte. Vi avslutar med affärsnätverkande och middag, säger Susanna Dammgård, rådgivarchef vid DNB Carnegies Stockholmskontor.

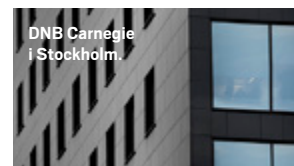
Bland de externa deltagare som delat med sig av sina erfarenheter av generationsväxlingar finns Johan Andersson på Mellby Gård (son till finansmannen Rune Andersson), Jenny Penser (dotter till finansmannen Erik Penser som 2023 sålde sin bank till Carnegie) och Charlotte Ljung (arvtagare till sängtillverkaren Dux och grundare av skilsmässotjänsten Endbright).

– Eventet tillhör våra mest uppskattade – inte minst nätverkandet. Många uppskattar att få träffa andra personer

som redan gjort en sådan resa eller som befinner sig i samma situation, säger Sara Silver Örman, rådgivarchef vid DNB Carnegies Stockholmskontor.

DELTAGARNA KAN delas in i två kategorier: de som ska ta över en entreprenörs livsverk respektive de som ska ta över en större förmögenhet. Grupperna delar flera utmaningar, men det finns också tydliga skillnader.

► **Ärva familjeföretag:** Finns ett familjeföretag är successionsfrågan ofta betydligt mer komplex. Ska något barn ta över företaget? Hur erhålls rättvisa mellan barnen? Vilka blir



JULIANA FALLDIN

EVENT Välkommen till våra seminarier

■ Finns intresse bland dina barn för att delta vid ett kommande **DNB Carnegie Next Generation**-seminarium? Ta upp intresset med din rådgivare. Träffarna brukar genomföras i januari.

► **Johanna Kull** är hållbarhetsansvarig på DNB Carnegie Private Banking. Hon ser impact-fokus som avgörande för att framtidssäkra investeringar. Du når henne på johanna.kull@carnegie.se. Följ också Johannas uppdateringar på det digitala nätverket LinkedIn.

STYRKA MED IMPACT

Det militärgröna skiftet på aktiemarknaden gynnar inte bara klassiska materielltillverkare. Många impact-bolag får se orderböckerna fyllas.

I spåren av kriget i Ukraina väntas enorma offentliga investeringar i ett upprustat försvar. Regeringar och myndigheter världen över har redan inlett omfattande inköp av allt från avancerad teknologi till robusta civila lösningar för energi, mat, vatten och cybersäkerhet. Mycket mer är på gång: Enbart det svenska försvarsbeslutet 2025–2030 innebär investeringar på över 170 miljarder kronor i militärt försvar och 37,5 miljarder i civilt försvar. Efterfrågan gynnar bolag som kan leverera innovativa produkter och tjänster snabbt, pålitligt och i stor skala.

ETT TECKEN PÅ att det skärpta beredskapsläget involverar allt fler aktörer är regeringens nya uppdrag till Försvarsmakten, Försvarets materielverk och forskningsinstitutet FOI och Rise att öka samarbetet med näringslivet och nyttja befintlig infrastruktur för att främja privat innovation. Förhoppningen är, enligt försvarsminister Pål Jonson, att ett stärkt civilt samarbete ska skapa bättre förutsättningar för teknologiska framsteg. Inget teknikområde är ointressant. Teknik som saknar direkt militär tillämpning kan användas av totalförsvaret för att bygga ett mer robust samhälle.

HÄR SPELAR SÅ kallade *impact*-bolag, som kombinerar lönsamhet med samhällsnytta, en nyckelroll. Fyra sektorer som berörs är:

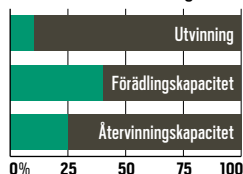
1 Livsmedelssäkerhet och agritech. Trygg mat- och vattenförsörjning är en grundpelare i ett motståndskraftigt samhälle. Systemet är dock sårbart. Det likriktade

Teknik utan direkt militär tillämpning kan bygga ett mer robust samhälle.



Johanna Kull
Hållbarhetsansvarig,
DNB Carnegie
Private Banking

Kritiska råmaterial: EU:s mål
Andel av EU:s förbrukning 2030



Återvinning får en strategisk betydelse

■ EU förbrukar 25 procent av världens kritiska och strategiska mineraler, men producerar endast 3 procent. I maj 2024 trädde EU-förordningen om kritiska råmaterial i kraft. Den syftar till att öka självförsörjningsgraden, med de mål som framgår ovan.



En fruktsam symbios

■ Produkter vi tar för givna i dag – som internet, datorer, GPS och silvertejp – har sitt ursprung i statligt finansierade försvars- och rymdprojekt på 1900-talet. Efter kalla kriget drevs innovation i högre grad av civila sektorer, inte minst inom AI och cybersäkerhet. Nu talar mycket för att vi ser ett tredje skifte – där utveckling sker i en tydlig synergi mellan försvarsmakter och privata bolag.

jordbruket, där ris, majs och vete utgör 60 procent av kalorierna som världens befolkning får från växtriket, i kombination med vårt importberoende, gör att störningar i leveranskedjor kan få stora konsekvenser. Här finns möjligheter för bolag inom *food-tech* och *agritech*.

2 Cirkulär ekonomi och resurseffektivisering. Tillgången till strategiska råvaror är avgörande för vårt samhälle och vår välfärd. EU listar 34 mineraler/metaller som kritiska, baserat på deras ekonomiska betydelse och risken för utbudsstörningar. Utvinningen sker till största delen utanför EU. Avgörande för att minska vårt beroende av primära råvaror är en stärkt cirkulär ekonomi. Det skapar förutsättningar för bolag som arbetar med återvinning, återanvändning och materialeffektivitet.

3 Cybersäkerhet. Skydd av digital infrastruktur är en kritisk del av säkerhetsarbetet. Teknikutveckling inom cyberförsvar och AI sker främst inom den privata sektorn, men är en integrerad del av såväl det militära försvaret som totalförsvaret.

4 Energisäkerhet. Övergången från fossila bränslen till förnybara energikällor drivs inte bara av klimatmål utan även av säkerhetsskäl. Energieffektivisering, decentraliserad produktion och distribution av förnybar energi är intressant för alla länder och en central del av den militärgröna omställningen.

NÄR VI OM 10–20 ÅR blickar tillbaka kanske inte bara de klassiska försvarsbolagen blev de stora vinnarna på upprustningen, utan även de bolag som tidigt positionerade sig i skärningspunkten mellan säkerhet, hållbarhet och innovation.

Jag hoppas och tror att den militärgröna omställningen blir en vändpunkt för *impact*-investeringar. Att dessa nu går från att vara "hållbara alternativ" till att ses som en del av framtidens kärninfrastruktur, och blir en integrerad och betydande del av alla smarta investerarens portföljer. ■

Vetenskapen bakom våra förvaltare.

På Rhenman & Partners investerar vi endast i hälsovårdssektorn och vår investeringsprocess tar hänsyn till både vetenskapliga och finansiella överväganden. Våra portföljförvaltare är specialiserade på olika delar av sektorn och har ett nära samarbete med vårt vetenskapliga råd. Rådet består av väletablerade medicinska experter, som i sin tur har ett brett kontaktnät av forskare och specialister världen över. Sammantaget ger det oss ett ovärderligt underlag för alla våra investeringsbeslut och en möjlighet att ta en högre, men mer balanserad, risk. Vill du veta mer om oss eller om fonden, Rhenman Healthcare Equity L/S, besök oss på rhepa.se.

Driven by Passion. Powered by Science.



AKTIVT FÖRVALTADE RÄNTEFONDER

I Simplicitys räntefonder är fokus låg risk och långsiktig avkastning. Med aktiv förvaltning, strikt kreditbedömning och bred diversifiering står våra räntefonder rustade för att möta marknadens svängningar.

Vi erbjuder räntefonder för dig som söker avkastning till en lägre risk, utanför aktiemarknaden.

Läs mer om oss och våra fonder på simplicity.se

Simplicity AB är sedan 2002 ett av Finansinspektionen auktoriserat fondbolag och förvaltar 35 miljarder kronor aktivt i aktie- och räntefonder. Vi förvaltar även diskretionära portföljuppdrag samt erbjuder en komplett stiftelsejänst. Vi har kontor i Varberg, Stockholm, Göteborg och Palma. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i värdepapper kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Ta del av informationsmaterial, fondfakta och risknivå för våra fonder på simplicity.se eller kontakta oss så berättar vi mer: kundservice@simplicity.se eller 0340-21 95 00.

Simplicity.

ASSET MANAGEMENT