

Finansinspektionen

finansinspektionen@fi.se

Svar med anledning av begäran om yttrande

FI Dnr 24-3152

A. Inledning

1. Finansinspektionen har den 17 juni 2026 tillställt KPA Tjänstepensionsförsäkring AB (publ) ("KPA" eller "företaget") en begäran om yttrande i ärende FI Dnr 24-3152 rörande företagets investeringar i Heimstaden Bostad AB ("Heimstaden Bostad"). Av skrivelsen framgår Finansinspektionens preliminära bedömningar. Det framgår också att ärendet har lämnats över till rättsavdelningen, Försäkringsrätt, för fortsatt handläggning och att Finansinspektionen kommer att pröva om det finns skäl att ingripa mot KPA och i så fall på vilket sätt.
2. KPA tar Finansinspektionens skrivelse och preliminära bedömningar på stort allvar. I avsnitt F nedan och Bilaga 1 återfinns en beskrivning av åtgärder och förändringar som KPA har genomfört och som ytterligare har förstärkt KPA:s processer och rutiner i dessa avseenden. Samtidigt kan konstateras att KPA i avgörande delar inte håller med om Finansinspektionens preliminära bedömningar. Detta gäller flera centrala frågor i ärendet och avser såväl sakomständigheter som den rättsliga betydelsen av dessa. I följande yttrande redogör KPA för sin syn.
3. KPA vidhåller även det som tidigare anförts i företagets svar på Finansinspektionens avstämningsskrivelse i ärendet,¹ men kommer i detta yttrande att belysa de relevanta omständigheterna ytterligare samt presentera KPA:s inställning till de rättsliga bedömningar som Finansinspektionen presenterar i sin skrivelse av den 17 juni 2026.

¹ Se skrivelse från KPA till Finansinspektionen daterad den 15 november 2024.

4. I avsnitt B nedan återfinns en sammanfattning av KPA:s inställning i de huvudsakliga frågorna i ärendet. I avsnitt C avger KPA sin syn på den rättsliga reglering som Finansinspektionen åberopar till stöd för sin preliminära bedömning. Därefter redogör KPA för sin inställning till Finansinspektionens iakttagelser i avsnitt D och Finansinspektionens preliminära bedömningar i avsnitt E. Avslutningsvis i avsnitt F redogör KPA för omständigheter som bör beaktas vid ett eventuellt ingripande.

B. Sammanfattning av KPA:s inställning

5. Som närmare kommer att utvecklas i avsnitt C–E nedan är KPA:s inställning till de huvudsakliga frågorna i ärendet sammanfattningsvis följande.²

Den rättsliga regleringen

- (a) [REDACTED] §§ LTF är tillämpliga på de investeringar i Heimstaden Bostad som gjorts av KPA Pension Specialplaceringar AB ("Dotterföretaget") under perioden KPA har varit ett tjänstepensionsföretag, medan [REDACTED] § GFRL är tillämplig på de investeringar som gjorts av Dotterföretaget under perioden KPA var ett försäkringsföretag.³ Som närmare redogörs för nedan gör KPA dock en annan bedömning än Finansinspektionen avseende vilka krav som kan läsas in i [REDACTED] § GFRL när det gäller [REDACTED]
[REDACTED]

Finansinspektionens iakttagelser

- (b) KPA håller i allt väsentligt med om den grundläggande redogörelse för faktaomständigheter som Finansinspektionen redovisar i sina iakttagelser. Inspektionens redogörelse måste dock sägas vara förenklad på flera avgörande punkter, och beaktar inte fullt ut investeringens struktur eller hur

² Notera att de definitioner som används i detta avsnitt B definieras i efterföljande avsnitt.

³ Som närmare redogörs för i avsnitt E.3.1 nedan har denna reglering dock endast varit tillämplig under perioden 13 december 2021 till och med den 31 december 2021, dvs. endast 19 dagar.

⁴ Som framgår av punkt (k)–(m) och avsnitt E.7 nedan har KPA dock, oaktat KPA:s bedömning av [REDACTED] § GFRL, [REDACTED] Heimstaden Bostad.

de aktuella avtalsvillkoren förhåller sig till och samspelar med övriga delar av avtalsregleringen. Finansinspektionens beskrivning ger därför inte en rättvisande bild av investeringen och dess villkor. KPA hoppas genom denna svarsskrivelse kunna klarlägga helhetsbilden.

Bakgrunden till och syftet med investeringen i Heimstaden Bostad

- (c) Bakgrunden till investeringen i Heimstaden Bostad var att KPA hade [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
KPA eftersökte därför [REDACTED]
[REDACTED]. Investeringen i Heimstaden Bostad ansågs vara väl lämpad för KPA:s tillgångsportfölj bl.a. på grund av att investeringen [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]. Därtill hade KPA:s finansiella ställning, särskilt företagets [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

Finansinspektionens jämförelseobjekt

- (d) I sin preliminära bedömning jämför Finansinspektionen investeringen i Heimstaden Bostad med [REDACTED] med vilket Finansinspektionen verkar åsyfta [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]. KPA anser att en sådan jämförelse inte är ändamålsenlig eftersom de grundläggande förutsättningarna för investeringen i Heimstaden Bostad skiljer sig på avgörande punkter från de

[REDACTED] Ett mer ändamålsenligt jämförelseobjekt vore [REDACTED].

Finansinspektionens påståenden om [REDACTED]

- (e) Det har funnits skillnader i inflytande över Heimstaden Bostad mellan KPA och [REDACTED], men dessa skillnader är naturliga med tanke på investeringens karaktär och parternas olika roller. Härvid måste särskilt beaktas att [REDACTED] Heimstaden Bostad. KPA är [REDACTED] en minoritetsägare, med [REDACTED] Centralt är även att dessa skillnader i inflytande i sig inte [REDACTED]

- (f) Även om det har funnits skillnader mellan den ekonomiska strukturen i de institutionella investerarnas respektive [REDACTED], så har det inte [REDACTED] och KPA som Finansinspektionen gör gällande. Till följd av [REDACTED] Heimstaden Bostad samt att [REDACTED] har [REDACTED]

- (g) KPA delar därmed inte Finansinspektionens preliminära bedömning [REDACTED]

Finansinspektionens påståenden om rebalanseringsmekanismen och det fasta priset på B-aktier

⁵ Vad som avses med [REDACTED] beskrivs huvudsakligen i avsnitt E.4 och E.5 nedan.

⁶ Finansinspektionen jämför investeringen i Heimstaden Bostad med [REDACTED] (såsom definierad nedan i avsnitt E.4), men som framgår av punkt (d) ovan samt avsnitt E.4 nedan delar KPA inte Finansinspektionens bild av vad som är ett ändamålsenligt jämförelseobjekt för investeringen i Heimstaden Bostad.

- (h) Finansinspektionens slutsats att [REDACTED] t
[REDACTED]. Som vidare utvecklas nedan kommer den del av bolagets värde som kan knytas till B-aktierna alltid överstiga det fasta priset om 2 000 kronor i en situation där rebalanseringsmekanismen aktualiseras. Detta följer av [REDACTED]
[REDACTED]
- (i) Det fasta priset på B-aktier innebär vidare inte en förlust i samband med en nyemission i något sannolikt scenario. KPA är inte skyldigt att delta i en nyemission och det står även parterna fritt att omförhandla villkoren i samband med en eventuell nyemission. KPA kan således säkerställa att KPA inte behöver delta i en nyemission vars villkor inte är kommersiellt motiverade.
- (j) Mot bakgrund av ovan delar KPA inte Finansinspektionens preliminära bedömning att [REDACTED]
[REDACTED] i
[REDACTED]
[REDACTED]
- (k) Kravet på att investeringar [REDACTED]
[REDACTED] följer av [REDACTED] § LTF och gäller således endast i förhållande till de investeringar som KPA har gjort genom Dotterföretaget under den tid som KPA har varit ett tjänstepensionsföretag.
- (l) KPA har [REDACTED] vilken tillämpats vid investeringen i Heimstaden Bostad och har [REDACTED]
[REDACTED] som Finansinspektionen grundar sin preliminära bedömning på i [REDACTED]. Eftersom KPA inte delar Finansinspektionens [REDACTED] är det dock naturligt att vissa omständigheter som Finansinspektionen anser föreligger inte [REDACTED]
[REDACTED] KPA har därmed [REDACTED]

⁷Som framgår av punkt (d) ovan samt avsnitt E.4 nedan delar KPA dock inte Finansinspektionens bild av att [REDACTED] är ett ändamålsenligt jämförelseobjekt för investeringen i Heimstaden Bostad.

- [REDACTED]
[REDACTED] § LTF [REDACTED]
[REDACTED]
- (m) Därtill har [REDACTED] som Finansinspektionen [REDACTED]
i den utsträckning som KPA bedömt har varit nödvändig. [REDACTED]
[REDACTED] innebär inte [REDACTED] eller
[REDACTED], utan [REDACTED]
[REDACTED] KPA anser att företaget har [REDACTED]
som Finansinspektionen [REDACTED] bl.a. genom (i) att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] (ii) att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] och (iii) att [REDACTED]
KPA att [REDACTED] Heimstaden Bostad samt att företaget även har
haft möjlighet [REDACTED] Dotterföretaget [REDACTED]
[REDACTED] eftersom detta är en situation som [REDACTED]
[REDACTED] KPA har därmed inte åsidosatt [REDACTED] §
LTF [REDACTED]
- [REDACTED]

- (n) KPA har inte åsidosatt [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Det har inte [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

Sanktionsprövningen

- (o) Om Finansinspektionen, trots det som anförts i yttrandet i övrigt, skulle
vidhålla sin bedömning i sak anser KPA att det mot bakgrund av det allmänt
hållna och principbaserade regelverk som de påstådda överträdelserna
grundar sig på, den allvarliga åtgärd som ett ingripande utgör samt

avsaknaden av tydligt stöd för att KPA överträtt regelverket saknas skäl för Finansinspektionen att ingripa mot KPA. Om Finansinspektionen ändå skulle anse att det finns skäl att ingripa mot KPA, så bör ett eventuellt ingripande stanna vid en anmärkning.

C. Den rättsliga reglering som ligger till grund för Finansinspektionens preliminära bedömning

C.1 Inledning

6. Finansinspektionen redogör i avsnitt 2 och 4.2 i sin skrivelse för de bestämmelser som Finansinspektionen bedömer är tillämpliga och hur dessa bör tolkas. I korthet bedömer Finansinspektionen att KPA har överträtt bestämmelserna om [REDACTED] och om [REDACTED]. [REDACTED] § försäkringsrörelselagen (2010:2043) i dess lydelse före den 1 januari 2016 ("GFRL") samt [REDACTED] §§ lagen (2019:742) om tjänstepensionsföretag ("LTF").
7. KPA redogör i detta avsnitt C för sin inställning till tillämpligheten, och Finansinspektionens tolkning, av de aktuella bestämmelserna.

C.2 Perioden som försäkringsföretag

- C.2.1 [REDACTED] § GFRL är tillämplig på innehavet i Dotterföretaget under den period [REDACTED]
8. KPA delar Finansinspektionens bedömning att företaget, under tiden som försäkringsföretag, omfattades av punkt 2 i övergångsbestämmelserna i lagen (2015:700) om ändring i försäkringsrörelselagen (2010:2043) samt att KPA:s tjänstepensionsverksamhet under den aktuella perioden därför delvis reglerades av bestämmelser i GFRL, däribland reglerna i [REDACTED] GFRL om placering av tillgångar.⁸
9. KPA delar även Finansinspektionens bedömning att [REDACTED] § GFRL endast var tillämplig på den del [REDACTED] inbegripet innehavet i Dotterföretaget, och därigenom indirekt på detta

⁸ Jfr Finansinspektionens skrivelse, s. 3.

bolags innehav i Heimstaden Bostad, under den period [REDACTED]

Dotterföretaget [REDACTED]⁹

10. [REDACTED] § GFRL stadgar följande.

[REDACTED]

11. Som utvecklas nedan delar KPA dock inte Finansinspektionens tolkning av nämnda lagregel.

C.2.2

[REDACTED]

12. Enligt Finansinspektionen [REDACTED]
[REDACTED] § GFRL, [REDACTED] KPA uppfattar att
Finansinspektionen menar att [REDACTED]
[REDACTED]¹⁰ Det är sedermera [REDACTED]
[REDACTED] om utgör grunden för Finansinspektionens preliminära
bedömning. KPA är väl medvetet om att företaget [REDACTED]
[REDACTED],¹¹ men delar
inte Finansinspektionens preliminära bedömning avseende innebörden av [REDACTED]
[REDACTED] § GFRL.

13. Inledningsvis kan konstateras att det av ordalydelsen i [REDACTED] § GFRL [REDACTED]
[REDACTED]
Finansinspektionen menar [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

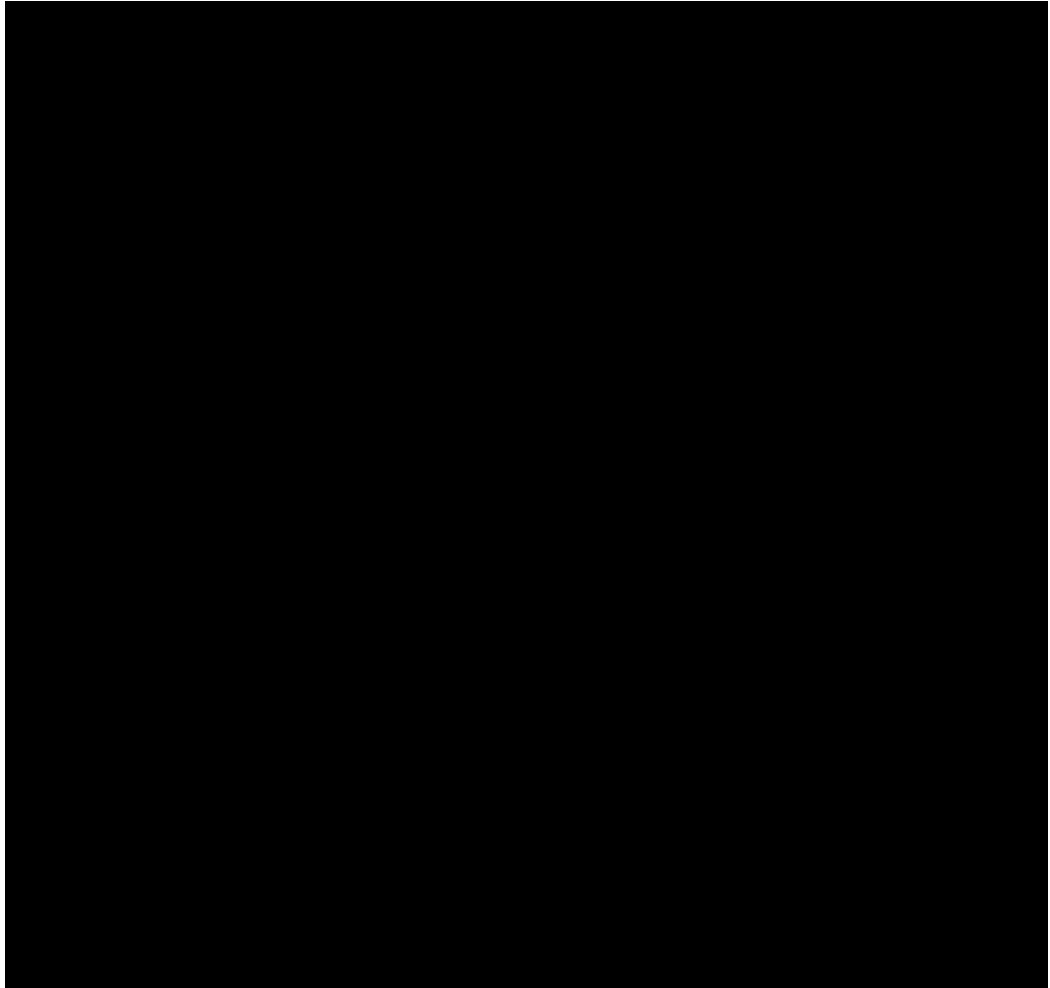
⁹ Jfr Finansinspektionens skrivelse, s. 3-4.

¹⁰ Finansinspektionens skrivelse, s. 4 och 15-16.

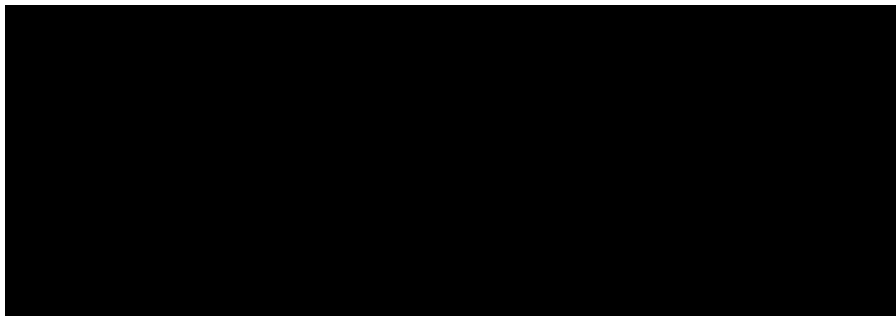
¹¹ Som närmare redogörs för i avsnitt E.7 nedan anser KPA även att detta krav har uppfyllts i förhållande till investeringarna i Heimstaden Bostad.

14. Det bör dock noteras att inte heller artikel [REDACTED] uttryckligen [REDACTED] i [REDACTED]. Omständigheten att [REDACTED] i [REDACTED] § FRL och artikel [REDACTED] i direktiv 2009/138/EG ("Solvens II-direktivet") talar i sig för att [REDACTED] § GFRL utan ett särskilt stadgande därom.
15. Som KPA uppfattar Finansinspektionens skrivelse menar inspektionen dock att det av förarbetsuttalanden i prop. [REDACTED] följer att [REDACTED] [REDACTED] KPA kan inte utläsa att detta framgår av de refererade sidorna i propositionen. KPA noterar dock att det i prop. [REDACTED] anges följande, vilket får antas vara det förarbetsuttalande som Finansinspektionen baserar sin tolkning på.
- [REDACTED]
16. Av det citerade förarbetsuttalandet kan inte utläsas att [REDACTED] innefattar [REDACTED] Uttalandet tar sikte på [REDACTED] Att [REDACTED] [REDACTED] handlingsregel för instituten kan således inte grundas på detta uttalande.
17. Vad som däremot kan utläsas av citatet i punkt 15 ovan jämte nedanstående citat från prop. [REDACTED] är att [REDACTED] § GFRL tar sikte på [REDACTED]
- [REDACTED]

¹² Finansinspektionens skrivelse, s. 15-16.



18. Att [REDACTED] framgår även av exempelvis följande uttalanden i SOU [REDACTED] som föregick ovan nämnda proposition.¹⁶



¹³ Prop.

¹⁴ Prop.

¹⁵ Prop.

¹⁶ Se även SOU [REDACTED]

¹⁷ SOU [REDACTED]

¹⁸ SOU [REDACTED]

19. Av nämnda proposition framgår även att [REDACTED]
[REDACTED]

[REDACTED]

20. Sammanfattningsvis ska försäkringsföretag [REDACTED]
[REDACTED]²⁰ men det saknas stöd för att [REDACTED]
[REDACTED] § GFRL innefattar [REDACTED]
[REDACTED] på det sätt som Finansinspektionen gör gällande. Av förarbetena framgår tydligt att [REDACTED]
[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]

C.2.3

[REDACTED]

21. [REDACTED] § GFRL föreskriver att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] och i förarbetena anges att syftet med bestämmelsen är [REDACTED]²¹ Det saknas närmare ledning för [REDACTED] skulle kunna vara tillämplig. Tolkningen bör, särskilt i ett ärende om åläggande av sanktioner, vara försiktig och beakta de tydliga förarbetsuttalanden som redogjorts för ovan.²²

¹⁹ Prop. [REDACTED] Se även SOU [REDACTED]

²⁰ Som närmare redogörs för i avsnitt E.7 nedan anser KPA att detta krav har uppfyllts i förhållande till investeringarna i Heimstaden Bostad.

²¹ Prop. [REDACTED]

²² Se närmare avsnitt F.1 nedan.

C.3 Perioden som tjänstepensionsföretag**C.3.1** [REDACTED] §§ LTF är tillämpliga på innehavet i Dotterföretaget

22. KPA delar Finansinspektionens bedömning att KPA, efter omvandlingen till tjänstepensionsföretag, omfattas av LTF, inbegripet [REDACTED] §§ LTF som Finansinspektionen hänför sig till i sin skrivelse.

23. [REDACTED] § LTF föreskriver följande.

[REDACTED]

24. [REDACTED] § LTF stadgar följande.

[REDACTED]

25. [REDACTED] §§ LTF gäller i förhållande till alla investeringar och har således varit tillämpliga på samtliga investeringar som KPA (genom Dotterföretaget) har gjort i Heimstaden Bostad under den del av undersökningsperioden som KPA har varit ett tjänstepensionsföretag.

26. I det följande redogör KPA för företagets syn på hur bestämmelserna i [REDACTED] §§ LTF bör tolkas, vilket ligger till grund för KPA:s inställning till Finansinspektionens preliminära bedömningar att KPA [REDACTED] (se avsnitt E.7 och E.8 nedan).

C.3.2 Innebörden av [REDACTED] § LTF

27. I [REDACTED] § LTF anges [REDACTED]

[REDACTED]

28. Enligt Finansinspektionen innebär [REDACTED]

[REDACTED]
[REDACTED]

██████████²³ Några rättskällor till stöd för denna tolkning anføres inte. KPA:s bild är att det saknas rättskällor som ger närmare ledning för ██████████
██████████ § LTF.

29. Enligt Finansinspektionen innebär ██████████
██████████²⁴
Finansinspektionen hänvisar i denna del till prop. ██████████ Där anges bl.a. följande.

██████████

30. Även om man tog det för gott att förarbetsuttalandet ovan (vilket görs i förhållande till ██████████ § LTF angående ██████████ § LTF) kan läggas till grund för tolkningen av ██████████ § LTF kan noteras att ██████████
██████████
██████████ vilket förarbetsuttalandet inte ger någon ledning om. Uttalandet i sig ger därför begränsad vägledning för ██████████ ska tillämpas i praktiken. Grundtanken bakom tjänstepensionsregelverket är att regelverkets bestämmelser om ██████████
██████████ och att ██████████
Med beaktande av alla relevanta omständigheter är det därmed ██████████

██████████²⁵

31. Denna slutsats stöds även av följande uttalande i SOU ██████████ som görs i förhållande till ██████████ som återfinns ██████████ § FRL (som ██████████²⁶ där det framgår att ██████████
██████████
██████████

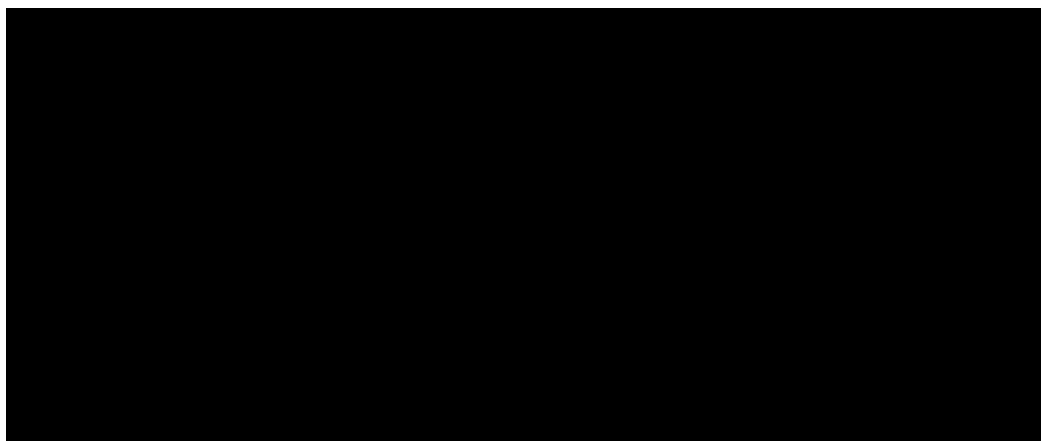
██████████

²³ Finansinspektionens skrivelse s. 16.

²⁴ Finansinspektionens skrivelse s. 16.

²⁵ Jfr till exempel ██████████

²⁶ Prop. ██████████



32. Även om det finns begränsad ledning i rättskällorna avseende [REDACTED] i den mening som avses i [REDACTED] § LTF, så är den mest rimliga tolkningen enligt KPA:s mening att [REDACTED] måste även kunna [REDACTED]
33. Av relevans för tolkningen av [REDACTED] § LTF [REDACTED] LTF. Enligt sistnämnda paragraf [REDACTED] §§ LTF och [REDACTED] vilket innebär [REDACTED]²⁸ [REDACTED]
34. Bestämmelsen om [REDACTED] § LTF följer inte [REDACTED] utan den [REDACTED] att [REDACTED]³⁰ Som framgår av följande förarbetsuttalande är bestämmelsen om

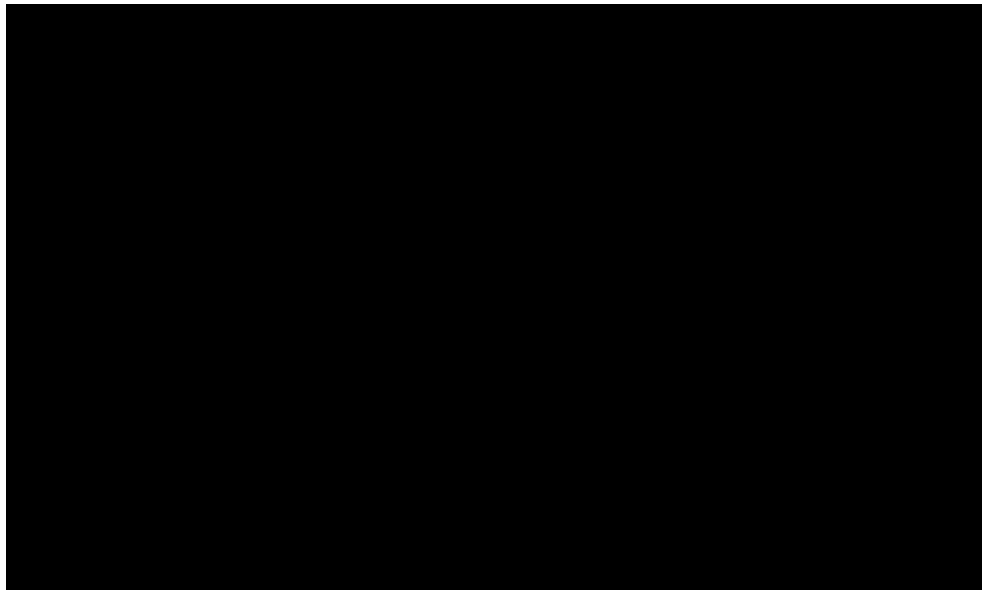
²⁷ SOU

²⁸ Prop.

²⁹ Prop.

³⁰ Prop.

§ försäkringsrörelselagen (2010:2043)
 ("FRL") som förebild.



35. FRL (som § LTF och därmed måste även § LTF
36. När det gäller hänvisar förarbetena till både FRL och LTF till prop. Detta innebär att § LTF § FRL (se

³¹ Prop.

³² Prop.

³³ Se Solvens II-direktivet samt prop.

³⁴ Det bör noteras att framgår av såväl artikel Solvens II-direktivet § FRL, medan § GFRL eller Det resonemang som förs i anslutning till denna punkt kan därför inte användas för att tolka in § GFRL. Tvärtom talar omständigheten att § LTF införts men med för att § GFRL, i avsaknad av ett särskilt stadgande därom.

³⁵ Prop. och prop.

närmare avsnitt C.2.2 ovan).³⁶ Eftersom [REDACTED] § FRL, och [REDACTED] § LTF, [REDACTED] måste dessa grundläggande aspekter därför beaktas även vid tolkningen av [REDACTED]³⁷

37. Sammanfattningsvis finns det begränsad ledning för vad som avses med [REDACTED] § LTF. När det gäller [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] vilket måste vara en fråga som är upp till företaget självt att bedöma.

C.3.3 Innebörden av [REDACTED] § LTF

38. Enligt [REDACTED] § LTF [REDACTED] [REDACTED] Syftet med bestämmelsen är [REDACTED] men bestämmelsen gäller enligt förarbetena [REDACTED].³⁸ Precis som avseende [REDACTED] § GFRL saknas dock närmare ledning för [REDACTED] bestämmelse ska tillämpas.

D. KPA:s inställning till Finansinspektionens iakttagelser

D.1 Inledning

39. I detta avsnitt redogör KPA för sin inställning till de iakttagelser som Finansinspektionen presenterar i avsnitt 3 i sin skrivelse. Dessförinnan vill KPA

³⁶ Se även följande uttalande från prop. [REDACTED]

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

³⁷ Detta stöds även av ovan citerat förarbetsuttalande från prop. [REDACTED]

³⁸ Prop. [REDACTED]

dock ge en övergripande redogörelse för bakgrunden till och syftet med investeringen i Heimstaden Bostad AB samt presentera sin bild av investeringsstrukturen. Dessa aspekter är enligt KPA av avgörande betydelse för bedömningen av [REDACTED].

40. Redan i detta inledande avsnitt vill KPA framhålla att investeringen i Heimstaden Bostad endast utgjort en begränsad del av företagets samlade investeringsportfölj samt att KPA har varit en minoritetsägare i bolaget. De särskilda villkor som följde av investeringen, inbegripet de som Finansinspektionen lyfter i sina iakttagelser, måste bedömas mot den bakgrunden.

D.2 Bakgrunden till och syftet med investeringen i Heimstaden Bostad

41. Investeringen i Heimstaden Bostad beslutades av KPA:s styrelse i december 2019 och som framgår av det beslutsunderlag som lämnades till styrelsen inför styrelsemötet den 13 december 2019 var bakgrunden till investeringen att KPA

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]³⁹

42. Vid tidpunkten för investeringen [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Mot den bakgrunden bedömdes det, i linje med KPA:s uppdrag att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

43. KPA eftersökte därför [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] KPA:s [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Den aktuella investeringen i bostadsfastighetsbolaget Heimstaden Bostad

³⁹ Se beslutsunderlaget inför styrelsemötet den 13 december 2019, s. 18 samt missivet till styrelsen avseende beslutspunkten.

gav dessutom [REDACTED]

44. KPA:s investering i Heimstaden Bostad ska också ses mot bakgrund av företagets situation vid investeringstillfället, [REDACTED]

[REDACTED] Genom KPA:s [REDACTED]

⁴⁰ Detta

har bl.a. medfört att KPA i allt väsentligt [REDACTED]

KPA:s [REDACTED]

[REDACTED] Storleken på investeringen i Heimstaden Bostad är [REDACTED]

[REDACTED] KPA:s [REDACTED]

45. Investeringen i Heimstaden Bostad genomfördes mot ovanstående bakgrund i syfte

[REDACTED] KPA:s

[REDACTED] Härvid kan noteras att det av styrelsens beslutsunderlag framgår att innehavet i Heimstaden Bostad var [REDACTED]

⁴¹

D.3 Övergripande om investeringens struktur och relationen mellan aktieägarna

46. KPA:s investering i Heimstaden Bostad regleras av särskilda villkor i aktieägaravtal och i bolagsordningen, vilket är brukligt vid investeringar i onoterade bolag.⁴² Dessa särskilda villkor kan inte betraktas isolerat, utan en ändamålsenlig och rättvisande

⁴⁰ KPA:s förvaldade kapital har [REDACTED] kronor per den 31 december 2019 [REDACTED] kronor per den 30 juni 2026.

⁴¹ Se beslutsunderlag inför styrelsemöte den 13 december 2019, s. 3.

⁴² Jfr Nyman m.fl., *Risikkapital*, Norstedts Juridik, JUNO Version 2, 2012, s. 59 och Bergman m.fl. *Venture capital-investeringar – En praktisk vägledning*, Norstedts Juridik, JUNO Version 2, 2023, s. 95.

bedömning kräver att villkoren betraktas i sitt sammanhang och särskilt i ljuset av det övergripande syftet med investeringsstrukturen.

47. Investeringsstrukturen i Heimstaden Bostad är utformad för att skapa en intressegemenskap mellan Heimstaden AB⁴³/Heimstaden Investment AB ("Heimstaden Invest")⁴⁴ och de institutionella investerarna (såsom KPA). Denna intressegemenskap uppnås huvudsakligen genom att Heimstaden Invest har [REDACTED] Heimstaden Bostad; [REDACTED] av de institutionella investerarna.
48. Som närmare kommer att redogöras för i avsnitt E.5.3 nedan innebär investeringens struktur även att alla aktieägare innehar en kombination av olika aktieslag som medför en [REDACTED] [REDACTED] Strukturen har medvetet utformats för att [REDACTED] [REDACTED]
49. I korthet innebär denna struktur att Heimstaden Invest [REDACTED] [REDACTED] Eftersom [REDACTED] har Heimstaden Invest [REDACTED] [REDACTED] (dvs. vid en [REDACTED] [REDACTED] De institutionella investerarna innehar [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] I utgångsläget allokeras [REDACTED] av de institutionella investerarnas investerade kapital till [REDACTED] De institutionella investerarna har således [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]

⁴³ I egenskap av moderbolag till Heimstaden Invest [REDACTED] Heimstaden Bostad samt i egenskap av ansvarig för den operativa förvaltningen av Heimstaden Bostad (vilket är ett ansvar som under del av undersökningsperioden direkt ålegat Heimstaden AB och som under resterande del ålegat ett helägt dotterbolag), se närmare avsnitt 3.5 i Finansinspektionens skrivelse samt avsnitt E.5.3 nedan.

⁴⁴ [REDACTED] Heimstaden Bostad.

50. Strukturen i Heimstaden Bostad medför således [REDACTED] och [REDACTED] samtidigt som den skapar en långsiktig intressegemenskap mellan alla ägare. Till följd av [REDACTED] Heimstaden Invest gjort i Heimstaden Bostad sam [REDACTED] har Heimstaden Invest och dess moderbolag Heimstaden AB (som, direkt eller indirekt via dotterbolag, ansvarar för den operativa förvaltningen av Heimstaden Bostad)⁴⁵ [REDACTED].⁴⁶

D.4 Kommentarer avseende avsnitt 3.1 – Inledning

51. KPA har inga synpunkter på riktigheten i de uppgifter som Finansinspektionen redogör för i avsnitt 3.1.

D.5 Kommentarer avseende avsnitt 3.2 – Översikt över KPA:s investeringar i Heimstaden Bostad

52. KPA har i stort inga kommentarer avseende de iakttagelser som Finansinspektionen framhåller i avsnitt 3.2 i inspektionens skrivelse utan tycker att beskrivningen i allt väsentligt är korrekt och rättvisande.
53. KPA vill dock framhålla att företaget inte till fullo delar Finansinspektionens bild av vad som bör anses utgöra en investering. I sammanhang där storleken på KPA:s innehav i Heimstaden Bostad används för att bedöma [REDACTED] samband med investeringen anser KPA att det är mest rättvisande att enbart fästa vikt vid det kapital som KPA tillskjutit till Heimstaden Bostad från företagets egna medel (dvs. vad Finansinspektionen i avsnitt 3.2 benämner som nyinvesteringar). I sådana sammanhang anser KPA inte att det är rättvisande att beakta sådana värden som skapats inom Heimstaden Bostad och sedan återinvesterats i bolaget (antingen till följd av rebalanseringsmekanismen eller genom frivillig återinvestering av kontantutdelning). Detta gäller särskilt för sådana medel som återinvesteras genom rebalanseringsmekanismen eftersom detta utgör en avtalad och automatisk mekanism som är inbyggd i investeringens struktur. Mot bakgrund av detta bör

⁴⁵ Heimstaden AB hade detta ansvar enligt avtal med Heimstaden Bostad fram till 2022, men sedan 2022 åligger detta ansvar Heimstaden Group Manager AB, vilket är ett helägt dotterbolag till Heimstaden AB.

⁴⁶ Se närmare avsnitt E.5.3 nedan.

KPA, såvitt är av relevans för Finansinspektionens undersökning, anses ha investerat kapital i Heimstaden Bostad under den period som KPA var ett försäkringsföretag uppgående till [REDACTED] kronor.⁴⁷ Såvitt avser den period under vilken KPA varit ett tjänstepensionsföretag bör KPA anses ha investerat kapital i Heimstaden Bostad uppgående till [REDACTED] kronor.

D.6 Kommentarer avseende avsnitt 3.3 – Avtalstid och utträdesmöjligheter

54. KPA har i stort inga synpunkter på riktigheten av de omständigheter som Finansinspektionen redogör för i avsnitt 3.3.⁴⁸
55. KPA vill dock belysa några av de påståenden som framförs i Finansinspektionens skrivelse.
56. Finansinspektionen fäster i sin preliminära bedömning [REDACTED] i [REDACTED]⁴⁹ Som nämndes i KPA:s svar på Finansinspektionens avstämningskrivelse är [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]⁵⁰ I vissa investeringar [REDACTED] marknadsstandard eftersom det [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Som exempel kan nämnas att KPA åtnjuter vissa rättigheter enligt aktieägaravtalen som KPA inte hade haft i avsaknaden av ett aktieägaravtal, t.ex. rätt att nominera en styrelseledamot.⁵¹ KPA har vidare ett intresse av att de andra institutionella investerarna [REDACTED]

⁴⁷ Mot bakgrund av att [REDACTED] § GFRL [REDACTED] omfattas inte alla nyinvesteringar av Finansinspektionens undersökning.

⁴⁸ KPA noterar dock följande mindre avvikelser jämfört med regleringen i aktieägaravtalen.

- a) I andra stycket anges att möjligheten till exit (punkt 10 i aktieägaravtalen) inträder under första halvåret 2045, vilket stämmer avseende aktieägaravtalet daterat den 1 juli 2022. [REDACTED]
[REDACTED]
- b) I slutet på tredje stycket anges att Heimstaden Bostad ska lösa in aktierna om aktierna inte har sålts inom sex månader i samband med en Partial Exit. Enligt punkt 10 i aktieägaravtalet är detta [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

⁴⁹ Se t.ex. Finansinspektionens skrivelse, s. 23.

⁵⁰ Jfr t.ex. Nyman m.fl., *Risikkapital*, Norstedts Juridik, JUNO Version 2, 2012, [REDACTED]

⁵¹ Se närmare avsnitt E.5.2 nedan.

██████████ i Heimstaden Bostad ██████████ och att dessa medinvesterarare, om de skulle överlåta sitt innehav, skulle ersättas av investerare som uppfyller vissa kvalifikationskrav.

57. Mot bakgrund av att ██████████
██████████ särskild vikt för KPA att ██████████
██████████ Heimstaden Bostad ██████████. När
det gäller ██████████
██████████
██████████ Mot bakgrund av detta var det viktigt att
██████████
██████████ enligt KPA:s bedömning motiverat med ██████████
aktieägaravtalet.

58. Finansinspektionen verkar basera ett flertal av sina preliminära bedömningar på
██████████
██████████ KPA delar inte denna bild och vill i anslutning till detta framhålla
följande omständigheter.

- (a) Aktieägaravtalen föreskriver visserligen att en potentiell köpare av aktierna i Heimstaden Bostad måste kvalificera som en ██████████ så som detta har definierats i aktieägaravtalet. Denna definition är dock bred och innefattar många olika potentiella köpare, särskilt efter de ändringar som genomfördes i samband med det aktieägaravtal som ingicks den 28 oktober 2020. Det måste understrykas att KPA har ett starkt intresse att själv uppställa kvalifikationskrav på tillkommande aktieägare i syfte att säkerställa att KPA:s medinvesterarare är professionella och har god ekonomisk ställning och den uthållighet som krävs för en långsiktig investering av detta slag. Det kan även noteras att det är brukligt att uppställa kvalifikationskrav på nya investerare i aktieägaravtal.

- (b) ██████████
██████████ Heimstaden Bostad efter att KPA gjorde sin ursprungliga investering, ██████████
██████████
██████████ Enligt KPA:s uppfattning finns det ██████████
██████████ i

[REDACTED] i
Heimstaden Bostad. [REDACTED]
[REDACTED]
i [REDACTED] som i Heimstaden Bostads fall, [REDACTED]
[REDACTED] Det bör även
framhållas att [REDACTED]
[REDACTED]⁵²

- (c) Att nya aktieägare måste tillträda aktieägaravtalet är ett sedvanligt krav och en förutsättning för att avtalet ska få avsedd effekt.⁵³

59. Som Finansinspektionen har uppmärksammat fanns det vid sidan av möjligheten att avyttra aktier till en tredje part enligt punkt 9.3 i aktieägaravtalen även andra möjligheter för de institutionella investerarna att avyttra aktier i Heimstaden Bostad. Dessa möjligheter har utökats sedan KPA:s första investering i Heimstaden Bostad, varvid särskilt bör noteras de utökade möjligheter att avyttra aktier som infördes i aktieägaravtalet daterat den 1 juli 2022.
60. Redan i aktieägaravtalet som ingicks den 28 oktober 2020 utökades dock möjligheten för parterna att få aktier avyttrade på så sätt att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Enligt alla aktieägaravtal kunde Dotterföretagets aktieinnehav även komma att avyttras genom [REDACTED]
[REDACTED]
61. Aktieägaravtalet har således föreskrivit flertalet möjligheter för Dotterföretaget att få avyttra hela eller delar av sitt innehav i Heimstaden Bostad. De begränsningar i rätten att överlåta aktier som aktieägaravtalet innebär för KPA måste även vägas mot KPA:s intresse av att inte de andra investerarna fritt ska kunna överlåta sina aktier i Heimstaden Bostad till vem som helst. I onoterade investeringsstrukturer är det normalt att befintliga ägare har betydande kontroll över vem som kan komma in som

⁵² Utöver KPA har bland annat [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] investerat i Heimstaden Bostad.

⁵³ Jfr Ramberg, *Aktieägaravtal i praktiken*, Norstedts Juridik, JUNO version 1, 2011, s. 62 och Bergman m.fl. *Venture capital-investeringar – En praktisk vägledning*, Norstedts Juridik, JUNO Version 2, 2023, s. 138.

ny ägare. Överlåtelsebegränsningar och samtyckesmekanismer är vanligt förekommande i dessa strukturer och syftar till att säkerställa en stabil och lämplig ägarkrets över tid. Begränsningarna tar ofta sikte på vem som kan investera i strukturen kombinerat med exempelvis drag along- och tag along-rättigheter. Att en investerare inte fritt kan överlåta sitt innehav till vem som helst är därmed inte en ovanlig begränsning utan en central och vanligt förekommande egenskap i institutionella onoterade investeringar. I praktiken utgör begränsningarna i högre grad ett skydd för investerarna än en faktisk inskränkning av investerarnas handlingsutrymme. Sammantaget har KPA därför inte ansett att

[REDACTED]
[REDACTED]

62. Utöver de möjligheter som Dotterföretaget har att överlåta sitt aktieinnehav i Heimstaden Bostad enligt aktieägaravtalet har KPA även haft möjlighet att överlåta aktieinnehavet i Dotterföretaget (och därmed indirekt även innehavet i Heimstaden Bostad) till en tredje part. De begränsningar avseende rätten att överlåta aktier som finns i aktieägaravtalen gäller endast för Dotterföretagets innehav av aktier i Heimstaden Bostad och begränsar inte KPA:s möjlighet att överlåta aktieinnehavet i Dotterföretaget.⁵⁴ Som nämnts i avsnitt D.2 ovan, har KPA:s [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED]

D.7 Kommentarer avseende avsnitt 3.4 – De olika aktieslagen och deras egenskaper

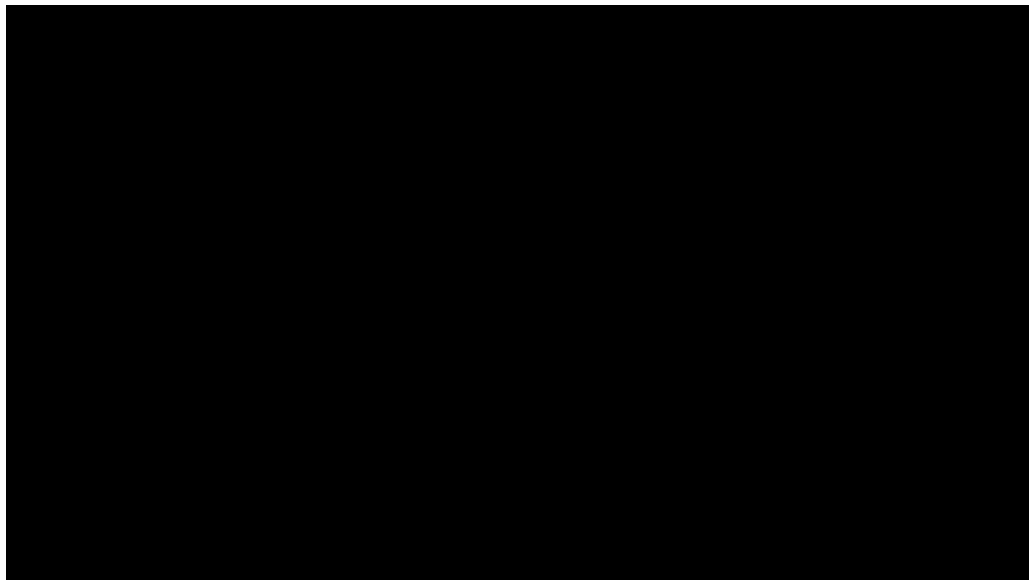
63. KPA har i stort inga synpunkter på riktigheten av de omständigheter som Finansinspektionen redogör för i avsnitt 3.4.⁵⁵

⁵⁴ KPA är inte part i aktieägaravtalen, utan avtalen gäller endast i förhållande till Dotterföretaget.

⁵⁵ KPA noterar följande mindre avvikelser jämfört med regleringen i aktieägaravtalen.

- Beskrivningen av värdet på stamaktierna överensstämmer inte helt med definitionerna i aktieägaravtalen (jfr definitionen av [REDACTED] i aktieägaravtalen).
- Den årliga utdelningen på A-aktier uppgår till 0,05 procent av marknadsvärdet av koncernens fastigheter som räknas ut genom medeltalet av de värden som gällt vid respektive kvartalsslut.
- Beskrivningen i näst sista stycket avseende villkoren för när aktieutdelning kan ske utgör en förenklad sammanfattning av de huvudsakliga delarna av villkoren, men tar inte i beaktande alla detaljer i regleringen. Särskilt noteras att redogörelsen inte tar höjd för att det vid beräkningen ska undantas vissa belopp som av vissa särskilt angivna skäl behövs för verksamheten (se närmare punkt 8.2 i aktieägaravtalen).
- C-aktier berättigar till en röst per aktie fram till den 31 december 2047, därefter en tiondels röst per aktie.

64. KPA vill dock belysa vissa omständigheter kopplade till de olika aktieslagen.
65. När det gäller anskaffningskostnaden för B-aktierna vill KPA särskilt framhålla att detta belopp, i en situation när utdelning på B-aktierna inte kan utges enligt aktieägaravtalet, kommer att ökas med det belopp som inte betalats ut genom utdelning till dess att utdelningen kommer investerarna till godo i syfte att åstadkomma en ränta på ränta-effekt.⁵⁶ Detta är av [REDACTED] [REDACTED] eftersom det innebär att deras upplupna utdelning (preferensavkastning) fortsätter att byggas upp även i tider när det går sämre för Heimstaden Bostad och värdet på stamaktierna minskar.
66. En annan omständighet av relevans för bedömningen av [REDACTED] [REDACTED], vilket inte omnämns i Finansinspektionens skrivelse. I enlighet med § [REDACTED] [REDACTED]



67. I enlighet med [REDACTED] [REDACTED]⁵⁷

⁵⁶ Se § 7 i bolagsordningen.

⁵⁷ Se punkt 10.4 i aktieägaravtalen daterade den 18 december 2019, den 28 oktober 2020 och den 20 januari 2021 samt punkt 10.5 i aktieägaravtalet daterat den 1 juli 2022.

D.8 Kommentarer avseende avsnitt 3.5 – Förvaltningsavtalen

68. KPA har inga kommentarer avseende de iakttagelser som Finansinspektionen noterar i avsnitt 3.5 i inspektionens skrivelse.

D.9 Kommentarer avseende avsnitt 3.6 – Förordnande av styrelseledamöter och särskilda majoritetskrav för beslut

69. KPA har i stort inga synpunkter på riktigheten av de omständigheter som Finansinspektionen redogör för i avsnitt 3.6, men noterar att beskrivningen är mycket översiktlig och förenklad. KPA önskar därvid särskilt framhålla följande.

- (a) Enligt aktieägaravtalen har [REDACTED] Heimstaden Bostad, men denna rätt har [REDACTED] (vilket definieras närmare i aktieägaravtalen) inte inträffar. Denna reglering utgör ett skydd för [REDACTED] och medför att [REDACTED] bl.a. om [REDACTED] Heimstaden Bostad i strid med punkt 13 i aktieägaravtalen.
- (b) Det stämmer att aktieägaravtalen innehåller en vetokatalog och även om denna inte föreskriver något särskilt majoritetskrav som gäller för *alla* beslut om investeringar, [REDACTED] Det finns även [REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED]

D.10 Kommentarer avseende avsnitt 3.7 – Reglering av ägande och kontroll

70. KPA har i stort inga synpunkter på riktigheten av de faktiska omständigheter som Finansinspektionen redogör för i avsnitt 3.7, men vill framhålla följande.
71. Sista stycket i avsnitt 3.7 ger inte en heltäckande och rättvis bild av regleringen kring [REDACTED] Exempelvis

kan noteras att [REDACTED] eller andra åtgärder som syftar till att [REDACTED] i Heimstaden Bostad förutsätter dels att [REDACTED]⁵⁸ dels att [REDACTED] [REDACTED] effekt för [REDACTED]⁵⁹ Vidare bör särskilt uppmärksammas skyldigheten att [REDACTED] i händelse av [REDACTED]⁶⁰

D.11 Kommentarer avseende avsnitt 3.8 – Rebalanseringsmekanismen

72. KPA har inga synpunkter på riktigheten av de uppgifter som Finansinspektionen redogör för i avsnitt 3.8.

D.12 Kommentarer avseende avsnitt 3.9 – KPA:s underlag inför företagets investeringar i Heimstaden Bostad

73. KPA har i stort inga synpunkter på riktigheten av de omständigheter som Finansinspektionen redogör för i avsnitt 3.9, men vill belysa några omständigheter ytterligare.

74. Inför den initiala investeringen i Heimstaden Bostad anlidade KPA ett antal olika externa rådgivare som på olika sätt bistod i investeringsprocessen:

- (i) [REDACTED] agerade rådgivare till KPA vid transaktionen. Uppdraget omfattade bl.a. [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
- (ii) [REDACTED] anlidades [REDACTED]
[REDACTED]

⁵⁸ Som KPA framhöll även i sitt svar på Finansinspektionens avstämningsskrivelse inträffar [REDACTED]
[REDACTED].

⁵⁹ Se punkt 3.6 i aktieägaravtalet daterat den 18 december 2019, punkt 3.5 i aktieägaravtalen daterade den 28 oktober 2020 och den 20 januari 2021 samt punkt 3.6 i aktieägaravtalet daterat den 1 juli 2022.

⁶⁰ Se punkt 3.4.2 i aktieägaravtalen daterade den 18 december 2019, den 28 oktober 2020 och den 20 januari 2021 och punkt 3.5.2 i aktieägaravtalet daterat den 1 juli 2022. Se även punkterna 5.3 och 5.4 i aktieägaravtalen som också aktualiseras i [REDACTED] i händelse av [REDACTED]

(iii) [REDACTED]
[REDACTED]

(iv) [REDACTED]
Heimstaden Bostads [REDACTED]

(v) [REDACTED].

75. Utlåtanden från de externa rådgivare som redovisas ovan [REDACTED] KPA:s
[REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED]
[REDACTED]. [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Den [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad innefattade bland annat [REDACTED]
[REDACTED] KPA har även [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden AB, vilket innebär att [REDACTED] KPA [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden
Bostad även om [REDACTED]

76. Sammantaget genomförde KPA en omfattande granskning, med hjälp av både
interna och externa experter, inför den initiala investeringen. Resultatet av denna
granskning utmynnade sedermera i det beslutsunderlag som lades fram till styrelsen
inför styrelsemötet den 13 december 2019,⁶¹ vilket även [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

⁶¹ KPA vill här framhålla att [REDACTED] (vilket anges i
Finansinspektionens iakttagelser), [REDACTED]
[REDACTED]

⁶² Härvid kan särskilt noteras att [REDACTED]
[REDACTED] beslutsunderlaget till styrelsemötet den
13 december 2019. På [REDACTED] Heimstaden Bostad.
Där omnämns bl.a. [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

D.13 Avslutande kommentarer

77. Som framgått ovan har KPA i allt väsentligt inga invändningar mot de faktaomständigheter som Finansinspektionen redogör för i sina iakttagelser. Inspektionens redogörelse är emellertid på flera punkter förenklad och beaktar inte fullt ut investeringens struktur eller hur de avtalsvillkor som Finansinspektionen redogör för i sina iakttagelser förhåller sig till och samspelar med övriga delar av avtalsregleringen. Finansinspektionens beskrivning i avsnitt 3 ger därför enligt KPA:s uppfattning inte en rättvisande bild av investeringen och dess villkor.
78. Som anförts ovan måste investeringen i Heimstaden Bostad, inklusive villkoren för densamma, bedömas i sitt sammanhang, varvid det bland annat måste beaktas att KPA:s innehav i Heimstaden Bostad endast utgjort en begränsad del av företags samlade investeringsportfölj samt att KPA har varit en minoritetsägare i bolaget. Vidare måste beaktas att investeringen har gjorts [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Beslutet att genomföra investeringen [REDACTED]
[REDACTED]

E. KPA:s inställning till Finansinspektionens preliminära bedömningar**E.1 Inledning**

79. I detta avsnitt redogör KPA för sin inställning till de preliminära bedömningar som Finansinspektionen presenterar i avsnitt 4 i sin skrivelse.

E.2 Kommentarer avseende avsnitt 4.1 – Investeringsupplägg

80. KPA delar Finansinspektionens preliminära bedömning [REDACTED] KPA [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

E.3 Kommentarer avseende avsnitt 4.2 – Reglernas tillämplighet på KPA

E.3.1 [REDACTED] § GFRL är tillämplig på de investeringar som gjorts under perioden KPA var ett försäkringsföretag

81. Som konstaterats i avsnitt C.2.1 ovan är [REDACTED] § GFRL tillämplig på de investeringar som KPA har gjort under tiden som försäkringsföretag och som omfattas av undersökningen. KPA delar även Finansinspektionens slutsats [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Detta är motiverat av legalitets- och förutsebarhetshänseenden. KPA vill dock för god ordnings skull nämna att företaget inte delar Finansinspektionens preliminära bedömning [REDACTED]
[REDACTED] Skälen för detta är följande.

(a)

(b)

82. Eftersom [REDACTED]
[REDACTED]
KPA [REDACTED] Dotterföretaget [REDACTED]
[REDACTED] Detta medför att bestämmelsen [REDACTED]
[REDACTED] ett maximalt värde om [REDACTED] kronor under perioden 13 december 2021 till och med den 31 december 2021, dvs. endast 19 dagar. När det gäller tolkningen av [REDACTED] § GFRL hänvisas till avsnitt C.2 ovan.

E.3.2 [REDACTED] §§ LTF är tillämpliga på de investeringar som gjorts under perioden KPA har varit ett tjänstepensionsföretag

83. Som redogjorts för i avsnitt C.3.1 ovan delar KPA Finansinspektionens bedömning att [REDACTED] §§ LTF har varit tillämpliga på de investeringar som KPA gjort under den tid företaget har varit ett tjänstepensionsföretag. När det gäller tolkningen av [REDACTED] §§ LTF hänvisas till avsnitt C.3 ovan.

E.4 KPA:s syn på Finansinspektionens jämförelseobjekt

84. Innan KPA lämnar sina kommentarer till avsnitt 4.3 och 4.4 i Finansinspektionens skrivelse, vill företaget kommentera det jämförelseobjekt som Finansinspektionen använder i nämnda avsnitt.

85. I avsnitt 4.3 och 4.4 anför Finansinspektionen att vissa specifika omständigheter innebär att investeringen i Heimstaden Bostad [REDACTED]

[REDACTED]
Finansinspektionen specificerar inte [REDACTED]

KPA förstår dock inspektionens ståndpunkt som att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

86. KPA anser att en sådan jämförelse inte är ändamålsenlig. De grundläggande förutsättningarna för investeringen i Heimstaden Bostad skiljer sig på avgörande punkter från dem som gäller för [REDACTED], varför slutsatser dragna från en sådan jämförelse inte kan tillmätas betydelse vid bedömningen av KPA:s investering [REDACTED]

87. De främsta skillnaderna mellan [REDACTED] och investeringen i Heimstaden Bostad är dels att [REDACTED] Heimstaden Bostad är [REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED] Heimstaden AB (Heimstaden Invests moderbolag) och sedan år 2022 Heimstaden Group Manager AB (ett helägt dotterbolag till Heimstaden AB). Detta innebär att KPA [REDACTED]
[REDACTED] Vidare medförde investeringen i Heimstaden Bostad en [REDACTED]
[REDACTED]

[REDACTED]
[REDACTED]

88. KPA innehar endast en begränsad andel av aktierna i Heimstaden Bostad och saknar därför [REDACTED]

[REDACTED] Eftersom investeringen är [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

89. KPA:s uppfattning är att ett mer ändamålsenligt jämförelseobjekt vore [REDACTED]
[REDACTED] Främst är det [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

90. Avslutningsvis noterar KPA att [REDACTED] enligt LTF [REDACTED] Regelverket förutsätter [REDACTED]
[REDACTED] Redan av detta skäl är [REDACTED]
Inte heller i KPA:s interna kapitalkrav (ICR) [REDACTED]
[REDACTED] Vid beräkning av ICR har den aktuella investeringen [REDACTED]
[REDACTED]

E.5 Kommentarer avseende avsnitt 4.3 – Skillnader mellan ägarnas inflytande och incitament

E.5.1 Inledning

91. Finansinspektionen gör den preliminära bedömningen [REDACTED]
KPA [REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] KPA. I efterföljande avsnitt redogör KPA för sin inställning till Finansinspektionens bedömningar i dessa delar.

92. KPA vill dock redan inledningsvis framhålla några omständigheter som enligt KPA är av avgörande betydelse för frågorna om inflytande och incitament i Heimstaden Bostad.
93. Alternativa investeringsstrukturer på den onoterade marknaden innebär normalt att [REDACTED] Genom att [REDACTED]
[REDACTED]
i [REDACTED]
94. I detta fall har [REDACTED]
[REDACTED] varit [REDACTED] ansvarigt för den operativa förvaltningen av Heimstaden Bostad.⁶³
95. [REDACTED] i Heimstaden Bostad är merparten av de institutionella investerarna. Vid den tidpunkt när KPA:s investering i absoluta tal var som störst [REDACTED] KPA:s andel av [REDACTED] Heimstaden Bostad till [REDACTED] procent, medan [REDACTED] andel av [REDACTED] procent. I samband härmed kan noteras att Heimstaden AB har haft [REDACTED] i Heimstaden Bostad [REDACTED]
[REDACTED]⁶⁴ Det kan även noteras att det finns särskilda bestämmelser i aktieägaravtalet till skydd för de institutionella investerarna som bl.a. aktualiseras om Heimstaden Invest [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Invest [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad.

⁶³ Heimstaden AB hade detta ansvar enligt avtal med Heimstaden Bostad fram till 2022, men sedan 2022 åligger detta ansvar Heimstaden Group Manager AB, vilket är ett helägt dotterbolag till Heimstaden AB. Härvid kan noteras att det är vanligt förekommande i samhället och i affärslivet att förvaltning av kapital överläts till annan part med bättre kunskap och förutsättningar att sköta förvaltningen. Omständigheten att den operativa förvaltningen av Heimstaden Bostad uppdragits åt en tredje part bör således inte ses som något anmärkningsvärt i sig.

⁶⁴ I många andra alternativa investeringsstrukturer [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Invests andel av det totala kapitalet i Heimstaden Bostad som [REDACTED]

⁶⁵ Detta är en av de omständigheter som [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED].

E.5.2 Angående påståendet om [REDACTED]

96. Finansinspektionen gör den preliminära bedömningen att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
97. KPA håller visserligen med om Finansinspektionens preliminära bedömning i den delen, men vill samtidigt starkt betona att detta inte är något anmärkningsvärt eller avvikande.
98. Som nämnts i avsnitt E.5.1 ovan är KPA, [REDACTED] minoritetsägare i Heimstaden Bostad. När KPA:s investering i absoluta tal var som störst uppgick den [REDACTED] procent av det totala kapitalet i Heimstaden Bostad, medan Heimstaden Invests andel vid samma tidpunkt uppgick till [REDACTED] procent. Mot bakgrund av detta går det inte att förvänta sig att KPA [REDACTED] Heimstaden Invest.
99. Här kan jämföras med en situation där det inte hade funnits något aktieägaravtal mellan parterna. Mot bakgrund av huvudregeln om majoritetskrav vid val i 7 kap. 41 § aktiebolagslagen (2005:551) hade [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Genom aktuellt aktieägaravtal har dock KPA fått en representant i Heimstaden Bostads styrelse och på detta sätt tillförsäkrats mer insyn och inflytande än vad företaget annars hade haft.⁶⁶
100. Därtill har det funnits regleringar i aktieägaravtalet som medfört begränsningar för Heimstaden Invest att agera utifrån eget gottfinnande. Exempelvis kan noteras att parterna överenskommit om att Heimstaden Bostad som utgångspunkt [REDACTED]
[REDACTED]⁶⁷ Detta innebär i sig en viktig begränsning i möjligheten till nya investeringar.
101. Sammantaget håller KPA visserligen med om [REDACTED]
[REDACTED] men delar inte bilden av att [REDACTED]

⁶⁶ [REDACTED]
[REDACTED]

⁶⁷ Se [REDACTED]
[REDACTED]

§ [REDACTED].⁶⁸ Att det förelegat [REDACTED] är helt naturligt, och i linje med marknadspraxis, givet att [REDACTED] i Heimstaden Bostad än KPA samt att Heimstaden Invests moderbolag Heimstaden AB är [REDACTED] i [REDACTED] och även ansvarigt för den operativa förvaltningen av Heimstaden Bostad och dess fastighetsinnehav.⁶⁹ Oaktat detta har KPA, genom Folksamgruppens storlek och ställning som investerare, förhandlat fram rättigheter i aktieägaravtalet som stärkt KPA:s [REDACTED]
[REDACTED]

E.5.3 Angående påståendet om [REDACTED]

102. Utöver att konstatera att [REDACTED] KPA, gör Finansinspektionen även den preliminära bedömningen att [REDACTED]
[REDACTED] Denna bedömning baserar Finansinspektionen, i korthet, på följande omständigheter (i) [REDACTED]

[REDACTED]

103. Som närmare redogörs för nedan delar KPA inte Finansinspektionens preliminära bedömning.

⁶⁸ Som framgått i avsnitt E.4 ovan anser KPA inte att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

⁶⁹ Det kan noteras att den advokatbyrå som KPA anlitat för juridisk rådgivning i samband med den initiala investeringen i Heimstaden Bostad [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Härvid kan för god ordnings skull noteras att [REDACTED]
[REDACTED] Finansinspektionen framhåller i sin skrivelse [REDACTED]

104. Heimstaden AB, Heimstaden Invests moderbolag, har fram till år 2022 varit förvaltare av Heimstaden Bostad och haft hela det operativa ansvaret för bolaget och för att förvalta Heimstaden Bostads fastighetsinnehav. Därefter har detta ansvar ålegat Heimstaden Group Manager AB, ett helägt dotterbolag till Heimstaden AB. För detta arbete är det givet att Heimstaden AB respektive Heimstaden Group Manager AB ska få ersättning. I detta fall har ersättningen varit baserad på bruttotillgångsvärdet på fastigheterna. Omständigheten att ersättningen baseras på värdet av tillgångarna som uppdraget omfattar är inte något ovanligt rent kommersiellt och i fastighetsinvesteringar förekommer det att förvaltningsavgiften baseras på bruttotillgångsvärdet på fastigheterna. Ett skäl för att avgiften baseras på bruttotillgångsvärdet (och inte på nettotillgångsvärdet) är att arbetsinsatsen för förvaltaren är närmare kopplad till fastigheternas värde än till hur dessa finansieras. Det vill säga en fastighetsportfölj av en viss storlek kräver i princip samma organisation och löpande förvaltning, oavsett till vilken grad dessa fastigheter finansieras genom lån.
105. Vid bedömningen av de ekonomiska incitamenten måste även beaktas att investeringsstrukturen i Heimstaden Bostad, som tidigare redogjorts för i avsnitt D.3 ovan, är utformad för att skapa en intressegemenskap mellan Heimstaden Invest och de institutionella investerarna, vilket huvudsakligen uppnås genom att Heimstaden Invest [REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED] institutionella investerarna.
106. Det måste även beaktas att till följd av karaktärsdragen hos stamaktierna respektive B-aktierna, samt omständigheten att Heimstaden Invests [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] B-aktierna ger rätt till en förutbestämd preferensavkastning på, som lägst, 3,5 procent, vilken ackumuleras tills det finns utbetalningsbara medel.⁷⁰ Som närmare beskrivits i avsnitt D.7 ovan och avsnitt 3.4 i Finansinspektionens skrivelse äger B-aktierna dessutom företräde

⁷⁰ Som beskrivs i avsnitt E.6.2 används sådan ackumulerad preferensavkastning till rebalansering när behov av sådan uppstår.

till utdelning framför stamaktier och B-aktierna äger även företräde framför stamaktierna vid fördelning av medel i händelse av konkurs, likvidation eller exit.

107. Heimstaden Invest i [REDACTED]
[REDACTED] i Heimstaden Bostad. Det innebär att Heimstaden Invest i [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] de institutionella investerarna, vars avkastning i [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Denna exponering har en betydligt större påverkan [REDACTED]
[REDACTED]

108. Detta kan belysas med ett verkligt exempel [REDACTED] som tydligt visar att Heimstaden Invest och Heimstaden AB (likt de institutionella investerarna) har [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] De institutionella investerarnas [REDACTED]
[REDACTED] aktieinnehavet till [REDACTED] Heimstaden Invests [REDACTED]
[REDACTED] motsvarande cirka [REDACTED] kronor.⁷¹ Jämförelsevis uppgick förvaltningsavgiften till Heimstaden Group Manager AB samt [REDACTED] till sammanlagt cirka [REDACTED] kronor för [REDACTED] Därmed var [REDACTED]
[REDACTED]
samt [REDACTED]

109. Exemplet [REDACTED] visar att Heimstaden AB:s och Heimstaden Invests [REDACTED] i Heimstaden Bostad. En negativ värdeutveckling i Heimstaden Bostad drabbar [REDACTED]
[REDACTED]

⁷¹ Om det däremot bara hade funnits ett aktieslag i Heimstaden Bostad skulle [REDACTED]

[REDACTED] Detta visar tydligt [REDACTED]
[REDACTED]

Finansinspektionens antagande om att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] framstår därför inte som realistiskt, eftersom
det väsentligen skulle [REDACTED] Heimstaden
Bostad. En strategi som skulle [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad skulle
vara ekonomiskt ofördelaktig för Heimstaden AB och Heimstaden Invest, givet [REDACTED]
[REDACTED] De
ekonomiska incitamenten för Heimstaden Invest (och därigenom även för
Heimstaden AB) är därför i första hand [REDACTED]
Heimstaden Bostad, vilket skapar en stark och tydlig intressegemenskap med övriga
investorer.

110. Det finns alltså inte [REDACTED] KPA
och Heimstaden Invest [REDACTED] KPA inför den initiala
investeringen, [REDACTED]

E.5.4 Avslutande kommentarer

111. Som konstaterats ovan håller KPA visserligen med om att [REDACTED]
[REDACTED] KPA och Heimstaden Invest, men menar att [REDACTED]
naturlig med tanke på investeringens karaktär och parternas olika roller samt att
[REDACTED] jämfört med andra liknande
investeringar. Eftersom Heimstaden Invest [REDACTED]
Heimstaden Bostad än KPA och [REDACTED] institutionella
investerarna delar KPA inte Finansinspektionens bedömning att [REDACTED]
[REDACTED]
112. Mot bakgrund av ovan delar KPA inte Finansinspektionens preliminära bedömning
att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

E.6 Kommentarer avseende avsnitt 4.4 – Tvingande återinvestering av utdelning och fast pris på B-aktier

E.6.1 Inledning

113. Finansinspektionen bedömer preliminärt att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] De omständigheter som Finansinspektionen lagt till grund för denna bedömning synes vara (i) att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] samt (ii) att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] KPA håller inte med om de antaganden avseende de faktiska omständigheterna som Finansinspektionen grundar sin preliminära bedömning på. KPA delar därmed inte heller Finansinspektionens preliminära bedömning att [REDACTED]
[REDACTED]

114. Inledningsvis i detta avsnitt redogör KPA för sin syn på rebalanseringsmekanismen och dess syfte. Därefter avser KPA att förklara varför de antaganden (punkt (i) och (ii) ovan) som ligger till grund för den preliminära bedömningen är felaktiga.

E.6.2 Rebalanseringsmekanismen och dess syfte

115. Som närmare redogjorts för under avsnitt D.3 och E.5.3 ovan karaktäriseras den överenskomna investeringsstrukturen i Heimstaden Bostad av en differentierad fördelning av risk och avkastning mellan å ena sidan Heimstaden Invest och å andra sidan de institutionella investerarna, vilket upprätthålls genom [REDACTED]
[REDACTED]

116. Som Finansinspektionen beskrivit i avsnitt 3.8 i sin skrivelse innebär rebalanseringsmekanismen i korthet att om värdet av stamaktierna överstiger 35 procent av det sammanlagda värdet av stamaktier och B-aktier kommer aktieägarna delta i en kvittningsemission och teckna nya B-aktier i proportion till sitt tidigare innehav. Betalningen för aktierna sker genom en kvittning av hela eller delar av aktieägarens utdelning på B-aktier mot likviden för de nyemitterade aktierna.

117. Motivet till rebalanseringsmekanismen från de institutionella investerarnas perspektiv är [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad.
118. Rebalanseringsmekanismen aktualiseras endast vid en positiv värdeutveckling i Heimstaden Bostad.⁷² Genom mekanismen bibehålls det gällande förhållandet i värde mellan stamaktier och B-aktier samt de institutionella investerarnas förhållande mellan stamaktier och B-aktier, vilket medför att de överenskomna riskprofilerna för Heimstaden Invest respektive de institutionella investerarna bibehålls. Mekanismen kan inte aktualiseras vid en värdeminskning i Heimstaden Bostad. En värdeminskning drabbar alltid stamaktierna först och B-aktierna sedan (se vidare avsnitt E.6.3).
119. KPA har, precis som övriga institutionella investerare, [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Det har även varit [REDACTED]
[REDACTED] Ända sedan första investeringstillfället har KPA haft [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad och möjliggöra ytterligare
[REDACTED] Därtill har det på grund av KPA:s
[REDACTED]
[REDACTED]⁷³ KPA har
[REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad, inte bara [REDACTED]
[REDACTED]

⁷² Jfr definitionen av [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
Heimstaden Bostad ökar således [REDACTED] Heimstaden Bostad
är ett krav för att [REDACTED]
[REDACTED]

⁷³ Härvid bör noteras att KPA:s investering i Heimstaden Bostad endast utgör en begränsad del av företagets totala investeringsportfölj samt att KPA [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

120. Rebalanseringsmekanismen bör betraktas i ljuset av investeringens utpräglat långsiktiga karaktär och dess struktur. I alternativa investeringar av detta slag är det vanligt förekommande att värden som genereras inom strukturen inte löpande distribueras kontant till investerarna, utan i stället omallokeras och återinvesteras i enlighet med förutbestämda villkor.
121. Motsvarande mekanismer återfinns exempelvis i långsiktiga fondstrukturer förvaltade av ledande svenska och internationella aktörer. Investeraren accepterar i dessa sammanhang typiskt sett en högre grad av avtalsstyrning, inklusive begränsningar i möjligheten att fritt disponera över uppkomna, och i strukturen skapade, medel i utbyte mot en struktur som möjliggör långsiktig förvaltning och stabil kapitalallokering.
122. Sammanfattningsvis utgör rebalanseringsmekanismen en integrerad del av investeringsstrukturen och syftar till att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
- E.6.3 Rebalanseringsmekanismen [REDACTED]
123. Finansinspektionen baserar sin preliminära bedömning [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] KPA delar inte denna bild och kommer nedan att redogöra för skälen till detta.
124. Inledningsvis vill KPA framhålla att ingen aktieägare [REDACTED] utan investeringsstrukturen bygger på att varje aktieägare [REDACTED]
[REDACTED] där B-aktien har egenskaper som gör att den ligger närmare ett räntebärande instrument än en vanlig aktie. Varken inträde som aktieägare i bolaget eller en avyttring av aktier sker i enskilda aktieslag utan genom en kombination av B-aktier och stamaktier, vilka tillsammans utgör investeringsobjektet. [REDACTED]
[REDACTED]
värderas fristående, vilket inte är förenligt med hur investeringen är strukturerad.

125. Även om B-aktien inte kan överlåtas separat och därmed åläggas ett fristående marknadsvärde, medför regleringen i aktieägaravtalet och bolagsordningen att den del av bolagets värde som kan knytas till respektive B-aktie alltid kommer att överstiga 2 000 kronor i en situation där rebalanseringsmekanismen aktualiseras. Detta sammanhänger med [REDACTED]
[REDACTED] Som närmare beskrivits i avsnitt D.7 ovan kommer bolagets medel i en sådan situation att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
126. Enligt denna ordning ska [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Först när dessa
[REDACTED]
[REDACTED]
127. En följd av denna reglering är att B-aktier, [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]⁷⁵ Eftersom en tillämpning av rebalanseringsmekanismen förutsätter att stamaktiernas värde överstiger 35 procent av det sammanlagda värdet på B-aktierna och stamaktierna är det således uteslutet att B-aktierna, när rebalanseringsmekanismen aktualiseras, skulle ha rätt till ett värde motsvarande mindre än 2 000 kr samt eventuell upplupen utdelning som inte har utbetalats [REDACTED]
[REDACTED]. Med andra ord, i en situation där B-aktierna inte skulle ha rätt till medel uppgående till åtminstone 2 000 kr i händelse av [REDACTED] så skulle rebalanseringsmekanismen aldrig kunna

⁷⁴ Se punkt 10 i aktieägaravtalen.

⁷⁵ Jfr regleringen av prioritetsordningen i 7 § bolagsordningen med definitionen av [REDACTED] i aktieägaravtalen som utgör stamaktiernas värde

aktualiseras eftersom stamaktiernas värde då skulle vara 0 procent av det sammanlagda värdet av stamaktierna och B-aktierna.

128. Det bör även framhållas att de medel som används för att teckna de nya B-aktierna vid tillämpningen av rebalanseringsmekanismen utgörs av värden som har skapats inom Heimstaden Bostad.⁷⁶ Mekanismen innebär inte att aktieägarna tillskjuter nytt kapital till Heimstaden Bostad.

129. Mot bakgrund av vad som anförts ovan är påståendet [REDACTED]

[REDACTED]

E.6.4 Det fasta priset på B-aktier vid en nyemission

130. Det andra antagandet som Finansinspektionen baserar sin preliminära bedömning på är att det fasta priset på B-aktier, vid andra nyemissioner än de som genomförs inom ramen för rebalanseringsmekanismen, [REDACTED] KPA [REDACTED]

[REDACTED]

131. KPA hänvisar i denna del till vad som anförts i avsnitt E.6.3 ovan angående värdet på B-aktierna, inklusive slutsatsen om att B-aktierna kommer ha rätt till medel i bolaget motsvarande åtminstone 2 000 kr så länge inte stamaktiernas värde helt har uttraderats.

132. Skulle en nyemission aktualiseras i en situation där KPA bedömer att den del av Heimstaden Bostads värde som är hänförligt till B-aktierna inte uppgår till 2 000 kronor,⁷⁷ har KPA möjlighet att avstå från att delta i nyemissionen,⁷⁸ precis som Finansinspektionen nämner i sin skrivelse. Det står i en sådan situation även parterna fritt att överenskomma om en annan ordning och ändra i investeringsstrukturen, om det behövs för att kunna genomföra en behövlig nyemission.

⁷⁶ De medel som återinvesteras genom rebalanseringen är utdelning på B-aktier. Under aktieägaravtalet daterat den 1 juli 2022 kan dock även utdelning på stamaktier komma att återinvesteras. Se punkt 8 i aktieägaravtalen.

⁷⁷ Som redogjorts för i avsnitt E.6.3 ovan skulle detta förutsätta att stamaktiernas värde helt har uttraderats.

⁷⁸ Se punkt 3.2.2 i aktieägaravtalen daterade den 18 december 2019, den 28 oktober 2020 och den 20 januari 2021 samt punkt 3.2.4 i aktieägaravtalet daterat den 1 juli 2022.

133. Härvid måste betonas att KPA i händelse av en nyemission [REDACTED]
[REDACTED]
Om det skulle krävas för att tillvarata KPA:s och [REDACTED]
[REDACTED] KPA vid behov även förhandla om väsentliga och genomgripande
förändringar av avtalsvillkoren (såsom aktiestrukturen i Heimstaden Bostad och
teckningspriset för B-aktier). KPA skulle ha insyn i och möjlighet att påverka en
emissionsprocess dels genom sin representation i styrelsen, dels genom att KPA är
en kapitalstark aktieägare. Eftersom aktieägarna inte kan tvingas delta i en eventuell
nyemission finns incitament hos alla parter att ta fram emissionsvillkor som
aktieägarna bedömer är acceptabla.
134. KPA vill i detta sammanhang nämna att [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED]
[REDACTED] Eftersom en
nyemission [REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED]
[REDACTED] Detta
[REDACTED] KPA inte är skyldigt att delta i en nyemission med
föreliggande avtalsvillkor om det uppstår behov av kapital i Heimstaden Bostad.
135. Således, även om det teoretiskt kan uppstå en situation där B-aktierna inte skulle
bedömas motsvara ett värde uppgående till 2 000 kr i händelse av en nyemission,
måste beaktas att KPA inte är skyldigt att delta i en sådan nyemission. Skulle en
sådan situation uppstå, samtidigt som KPA bedömer att det vore kommersiellt
motiverat att delta i nyemissionen, skulle KPA använda sitt inflytande och verka för
en omförhandling av avtalsregleringen som förutsättning för att delta i
nyemissionen. KPA har således möjlighet att säkerställa att KPA inte behöver delta i
en nyemission vars villkor inte är kommersiellt motiverade.

E.6.5 Avslutande kommentarer

136. Som redogjorts för i avsnitt E.6.3 ovan kan rebalanseringsmekanismen inte innebära
en omedelbar förlust. Vidare är det, av de skäl som framhållits i avsnitt E.6.4, högst
osannolikt att det fasta priset på B-aktier skulle [REDACTED]
en nyemission. KPA är inte skyldigt att delta i en sådan nyemission. Om KPA trots
detta skulle bedöma att det finns skäl att delta i emissionen för att värna värdet av sin
totala investering, skulle KPA verka för en omförhandling av villkoren.

137. KPA håller således inte med om de antaganden avseende de faktiska omständigheterna som Finansinspektionen grundar sin preliminära bedömning på och KPA delar därmed inte heller Finansinspektionens preliminära bedömning att

E.7 Kommentarer avseende avsnitt 4.5 –

138. Finansinspektionen gör den preliminära bedömningen att KPA [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] (jfr avsnitt E.5 och E.6 ovan).
Nedan redogör KPA för sin inställning till dessa påståenden. Inledningsvis vill dock KPA återigen framhålla att [REDACTED] § GFRL inte [REDACTED]
[REDACTED]⁷⁹ [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] följer av [REDACTED] § LTF och gäller således [REDACTED]
[REDACTED] som KPA genomfört under perioden som tjänstepensionsföretag (som [REDACTED]
[REDACTED]
Finansinspektionens undersökning). Om det ändå skulle bedömas att KPA haft [REDACTED]
[REDACTED] § GFRL [REDACTED]
[REDACTED] KPA under perioden som försäkringsföretag så vill KPA framhålla att vad som sägs i efterföljande avsnitt även gäller i förhållande till de investeringar som skett under den period KPA var ett försäkringsföretag.

E.7.1 [REDACTED] Finansinspektionen anser föreligger

139. Som redogjorts för närmare i avsnitt C ovan är

140. KPA har haft en tillfredsställande beslutsprocess som bl.a. har syftat till att

■ In för den

⁷⁹ Se närmare C.2.2 ovan.

⁸⁰ Se avsnitt C.3.2 ovan.

⁸¹ Se avsnitt C.2.2 och C.3.2 ovan samt prop.

initiala investeringen i Heimstaden Bostad [REDACTED]

[REDACTED] KPA:s [REDACTED]

⁸²

141. Inför investeringsbeslutet anlidade KPA bl.a. [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] för KPA samt [REDACTED] Härvid
kan noteras att KPA i [REDACTED]
[REDACTED] KPA särskilt skulle vara
[REDACTED],⁸³ [REDACTED]
[REDACTED] Finansinspektionen anser föreligger som
[REDACTED] eller som något som avviker från vad som är
marknadsmässigt.

142. Därtill kan konstateras att KPA [REDACTED]
[REDACTED] Finansinspektionen grundar sin preliminära bedömning på i sitt
beslutsunderlag inför styrelsemötet den 13 december 2019, inbegripet en [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad, [REDACTED]
[REDACTED]⁸⁴ Härvid kan bland
annat noteras att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Som framgått ovan delar KPA dock inte
Finansinspektionens bild av de relevanta bestämmelsernas praktiska innebörd och
konsekvenser eller [REDACTED] och därav är det
naturligt att dessa slutsatser inte har redovisats i beslutsunderlaget.

⁸² Se avsnitt D.12 ovan.

⁸³ Se mail från KPA [REDACTED]

⁸⁴ Se avsnitt D.12 ovan.

⁸⁵ Se s. 14–15 och 26 i beslutsunderlaget till styrelsemötet den 13 december 2019.

143. KPA anser att företaget har vidtagit erforderliga åtgärder [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] är därmed uppfyllt. En överträdelse av [REDACTED]
rimligen inte genom att tillsynsmyndigheten i efterhand bedömer [REDACTED]
en enskild investering på ett annat sätt än hur företaget under tillsyn gjort sin
bedömning. Återigen måste det understrykas att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED].

144. Mot bakgrund av det som anförts ovan har [REDACTED] LTF [REDACTED]
[REDACTED] inte åsidosatts.

E.7.2 [REDACTED] Finansinspektionen anser föreligger

145. Till stöd för att KPA:s [REDACTED] har
Finansinspektionen anført (i) [REDACTED]
[REDACTED] (ii) att [REDACTED]
[REDACTED] samt (iii) att KPA [REDACTED]
[REDACTED] Enligt
Finansinspektionen hade KPA [REDACTED]
[REDACTED] Till följd av detta anser
Finansinspektionen att KPA inte har [REDACTED]
[REDACTED] KPA därmed inte [REDACTED]
[REDACTED] KPA delar inte Finansinspektionens preliminära bedömning
[REDACTED]

146. Finansinspektionens skäl till varför KPA [REDACTED]
[REDACTED] ger intrycket av att inspektionen anser att [REDACTED]
[REDACTED] Härvid bör dock beaktas att varken [REDACTED]
[REDACTED] eller något annat regelverkskrav
stadgar [REDACTED] Tvärtom framgår av förarbetena att [REDACTED]
[REDACTED] och, motsatsvis, kan [REDACTED]

⁸⁶ Se avsnitt C.3.2 ovan.

- [REDACTED]⁸⁷ Ett krav på [REDACTED] kan således inte uppställas.⁸⁸
147. Som närmare redogjorts för i avsnitt C.3.2 ovan [REDACTED] vara uppfyllt om [REDACTED] vilket måste vara en fråga som är upp till företaget självt att bedöma.
148. [REDACTED] Finansinspektionen [REDACTED] [REDACTED] som KPA bedömt har varit nödvändig. Skälen för detta är följande.
- (a) Utgångspunkten för KPA har alltid varit att se på investeringsportföljen som en helhet, i enlighet med [REDACTED] KPA har mot denna bakgrund [REDACTED] Finansinspektionen [REDACTED] genom att ha en välbalanserad och diversifierad investeringsportfölj där företags innehav i Heimstaden Bostad endast utgör en begränsad del.⁸⁹ Denna tolkning [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED] enligt vilken [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]⁹¹ Härvid bör även beaktas att KPA:s [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- Heimstaden Bostad [REDACTED]

⁸⁷ Prop. [REDACTED] och prop. [REDACTED]

⁸⁸ Jfr även följande uttalande i prop. [REDACTED] tillräckligt [REDACTED] (Vår understrykning.)

⁸⁹ Finansinspektionens undersökning omfattar av KPA investerat kapital (dvs. kapital som tillskjutits av KPA, ej värdeökningar som skapats inom bolaget och återinvesterats, t.ex. till följd av rebalanseringsmekanismen) uppgående till [REDACTED] kronor i Heimstaden Bostad. Detta belopp utgjorde [REDACTED] procent av KPA:s totala tillgångsportfölj per den 31 december 2023 (dvs. sista dagen i Finansinspektionens undersökningsperiod). Det kan noteras att även om jämförelsen skulle göras med det belopp om [REDACTED] kronor som Finansinspektionen i avsnitt 3.2 i sin skrivelse påstår utgör det totala beloppet på KPA:s investeringar under undersökningsperioden, så utgjorde nämnda belopp endast [REDACTED] procent av KPA:s totala tillgångsportfölj per den 31 december 2023.

⁹⁰ Se avsnitt C.3.2 ovan.

⁹¹ Prop. [REDACTED]

- [REDACTED]
[REDACTED]⁹²
- (b) De möjligheter att avyttra aktier som funnits i aktieägaravtalen är tillräckliga [REDACTED] och KPA har bedömt att den [REDACTED] som den här typen av investering naturligen medför är [REDACTED]. Investeringen var även [REDACTED] i KPA:s [REDACTED] [REDACTED]. Mot bakgrund av [REDACTED] [REDACTED]⁹³
- (c) Som redogjorts för i avsnitt D.6 ovan har KPA även haft möjlighet att [REDACTED] genom att överlåta aktieinnehavet i Dotterföretaget till en tredje part, vilket är en situation som inte omfattas av de begränsningar avseende rätten att överlåta aktier som finns i aktieägaravtalen.⁹⁴
- (d) Omständigheten att [REDACTED] [REDACTED] som Finansinspektionen fäster vikt vid i sin preliminära bedömning,⁹⁵ ligger i linje med allmänna avtalsrättsliga principer om att [REDACTED] [REDACTED] KPA har bedömt kan [REDACTED]

⁹⁴ Jfr punkt (ii) i punkt 145 ovan.

⁹⁵ Jfr punkt (i) i punkt 145 ovan.

⁹⁶ Jfr t.ex. Ramberg, *Aktieägaravtal i praktiken*, Norstedts Juridik, JUNO version 1, 2011, [REDACTED]

- (e) Finansinspektionen fäster vidare vikt vid att KPA [REDACTED] [REDACTED] Heimstaden Bostad.⁹⁷ Som redogjorts för i avsnitt E.5.2 ovan är detta dock en naturlig konsekvens av KPA:s [REDACTED] [REDACTED] KPA:s [REDACTED] Denna omständighet är något som KPA [REDACTED] [REDACTED] Som redogjorts för i avsnitt E.5.2 ovan bör dock noteras att KPA genom aktieägaravtalet i praktiken har tillförsäkrats ett större inflytande än vad som hade gällt utan ett sådant avtal.
- (f) KPA beräknar minst månadsvis det regulatoriska kapitalkravet (RKK) samt ett internt kapitalkrav (ICR). ICR är anpassat till KPA:s verksamhet och baseras på egna värderingar av företagets risker. Genom att löpande beräkna och följa upp såväl RKK som ICR säkerställs en kontinuerlig övervakning av företagets kapitalbehov och riskexponering ur såväl regulatoriskt som internt perspektiv. I policy för riskhantering har styrelsen dessutom fastställt varnings- och toleransnivåer för RKK-kvoten samt en varningsnivå för ICR. Där anges även en eskaleringsrutin som inkluderar åtgärder att vidta i händelse av att nivåerna överskrids. Detta innebär att även om det hade [REDACTED] som Finansinspektionen anser, så är [REDACTED] genom [REDACTED] [REDACTED] tillämpas vid beräkning av ICR jämfört med [REDACTED] [REDACTED] samt genom fastställd eskaleringsrutin. Som närmare redogörs för i avsnitt E.4 ovan anser KPA dock inte att det är ändamålsenligt att jämföra investeringen i Heimstaden Bostad med en [REDACTED]

149. Mot bakgrund av det som anförts ovan har [REDACTED] § LTF [REDACTED] [REDACTED] inte åsidosatts.

E.7.3 Avslutande kommentarer

150. Mot bakgrund av vad som redogjorts för ovan är KPA:s bedömning att företaget har vidtagit erforderliga åtgärder för att [REDACTED] Heimstaden Bostad och [REDACTED] KPA har således [REDACTED]

⁹⁷ Jfr punkt (iii) i punkt 145 ovan.

[REDACTED] Därtill har [REDACTED] Finansinspektionen
[REDACTED] den utsträckning som KPA bedömt har varit
nödvändig. KPA delar således inte Finansinspektionens preliminära bedömning a
[REDACTED]

E.8 Kommentarer avseende avsnitt 4.6 [REDACTED]

151. Finansinspektionen bedömer preliminärt att KPA, [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Som stöd för denna slutsats anför
Finansinspektionen huvudsakligen att (i) KPA [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] (ii) [REDACTED]
[REDACTED] (iii) [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] (iv) KPA:s [REDACTED]
[REDACTED] och (v) KPA [REDACTED]
[REDACTED] Finansinspektionen bedömer därför preliminärt att
KPA [REDACTED]
[REDACTED]⁹⁸

152. Som framgått ovan håller KPA inte med om påståendena i punkt (i)–(v) ovan och
hänvisar därför till vad som redan anförts avseende detta.⁹⁹ KPA vill även framhålla
att påståendet [REDACTED]
[REDACTED] är felaktigt.
[REDACTED] inte att KPA [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

153. I sin preliminära bedömning synes Finansinspektionen fästa vikt [REDACTED]
KPA:s [REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED] Enligt KPA:s mening

⁹⁸ Finansinspektionens skrivelse, s. 22-23.

⁹⁹ Avseende punkt (i) hänvisas till avsnitt E.7, avseende punkt (ii) hänvisas till avsnitt D.6, avseende punkt (iii) hänvisas till avsnitt E.6.3, avseende punkt (iv) hänvisas till avsnitt E.5 och E.6 och avseende punkt (v) hänvisas till avsnitt D.6.

¹⁰⁰ Se punkt 128 ovan.

kan dock inte [REDACTED] utan
[REDACTED] Även om [REDACTED] Heimstaden
Bostad, [REDACTED] måste [REDACTED] bedömas i
relation till KPA:s [REDACTED]

[REDACTED] Vid denna bedömning bör särskilt beaktas [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

154. Som närmare redogjorts för i avsnitt D.2 ovan hade KPA, innan investeringen i Heimstaden Bostad gjordes, [REDACTED]

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] KPA [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] i Heimstaden Bostad [REDACTED] KPA [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad. För en mer utförlig
redogörelse av KPA:s skäl för investeringen i Heimstaden Bostad hänvisas till
avsnitt D.2 ovan.

155. Några andra intressen, [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] har inte förelegat vid denna investering. Eftersom KPA drivs
enligt ömsesidiga principer [REDACTED]
[REDACTED] Det kan även
framhållas att KPA inte heller [REDACTED]

¹⁰¹ Finansinspektionens undersökning omfattar av KPA investerat kapital (dvs. kapital som tillskjutits av KPA, ej värdeökningar som skapats inom bolaget och återinvesterats, t.ex. till följd av rebalanseringsmekanismen) uppgående till [REDACTED] kronor i Heimstaden Bostad. Detta belopp utgjorde [REDACTED] procent av KPA:s totala tillgångsportfölj per den 31 december 2023. Det kan noteras att även om jämförelsen skulle göras med det belopp om [REDACTED] kronor som Finansinspektionen i avsnitt 3.2 i sin skrivelse påstår utgör det totala beloppet på KPA:s investeringar under undersökningsperioden, så utgjorde nämnda belopp [REDACTED] procent av KPA:s totala tillgångsportfölj per den 31 december 2023.

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

156. KPA delar således inte Finansinspektionens preliminära bedömning att [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

E.9 Avslutande kommentarer

157. Om det funnits otydligheter i den information som KPA tidigare lämnat, är det KPA:s förhoppning att den ovan lämnade redogörelsen tydligt visar att de [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Det har inte heller [REDACTED] eller skett en överträdelse av [REDACTED]
[REDACTED]

158. Om Finansinspektionen ändå skulle anse att [REDACTED]
Heimstaden Bostad som [REDACTED] bör följande
förarbetsuttalande särskilt beaktas och någon överträdelse av [REDACTED] § LTF bör inte
anses ha skett eftersom KPA:s investeringar [REDACTED]
[REDACTED]¹⁰²

[REDACTED]

159. KPA anser inte [REDACTED]
[REDACTED]

¹⁰² Vad som anförs här och i efterföljande stycken görs även gällande i förhållande till investeringarna som skett under perioden KPA var ett försäkringsföretag, om Finansinspektionen skulle bedöma att KPA [REDACTED] § GFRL [REDACTED] gjorts under denna period.

¹⁰³ Prop. [REDACTED] Jfr. prop. [REDACTED] Se även punkt [REDACTED] i Eiopas Explanatory Text On the Proposal for Guidelines on the System of Governance (BoS-13/26) där följande anges [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

[REDACTED]¹⁰⁴ Det framstår inte heller som förenligt
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
än tillsynsmyndigheten.

F. Sanktionsprövningen

F.1 Det saknas skäl att ingripa mot KPA

160. Finansinspektionen har preliminärt bedömt att KPA [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] § GFRL samt [REDACTED] § LTF.
Som framgått ovan delar KPA inte Finansinspektionens preliminära bedömningar i denna del. Om Finansinspektionen trots det som anförts ändå skulle vidhålla sina preliminära bedömningar anser KPA att det saknas skäl för ingripande.
161. KPA vill inledningsvis framhålla det krav på stöd i rättsordningen som krävs för att ett ingripande ska vara möjligt, och som följer av 5 § första stycket förvaltningslagen (2017:900) (legalitetsprincipen).
162. Ett ingripande är en allvarlig åtgärd och bland de sanktionsbefogenheter som Finansinspektionen har, och som skulle kunna aktualiseras vid ett beslut om ingripande, finns åtgärder av straffliknande karaktär.¹⁰⁶ Kravet på legalitet gör sig

¹⁰⁴ Jfr Finansinspektionens analyspromemoria avseende försäkringsföretagens investeringar i alternativa tillgångar (FI Dnr 17-1265) [REDACTED] där följande anges. [REDACTED]

¹⁰⁵ Se avsnitt C.2.2 ovan.

¹⁰⁶ Jfr exempelvis HFD 2025 ref. 47, pt. 19.

enligt KPA därför särskilt starkt gällande i detta fall, vilket bör beaktas av Finansinspektionen vid bedömningen av om ingripande ska ske.

163. Vad legalitetsprincipen innebär i det konkreta fallet beror dels på hur ingripande den aktuella åtgärden är, dels på hur tydlig den underliggande lagstiftningen är. Av Högsta förvaltningsdomstolens dom i HFD 2020 ref. 28 följer bl.a. att om den underliggande lagstiftningen är allmänt hållen och närmare föreskrifter saknas, begränsas myndigheters möjligheter att besluta om ingripanden eftersom författningsstöd saknas för att myndigheten ska kunna formulera tillräckligt tydliga och konkreta åtgärder som den enskilde ska följa. Målet gällde ett vitesföreläggande men domstolens uttalanden har stor allmängiltighet när det gäller ingripanden mot enskilda.¹⁰⁷
164. För att uppfylla kraven på legalitet och förutsebarhet behöver ett sanktionssystem vara så klart utformat att det inte kan uppstå någon tvekan om under vilka förutsättningar ansvar inträder.¹⁰⁸ I praxis har uttryckts att legalitetsprincipens tydlighetskrav är uppfyllt när en person av bestämmelsens ordalydelse, och i förekommande fall med stöd av domstolarnas tolkning, får kunskap om vilka handlingar eller vilken underlåtenhet som kan medföra ett ansvar enligt bestämmelsen.¹⁰⁹
165. De överträdelser som Finansinspektionen preliminärt bedömer att KPA har begått rör överträdelser av ett principbaserat regelverk, som i många fall lämnar utrymme för flera tolkningar och bedömningar. Som har behandlats i avsnitt C.2 och C.3 är de aktuella bestämmelserna allmänt hållna och det saknas närmare vägledning kring

¹⁰⁷ Detta följer även av praxis, jfr Förvaltningsrätten i Stockholms dom den 26 oktober 2021 i mål nr 12701-20, pt. 18.

¹⁰⁸ Jfr Förvaltningsrätten i Stockholms dom den 26 oktober 2021 i mål nr 12701-20, pt. 18, samt däri hänvisad praxis.

¹⁰⁹ Se NJA 2013 s. 842, pt. 22, samt Mark- och miljööverdomstolens dom den 30 augusti 2023 i mål nr 11473-22, som gällde miljöstraffsavgift. KPA anser dock att uttalandet har bäring vad gäller straffsavgifter i allmänhet.

vad de innebär.¹¹⁰ De har såvitt KPA känner till inte heller varit föremål för prövning i domstol.

166. Enligt KPA kan det ifrågasättas om stadgandena i [REDACTED] § GFRL och [REDACTED] §§ LTF är så tydliga och konkreta att de över huvud taget kan utgöra grund för ingripande.¹¹¹ Möjligheterna till ingripande med stöd av dessa får enligt KPA i vart fall anses vara begränsade och bestämmelserna bör av legalitetshänsyn tolkas restriktivt.¹¹² För att ett ingripande ska kunna bli aktuellt bör det enligt KPA finnas klart och tydligt stöd för att en överträdelse av regelverket har begåtts.
167. De aktuella bestämmelserna kan enligt KPA inte anses vara så klart utformade att det inte kan uppstå någon tvekan om vad som behöver göras för att efterleva dessa. Tvärtom innefattar de till sin natur ett mått av subjektivitet och utrymme för skönsmässiga bedömningar. För att Finansinspektionens tolkningar av bestämmelserna ska kunna läggas till grund för sanktion behöver dessa tolkningar tydligt ha kunnat utläsas ur lagstiftning eller framgått av praxis, så att KPA har haft möjlighet att inrätta sig därefter. Som framgått ovan anser KPA att så inte har varit fallet. Ett ingripande skulle därför sakna syfte och funktion. Detta gör sig särskilt gällande i förhållande till Finansinspektionens tolkning av [REDACTED] § GFRL eftersom de krav som inspektionen läser in i denna bestämmelse överhuvudtaget inte kan utläsas av regelverket.¹¹³
168. Mot bakgrund av det allmänt hållna och principbaserade regelverk som de påstådda överträdelserna grundar sig på, den allvarliga åtgärd som ett ingripande utgör samt

¹¹⁰ KPA noterar att Finansinspektionen i analyspromemorian *Undersökning avseende försäkringsföretags investeringar i alternativa tillgångar* (FI Dnr 17-1265) anger att [REDACTED]

[REDACTED] KPA noterar även att Eiopa i en rapport [REDACTED] rekommenderat ett antal europeiska tillsynsmyndigheter, däribland Finansinspektionen, att [REDACTED]

[REDACTED] Hittills har några klargöranden från Finansinspektionen inte publicerats avseende [REDACTED]

¹¹¹ Jfr MÖD 2004:52, där dåvarande miljööverdomstolen ansåg att en miljöstraffavgift inte kunde tas ut av ett bolag eftersom det saknades otvetydigt stöd i författning för att den enskilde haft den skyldighet som myndigheten gjorde gällande.

¹¹² Jfr HFD 2020 ref. 28 samt NJA 2013 s. 842, pt. 25.

¹¹³ Jfr HFD 2025 ref. 23, som gällde ett vitesföreläggande för påstådd överträdelse av fiskelagen (1993:787). I målet uttalade HFD att förarbetsuttalanden inte kunde kompensera för avsaknad av stöd i lagtexten (pt. 17).

avsaknaden av tydligt stöd för att KPA skulle ha överträtt regelverket saknas det skäl för Finansinspektionen att ingripa mot KPA.

169. KPA noterar även att det av Finansinspektionens skrivelse framgår att Finansinspektionen avser att göra sanktionsprövning med stöd av 15 kap. 1, 2 och 16 § LTF.¹¹⁴ KPA vill i denna del framhålla att KPA till och med den 31 december 2021 var ett försäkringsföretag och att LTF således inte var tillämpligt på företaget under denna period. De överträdelser som Finansinspektionen preliminärt bedömer att KPA har gjort sig skyldig till under perioden december 2019 – december 2021 rör vidare överträdelser av ett regelverk, GFRL, som inte gäller för tjänstepensionsföretag. KPA anser att det mot den bakgrunden kan ifrågasättas om det, i avsaknad av särskilda övergångsbestämmelser därom, överhuvudtaget finns tydligt lagstöd för Finansinspektionen att döma ut en sanktion enligt LTF för ett försäkringsföretags överträdelser av GFRL.¹¹⁵

F.2 Ett eventuellt ingripande bör stanna vid en anmärkning

170. Om Finansinspektionen ändå skulle anse att det finns skäl att ingripa mot KPA, så bör ingripandet stanna vid en anmärkning.
171. I enlighet med 15 kap. 3 § LTF ska Finansinspektionen, vid valet av ingripande, ta hänsyn till hur allvarlig överträdelsen är och hur länge den pågått. Särskild hänsyn ska tas till skador som har uppstått och graden av ansvar. Finansinspektionen får enligt 15 kap 4 § LTF vidare avstå från ingripande bl.a. om överträdelsen är ringa eller ursäktlig.

¹¹⁴ Finansinspektionens skrivelse, s. 1.

¹¹⁵ KPA noterar att Finansinspektionen i sitt yttrande över promemorian En ny reglering för tjänstepensionsföretag (Fi2018/02661/FPM) synes ha uppfattningen att en omvandling skulle kunna medföra att ingripande inte kan ske avseende överträdelser av FRL, se följande utdrag från FI Dnr 18-12577. "FI ser positivt på att företagen förblir samma juridiska personer efter omvandlingen. FI har inte heller något att invända mot att företagen ges möjlighet att omvandlas utan tidsgräns. FI anser dock att det är av stor vikt att förhindra att omvandlingens möjligheten leder till att företag som har svårigheter att uppfylla kraven enligt den ena regleringen ansöker om tillstånd (omvandling) enligt den andra regleringen för att undvika ett ingripande från FI:s sida. FI anser därför att FI måste ges en uttrycklig möjlighet att i ett ärende om omvandling beakta hur företaget följer den näringsrättsliga reglering som det omfattas av innan omvandlingen, dvs. Solvens 2-regelverket för försäkringsföretag som vill omvandlas till tjänstepensionsföretag och regleringen för tjänstepensionsföretag för tjänstepensionsföretag som vill omvandlas till försäkringsföretag." (Vår understrykning)

172. Vid prövning av om ett ingripande överhuvudtaget ska göras, och vilken sanktion som i så fall är påkallad, ska Finansinspektionen även ta hänsyn till proportionalitetsprincipen (se 5 § tredje stycket förvaltningslagen). Åtgärden får inte vara mer långtgående än vad som behövs och får vidtas endast om det avsedda resultatet står i rimligt förhållande till de olägenheter som kan antas uppstå för den som åtgärden riktas mot. Skälen för beslutet ska uppväga det intrång eller men i övrigt som beslutet innebär för den som beslutet gäller.¹¹⁶ Att en tillämpning av proportionalitetsprincipen kan, och i vissa fall bör, leda till att någon sanktion överhuvudtaget inte påförs framgår av t.ex. HFD 2017 ref. 5.
173. Med beaktande av ovan bör särskilt följande omständigheter beaktas vid bedömningen av om och, i sådant fall, hur ett eventuellt ingripande bör ske.
- a) Den påstådda överträdelsen avser ett komplext och principbaserat regelverk, för vilket det saknas konkreta handlingsregler och vägledning kring hur kraven ska tillämpas i praktiken.¹¹⁷
 - b) De påstådda överträdelserna är hänförliga till specifika avtalsvillkor i en enskild investering och utgör en isolerad händelse, inte ett utslag av generella brister i styrningen och kontrollen av företaget. Finansinspektionen har inte heller framställt några synpunkter på investeringsprocessen som sådan. Som anförts i avsnitt C.2.2 och C.3.2 ovan ska [REDACTED] § LTF utgör en del av) [REDACTED]
 - c) Inför investeringsbeslutet anlidade KPA [REDACTED] för KPA samt [REDACTED]

¹¹⁶ HFD 2017 ref 5.

¹¹⁷ Jfr Kammarrätten i Stockholms dom den 9 november 2022 i mål nr 8084-21, där kammarrätten ansåg att överträdelsen var ursäktlig bl.a. med beaktande av att den aktuella överträdelsen gällde ett principbaserat och komplext regelverk, som i vissa fall gav utrymme för mer än en tolkning.

- d) Det investeringsbelopp som är föremål för Finansinspektionens undersökning har utgjort en begränsad del av KPA:s totala investeringsportfölj.¹¹⁸ Investeringen har därför haft begränsad betydelse för KPA:s samlade riskexponering och finansiella ställning. Det bör även noteras att den andel av tillgångsportföljen som utgörs av den aktuella investeringen i [REDACTED] KPA:s [REDACTED] KPA prognosticerar att [REDACTED] Mot denna bakgrund skulle det av Finansinspektionens undersökning omfattade investerade kapitalet i Heimstaden Bostad, uppgående till [REDACTED] kronor, motsvara cirka [REDACTED] av det prognostiserade förvaltade kapitalet. Detta illustrerar att investeringens [REDACTED]
- e) Ingen skada har realiserats för försäkringstagarna, de försäkrade eller de ersättningsberättigade. De regelöverträdelser som Finansinspektionen menar har begåtts har inte heller haft någon påverkan på KPA:s möjlighet att kunna fullgöra sina åtaganden mot dessa. Det rör sig vidare om en långsiktig investering varför det är för tidigt att uttala sig om investeringens faktiska utfall, men KPA:s bedömning är [REDACTED]
- f) Finansinspektionen har inte tidigare ingripit mot KPA.
- g) Vad gäller de investeringar som skett under perioden som KPA var ett försäkringsföretag har den aktuella regleringen i [REDACTED] § GFRL (som inte innehåller något [REDACTED]) endast varit tillämplig under 19 dagar.¹¹⁹

¹¹⁸ Finansinspektionens undersökning omfattar av KPA investerat kapital (vilket i avsnitt 3.2 i Finansinspektionens skrivelse benämns som nyinvesteringar) uppgående till [REDACTED] kronor i Heimstaden Bostad. Detta belopp utgjorde [REDACTED] procent av KPA:s totala tillgångsportfölj per den 31 december 2023 (dvs. sista dagen i Finansinspektionens undersökningsperiod).

¹¹⁹ Som Finansinspektionen också anför ska regelverket tillämpas [REDACTED] KPA:s [REDACTED], den 1 januari 2022, omvandlades KPA till ett tjänstepensionsföretag. Det kan även noteras att endast [REDACTED] kronor av den totala investeringen [REDACTED]

h) Finansinspektionens handläggning av ärendet har hittills pågått i över två och ett halvt år.¹²⁰ KPA har genom hela denna process aktivt samarbetat med Finansinspektionen och därmed underlättat inspektionens utredning.

174. Dessa omständigheter medför enligt KPA:s mening att ett ingripande inte kan anses proportionerligt.
175. KPA:s arbete med utveckling av interna processer, styrning och kontroll pågår kontinuerligt, både vad gäller investeringsprocessen i allmänhet och mer specifikt för investeringar inom tillgångsslaget alternativa investeringar. Inom ramen för detta arbete, och i tillämpliga delar med beaktande av Finansinspektionens undersökning, har flera förändringar skett och åtgärder vidtagits som påverkat KPA:s investeringsprocess efter den initiala investeringen i Heimstaden Bostad. Arbetet har resulterat i en än mer strukturerad hantering av [REDACTED] [REDACTED] frågor för att [REDACTED] vid framtida investeringar. Vidare har vissa organisatoriska förändringar gjorts, innefattande förändringar och förstärkningar inom enheten Kapitalförvaltning och hållbarhet. Därutöver har ett antal specifika åtgärder kopplade till innehavet i Heimstaden Bostad genomförts (varav vissa är pågående), bland annat i syfte att åstadkomma vissa förbättringar i aktieägaravtalet. Dessa förändringar och åtgärder har således kommit till stånd trots att KPA inte delar Finansinspektionens preliminära bedömning att KPA [REDACTED] [REDACTED] Heimstaden Bostad. För en mer utförlig redogörelse för förändringar och åtgärder efter investeringen i Heimstaden Bostad hänvisas till Bilaga 1.

G. Avslutande kommentarer

176. Avslutningsvis vill KPA uppmärksamma Finansinspektionen på att de uppgifter och handlingar som lämnats i detta yttrande med tillhörande bilagor ska omfattas av sekretess.

¹²⁰ Jfr FI Dnr 23-6783.

Stockholm, den 28 augusti 2026



Camilla Larsson

Verkställande direktör, KPA Tjänstepensionsförsäkring AB (publ)

Bilaga 1

I denna bilaga redogörs övergripande för förändringar som skett och åtgärder som vidtagits under perioden efter KPA:s beslut i december 2019 om investering i Heimstaden Bostad. Redogörelsen omfattar förändringar och åtgärder som är relaterade till KPA:s investeringsprocess inom tillgångsslaget alternativa investeringar och den specifika investeringen i Heimstaden Bostad.

Som nedan framgår omfattar förändringarna och åtgärderna organisatoriska förändringar liksom förstärkningar av interna processer och kontroller.

A. Organisatoriska förändringar

Styrelsen

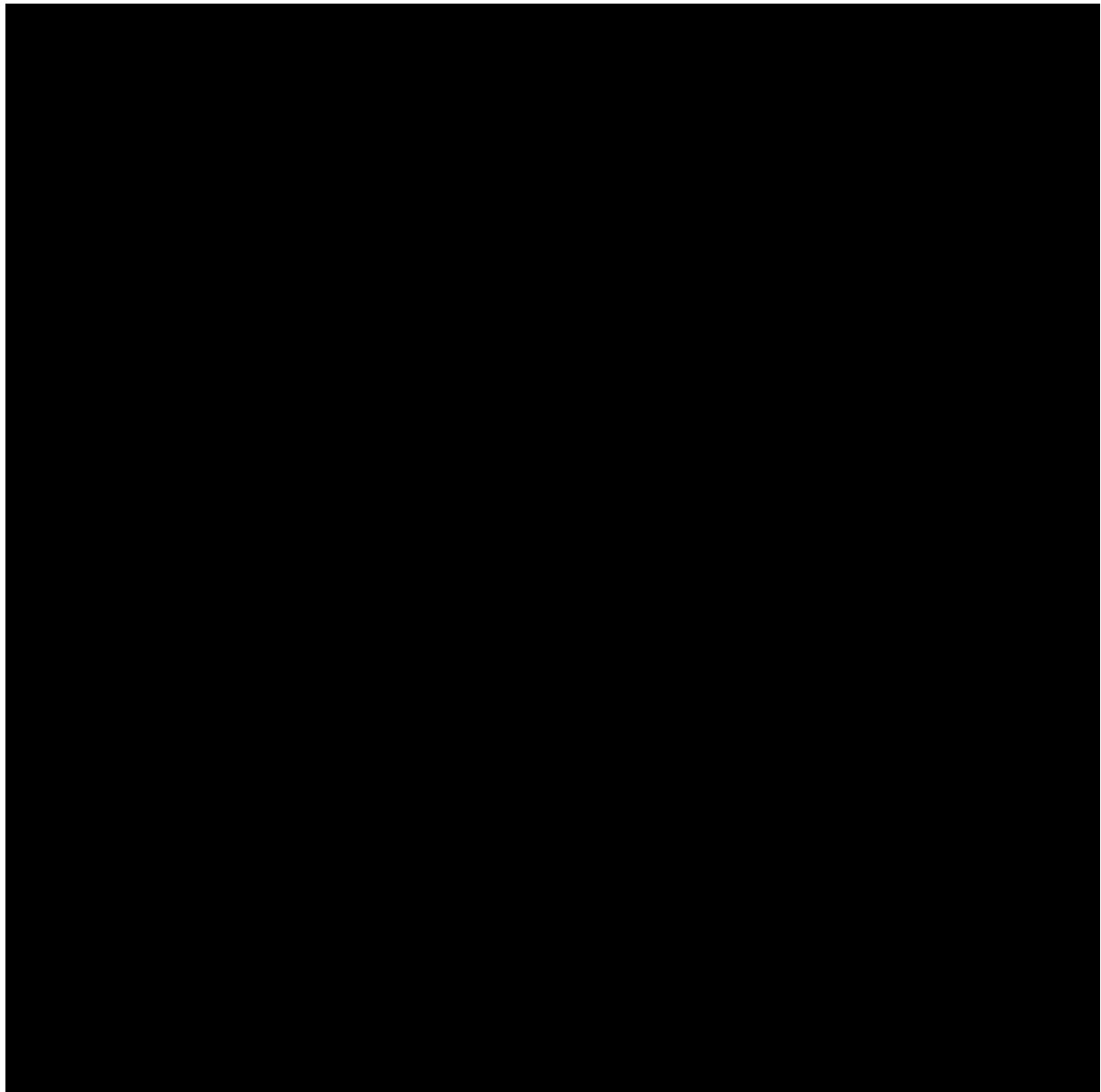
Förändringar har genomförts i styrelsen sedan den första investeringen i Heimstaden Bostad gjordes i januari 2020. Vidare har den samlade kompetensen i styrelsen förstärkts inom

Jämfört med de styrelseledamöter som satt i styrelsen vid tidpunkten för investeringen i Heimstaden Bostad har åtta ledamöter av tio ersatts.

Vid bolagsstämmorna 2024, 2025 och 2026 har totalt fem nya ledamöter utsetts som förstärker styrelsens samlade kompetens inom . Tre av dessa har utsetts för att stärka styrelsens kompetens specifikt

Enheten Kapitalförvaltning och hållbarhet

Inom enheten Kapitalförvaltning och hållbarhet har organisatoriska förändringar genomförts, . Dessa förändringar beskrivs nedan.



B. Utvecklad investeringsprocess för alternativa investeringar

Investeringsprocessen för alternativa investeringar har vidareutvecklats för att säkerställa en ännu mer strukturerad hantering av investerings-, risk- och avtalsrelaterade frågor, vilket beskrivs utförligare nedan.

Utökad analys och högre krav på ställningstaganden

Analysen inom investeringsprocessen har successivt uppdaterats och utökats och omfattar i dag på ett tydligare sätt än tidigare såväl [REDACTED]

[REDACTED]

För att ytterligare stärka beslutsstödet [REDACTED]

Kraven har höjts på de funktioner som deltar i investeringsprocessen när det gäller att på ett [REDACTED]

[REDACTED] Syftet är att ytterligare säkerställa att analyserna genomförs utifrån ett riskbaserat förhållningssätt och görs spårbara, samt att beslutsfattare ges ett än mer fullständigt underlag för att kunna göra en välgrundad samlad bedömning.

Den juridiska kvalitetssäkringen har stärkts ytterligare. Inom ramen för due diligence-processen genomförs [REDACTED]

Utvecklade interna dokumentationskrav

Som en del av det löpande arbetet med att utveckla investeringsprocessen för alternativa investeringar har KPA:s interna dokumentationskrav skärpts ytterligare, såvitt avser dokumentation och bevarande av analyser och underlag för analyserna.

För att ge vd och styrelse ett mer sammanhållet beslutsstöd har beslutsdokumentationen utökats, och utgörs nu av [REDACTED]

C. Stärkta strukturer och kontroller för alternativa investeringar

Interna processer och regelverk

Placeringspolicy och placeringsriktlinjer uppdaterades 2025 för att ytterligare tydliggöra externa krav på riskkontroll och aktsamhet. Härefter har även en ny instruktion för investeringsprocessen avseende alternativa investeringar fastställts. Instruktionen innefattar den förstärkning och vidareutveckling av investeringsprocessen som beskrivs i avsnitt B ovan.

Förstärkt uppföljning och rapportering

Förstärkningar av den interna kontrollmiljön har genomförts genom utökade halvårsvisa och dokumenterade genomgångar av befintliga investeringar. Därutöver har fördjupad rapportering till vd:ar och styrelser avseende Heimstaden Bostads utveckling införts. Bakgrunden till den fördjupade rapporteringen var [REDACTED]

Heimstaden Bostads [REDACTED]
[REDACTED]

Riskhanteringsfunktionens roll i investeringsprocessen

Riskhanteringsfunktionens roll i investeringsprocessen har under våren 2026 utökats och ytterligare formaliserats. Åtgärderna har genomförts [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

Riskhanteringsfunktionen har etablerat en tydligare rutin för en oberoende riskbedömning i enlighet med gällande regelverk. Rutinen ska ytterligare säkerställa att relevanta risker identifieras och beaktas inför beslut om alternativa investeringar.

Riskbedömningen kvalitetssäkrar ytterligare att investeringsprocessen har följts ur ett riskhanteringsperspektiv samt att beslutsunderlaget från Kapitalförvaltning och hållbarhet är proportionerligt och ändamålsenligt i förhållande till de risker som identifierats.

Riskbedömningen dokumenteras i en särskild promemoria som ingår i beslutsunderlaget och ska fungera som stöd för vd och/eller styrelse.

D. Åtgärder initierade av Compliancefunktionen

På rekommendation av Compliancefunktionen har en kartläggning gjorts av kompetensen inom [REDACTED] hos medarbetare som är involverade i investeringsprocessen samt den kompetens som finns i styrelsen inom dessa områden, inklusive eventuella identifierade utbildningsbehov.

Vidare har Compliancefunktionen rekommenderat KPA att låta utföra en oberoende granskning av investeringsprocessen mot bakgrund av Finansinspektionens sanktionsbeslut mot Alecta. [REDACTED] har fått i uppdrag att genomföra en sådan oberoende granskning, och inledde sitt arbete före sommaren.

E. Specifika åtgärder kopplat till innehavet i Heimstaden Bostad

Scenarioanalyser (risker och handlingsalternativ)

Enheten för Kapitalförvaltning och hållbarhet har, med stöd av externa finansiella och legala rådgivare, genomfört scenarioanalyser avseende Heimstaden AB i syfte att bedöma risker och möjliga utfall samt identifiera kommersiella handlingsalternativ samt potentiella förhandlingsfönster för Folksamgruppen.

Den finansiella analysen fokuserade på Heimstaden AB:s [REDACTED]

[REDACTED]
[REDACTED] i Heimstaden Bostad.

Den legala analysen, kompletterad med strategiska och kommersiella överväganden, omfattade bland annat följande:

- KPA:s [REDACTED]
- Möjligheterna att [REDACTED] Heimstaden Bostad till KPA:s [REDACTED]
- [REDACTED] Heimstaden AB
- Konsekvenserna av [REDACTED] Heimstaden Invest