



Frjálsi
lífeyrissjóðurinn

Erlendar sérhæfðar fjárfestingar

Mars 2026



Ásgeir Bragason
Sjóðstjóri



Halldór Grétarsson
Sjóðstjóri

Erlendar sérhæfðar fjárfestingar hafa á síðustu árum orðið veigamikill hluti af eignastýringu lífeyrissjóða. Sem langtímafjárfestir, sem í flestum tilfellum hefur stöðugt innstreymi iðgjalda og skuldbindingar sem ná yfir marga áratugi, hefur lífeyrissjóður bæði svigrúm og skyldu til að byggja upp vel dreift eignasafn sem skilar stöðugri raunávöxtun til langs tíma. Í því samhengi gegna sérhæfðar óskráðar fjárfestingar mikilvægu hlutverki, þar sem ávöxtun þeirra byggir á öðrum drifkröftum en hefðbundinna skráðra eigna og tengist síður skammtíma-sveiflum á mörkuðum.

Þessi eignaflokkur býður upp á tækifæri til að taka þátt í alþjóðlegri verðmætasköpun, meðal annars í gegnum rekstrarumbætur fyrirtækja, verkefnum sem stuðla að þróun og styrkingu innviða og sérhæfðum fjármögnunarleiðum. Eðlisþættir þeirra, þar á meðal langur líftími, takmarkaður seljanleiki og verðmætasköpun sem þróast yfir líftímann og kemur að stærstum hluta fram á lokastigum sjóðanna, henta vel fjárfestum sem geta nýtt sér lengri tíma til að hámarka ávöxtun. Með markvissri uppbyggingu og dreifingu milli ólíkra fjárfestinga geta slíkar fjárfestingar styrkt heildarsamsetningu eignasafnsins og stuðlað að betra jafnvægi og ávöxtun til framtíðar.

Eðli og hegðun sérhæfðra óskráðra fjárfestinga

Sérhæfðar fjárfestingar beinast að eignum sem falla utan hefðbundinna skráðra markaða, til dæmis í framtakssjóðum, innviðasjóðum, lánasjóðum og fast-eignasjóðum. Þessir sjóðir fjárfesta yfirleitt í óskráðum fjárfestingum, hafa langan líftíma og takmarkaðan seljanleika. Ávöxtun þeirra endurspeglar því fyrst og fremst uppbyggingu og þróun undirliggjandi eigna frekar en skammtímabreytingar á markaðsverði.

Helstu tegundir sjóða

Til nánari glöggvunar má skilgreina helstu flokka slíkra sjóða sem Frjálsi fjárfestir í:

- **Framtakssjóðir** (*Private Equity*) mynda stærsta undirflokk sérhæfðra óskráðra fjárfestinga og samanstanda almennt af þremur megingrundum sjóða:
- ⇒ **Vaxtarsjóðir** (*Growth Equity*) fjárfesta í fyrirtækjum sem eru komin yfir frumstig en þurfa fjármagn til vaxtar, stækkunar eða alþjóðavæðingar. Fjárfest er yfirleitt í minnihluta-hlutdeild, áhættan er meiri en hjá yfirtökusjóð og ávöxtun byggir að mestu á rekstrarlegri verðmætasköpun fremur en skuldsetningu.

Vaxtarsjóðir í eignasafni Frjálsa í árslok 2025:

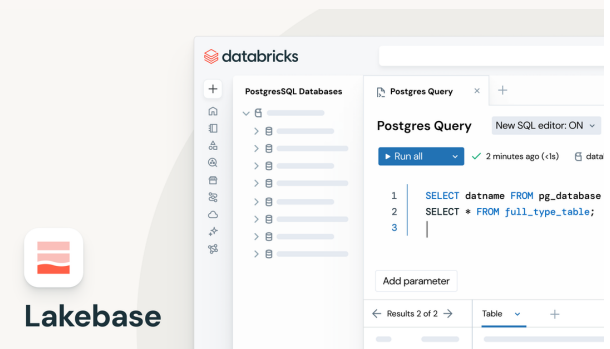
- West Street Global Growth Partners
- West Street Growth Equity Partners II

Anthropic og Databricks – lykilfyrirtæki í þróun gervigreindar og gagnatækni

Frjálsi tekur óbeinan þátt í hraðvaxandi gervigreindar- og gagnatæknigeiranum, meðal annars í gegnum fjárfestingar vaxtarsjóðs Goldman Sachs, sem hefur fjárfest í bæði Anthropic og Databricks.

Anthropic hefur á örfáum árum orðið eitt áhrifamesta fyrirtæki heims í þróun öruggra og áreiðanlegra gervigreindarkerfa. Félagið, stofnað árið 2021 af fyrrverandi sérfræðingum OpenAI, hefur vaxið hratt og var metið á um 380 milljarða bandaríkjadala eftir nýlega fjármögnunarlotu upp á 30 milljarða dala. Samstarf þess við alþjóðlega tæknirisa, eins og Google, hefur styrkt stöðu félagsins og stutt við áframhaldandi þróun. Með þátttöku í sjóðnum fá sjóðfélagar þannig óbeinan aðgang að fyrirtæki sem gegnir lykilhlutverki í þeirri miklu umbreytingu sem gervigreind stendur fyrir í atvinnulífinu.

Databricks er á sama tíma orðið leiðandi afl í gagnavinnslu og gervigreindarlausnum. Félagið, stofnað árið 2013, hefur byggt upp sterka stöðu með lausn sem sameinar gagnageymslu, vinnslu og gervigreind í einni heildstæðri lausn. Fyrirtækið hefur á undanförunum árum vaxið hratt og gegnir lykilhlutverki í þeirri gagna- og gervigreindarumbyltingu sem á sér stað hjá fyrirtækjum um allan heim. Í gegnum fjárfestingar vaxtarsjóðsins fá sjóðfélagar einnig óbeinan hlut í þessu áhrifamikla fyrirtæki.



- ⇒ **Yfirtökusjóðir** (*Buyout Funds*) fjárfesta að jafnaði í ráðandi hlutum í þroskuðum fyrirtækjum með það að markmiði að bæta rekstur, auka hagkvæmni og selja fyrirtækin síðar með virðisaukningu. Yfirtökusjóðir nota oft hóflega eða markvissa skuldsetningu til að hámarka ávöxtun.

Yfirtökusjóðir í eignasafni Frjálsa í árslok 2025:

- KKR European Fund VI
- KKR North America Fund XIII
- Carlyle Partners VIII
- DNB Private Equity VII
- DNB Private Equity VIII
- DNB Private Equity X
- CVC Capital Partners IX
- New Mountain Partners VII

Medline – öflugt heilbrigðisfyrirtæki með farsæla skráningu á markað

Í gegnum fjárfestingu Frjálsa í yfirtökusjóði hjá Carlyle eiga sjóðfélagar óbeinan hlut í **Medline**. Félagið er eitt stærsta heilbrigðisvörufyrirtæki Bandaríkjanna og hefur í áratugi gegnt lykilhlutverki í að útvega sjúkrahúsum og heilbrigðisstofnunum mikilvægan búnað. Í desember 2025 fór Medline í afar vel heppnað

frumútboð sem markaði stóran áfanga fyrir félagið. Útboðið var einnig mikilvægt fyrir Carlyle og aðra lykilfjárfesta sem keyptu meirihluta í Medline árið 2021, einni stærstu yfirtöku greinarinnar. Skráningin hefur nú skilað þessum aðilum verulegum virðisauka og styrkt stöðu Medline á markaði.



Biotage – sérhæft líftæknyfirtæki og áhuga- verð fjárfesting KKR

Biotage er leiðandi sænskt líftæknyfirtæki sem sérhæfir sig í hreinsitækni og búnaði sem nýtist við lyfjaþróun, rannsóknir og umhverfisprófanir. Lausnir félagsins gegna mikilvægu hlutverki í þróun nýrra lyfja og annarra lífvísindalausna og gera Biotage að sterkum aðila í alþjóðlegum lífvísindageira.

KKR hefur fjárfest í Biotage með það að markmiði að styðja áframhaldandi vöxt og nýtingu tækifæra á ört stækkandi líftækni-markaði. Sérstaklega horfir KKR til þess að efla nýsköpun, þróa nýjar vörulínur og skapa samlegðaráhrif með öðrum fyrirtækjum innan samstæðunnar.

Í gegnum fjárfestingar Frjálsa hjá KKR fá sjóðfélagar óbeinan aðgang að öflugum fyrirtækjum sem gegnir lykilhlutverki í lífvísindum og lyfjaþróun og getur skapað verðmæti til lengri tíma.



⇒ **Eftirmarkaðssjóðir** (*Secondaries*) kaupa eignarhluti eða skuldbindingar í öðrum óskráðum sjóðum sem þegar hafa hafið fjárfestingar og eru komnir á mið- eða síðari hluta líftímans. Þetta dregur úr óvissu upphafsfasa og getur hraðað útgreiðslum, þar sem fjárfest er í eignum sem eru nær þroska en í hefðbundnum yfirtöku- eða vaxtar-sjóðum. Eftirmarkaðssjóðir stuðla jafnframt að auknum sveigjanleika og seljanleika á markaði óskráðra eigna.

Eftirmarkaðssjóðir í eignasafni Frjálsa í árslok 2025:

- HarbourVest Dover Street XI
- Goldman Sachs Vintage IX
- AlpInvest Secondaries Fund VIII
- CVC Secondaries Opportunities Fund VI

– **Lánasjóðir** (*Private Credit*) veita lán til fyrirtækja utan hefðbundins bankakerfis og geta verið tryggð eða ótryggð. Ávöxtunin byggir á reglulegum vaxtagreiðslum, lántökugjaldi og uppgreiðsluþóknun. Áhætta ræðst af stöðu lántaka og trygginga.

Lánasjóðir í eignasafni Frjálsa í árslok 2025:

- New Mountain Guardian IV
- Neuberger Berman Private Debt Fund IV
- Neuberger Berman Private Debt Fund V
- CVC Credit Partners European DL Fund III
- CVC Credit Partners European DL Fund IV
- Bridgepoint Direct Lending III
- PIMCO Corporate Opportunities Fund IV

– **Innviðasjóðir** (*Infrastructure Funds*) fjárfesta í langlífum og oft verðtryggðum innviðum eins og orkuinnviðum, fjarskiptum, flutningskerfum og öðrum grunnkerfum. Ávöxtunin er yfirleitt stöðug og byggir á rekstrartekjum og langtíma samningum.

Innviðasjóðir í eignasafni Frjálsa í árslok 2025:

- Obligo Global Infrastruktúr II
- KKR Global Infrastructure Investors IV
- J.P.Morgan Infrastructure Investments Fund
- EQT Infrastructure VI

– **Fasteignasjóðir** (*Real Estate Funds*) fjárfesta í atvinnu-, íbúðar- og sérhæfðum fasteignum. Ávöxtun getur byggð á leigutekjum, rekstri eða virðisaukandi umbótum á eignum.

Fasteignasjóðir í eignasafni Frjálsa í árslok 2025:

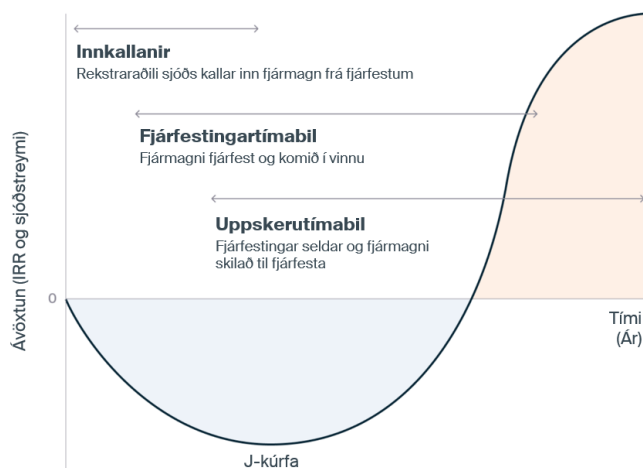
- GS Vintage Real Estate Partners III
- StepStone Real Estate Partners V

Með þessari samsetningu dreifist áhætta yfir mismunandi rekstrarumhverfi, markaðsaðstæður og ólíka þætti sem drífa fram ávöxtun til lengri tíma.

Þróun ávöxtunar og sjóðstreymis í óskráðum fjárfestingum

Ávöxtun óskráðra fjárfestinga og sjóða fylgir gjarnan svokallaðri *J-kúrfu*, sem lýsir þróun ávöxtunar og sjóðstreymis yfir líftíma sjóðsins. Ferillinn skiptist almennt í þrjú megin tímabil (**mynd 1**): *innköllunarstig*, *fjárfestingartímabil* og *uppskerutímabil*. Hvert þessara tímabila hefur sín sérkenni og mismunandi áhrif á ávöxtun.

Mynd 1: J-kúrfan



Á *innköllunarstigi* kallar rekstraraðili inn fjármagn til fyrstu fjárfestinga. Ávöxtun er yfirleitt neikvæð eða mjög lág á þessum tíma, þar sem kostnaður fellur til áður en virðisaukning eigna hefst. Sjóðstreymi er neikvætt og afkoman endurspeglar eðlilegt upphaf þar sem eignasafnið er enn að mótast.

Þegar sjóðurinn færir á *fjárfestingartímabil* byrjar eignasafnið að byggjast upp og framvinda verkefna að skila sér smám saman. Ávöxtun fer að styrkjast, þó hún sé yfirleitt enn hófleg þar til virðisaukning undirliggjandi eigna kemur að fullu fram. Sjóðstreymi er oft áfram neikvætt þar sem frekara fjármagn er innkallað, en þetta stig markar grunn að framtíðar-ávöxtun og sýnir jafnframt hversu langur tími getur liðið þar til raunveruleg verðmætasköpun skilar sér.

Á *uppskerutímabili* fara fjárfestingar að skila raunverulegum ávinningi, annaðhvort í formi reglulegs greiðsluflæðis eða við sölu eigna. Þá tekur ávöxtunin að hækka hratt og ferillinn sveigist upp á við, líkt og sést á stafnum „J“. Á þessum tíma verður sjóðstreymi jákvætt þar sem fjárfestum berast útgreiðslur í samræmi við framgang og virðisaukningu undirliggjandi eigna.

J-kúrfan endurspeglar því eðlilega tímadreifingu verðmætasköpunar í óskráðum sjóðum og undirstrikar mikilvægi þess að langtímafjárfestar, á borð við lífeyrissjóði, meti árangur slíkra fjárfestinga yfir heildarlíftíma sjóðsins fremur en milli einstakra ára.

Á undanförnum árum hefur ávöxtun Frjálsa í þessum eignaflokki fylgt svipuðu mynstri og *J-kúrfan* lýsir. Safnið er þar að auki tiltölulega ungt, þar sem ekki eru nema um fimm ár síðan fjárfestingar hófust, og því eðlilegt að stór hluti eignasafnsins sé enn á uppbyggingarstigi. Nýir sjóðir hafa almennt skilað veikari ávöxtun fyrstu árin þar sem innköllun fjármagns og uppbygging eigna hefur meira vægi en virðisaukning. Eldri sjóðir í uppskerufasa hafa hins vegar skilað vaxandi ávöxtun og jákvæðu sjóðstreymi í takt við að fjárfestingar fara að bera ávöxt. Þegar lítið er yfir tímann hefur ávöxtun verið stöðug þrátt fyrir sveiflur milli einstakra ára. Meðalávöxtun síðustu fimm ára nemur 6,0% í krónum og 5,6% í bandaríkjadal.

Uppbygging erlendra sérhæfðra fjárfestinga hjá Frjálsa

Frjálsi lífeyrissjóðurinn hefur á undanförnum árum markvisst eflt erlenda sérhæfðan eignaflokk í takt við stefnu um aukna dreifingu og langtímauppbyggingu eignasafnsins. Í kjölfar afléttingar gjaldeyrishafta árið 2017 hófst skipulögð vinna að því að auka erlenda hlutdeild sjóðsins og árið 2020 var tekin ákvörðun um að ráðast í frekari uppbyggingu sérhæfðra erlendra fjárfestinga. Þá var horft til þess að uppbygging slíkra sjóða tekur tíma og að ávöxtun þeirra er ósamhverf, lítið gerist fyrstu árin, en virðisaukning getur orðið veruleg á síðari hluta líftímans.

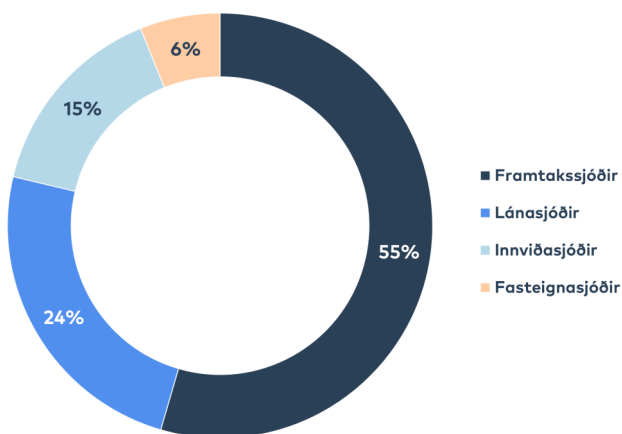


Miðað við núverandi skuldbindingar mun vægi erlendra sérhæfðra fjárfestinga ná hámarki árið 2028 í 8% af eignasafni stærstu fjárfestingarleiðar sjóðsins, Frjálsa 1, með markmið um 11% langtíma-hlutfall. Um það bil 60% þessara skuldbindinga hafið verið innkallað. Hlutfall innkallana var svipað í öðrum fjárfestingarleiðum. Margir sjóðanna eru enn á fyrri hluta fjárfestingarskeiðs og kalla inn fjármagn í samræmi við framvindu fjárfestinga, en eldri sjóðir hafa þegar náð þeim tímapunkti þar sem reglulegar útgreiðslur hefjast. Á síðustu fimm árum hafa um fjórir milljarðar króna þegar skilað sér til baka til Frjálsa, bæði í formi söluhagnaðar og rekstrarlegra útgreiðslna, og endurspeglar sú þróun eðlilega J-kúrfu eignaflokksins.

Samsetning og þróun eignasafnsins

Samsetning erlendra sérhæfðra fjárfestinga í lok árs 2025 (**mynd 2**) sýnir skýra áherslu á framtakssjóði, þar sem vaxtar-, yfirtöku- og eftirmarkaðssjóðir mynda um 55% af skuldbindingum. Lánasjóðir standa fyrir um 24%, innviðasjóðir um 15% og fasteignasjóðir um 6%. Þessi skipting byggist á núverandi skuldbindingum og þeirri forsendu að sjóðir verði að fullu innkallaðir, en hlutföllin munu taka breytingum á næstu árum í takt við innköllunarhraða, útgreiðslur og nýjar skuldbindingar.

Mynd 2: Samsetning eignasafns miðað við núverandi skuldbindingar í árslok 2025.



Á árinu 2025 styrktist eignasafnið enn frekar þegar fjórir nýir sjóðir bættust við. Þar á meðal voru framhaldssjóðir frá KKR og Goldman Sachs, sem Frjálsi hefur verið í samstarfi við um langt skeið og undirstrika traust og stöðugleika í samskiptum við helstu rekstraraðila. Eftirmarkaðssjóður frá CVC bættist í eignasafnið og styrkti stöðu CVC innan safnsins og fjárfesting í StepStone leiddi til innkomu nýs sér-



hæfðs rekstraraðila. Samanlagt auka þessar viðbætur bæði dýpt og breidd eignasafnsins og endurspeglar stefnu sjóðsins um að byggja á traustum rekstraraðilum og nýjum tækifærum sem styðja við viðvarandi verðmætasköpun.

Frá uppbyggingu yfir í viðhald

Um það bil sex ár eru nú liðin frá því að Frjálsi hóf markvissa uppbyggingu á erlendum sérhæfðum fjárfestingum, og á þessum tíma hefur eignaflokkurinn vaxið jafnt og þétt í átt að skilgreindu markmiði. Með þessum árangri er sjóðurinn að færast úr uppbyggingarfasa yfir í viðhaldsfasa, þar sem áherslan er ekki lengur á að auka skuldbindingar hratt, heldur að tryggja að jafnvægi í innköllunum og útgreiðslum haldist yfir tíma.

Í því felst að endurnýja skuldbindingar eftir því sem eldri sjóðir ljúka fjárfestingartímabili og líftíma sínum, viðhalda dreifingu á milli ólíkra sjóðategunda og rekstraraðila og tryggja stöðuga og fyrirsjáanlega þróun sjóðstremmis. Með þessari nálgun getur sjóðurinn áfram tekið þátt í verðmætasköpun á markaði án þess að víkja frá markmiðum fjárfestingarstefnunnar.

Forspárlíkan fyrir framþróun lífeyrissjóðsins í heild, innkallanir, útgreiðslur og þróun eignaflokksins

Til að tryggja að hlutfall erlendra sérhæfðra fjárfestinga haldist innan skilgreindra marka nýtir Frjálsi lífeyrissjóðurinn aðlagð spálíkan sem byggir á Yale-líkani Takahashi og Alexander (1998). Líkanið var upphaflega þróað til að styðja langtíma-áætlanagerð í óskráðum eignum og svara lykilspurn-ingunni hversu mikið þarf að skuldbinda á ári til að viðhalda stöðugu vægi eignaflokks sem einkennist af löngum líftíma, óreglulegu sjóðstreymi og verðmæta-sköpun sem dreifist yfir tíma og skilar sér á mismun-andi stigum líftímans. Að auki er notað líkan þróað af eignastýringu Arion sem áætlar framtíðarvöxt sjóðsins með tilliti til nýliðunar, lífeyrisgreiðslna, iðgjalda og ávöxtunar.

Kjarni líkansins er að líta til framtíðar með því að móta raunhæfar forsendur um hegðun óskráðra sjóða yfir allan líftímann. Þar eru meðal annars metnir innköllunarhraði, ráðstöfun fjármagns á fyrstu árum, áætlun útgreiðsluhlutföll og væntur líf-tími sjóða. Með því að sameina þessar breytur má spá fyrir um hvernig hreint virði, innkallanir og útgreiðslur þróast næstu ár og þannig áætla hvenær

nýjar skuldbindingar þurfa að koma inn til að halda eignaflokknum í takt við markmið fjárfestingar-stefnu.

Líkanið tekur jafnframt mið af því að ávöxtun sér-hæfðra sjóða er ósamhverf og fylgir gjarnan J-kúrfu: fyrstu árin eru yfirleitt neikvæð vegna innkallana og kostnaðar, en stærsti hluti verðmætasköpunar kemur fram þegar eignir þroskast og eru seldar. Þessi tímadreifing gerir hefðbundna mælingu á stöðu eignaflokksins erfiða og undirstrikar mikilvægi fram-sækis líkans sem metur þróun skuldbindinga og sjóðstreymis yfir allan líftíma sjóða.

Niðurstaða líkansins birtist í spáferli sem sýnir hvernig innkallanir og útgreiðslur þróast á komandi árum og hvenær nauðsynlegt er að gera nýjar skuld-bindingar til að viðhalda markmiðum sjóðsins (**mynd 3**). Með þessu verður líkanið ekki aðeins tæki til að greina sögulega þróun, heldur virkt og hagnýtt stjórn-tæki sem styður agaða, markvissa og lang-tímamiðaða ákvarðanatöku um þátttöku í nýjum sjóðum. Fyrir langtímafjárfesti á borð við lífeyrissjóð veitir það mikilvæga innsýn sem gerir kleift að stýra skuldbindingum, áhættu og sjóðstreymi með skipulögðum og gagnadrifnum hætti til margra ára.

Mynd 3: Hlutfall erlendra sérhæfðra fjárfestinga hjá Frjálsa 1 samkvæmt Yale-líkani.

