



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 23.08.2019

Statens pensjonsfond utland – adgangen til å investere i unoterte selskaper som søker børsnotering

Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) åpner for at fondet kan investeres i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering. Bestemmelsen ble tatt inn i mandatet 1. januar 2011. I Meld St. 15 (2010-2011) viste departementet til at denne åpningen legger til rette for at banken kan utnytte fondets særtrekk, og ivaretar hensynet til en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

Finansdepartementet ber i brev 27. mars banken gjøre rede for sine erfaringer med investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering og vurdere om dagens regulering bør endres. Departementet ber spesielt banken redegjøre for i hvilken grad SPU i dag deltar i offentlige emisjoner ved nye børsnoteringer og om banken mener adgangen til å investere i fondet i selskaper på et tidligere tidspunkt bidrar til en mer effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Bankens redegjørelse følger i dette brevet. Innledningsvis redegjør vi for noen generelle utviklingstrekk av relevans for investeringer i selskaper som søker børsnotering.

Utviklingstrekk

Siden tidlig på 2000-tallet har vi observert et fall i antallet nye børsnoteringer, samtidig som flere selskaper tas av børs av ulike grunner¹. Selskapene som børsnoteres er eldre og større enn tidligere. Utviklingen har av mange blitt satt i

¹ Dette gjelder spesielt i USA, hvor antallet børsnoterte selskaper har falt med nesten 50 prosent siden fondet begynte å investere i aksjer i 1998. I perioden 1980 til 2018 ble i gjennomsnitt 218 selskaper børsnotert årlig, mens det i perioden 2010 til 2018 i gjennomsnitt var 118 børsnoteringer årlig (for mer informasjon se Ritter (2019), Initial Public Offerings: Updated Statistics). Utviklingen i USA er viktig ettersom dette markedet utgjorde rundt 54 prosent av den friflytjusterte globale aksjeindeksen til FTSE Russell ved utgangen av 2018.



sammenheng med antatte fordeler ved å forbli i privat eie. Selskaper kan ønske å forbli i privat eie for å beholde kontrollen over beslutningene og eiersammensetningen. Samtidig har regulatoriske endringer bidratt til at kostnadene ved å være børsnotert har økt². Disse kostnadene betyr relativt sett mest for mindre selskaper.

Parallelt har vi sett en utvikling de siste årene hvor private selskaper har kunnet hente inn kapital i en størrelsesorden tidligere bare tilgjengelig for børsnoterte selskaper³. En forklaring kan være at det over tid har vokst frem alternative tilbydere av langsiktig risikokapital, som statlige investeringsfond, store institusjonelle investorer, aktive eierfond og andre store selskaper⁴. En annen forklaring kan være teknologisk utvikling som blant annet har gjort det lettere for private selskaper og investorer å finne hverandre, blant annet gjennom fremveksten av et annenhåndsmarked for aksjer i unoterte selskaper⁵. En tredje forklaring er at flere typer investorer har mulighet til å investere i private aktiva enn tidligere⁶.

Som følge av økt tilgang på kapital for private selskaper, er ikke kapitalinnhenting i forbindelse med noteringen nødvendigvis lengre hovedformålet med en børsnotering. En børsnotering er også en mulighet for grunnleggere, ansatte og andre aksjonærer til å realisere verdier. Dette kom tydelig til uttrykk i forbindelse med børsnoteringen av Spotify i april 2018 og Slack i juni 2019. Begge selskapene benyttet seg av en såkalt direkte børsnotering. Begge disse to selskapene hentet inn ny kapital fra institusjonelle investorer mindre enn ett år før de ble børsnotert.

Den viktigste forskjellen på en vanlig børsnotering og en direkte børsnotering er at selskapene ikke utsteder nye aksjer i forbindelse med noteringen. Dette åpner for at eksisterende aksjonærer kan selge sine aksjer umiddelbart for å skape nødvendig likviditet i aksjen. Ved en ordinær børsnotering vil disse normalt være underlagt salgsrestriksjoner. En annen forskjell er at kostnadene kan være lavere enn for en vanlig børsnotering. Et selskap som børsnoteres direkte kan i prinsippet bli tatt inn i fondets referanseindeks for aksjer få dager etter børsnoteringen. Som følge av at det ikke utstedes nye aksjer, må indeksinvestorer kjøpe aksjene de har behov for i annenhåndsmarkedet.

Erfaringer med investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering

Departementet har bedt banken gjøre rede for erfaringer med investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering. Bankens vurderinger skal omfatte hvilket rammeverk som er etablert i ulike deler av bankens styringsstruktur, herunder eventuelle avgrensninger, rammeverk for risikostyring og investeringsgjennomganger.

² Regulation Fair Disclosure (2000), Sarbanes-Oxley Act (2003) og Dodd-Frank (2010) representerer alle endringer for hvilken og hvordan informasjon skal offentliggjøres for investorer.

³ Det er vanskelig å finne gode tall for å dokumentere dette, men vi har gjort enkelte sammenligninger i vedlegget som kan illustrere utviklingen.

⁴ Se for eksempel Block, Colombo, Cumming og Vismara (2018), New players in entrepreneurial finance and why they are there.

⁵ Se for eksempel Ewens og Farre-Mensa (2017), The Evolution of the Private Equity Market and the Decline in IPOs.

⁶ For mer informasjon se for eksempel Fontenay (2017), The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company, og Vanguard Research Note (2017), What's behind the falling number of public companies?



Bankens rammeverk for investeringer i selskaper som ikke er børsnotert stiller, på samme måte som for andre investeringer, krav til styring, kontroll og oppfølging av relevant risiko. Før investeringen kan gjennomføres må markedet selskapet skal noteres på og instrumentet være godkjent, jf. § 4-10 i mandatet for forvaltningen. Godkjenning gjennomføres i henhold til hovedstyrets prinsipper for risikostyring. Formålet med godkjenningen er å sikre at relevant risiko er identifisert, vurdert og akseptert, og at beslutningen om å godkjenne et nytt marked eller et nytt instrument er i tråd med fondets overordnede investeringsstrategi⁷.

Selskaper som ikke er børsnotert omsettes ikke på regulerte markedsplasser. Dette betyr i praksis at de er mindre omsettelige og ikke i like stor grad standardiserte. I forkant av investeringen skal det derfor gjennomføres en grundig investeringsgjennomgang (due diligence) hvor finansielle, juridiske, skattemessige og forretningsmessige forhold som kan antas å ha betydning for investeringen gjennomgås.

Banken har vurdert flere, men bare gjennomført én investering i selskaper som søker børsnotering. I mai 2012 inngikk vi en avtale med investorgruppen CVC om kjøp av 4,2 prosent av selskapet Delta Topco Ltd. Selskapets styre hadde på det tidspunktet søkt om børsnotering ved Singapore Stock Exchange⁸. Som følge av endrede markedsforhold bestemte styret seg i juni 2012 for å utsette børsnoteringen. Vi valgte å fortsatt være eier av selskapet. Delta Topco Ltd. ble i 2017 solgt til Liberty Media mot oppgjør i dette selskapets børsnoterte aksjer. Aksjer i Liberty Media var på det tidspunktet allerede en del av fondets referanseindeks. Delta Topco Ltd. betalte store utbytter i perioden selskapet var i privat eie. Den samlede avkastning på investeringen har vært på linje med det brede aksjemarkedet, når det tas hensyn til forskjeller i markedsrisiko.

Departementet har bedt banken beskrive hvordan den håndterer situasjoner der selskaper SPU investeres i eventuelt ikke børsnoteres. Bankens håndtering av investeringen i Delta Topco Ltd. illustrerer hvordan banken normalt vil håndtere slike situasjoner. Vi vil alltid vurdere ulike alternativer med utgangspunkt i fondets rolle som en finansiell investor. Det å ha muligheten til å forbli eier av det unoterte selskapet gir banken en fordel i forhold til en situasjon hvor vi hadde vært tvunget til å selge aksjen innen et bestemt tidsrom. I perioden banken satt som eier av den unoterte aksjen ble aksjen verdivurdert i henhold til IFRS og redegjort for i noter til regnskapet. Risikostyring, kontroll og oppfølging av investeringen ble gjennomført i henhold til etablerte prinsipper og prosesser for dette. Erfaringen vår er det etablerte rammeverket fungerte godt.

Investeringer i børsnoterte selskaper gjennom deltagelse i offentlige emisjoner

Departementet ber banken beskrive i hvilken grad SPU deltar i offentlige emisjoner ved nye børsnoteringer og om banken mener adgangen til å investere fondet i selskaper på et tidligere tidspunkt bidrar til en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

⁷ De overordnede retningslinjene for godkjenning og oppfølging av fondets investeringsunivers er offentliggjort på www.nbim.no.

⁸ Investeringen var i samsvar med mandatet for forvaltningen. Se blant annet omtale i Representantskapets rapport for 2014 til Stortinget.



Fondet deltar ofte i offentlige emisjoner ved nye børsnoteringer, og i transaksjoner som følger i etterkant av en børsnotering. Vi har erfart at investorer som forholder seg passivt til kapitalmarkedstransaksjoner kan risikere mindre tildeling i offentlige emisjoner enn ønskelig. For å redusere sannsynligheten for dette, har vi de siste årene valgt å arbeide mer aktivt mot tilretteleggere, eiere og selskaper som vurderer å gjennomføre slike transaksjoner.

Leverandøren av SPUs aksjeindeks, FTSE Russell, fastsetter regler for inkludering av nye børsnoteringer i fondets referanseindeks. Deltagelse i offentlige emisjoner kan bidra til en mer effektiv forvaltning ved at fondet investeres i aksjene før de inkluderes i referanseindeksen. Gjeldende regler innebærer blant annet at nye børsnoteringer som tas inn i indeksen inkluderes på regelmessige og forhåndsbestemte tidspunkter. Aksjene handles derfor normalt på børs en viss periode før de tas inn i indeksen. Enkelte store selskaper kan imidlertid kvalifisere for raskere inkludering⁹.

Ikke alle aksjer som børsnoteres blir inkludert i indeksen. I over halvparten av emisjonene fondet har deltatt i siden 2016 har aksjene foreløpig ikke blitt inkludert. Dette gjelder i første rekke børsnoteringer av mindre selskaper. Det kan være krevende å anslå i forkant om disse mindre selskapene vil gå inn i indeksen eller ikke, og når dette eventuelt vil finne sted. Aksjene som ikke tas inn i indeksen blir beholdt hvis de passer inn i fondets samlede portefølje.

Departementet har også bedt banken sammenligne avkastnings- og risikoegenskapene på investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering med deltagelse i offentlige emisjoner. Vi har ikke tilstrekkelig datagrunnlag for å foreta en direkte sammenligning mellom disse to strategiene. Deltakelse i offentlige transaksjoner ved nye børsnoteringer har over tid gitt en meravkastning i forhold til å kjøpe aksjen rett etter notering¹⁰. Meravkastningen varierer mellom enkelttransaksjoner og mellom markeder. Samlet har fondets deltagelse i slike emisjoner de siste 5 årene gitt en meravkastning i forhold til aksjer i samme sektor. For en generell diskusjon om avkastnings- og risikoegenskapene ved investeringer i unoterte aksjer viser vi til rapport fra departementets ekspertgruppe og bankens brev 8. januar 2018¹¹.

Samlet vurdering

Muligheten til å investere i selskaper før børsnotering kan, i tråd med hva departementet la til grunn i 2011, legge til rette for at banken kan utnytte fondets særtrekk og ivareta hensynet til en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget. I forhold til sistnevnte, vil dette være mest relevant for større selskaper som tas inn i referanseindeksen kort tid etter børsnoteringen.

⁹ FTSE Russell fastsetter regler for hvordan dette skal håndteres. Store selskaper kan følge en såkalt «fast entry» og bli inkludert i indeksen fem dager etter børsnoteringen. Dette gjelder 20 av de i overkant 400 emisjonene fondet har deltatt i siden 2016. Målt som andel av kapitalen utgjorde disse selskapene en betydelig større andel. Gjennomsnittlig avkastning for disse 20 selskapene før de ble tatt inn i indeksen var 11 prosent over fem dager.

¹⁰ Se for eksempel Tim Loughran, Jay R. Ritter, Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?, The Review of Financial Studies, Volume 15, Issue 2, 2 January 2002, Pages 413–444, og Leite.T (2007); Adverse selection, public information, and underpricing in IPOs; Journal of Corporate Finance 13 (2007) 813–828. Se også <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/07/Monnew-1.pdf> for en oppdatering av studien.

¹¹ <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ekspertrapporter-om-spu/id2585465/>



Det er bankens vurdering at ordlyden i dagens bestemmelse om at styret skal ha uttrykt *en intensjon* om å søke børsnotering bør endres. Vi har frem til nå tolket mandatsbestemmelsen som at det må foreligge et konkret styrevedtak om å søke børsnotering i nær fremtid. Det er vår erfaring at slike styrevedtak fattes forholdsvis sent i prosessen, og at flere transaksjoner som kunne vært aktuelle for fondet derfor ikke har blitt vurdert. Investeringen i Delta Topco Ltd. viste at det ikke er sikkert at en børsnotering finner sted, selv om styret i selskapet har sendt en formell søknad om dette.

Et alternativ til dagens mandatbestemmelse kan være å åpne for at fondet kan investeres i unoterte aksjer i store selskaper som ennå ikke er børsnotert. I denne typen selskaper vil det ofte være andre institusjonelle investorer inne som eiere. Dette kan igjen bidra til å skape en viss likviditet i aksjen. Basert på erfaring er det rimelig å forvente at flere av disse selskapene vil søke børsnotering på et senere tidspunkt. Sannsynligheten for dette er et forhold banken vil måtte vektlegge i investeringsgjennomgangen. Muligheten til å investere i større selskaper som ennå ikke er børsnotert gjør det mulig for fondet å bygge ønsket eksponering over en lengre periode.

Reguleringen av slike investeringer bør utformes slik at banken kan forvalte investeringene på en måte som støtter opp under målet for forvaltningen. Fondet bør kunne være eier av unoterte selskaper som ennå ikke er børsnotert så lenge banken mener det er hensiktsmessig. Det er vår vurdering at fondets investeringer i selskaper som ennå ikke er børsnotert i større grad enn i dag bør reguleres som andre investeringer som ikke er en del av referanseindeksen gjennom en kombinasjon av restriksjoner fastsatt av henholdsvis departementet og hovedstyret. En tydeligere regulering kan bidra til at risikoen ved slike investeringer er tilstrekkelig godt forankret.

Dersom ordlyden i mandatet endres i tråd med bankens forslag, bør departementet sette en ramme for hvor stort omfanget av unoterte aksjer i selskaper som ennå ikke er børsnotert kan være. Bankens vurdering er at en ramme på én prosent av aksjeporteføljen vil være tilstrekkelig for å ivareta intensjonen med denne typen investeringer. Mandatet for forvaltningen bør videre stille krav om at hovedstyret fastsetter supplerende risikorammer. Det vil i første omgang være naturlig at hovedstyret fastsetter rammer for minimumsstørrelse på selskapene og maksimum eierandel. I tillegg kan hovedstyret legge føringer på i hvilke markeder fondet kan gjøre slike investeringer.

Med hilsen

Jon Nicolaisen

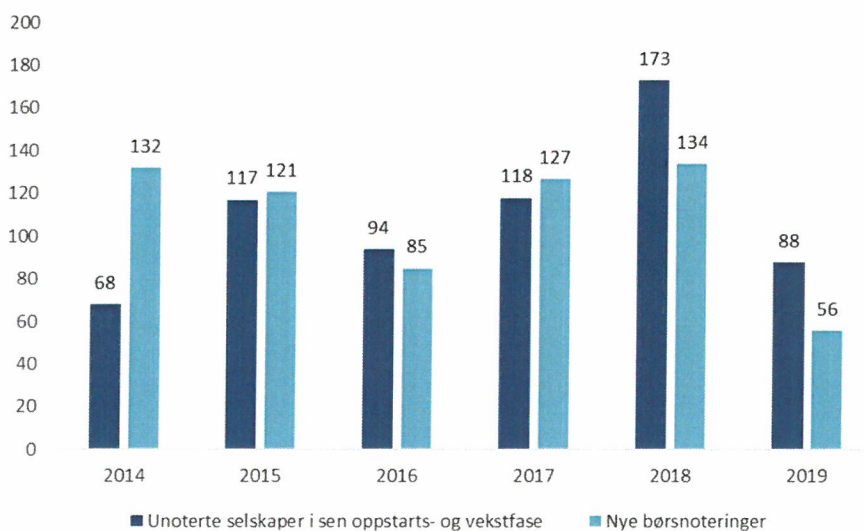
Yngve Slyngstad

Vedlegg

Vedlegg

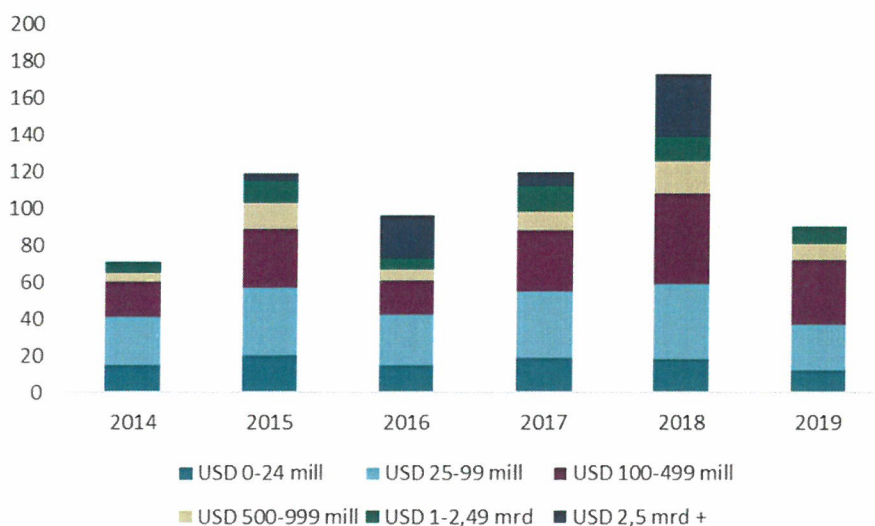
I figur 1 til 4 sammenligner vi transaksjoner gjennomført av aktive eierfond som fokuserer på private selskaper i en sen oppstarts- og vekstfase med nye børsnoteringer siden 2014. Disse aktive eierfondene representerer kun en mindre del av det private kapitalmarkedet, men tallene kan likevel gi enkelte indikasjoner på utviklingen beskrevet i brevet. I gjennomsnitt har det blitt hentet inn rundt 110 milliarder dollar årlig av både aktive eierfond og i nye børsnotering. Størrelsen på de private selskapene som henter inn kapital og størrelsen på transaksjonene har vokst siden 2014.

Figur 1: Størrelse på markedet for nye børsnoteringer og transaksjoner i unoterte selskaper i en sen oppstarts- og vekstfase, milliarder amerikanske dollar



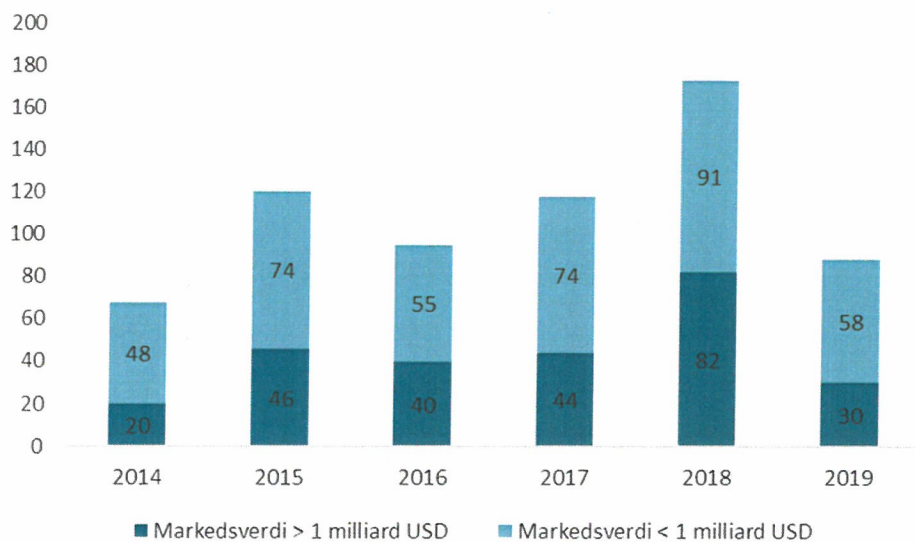
Kilde: Pitchbook, BAML, Dealogic og Norges Bank Investment Management. Data fra 1. januar 2014 til 1. juli 2019. Anslag på unoterte selskaper i en sen oppstarts- og vekstfase er basert på transaksjoner gjort av enkelte typer aktive eierfond, «late stage venture capital» og «growth and expansion». For både de unoterte investeringene og nye børsnoteringer har vi utelukket enkelte sektorer for å best mulig gjenskape det investeringsuniverset som er relevant for SPU.

Figur 2: Størrelse på transaksjoner i unoterte selskaper i en sen oppstarts- og vekstfase



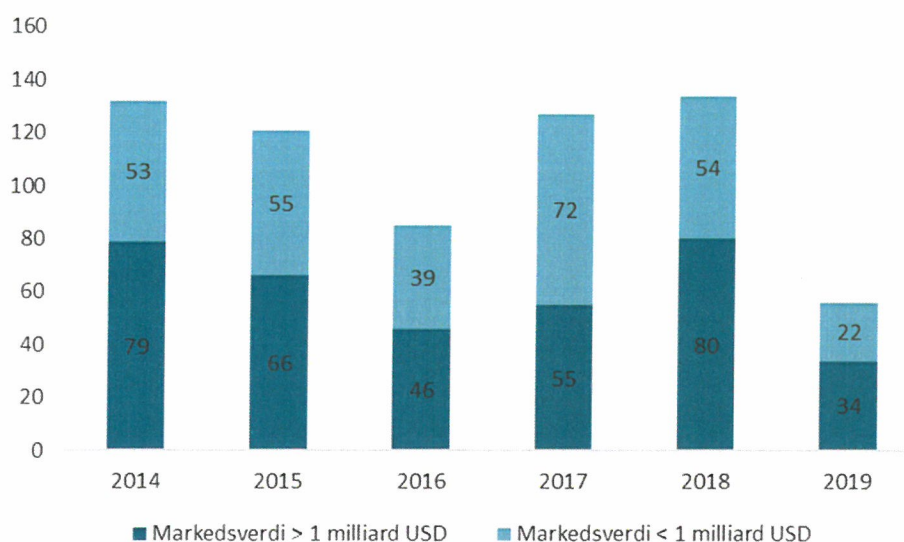
Kilde: Pitchbook, BAML og Norges Bank Investment Management. Data fra 1. januar 2014 til 1. juli 2019. Anslag på unoterte selskaper i en sen oppstarts- og vekstfase er basert på transaksjoner gjort av enkelte typer aktive eierfond («late stage venture capital» og «growth and expansion»). Vi har utelukket enkelte sektorer for å best mulig gjenskape det investeringsuniverset som er relevant for SPU.

Figur 3: Størrelse på markedet for unoterte selskaper i en sen oppstarts- og vekstfase fordelt etter selskapers markedsverdi



Kilde: Pitchbook, BAML og Norges Bank Investment Management. Data fra 1. januar 2014 til 1. juli 2019. Anslag på unoterte selskaper i en sen oppstarts- og vekstfase er basert på transaksjoner gjort av enkelte typer aktive eierfond («late stage venture capital» og «growth and expansion»). Vi har utelukket enkelte sektorer for å best mulig gjenskape det investeringsuniverset som er relevant for SPU. Selskaper fordelt etter markedsverdi etter transaksjonen på under og over 1 milliard amerikanske dollar («unicorns»).

Figur 4: Størrelse på markedet for nye børsnoteringer fordelt etter selskapers markedsverdi



Kilde: Dealogic og Norges Bank Investment Management. Data fra 1. januar 2014 til 1. juli 2019. Vi har utelukket enkelte sektorer for å best mulig gjenskape det investeringsuniverset som er relevant for SPU. Selskaper fordelt etter markedsverdi etter transaksjonen på under og over 1 milliard amerikanske dollar.