

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 28. november 2023

Investeringsstrategi Statens pensjonsfond utland – unoterte aksjer

Finansdepartementet har i brev 27. mars 2023 bedt Norges Bank analysere ulike sider ved investeringer i unoterte aksjer. I det følgende beskriver vi sentrale forhold ved forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU). Vi redegjør for utviklingstrekk som kan ha betydning for om det bør åpnes for unoterte aksjer og hvordan en slik åpning kan påvirke fondets avkastnings- og risikoegenskaper. Avslutningsvis beskriver vi hvordan Norges Bank konkret ser for seg at investeringer i unoterte aksjer bør gjennomføres.

Norges Banks råd til Finansdepartementet er at det åpnes for at SPU kan investere i unoterte aksjer på generelt grunnlag. Investeringsstrategien er utviklet over tid, og prinsippet om å spre investeringene bredt er et viktig utgangspunkt. Det unoterte aksjemarkedet har vokst mye de siste årene og utgjør en stadig større del av den globale markedsporteføljen. Hovedstyret mener en åpning for unoterte aksjeinvesteringer vil være en naturlig videreutvikling av fondets investeringsstrategi. Det vil gi flere investeringsmuligheter og bidra til at fondet kan ta del i mer av den samlede verdiskapingen.

Målet for forvaltningen er høyest mulig avkastning etter kostnader. Analyser av historisk avkastning indikerer at investeringer i aktive eierfond på sikt vil kunne gi høyere avkastning etter kostnader enn noterte aksjer. At SPU er en stor, langsiktig og velrenomert investor, gir grunn til å forvente høyere nettoavkastning enn for gjennomsnittsinvestoren i aktive eierfond.

Referanseindeksen, sammen med rammene for forvaltningen, angir hva som er akseptabel risiko for eier. Rammen for forventet relativ volatilitet er sentral. Norges Bank foreslår ingen endring i denne rammen, og vil innrette forvaltningen av unoterte aksjeinvesteringer med sikte på at aksjemarkedsrisikoen i fondet holdes uendret.

Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer i SPU, er det viktig at mulige utfordringer ved slike investeringer er godt kommunisert og forankret i styringsstrukturen til fondet. Som for fondets øvrige unoterte investeringer vil det generelt være mindre

offentlig tilgjengelig informasjon. Unoterte investeringer prises heller ikke løpende i markedet, noe som kan gjøre det mer krevende å kommunisere og evaluere resultatene i bankens forvaltning. De samlede kostnadene som andel av forvaltet kapital vil være høyere for unoterte investeringer enn i bankens øvrige forvaltning. For unoterte aksjeinvesteringer vil de rapporterte resultatene trolig være negative i en oppbyggingsfase. Eventuelle nedslag vil i gjennomsnitt ta lengre tid enn nedslag av noterte selskaper, og det vil være en risiko for at vi ikke får solgt før eierfondets levetid naturlig avsluttes.

I arbeidet med rådet om unoterte aksjer har hovedstyret lagt vekt på hensynene til åpenhet, ansvarlig forvaltning og kostnadseffektivitet. Andre store internasjonale fond, som også vektlegger disse hensynene, har betydelige investeringer i unoterte aksjer. Dersom Finansdepartementet åpner for unoterte aksjeinvesteringer, vil hovedstyret fastsette en detaljert investeringsstrategi og prinsipper for investeringer i unoterte aksjer i tråd med det som skisseres her. Norges Bank vil stille strenge krav til valg av forvaltere, ansvarlig forvaltning og åpenhet, samt avgrense investeringene geografisk. Det er hovedstyrets vurdering at den skisserte strategien ivaretar mulige utfordringer med slike investeringer på en god måte.

En gradvis utvikling av investeringsstrategien og forvaltningen

Forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank angir fondets overordnede investeringsstrategi. Mandatet spesifiserer hvilke aktivklasser fondet kan investeres i, definerer en referanseindeks som forvaltningen måles mot, og fastsetter rammer og krav for forvaltningen. Norges Bank bidrar til utviklingen av fondets investeringsstrategi gjennom rollen som rådgiver for Finansdepartementet.

Investeringsstrategien har blitt utviklet over tid, i lys av nye utviklingstrekk og ny kunnskap, og alltid etter grundige vurderinger. Vesentlige endringer i fondets overordnede investeringsstrategi forankres i Stortinget. Dette sikrer bred oppslutning om hovedlinjene i forvaltningen av fondet. Bred oppslutning har gjort det mulig å holde fast ved strategien gjennom perioder med store svingninger i finansmarkedene, som under finanskrisen og senest gjennom koronapandemien.

I utredningen *Fondet i en brytningstid*, skrev Sverdrup-utvalget at dersom en betydelig andel av verdens verdiskaping flyttes til det unoterte markedet, må det vurderes om det bør få betydning for fondets investeringsstrategi.¹ Norges Bank viste i sin høringsuttalelse til utviklingstrekk som tyder på at en større del av verdiskapingen nå foregår utenfor børs, og at betydningen for fondets investeringsunivers burde utredes.²

¹ NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid.

² Norges Banks hørings svar 5. januar 2023.

Fondets investeringsunivers er gradvis blitt utvidet. Da fondet ble etablert i 1996, var investeringsuniverset begrenset til statsobligasjoner, men ble raskt utvidet til å inkludere noterte aksjer i 1998. De første årene kunne fondet bare investeres i enkelte land og markeder. Investeringsuniverset har senere blitt utvidet til flere land og markeder og andre typer selskaper og obligasjoner. Prinsippet om bred spredning av investeringene har vært et sentralt argument for disse utvidelsene.

Investeringsuniverset har også blitt utvidet til å inkludere unoterte investeringer. Da departementet i 2010 åpnet for unotert eiendom, ble det lagt vekt på at eiendom utgjorde en betydelig andel av den globale markedsporteføljen. Det ble også lagt vekt på at andre internasjonale fond hadde store investeringer i eiendom og at slike investeringer kunne bedre risikospredningen i fondet. I 2019, da det ble åpnet for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, ble bankens opparbeidede kunnskap og erfaring fra unotert eiendom trukket frem som et argument. Mandatet har siden 2011 også åpnet for investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering.

Norges Bank har nå over ti års erfaring med unoterte investeringer. Den operative forvaltningen av ulike unoterte investeringer har mange likhetstrekk. Ved en åpning for investeringer i unoterte aksjer, vil banken kunne trekke på erfaringen fra våre øvrige unoterte investeringer. Dette vil være relevant på flere områder, som utforming av partnerskapsavtaler, strukturering av eierskap, regnskapsføring, risikostyring, skattemessig oppfølging, etterlevelse av lovkrav og rapportering.

I brev 27. mars skriver Finansdepartementet at bankens erfaring med muligheten til å kunne investere i selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering kan være relevant for spørsmålet som nå skal vurderes. Banken har bare gjennomført én investering i selskaper som søker børsnotering. Vår erfaring er at styrevedtak om børsnotering fattes forholdsvis sent i prosessen frem mot børsnotering. Slike investeringer skiller seg derfor fra investeringer i unoterte aksjer på generelt grunnlag.

Dersom det åpnes for at fondet kan investeres i unoterte aksjer, vil Norges Bank ikke investere direkte i unoterte selskaper på egen hånd. Vi vil investere i og sammen med aktive eierfond som bestemmer hvilke selskaper det investeres i. Banken har over tid opparbeidet betydelig kompetanse på valg av eksterne forvaltere i noterte markeder. Vår erfaring er at fondets karakteristika har gitt oss god tilgang til eksterne forvaltere. Ved eventuelle investeringer i unoterte aksjer vil vi søke å utnytte fondets karakteristika og kompetansen på forvalterseleksjon i noterte markeder. Investeringer i og sammen med aktive eierfond krever i tillegg kompetanse vi ikke besitter i dag, og det vil være behov for noen nyansettelser.

Utviklingstrekk av betydning for fondets investeringsstrategi

Unoterte aksjeinvesteringer ble sist vurdert i fondsmeldingen 2018. Departementet ber Norges Bank gå gjennom utviklingstrekk siden da som kan ha betydning for om det nå bør åpnes for unoterte aksjer. Nedenfor redegjør vi kort for noen viktige begreper, før vi beskriver sentrale utviklingstrekk.³

Viktige begreper

Det unoterte aksjemarkedet defineres her som den delen av dette markedet som er tilgjengelig for profesjonelle investorer. Disse investerer som oftest i unoterte selskaper gjennom eller sammen med aktive eierfond. Samlet kapital til forvaltning hos aktive eierfond kan brukes for å anslå størrelsen på dette markedet. Aktive eierfond investerer i unoterte selskaper med mål om å øke verdien av selskapene og har normalt en levetid på ti år.

Et aktivt eierfond henter først inn kapital fra investorer som pensjonsfond og andre institusjonelle investorer. Deretter vurderer forvalteren av fondet flere investeringsmuligheter. Når det aktive eierfondet har kjøpt en eierandel i et selskap, jobber forvalteren aktivt med selskapets ledelse for å forbedre driften og øke verdien av investeringen. Det er mulig fordi fondet har en kontrollerende eierandel i selskapet. Aktive eierfond gjennomfører i hovedsak tre typer forbedringer: (i) endringer i styringsstruktur og ledelse, (ii) endringer i operasjonell drift, og (iii) endringer i kapitalstruktur. I vedlegg 2 viser vi hvordan endringer i kapitalstruktur var en av de viktigste kildene til verdiskaping i selskapene på 1980- og 1990-tallet. Siden 2000-tallet har endringer i operasjonell drift utgjort en stadig viktigere del av verdiskapingen.

Aktive eierfond deles gjerne inn i tre kategorier avhengig av hvilken fase selskapene er i. Oppkjøpsfond er det største segmentet og investerer i modne selskaper. Selskapene har normalt en positiv kontantstrøm, og investeringene motiveres av potensiale for økt lønnsomhet og videre vekst. Oppstartsfond investerer i selskaper som er på et tidlig stadium. Selskapene har ofte negativ kontantstrøm, men et stort vekstpotensial. Vekstfond investerer i selskaper som ligger mellom segmentene for oppkjøps- og oppstartsfond. Disse selskapene er gjerne lønnsomme, men trenger kapital for å vokse videre.

Det unoterte aksjemarkedet

Det unoterte aksjemarkedet har vokst raskt de siste årene. Ved utgangen av første kvartal 2023 var kapital til forvaltning hos aktive eierfond 7 800 milliarder dollar.⁴ Veksten siden 2017 har vært 20 prosent årlig, noe som er langt raskere enn veksten i det noterte aksjemarkedet. Målt relativt til størrelsen på det noterte aksjemarkedet har kapital til

³ Se vedlegg 1 for detaljer.

⁴ Kapital til forvaltning inkluderer oppkjøps-, oppstarts- og vekstfond fra Preqin (siste tilgjengelige fullstendige tall).

forvaltning hos aktive eierfond økt fra 4,2 prosent i 2017 til 9,2 prosent ved utgangen av første kvartal 2023.

Annehåndsmarkedet, markedet for handel med fondsandeler i aktive eierfond, har også vokst. I dag omsettes rundt 1,5 prosent av kapitalen til forvaltning hos aktive eierfond i annenhåndsmarkedet årlig. Det tilsvarer rundt 100 milliarder dollar. Beløpet som omsettes i annenhåndsmarkedet har doblet seg siden 2017.⁵ Investorer kan ønske å selge fondsandeler før fondenes levetid utløper som følge av strategiendringer, aktiv porteføljestyling eller hvis markedsutviklingen fører til en overallokering til unoterte aksjer. Kjøperne er ofte spesialiserte annenhåndsfond.

Saminvesteringer utgjør en stadig større del av det unoterte aksjemarkedet. Ved en saminvestering kjøper investorer andeler i et unotert selskap som kontrolleres av et aktivt eierfond. Slike investeringer er som regel en del av et strategisk samarbeid, der investoren også har andeler i det aktive eierfondet. Investorer betaler normalt ikke honorarer for saminvesteringer. Som andel av kapital til forvaltning hos aktive eierfond har saminvesteringer vokst fra 10-15 prosent i 2017 til om lag 20-25 prosent i 2021.⁶

Det noterte aksjemarkedet

Et fåtall børsnoterte selskaper utgjør en stadig større del av det noterte aksjemarkedet. Antallet børsnoterte selskaper globalt har flatet ut. Siden 2010 har ikke det noterte aksjemarkedet vokst utover det som kan forklares av aksjekursutviklingen.⁷ Det er færre nye børsnoteringer i utviklede markeder, og selskapene er større når de børsnoteres enn tidligere. Dette kan bety at SPU går glipp av en del av verdiskapingen knyttet til selskapenes vekst ved å vente med å investere til de børsnoteres og etter hvert kommer inn i fondets referanseindeks for aksjer.⁸ Disse utviklingstrekkene er ikke nye, men de har blitt forsterket over tid.

Andre internasjonale fond

Andre statlige investeringsfond og store pensjonsfond har økt sine investeringer i unoterte aksjer de siste tiårene. CEM Benchmarking utarbeider, på oppdrag fra Finansdepartementet, en årlig rapport som sammenligner SPU med andre internasjonale fond. I rapporten sammenlignes blant annet SPU med de ti største statlige investeringsfondene og pensjonsfondene som CEM har data for.⁹ Den siste rapporten fra CEM viser at alle fondene i sammenligningsgruppen investerer i unoterte aksjer, og at andelen unoterte aksjeinvesteringer i deres porteføljer økte fra 9,3 prosent i 2017 til 12,8 prosent i 2021.

⁵ Hamilton Lane Insights: "What does secondary market growth mean for you?" (2023).

⁶ Basert på estimater fra Bain & Company.

⁷ Se figur 2 i vedlegg 1.

⁸ Det tar rundt fem år (median) fra et selskap i utviklede markeder børsnoteres til det kommer inn i den brede aksjeindeksen til FTSE.

⁹ Sammenligningsgruppen for SPU består de ti største fondene som CEM har data for: fire amerikanske fond, tre kanadiske fond, to europeiske fond og et asiatisk-oseanisk fond.

Flere av fondene i sammenligningsgruppen har lang erfaring med investeringer gjennom aktive eierfond og har over tid utviklet sine investeringsprogrammer. Saminvesteringer med aktive eierfond utgjør en stadig større del av sammenligningsgruppens investeringer i unoterte aksjer. Noen av fondene har også opparbeidet kompetanse på å gjøre direkteinvesteringer på egen hånd.

Store internasjonale fond vektlegger åpenhet og ansvarlighet, og har de siste årene drevet frem en positiv utvikling på disse områdene. Amerikanske pensjonsfond har vært pådrivere for å offentliggjøre hvilke selskaper de aktive eierfondene er investert i, og det er nå vanlig praksis for store og etablerte aktive eierfond.

Europeiske pensjonsfond har drevet frem en økt vektlegging av ansvarlig forvaltning for sine unoterte aksjeinvesteringer. De krever blant annet at aktive eierfond rapporterer om bærekraft og selskapsstyring i selskapene de er investert i. Antallet aktive eierfond som er medlem av Principles for Responsible Investments (PRI), har økt betydelig siden 2018.¹⁰ Som medlemmer av PRI er fondene pålagt å rapportere årlig om sin ansvarlige investeringsaktivitet. De siste årene er det også startet initiativer hvor investorer og aktive eierfond samarbeider om å hente inn og sammenstille ESG-data for unoterte selskaper.¹¹

I vedlegg 1 vises eksempler på hvordan andre fond i dag rapporterer om sine unoterte aksjeinvesteringer. Hvilke krav Norges Bank vil stille til åpenhet og ansvarlig forvaltning beskrives nærmere under *Gjennomføring av investeringer i unoterte aksjer*.

Avkastning og finansiell risiko i fondet

Målet med forvaltningen av SPU er høyest mulig avkastning etter kostnader med en akseptabel risiko. Flere forhold kan tilsa at investorer forventer høyere avkastning for investeringer i aktive eierfond enn for børsnoterte aksjer. Det konsentrerte eierskapet, sammen med insentivene forvalterne har til å oppnå lønnsomhet i selskapene, trekkes ofte frem som forklaringer på verdiutviklingen i fondene over tid. Investeringer i aktive eierfond er generelt mindre likvide enn børsnoterte aksjer, og det er naturlig å anta at investorer krever en kompensasjon for dette. Investeringer i aktive eierfond er heller ikke tilgjengelige for alle investorer, da det normalt kreves at det investeres store beløp.

Historisk avkastning etter kostnader

Andre investorer oppgir høyere avkastning og diversifisering som de viktigste grunnene til å investere i unoterte aksjer.¹² CEM viser at SPUs sammenligningsgruppe i

¹⁰ PRI er et FN-støttet internasjonalt nettverk som jobber for å fremme integrering av selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i investeringsbeslutninger. Norges Bank var med på å grunnlegge PRI og har siden 2021 være representert i styret.

¹¹ ESG Data Convergence Initiative startet av CalPERS og Carlyle er et eksempel.

¹² Preqin Investor Survey 2022.

gjennomsnitt har oppnådd fire prosentpoeng høyere årlig avkastning etter kostnader for unoterte aksjeinvesteringer enn for noterte aksjeinvesteringer de siste ti årene.¹³

Den akademiske litteraturen indikerer at investorer i aktive eierfond i gjennomsnitt har hatt en avkastning etter kostnader som er høyere enn avkastningen i en bred portefølje av børsnoterte selskaper. Korteweg (2023) gjennomgår resultatene i flere akademiske studier som ser på realisert avkastning for et bredt utvalg investorer. Denne oversiktsartikkelen finner meravkastning¹⁴ for oppkjøpsfond over hele tidsperioden og for oppstartsfond før år 2000.¹⁵ Korteweg vektlegger samtidig usikkerheten rundt estimatene på grunn av ulike datakilder, perioder og metode.

I et diskusjonsnotat publisert 14. september 2023 gjennomgår Norges Bank Investment Management (NBIM) den akademiske litteraturen og gjør egne analyser av historisk avkastning og risiko ved investeringer i aktive eierfond.¹⁶ For perioden 1985 til 2023 viser analysene at gjennomsnittsinvestoren i oppkjøpsfond og annenhåndsfond har oppnådd høyere nettoavkastning enn for noterte aksjer.¹⁷ For oppstarts- og vekstfond er resultatene i diskusjonsnotatet mer blandet. Analysen av oppkjøpsfond stemmer godt overens med resultatene fra en rekke akademiske studier.

En grunnleggende antakelse i finansteorien er at aktiva med høyere aksjemarkedsrisiko har høyere forventet avkastning. Studiene ovenfor og NBIMs analyser sammenligner unoterte aksjeinvesteringer med noterte aksjeinvesteringer og antar implisitt at aksjemarkedsrisikoen er den samme. Det vil ikke alltid være en riktig antagelse. De aktive eierfondene har for eksempel i gjennomsnitt hatt høyere belåning enn hva vi finner i det noterte markedet.

For å teste antagelsen om lik aksjemarkedsrisiko, har NBIM i sine analyser anslått aksjemarkedsrisikoen for investeringer i aktive eierfond. Beregningene indikerer at oppkjøpsfond har hatt tilsvarende aksjemarkedsrisiko som en bred portefølje av noterte aksjer, mens oppstarts- og vekstfond har hatt noe høyere aksjemarkedsrisiko. Korteweg (2023) finner lignende resultater i flere studier, med en beta¹⁸ på rundt 1,1 for

¹³ CEM Benchmarking: "Investment Benchmarking Analysis" (2022) og CEM Benchmarking: "Investment Cost Effectiveness Analysis" (2017). Tallet er en sammenligning av samlet nettoavkastning i noterte og unoterte aksjer for sammenligningsgruppen fra 2012 til 2021. Fondene i sammenligningsgruppen har hatt en nettoavkastning på noterte aksjer på rundt 11,9 prosent over perioden.

¹⁴ Justert for aksjemarkedsrisiko, eller beta.

¹⁵ Se også Jenkinson, Kim og Weisbach (2023) for en oversiktsartikkel over den akademiske litteraturen på oppkjøpsfond.

¹⁶ For mer informasjon se vedlegg 3 og NBIM Diskusjonsnotat 4-2023.

¹⁷ Nettoavkastning er avkastningen investorer i aktive eierfond faktisk har oppnådd etter at alle honorarer til forvalter er trukket fra. Analysen inkluderer fond startet opp mellom 1985 og 2016. Fond startet etter 2016 er ikke tatt med, siden bare en andel av disse vil være realisert og distribuert tilbake til investor.

¹⁸ Medianverdi for nettoavkastning.

oppkjøpsfond og rundt 1,4 for oppstartsfond. I vedlegg 3 viser vi at resultatene varierer mye mellom studier. CEM Benchmarking finner, basert på nettoavkastning for fondene de har data for, at aksjemarkedsrisikoen til oppkjøpsfond er tilsvarende som i det noterte aksjemarkedet.¹⁹

I NBIMs analyser justeres den historiske avkastningen for risikofaktorer som størrelse og verdi. I vedlegg 3 sammenlignes nettoavkastningen i aktive eierfond med en bredt sammensatt portefølje av noterte småselskaper. Også denne analysen viser at den historiske meravkastningen i oppkjøpsfond har vært betydelig. Korteweg (2023) konkluderer med at oppstartsfond ligner på små noterte vekstselskaper, mens oppkjøpsfond har en eksponering mot verdiselskaper i noterte markeder. Videre har oppkjøpsfond ikke hatt konsistent eksponering mot småselskaper over tid. Det er imidlertid ingen enighet i forskningslitteraturen om hvordan resultatene i aktive eierfond bør justeres for risiko, og det vil alltid være krevende å måle risikoen ved investeringer som ikke prises løpende i markedet.

Både den akademiske litteraturen og NBIMs analyser viser at avkastningsforskjellen mellom de beste og dårligste aktive eierfondene kan være stor. Dette betyr at den avkastningen én investor oppnår på sine investeringer i aktive eierfond, kan avvike betydelig fra den gjennomsnittlige avkastningen investorer har oppnådd. Det er sterk konkurranse mellom investorer for å investere med de mest anerkjente forvalterne, og det er derfor viktig å ha egenskaper som gir tilgang til disse.

Studier indikerer at investorer med større beløp investert i unoterte aksjer oppnår høyere nettoavkastning enn investorer med mindre beløp investert.²⁰ Store investorer som SPU kan ha bedre tilgang til de beste forvalterne, bedre forhandlingsposisjon og bedre evne til å delta i saminvesteringer.²¹ Det er vanlig at store investorer betaler et fast forvaltningshonorar på under halvannen prosent av forpliktet kapital, sammenlignet med to prosent for gjennomsnittsinvestoren. De aktive eierfondene benytter et bestevilkårsprinsipp og gir investorer som investerer like mye kapital, tilsvarende vilkår.

Studier viser også at avkastningen har vært høyere for eierfond som er etablert i år med lav tilgang på kapital.²² Fondets begrensede kortsiktige likviditetsbehov betyr at vi kan forplikte kapital til aktive eierfond når tilgangen på kapital er lavere enn normalt. SPUs gode omdømme på ansvarlig investeringspraksis kan også være en fordel. Ekspertgruppen utpekt av Finansdepartementet i 2017 pekte blant annet på at SPUs

¹⁹ CEM Benchmarking: "Private Equity Benchmarking and Performance" (2020).

²⁰ Se Dyck og Pomorski (2016).

²¹ Braun, Jenkinson og Schemmerl (2020) finner at saminvesteringer kan bidra til betydelig bedre nettoavkastning for investorer i aktive eierfond.

²² Se Axelson, Jenkinson, Strömberg og Weisbach (2013). Tilgangen på kapital for aktive eierfond er nå lavere enn på lang tid. Dette kan derfor vise seg å være et godt tidspunkt for å investere. Gjeldende markedsforhold bør imidlertid ikke påvirke langsiktige veivalg for fondet, og er derfor ikke et argument for om det bør åpnes for unoterte aksjeinvesteringer i fondet eller ikke.

gode rykte på dette området kunne medføre at oppkjøpsfond ville strekke seg langt i forhandlinger med Norges Bank.²³

Risiko i fondet

Finansdepartementet ber Norges Bank vurdere hvordan det er mest hensiktsmessig å regulere risikoen ved eventuelle investeringer i unoterte aksjer i mandatet for forvaltningen. Siden ulike unoterte investeringer har viktige likhetstrekk, svarer vi på spørsmålet om hvordan det er mest hensiktsmessig å regulere risikoen ved unoterte investeringer, herunder eiendom og infrastruktur, i brev 27. november 2023.

Norges Banks vurdering er at unoterte aksjeinvesteringer kan reguleres på samme måte som fondets øvrige investeringer, det vil si innenfor en ramme for forventet relativ volatilitet. Norges Bank foreslår ingen endring i rammen på 1,25 prosentpoeng.

Rammen for forventet relativ volatilitet begrenser størrelsen på forventede avvik mellom avkastningen på fondets investeringsportefølje og referanseindeksen. Unoterte investeringer er ikke en del av referanseindeksen og trekker derfor på rammen for forventet relativ volatilitet. Selv om en investering øker den relative volatiliteten, kan virkningen på den totale svingningsrisikoen i fondet være en annen.²⁴

Norges Bank har siden 2017 innrettet forvaltningen av eiendoms- og infrastrukturinvesteringene med sikte på at disse investeringene ikke endrer aksjemarkedsrisikoen i fondet sammenlignet med referanseindeksen. Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, vil forvaltningen av slike investeringer innrettes på samme måte.

Unoterte aksjeinvesteringer vil med en slik innretning finansieres med salg av aksjer i referanseindeksen med anslått lik aksjemarkedsrisiko. I brev 27. november viser vi hvordan denne finansieringsløsningen bidrar til at aksjemarkedsrisikoen i fondet gjenspeiler risikoen i referanseindeksen. I samme brev viser vi også effekten av å finansiere unoterte aksjeinvesteringer med verdipapirer med lavere aksjemarkedsrisiko. En slik finansiering vil øke både aksjemarkedsrisikoen og svingningsrisikoen i fondet sammenlignet med referanseindeksen. Norges Banks finansieringsløsning vil tilpasses hver enkelt fonds- eller saminvestering og løpende styres for å holde aksjemarkedsrisikoen i fondet uendret sammenlignet med referanseindeksen.

Det kan være krevende presist å måle aksjemarkedsrisikoen til hver enkelt fonds- eller saminvestering. Vi beskriver hvordan dette vil reflekteres i et avkastningskrav fastsatt av Norges Bank under *Styringsstruktur*. I fastsettelsen av et avkastningskrav vil det også tas

²³ Ekspertgruppen skriver samtidig at de samme forholdene kan gi ulemper ved investeringer i oppstartsfond. For mer informasjon, se Døskeland og Strömberg (2018).

²⁴ Svingningsrisiko eller standardavvik er det mest brukte målet på risiko i finansmarkedene. Standardavviket angir hvor mye avkastningen er forventet å svinge rundt gjennomsnittet.

hensyn til at unoterte aksjeinvesteringer vil utsette fondet for andre typer risiko enn aksjemarkedsrisiko, herunder likviditetsrisiko.²⁵ Likviditetsrisiko er en type risiko fondet er godt egnet til å bære. Det er Norges Banks vurdering at det ikke er behov for nye bestemmelser for å regulere likviditetsrisikoen i fondet. Selv om det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, vil fortsatt det meste av fondet være investert i noterte aksjer og omsettelige gjeldsinstrumenter, og det forventede uttaket fra fondet er relativt lite som andel av forvaltet kapital.

Bytteforhold mellom avkastning og risiko i fondet

Analyser av historisk avkastning indikerer at investeringer i oppkjøpsfond kan gi en meravkastning sammenlignet med det noterte aksjemarkedet, også justert for aksjemarkedsrisiko. Ved en åpning for unoterte aksjeinvesteringer vil Norges Bank legge opp forvaltningen med sikte på at disse investeringene ikke skal endre aksjemarkedsrisikoen i fondet sammenlignet med referanseindeksen.

Historisk avkastning er ikke en garanti for fremtidig avkastning, og perioden analysert av akademikere og NBIM har vært preget av fallende og lave kapitalkostnader for både unoterte og noterte selskaper. Skulle meravkastningen i oppkjøpsfond bli lavere i fremtiden, er det likevel grunner til å tro at fondet skal kunne gjøre det bedre enn gjennomsnittsinvestoren. Fondets størrelse og langsiktighet, samt SPUs gode omdømme på ansvarlig forvaltning, kan gi tilgang til de mest anerkjente forvalterne. Videre vil kostnadene trolig være lavere enn for gjennomsnittsinvestoren, både gjennom lavere faste forvaltningshonorarer og bedre tilgang til saminvesteringer der det normalt ikke betales honorarer.

Gjennomføring av investeringer i unoterte aksjer

Departementet ber Norges Bank vurdere hvordan investeringer i unoterte aksjer bør gjennomføres. Norges Banks forvaltningsoppdrag er omfattende og komplekst.²⁶ Investeringer i unoterte aksjer vil stille ytterligere krav til bankens forvaltning. Hovedstyret har i utformingen av den skisserte strategien lagt særlig vekt på fondets særtrekk og målet om å maksimere avkastning etter kostnader. Kravene til ansvarlig forvaltning og åpenhet har vært avgjørende. Den skisserte strategien bidrar til at kompleksiteten i forvaltningen ikke øker vesentlig utover det som allerede følger av at deler av fondet investeres i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi.

Nedenfor gjør vi rede for hovedtrekkene i strategien.²⁷ Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, vil hovedstyret fastsette en mer detaljert investeringsstrategi i tråd med det som skisseres her.

²⁵ Ved investeringer i aktive eierfond vil også investorer forplikte et forhåndsavtalt beløp, mens det er det aktive eierfondet som bestemmer når kapitalen faktisk hentes inn og blir investert.

²⁶ Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 1. desember 2021.

²⁷ I vedlegg 4 beskriver vi gjennomganger i forkant av investeringsbeslutninger (due diligence) og skattemessige betraktninger.

Investere sammen med andre

Det finnes ulike tilnærminger til investeringer i unoterte aksjer. Det er viktig å velge en tilnærming som passer med fondets karakteristika og våre egenskaper som forvalter. Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, vil Norges Bank hovedsakelig investere i og sammen med store og mellomstore oppkjøpsfond. Det vil legge til rette for at vi kan utvikle gode relasjoner til noen utvalgte partnere. Fondsinvesteringer vil gi tilgang til saminvesteringer.

Vi vil ikke gjøre direkteinvesteringer på egen hånd. Direkteinvesteringer stiller høye og andre krav til kompetanse enn investeringer gjennom aktive eierfond, som i første rekke krever kompetanse på forvalterevaluering. Banken har siden 1998 opparbeidet betydelig kompetanse på evaluering av eksterne forvaltere i noterte markeder og har gode erfaringer med dette.

For å sikre risikospredning vil vi ikke ha eierandeler over fem prosent i ett enkelt fond. Det er heller ikke vanlig at aktive eierfond tillater enkeltinvestorer å ha eierandeler over fem prosent i fondene de forvalter. For å håndtere landrisiko vil vi investere med aktive eierfond i utviklede markeder i Europa og Nord-Amerika. Disse investerer hovedsakelig i selskaper i de samme regionene.

Det vil være viktig at det investeres jevnt gjennom syklene for å sikre risikospredning på tvers av årganger²⁸. Det er det aktive eierfondet som bestemmer når kapitalen faktisk blir investert. Som investor vil det derfor være krevende å endre investeringstakten etter markedsforholdene. For å utnytte fondets begrensede kortsiktige likviditetsbehov, vil vi likevel vektlegge å være motsykliske og søke å bidra med noe mer kapital i perioder hvor tilgangen på kapital er lavere enn normalt.

Investere kostnadseffektivt

Forvaltningen av fondet skal være kostnadseffektiv. Lave kostnader er ikke et mål i seg selv, men en kostnadseffektiv forvaltning kan gi et vesentlig bidrag til målet om høyest mulig avkastning. For unoterte aksjeinvesteringer vil det påløpe honorarer til de aktive eierfondene og forvaltningskostnadene i Norges Bank vil øke noe.

Honorarer til aktive eierfond

De aktive eierfondene tar normalt både et fast forvaltningshonorar og et variabelt avkastningsavhengig honorar. Avkastningsavhengige honorarer gjør at deler av verdiskapingen i de aktive eierfondene tilfaller forvalterne av fondene. Det gir forvalter sterke insentiver til å oppnå meravkastning.

Erfaringen fra bankens øvrige forvaltning er at det kan være krevende å kommunisere og få aksept for høye honorarer til eksterne forvaltere, selv om investeringene bidrar med

²⁸ Årgang refererer til det året det aktive eierfondet gjør sin første investering.

meravkastning etter kostnader for SPU. Mandatet for forvaltningen stiller derfor krav om at bankens avtaler med eksterne forvaltere skal inkludere et tak for honorarer. Det er lite trolig at aktive eierfond vil akseptere et slikt tak. Dette kravet må derfor tilpasses eventuelle investeringer i aktive eierfond.

For å sikre en kostnadseffektiv forvaltning vil vi bygge kompetanse for saminvesteringer med aktive eierfond. Investorer betaler normalt ikke honorarer for saminvesteringer. Slike investeringer er derfor en effektiv måte for å redusere totale honorarer som andel av forvaltet kapital. Honorarer som andel av forvaltet kapital vil falle proporsjonalt med andelen saminvesteringer.

Det er ulike tilnærminger til saminvesteringer. Investorer kan velge en tilnærming der investor og forvalter sammen søker etter investeringsmuligheter, gjennomfører investeringsgjennomganger (due diligence) og gjør transaksjoner. Norges Bank legger ikke opp til en tilnærming hvor vi selv aktivt søker etter investeringsmuligheter, men vil i stedet delta i de fleste saminvesteringene som forvalter tilbyr. Banken vil ha mulighet til å avstå fra enkeltinvesteringer og vil vurdere hver saminvestering basert på investeringsgjennomgangen til det aktive eierfondet. Investorer får typisk ti arbeidsdager til å bestemme om de ønsker å delta i en saminvestering. Med en slik tilnærming vil ansvaret for selskapsstyring og styrerepresentasjon være delegert til det aktive eierfondet, som også har dette ansvaret for eierfondets andel av selskapet. Denne tilnærmingen er den vanligste for investorer som legger stor vekt på kostnadseffektivitet.

Vi vil bygge en portefølje av saminvesteringer gradvis for å sikre risikospredning på tvers av selskaper, sektorer, geografi og forvaltere. Eierandelene i enkeltelskap vil være ikke-kontrollerende. SPUs samlede eierandel i ett enkelt selskap vil normalt ikke overstige 15 prosent.

Siste rapport fra CEM Benchmarking viser at fondene i SPUs sammenligningsgruppe i gjennomsnitt betaler 3,5 prosent²⁹ i samlede honorarer som andel av forpliktet kapital for investeringer i oppkjøpsfond. Når også de andre fondene som CEM har data for tas med, er gjennomsnittlig honorar 4,3 prosent³⁰ som andel av forpliktet kapital.

Honorarene til aktive eierfond, målt som andel av forvaltet kapital, vil være høyere enn for andre aktivaklasser fondet er investert i. Fondets størrelse og et betydelig innslag saminvesteringer gir imidlertid grunn til å forvente at våre kostnader på sikt vil være lavere enn for gjennomsnittsinvestoren i aktive eierfond.

²⁹ Av dette utgjorde forvaltningshonorarer 1,6 prosentpoeng og avkastningsavhengige honorarer 1,95 prosentpoeng.

³⁰ Av dette utgjorde forvaltningshonorarer 1,7 prosentpoeng og avkastningsavhengige honorarer 2,65 prosentpoeng.

Forvaltningskostnader i Norges Bank

Bankens forvaltningskostnader ved unoterte investeringer er i gjennomsnitt høyere enn for noterte investeringer. Det påløper for eksempel kostnader ved inngåelse av avtaler og ved bruk av eksterne rådgivere, samt faste kostnader til samarbeid og oppfølging av partnere. Slike kostnader er i stor grad uavhengige av størrelsen på investeringene. For å unngå for mange partnere og sikre en kostnadseffektiv forvaltning vil vi derfor investere med noen utvalgte mellomstore og store partnere.

Norges Bank vil kunne trekke på erfaringen fra fondets øvrige investeringer, men det vil være behov for å ansette personer med kompetanse og erfaring fra investeringer i og sammen med aktive eierfond. I en oppbyggingsfase ser vi for oss rundt 10 til 15 ansatte som jobber med unoterte aksjeinvesteringer i NBIM, og på sikt rundt 20 til 30. Anslagene er basert på at vi vil investere i og gjennom aktive eierfond, noe som krever betraktelig færre ansatte enn mer aktive tilnærminger.

Av de 20 til 30 ansatte vil det være en overvekt av investeringspersonell, ettersom vi i den operative gjennomføringen i større grad vil kunne trekke på kompetanse vi besitter i dag. Investeringsavdelingen vil organiseres som en del av den øvrige forvaltningen, og ikke som en egen enhet. Investeringsavdelingen vil bestå av både nye og eksisterende ansatte for å påse at dagens organisasjonskultur videreføres. Det vil være mulig å ansette personer med den kompetansen banken har behov for innenfor dagens kompensasjonsrammer.

Den skisserte strategien og anslaget på antallet ansatte tilsier at bidraget til forvaltningskostnadene på sikt trolig vil være noe lavere enn for de øvrige unoterte investeringene i fondet.³¹ For 2022 utgjorde forvaltningskostnadene i Norges Bank 4,4 basispunkter av fondsverdien. Av dette utgjorde de unoterte investeringene 0,2 basispunkter.

En gradvis tilnærming

Det vil være naturlig for Norges Bank å tilnærme seg investeringsmuligheter og bygge kompetanse gradvis. Vi har god erfaring med dette fra fondets øvrige unoterte investeringer. En gradvis tilnærming legger også til rette for god kommunikasjon og forankring av denne delen av forvaltningen i ulike deler av styringsstrukturen.

Investorer som investerer store beløp, har ofte bedre tilgang til både de beste forvalterne og saminvesteringer, og oppnår lavere forvaltningshonorarer. En unotert aksjeportefølje i størrelsesorden 3 til 5 prosent av fondet vil gjøre oss i stand til å dra nytte av fordelene ved fondets størrelse og legge til rette for tilstrekkelig risikospredning på tvers av

³¹ Forvaltningskostnader og honorarer til de aktive eierfondene vil regnskapsmessig behandles på samme måte som for fondets øvrige unoterte investeringer, hvor honorarer belastes porteføljeresultatet direkte. For mer informasjon se note 6 i regnskapsrapporteringen om fondet for 2022.

forvaltere og årganger. En slik andel vil om lag tilsvare unoterte aksjers andel av den globale markedsporteføljen.³² Med dagens fondsverdi tilsier dette mellom 40 og 70 milliarder dollar. Til sammenligning hadde de ti største investorene i unoterte aksjer i gjennomsnitt investert 80 milliarder dollar ved utgangen av 2022.³³

Dersom Finansdepartementet åpner for unoterte aksjeinvesteringer, vil hovedstyret fastsette en detaljert investeringsstrategi. Hovedstyret legger opp til en forsiktig fremdriftsplan. Det kan være hensiktsmessig å dele fremdriftsplanen opp i ulike faser, som for eksempel en oppbyggingsfase, en vekstfase og en forvaltningsfase. Planen vil kunne justeres underveis basert på markedsutviklingen, samt kunnskap og erfaring fra forvaltningen av den unoterte aksjeporteføljen. Det vil trolig ta rundt ti år å bygge en portefølje i den størrelsesorden vi har skissert.

I en oppbyggingsfase vil de rapporterte resultatene trolig være negative. Det følger av hvordan de aktive eierfondene investerer. Det kan ta ett til to år å hente inn kapital, tre til fem år å investere kapitalen og ytterligere ett til tre år før den distribueres tilbake til investorene. I hele denne perioden betaler investorene forvaltningshonorarer. Det betyr at det påløper kostnader også før kapitalen investeres. I annenhåndsmarkedet kjøper investorer andeler i aktive eierfond som er i den fasen hvor kapitalen distribueres tilbake til investorene, noe som kan bedre avkastningsprofilen og bidra til risikospredning på tvers av årganger i en tidlig fase.³⁴ Hovedstyret vil vurdere investeringer i annenhåndsmarkedet i en oppbyggingsfase.

Åpenhet i forvaltningen

Åpenhet er en viktig forutsetning for bred oppslutning om forvaltningen av SPU. Det er generelt mindre offentlig tilgjengelig informasjon om unoterte selskaper enn om noterte selskaper. Unoterte selskaper følges av færre markedsaktører, er sjeldnere i nyhetsbildet og er ikke underlagt like omfattende rapporteringskrav som børsnoterte selskaper. Hvilke rapporteringskrav unoterte selskaper er underlagt avhenger av selskapets landtilhørighet og størrelse. I EU er unoterte selskaper lovpålagt å offentliggjøre deler av den finansielle rapporteringen. Selskaper over en viss størrelse må offentliggjøre balansen, resultatregnskapet og ledelsesrapporter. I USA er ikke unoterte selskaper lovpålagt å offentliggjøre den finansielle rapporteringen.

Selv om informasjon ikke alltid vil være offentlig tilgjengelig, vil investorer i aktive eierfond ha god informasjonstilgang, både om de aktive eierfondene og

³² Dodard og Le (2022) anslår at unoterte aksjer utgjør fire prosent av den globale markedsporteføljen. På forespørsel fra Finansdepartementet anslo konsultantselskapet MSCI at det unoterte aksjemarkedet utgjorde om lag to prosent av den globale markedsporteføljen i 2015.

³³ Den største og den tiende største investoren i unoterte aksjer hadde investert henholdsvis 134 og 46 milliarder dollar ved utgangen av 2022. Private Equity International, Global Investor 100 2023: The full ranking.

³⁴ Det er hovedsakelig tre tilnærminger til investeringer i annenhåndsmarkedet. Disse beskrives kort i vedlegg 4.

porteføljeselskapene. I mange tilfeller vil investorer ha mer informasjon om unoterte selskaper enn om børsnoterte selskaper de er investert i. Det vil trolig komme stadig flere krav til de aktive eierfondene om informasjonsdeling med investorer. Dette følger blant annet av at flere forvaltere arbeider for å legge bedre til rette for ikke-profesjonelle investorer, noe som kan resultere i regulatoriske endringer.³⁵

Hovedstyret vil, i avtalene som inngås med de aktive eierfondene, fastsette krav til hvilken informasjon vi som investor skal ha tilgang til og vår mulighet til å dele denne offentlig.³⁶ Vi vil stille krav som gjør det mulig å rapportere om de enkelte fondsinvesteringene, resultatene, risikostyringen, kostnadene og ansvarlig forvaltning. Ett krav vil være at vi løpende kan publisere en oppdatert oversikt over selskapene i den unoterte aksjeporteføljen. Videre vil vi kreve at de aktive eierfondene rapporterer om bærekraft og selskapsstyring i porteføljeselskapene. Avtaleverket vil også sørge for at relevant informasjon kan deles med Finansdepartementet, Representantskapet og Etikkrådet ved behov, samt med eventuelle tredjeparter utpekt for å evaluere forvaltningen. Banken vil bare investere med aktive eierfond som innfrir disse kravene.

Åpenhet handler også om å evaluere resultatene i forvaltningen og å verdsette investeringene. Begge deler er mer krevende enn for noterte aksjeinvesteringer ettersom unoterte investeringer ikke prises løpende i markedet. I den offentlige rapporteringen vil vi i utgangspunktet basere oss på verdivurderinger fra de aktive eierfondene.³⁷ Dette er vanlig praksis hos andre institusjonelle investorer. Banken vil, som for fondets øvrige unoterte investeringer, etablere uavhengige interne kontrollere, og kan i tilfeller med store markedsbevegelser vurdere å justere verdivurderingene basert på den informasjonen vi vil få om porteføljeselskapene. I avtaleverket med de aktive eierfondene vil vi kreve at verdsettelsene av selskapene revideres årlig og er i samsvar med Norges Banks IFRS-krav, samt avkastningsmåling i henhold til GIPS³⁸.

Vi vil rapportere særskilt om de unoterte aksjeinvesteringenes bidrag til samlet meravkastning. Avkastningen på de unoterte aksjeinvesteringene vil bli sammenlignet med relevante avkastningsmål, herunder avkastningen til verdipapirene vi har solgt for å finansiere investeringene. Rapporteringen vil legge til rette for at eksterne kan evaluere resultatene i forvaltningen. Avkastningen på en fondsinvestering kan først vurderes endelig når den siste investeringen i fondet er realisert.

Som for fondets øvrige investeringer, vil noe informasjon være kommersielt sensitiv. Derfor vil vi ikke publisere verdsettelse av enkeltelskaper. Det gjør vi heller ikke for fondets unoterte eiendomsinvesteringer.

³⁵ Senest i august i år kom finanstillstyret i USA med forslag til lovgivning om økt åpenhet om resultater, honorarer og kostnader i aktive eierfond.

³⁶ Avtalene som inngås mellom investorer og aktive eierfond har blitt mer detaljerte over tid.

³⁷ Se vedlegg 5 for mer informasjon om verdsettelse av unoterte selskaper.

³⁸ Global Investment Performance Standards.

Andre fond med strenge krav til åpenhet har betydelige investeringer i unoterte aksjer.³⁹ SPU ble i år kåret til verdens mest åpne fond.⁴⁰ I samme kåring ble det statlige pensjonsfondet Canada Pension Plan Investments og pensjonsfondet AustralianSuper nummer to og tre, henholdsvis ett og to poeng bak SPU. Disse hadde ved utgangen av 2022 investert henholdsvis 34 og 5 prosent av kapitalen i unoterte aksjer.

Investere ansvarlig

Ansvarlig forvaltning er en integrert del av forvaltningen av SPU. Norges Bank jobber med ansvarlig forvaltning og aktivt eierskap på tre nivåer. På markedsnivå jobber vi for å forbedre internasjonale standarder for alle selskaper. På porteføljenivå overvåker vi informasjon om miljø, sosiale forhold og selskapsstyring og bruker innsikten i forvaltningen. På selskapsnivå fremmer vi bærekraft og god selskapsstyring gjennom klare forventninger, selskapsdialog og stemmegivning. Våre forventninger skiller ikke mellom noterte og unoterte selskaper. Bankens overordnede rammeverk for ansvarlig forvaltning vil også gjelde for unoterte aksjeinvesteringer.

På markedsnivå vil vi, som i dag, støtte opp om internasjonale standarder og delta i arbeidet med å utvikle dem videre. Regulatoriske myndigheter og standardsettere har ikke kommet like langt for aktive eierfond som for børsnoterte selskaper. Norges Banks mulighet til å bidra i arbeidet med å videreutvikle internasjonale standarder kan derfor være større. Det er bankens vurdering at investorsamarbeid på dette området kan gi stor innflytelse.

På porteføljenivå vil vi i avtaleverket kreve at de aktive eierfondene jevnlig rapporterer om sin ansvarlige investeringspraksis i porteføljeselskapene i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder. Vi vil for eksempel forvente at selskapene forplikter seg til netto nullutslipp i 2050, har tidsbestemte mål om utslippsreduksjon og rapporterer om utviklingen. Norges Bank har gjennomgått rapporteringen til de største aktive eierfondene og ser at de nå rapporterer bredt om ansvarlig forvaltning, herunder utslipp og utslippsreduksjon. En annen observasjon er at aktive eierfond investerer stadig mer kapital i klimavennlige løsninger.⁴¹

På selskapsnivå vil stemmegivning og løpende oppfølging av porteføljeselskaper forestås av forvalter. I avtaleverket og gjennom grundige investeringsgjennomganger vil vi sikre at vi investerer med aktive eierfond som deler våre prinsipper for ansvarlig forvaltning, og som unngår eller aktivt påvirker selskaper som har ikke-bærekraftige forretningsmodeller.

³⁹ I vedlegg 1 viser vi hvordan enkelte andre fond rapporterer om sine unoterte aksjeinvesteringer.

⁴⁰ 2023 Global Pension Transparency Benchmark.

⁴¹ Kapital til forvaltning spesialisert på slike løsninger har økt fra 75 milliarder dollar i 2019 til 196 milliarder dollar i 2022, en årlig vekst på 40 prosent. McKinsey (2023).

Våre forventningsdokumenter og prinsipper for ansvarlig forvaltning vil danne et viktig utgangspunkt for avtaleverket og den løpende dialogen med de aktive eierfondene. Gjennom forvalteroppfølging og deltagelse i investorkomiteer vil vi følge opp forvalternes prosesser og eventuelle problemstillinger i enkeltsselskaper. Det er bankens vurdering at den planlagte tilnærmingen til ansvarlig forvaltning vil sikre bankens påvirkningsmulighet som investor i og gjennom aktive eierfond.

Fondet kan ikke være investert i selskaper som er utelukket fra investeringsuniverset i henhold til retningslinjene for observasjon og utelukkelse. I avtaleverket med de aktive eierfondene vil vi legge særlig vekt på at investeringene skal gjøres i tråd med disse retningslinjene. Slike bestemmelser er vanlig praksis hos andre investorer, og flere investorer benytter SPUs etiske retningslinjer i sine egne avtaleverk.

Hvis et aktivt eierfond investerer i et selskap som bryter med disse retningslinjene, vil det aktuelle selskapet ikke inngå som en del av vår fondsinvestering. Vi forventer at vi i de fleste tilfeller har sammenfallende interesser med de aktive eierfondene. Situasjoner der etiske utelukkelse er aktuelt vil trolig være sjeldne, spesielt for atferdsbaserte utelukkelse. Vi beskriver hvordan banken vil håndtere situasjoner som oppstår gjennom de aktive eierfondenes levetid under *Ikke-finansiell risiko*. Norges Bank har hatt en innledende dialog med Etikkrådet. Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, vil banken i videre dialog finne en måte som sikrer god informasjonsutveksling med Etikkrådet, som i dag. I avtalene med de aktive eierfondene vil vi sikre at Etikkrådet får tilgang til relevant informasjon.

Ikke-finansiell risiko

Enhver investering utsetter investorer for ikke-finansiell risiko. For unoterte aksjeinvesteringer vil slik risiko knytte seg til forhold rundt forvaltningsselskapet og selskapene det investeres i. Enkelte aktive eierfond har blitt kritisert for å investere på en måte som påfører samfunnet kostnader, i form av tapte arbeidsplasser og ikke-bærekraftige forretningsmodeller. Studier av atferden til aktive eierfond gir ikke grunnlag for å si at de som gruppe opptrer på en slik måte.⁴² På lik linje med børsnoterte selskaper, vil det imidlertid alltid finnes aktører med en ikke-bærekraftig forretningspraksis.⁴³

Ikke-finansiell risiko kan påvirke SPUs tillit og omdømme. Fondet vil i gjennomsnitt ha høyere eierandeler i enkeltsselskaper ved investeringer i og sammen med aktive eierfond enn for noterte aksjeinvesteringer. Det kan medføre at omdømmekonsekvensene ved en uønsket hendelse vil være større. Hovedstyret har lagt stor vekt på å begrense denne risikoen i den skisserte strategien. Det legges opp til å investere gjennom store og etablerte forvaltere i utviklede markeder i Europa og Nord-Amerika og ikke ha

⁴² Se for eksempel Cohn, Nestoriak og Wardlaw (2021), Bernstein, Lerner, Sorensen og Strömberg (2017), Acharya, Gottschalg, Hahn og Kehoe (2013) og Bloom, Sadun og Van Reenen (2015).

⁴³ Se for eksempel Gupta et al. (2021).

eierandeler over 15 prosent i enkeltselskaper. Til sammenligning er fondets maksimale eierandel i noterte selskaper på ti prosent, mens i fondets portefølje av unotert eiendom og infrastruktur er eierandeler rundt 50 prosent vanlig. I avtalene banken inngår med de aktive eierfondene vil hovedstyret stille strenge krav til ansvarlighet og åpenhet. Kravene kan bety at fondet går glipp av investeringsmuligheter.

Norges Bank vil begrense gjenværende eksponering mot ikke-finansiell risiko gjennom grundige investeringsgjennomganger og i avtaleverket med de aktive eierfondene. Som for fondets øvrige investeringer, kan ikke all risiko elimineres i forkant av en investering. En uønsket hendelse med omdømmekonsekvenser for fondet og Norges Bank kan oppstå i løpet av de aktive eierfondenes levetid. Et eksempel kan være at det avdekkes at en investering bryter med de etiske retningslinjene.

Ved en uønsket hendelse vil banken i første omgang innlede en dialog med forvalter om planen for risikohåndtering. Oppkjøpsfond har en gjennomsnittlig eierandel i porteføljeselskapene på 80 prosent.⁴⁴ Dette gir kontroll og gjennomføringskraft. Hvis planen for risikohåndtering ikke fører frem eller innfrir våre forventninger, vil banken søke å selge fondsinvesteringen i annenhåndsmarkedet. Selv med et fungerende annenhåndsmarked, er det en risiko for at vi må selge til en betydelig rabatt eller at vi ikke får solgt før fondets levetid naturlig avsluttes. Det vil være særlig krevende å selge saminvesteringer, og mulige kilder til ikke-finansiell risiko må derfor vurderes grundig i forkant av enhver saminvestering.

Norges Bank vil stille strenge krav til valg av forvaltere, ansvarlig forvaltning og åpenhet, samt avgrense investeringene geografisk. Gitt disse kravene er det hovedstyrets vurdering at den ikke-finansielle risikoen i fondet ikke vil endres vesentlig.

Styringsstruktur

Det er enkelte forskjeller mellom noterte og unoterte investeringer som det må tas hensyn til i styringsstrukturen til fondet. Unoterte investeringer prises ikke løpende i markedet, og det finnes ikke godt egnede referanseindekser. Unoterte investeringer inngår derfor ikke som en del av fondets referanseindeks, og det bør settes flere krav til risikorammer. I brev 27. november 2023 beskriver vi hvordan unoterte aksjeinvesteringer kan reguleres i mandatet for forvaltningen. I det følgende beskriver vi blant annet hvordan det bør settes flere krav til risikorammer, slik det er gjort for investeringer i unotert eiendom og infrastruktur.

Finansdepartementet

Det er viktig at ansvars- og rollefordelingen mellom Finansdepartementet som eier, og Norges Bank som operativ forvalter, er klar.

⁴⁴ Se Gompers et al. (2016).

I brev 27. november 2023 har Norges Bank sett spørsmålet om regulering av unoterte aksjer i sammenheng med fondets øvrige unoterte investeringer. Inntil ni prosent av fondet kan i dag investeres i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Dersom Finansdepartementet åpner for unoterte aksjer, kan det for eksempel settes en samlet øvre grense for unoterte investeringer i intervallet 10 til 12 prosent. Siden unoterte investeringer ikke prises løpende i markedet, bør en slik øvre grense ta hensyn til at andelen unoterte investeringer vil øke når de noterte markedene faller. Under normale markedsforhold er det derfor behov for å ha en betydelig buffer mellom andelen unoterte investeringer i porteføljen og den øvre grensen i mandatet.

Som for fondets eiendoms- og infrastrukturportefølje, kan departementet i tillegg fastsette en øvre grense for den unoterte aksjeporteføljen. En mulig øvre grense bør settes slik at Norges Bank unngår å måtte selge fondsandeler i annenhåndsmarkedet på ugunstige tidspunkt.

Innenfor de øvre grensene og øvrige rammer fastsatt av Finansdepartementet vil det være delegert til Norges Bank å bestemme hvor mye og hvordan det investeres i unoterte aktiva. I strategiplanen for SPU, Strategi 2025, er det hovedstyrets ambisjon at 3 til 7 prosent av fondet skal investeres i unotert og notert eiendom under en samlet strategi, og at arbeidet med å bygge en portefølje av infrastrukturinvesteringer for fornybar energi fortsetter. En åpning for unoterte aksjeinvesteringer vil ikke endre dette. Ved utgangen av første halvår utgjorde eiendom og infrastruktur henholdsvis 3,9⁴⁵ og 0,1 prosent av fondet.

Departementet bør videre, som for fondets øvrige unoterte investeringer, stille krav til grundige investeringsgjennomganger og åpne for at investeringene kan gjennomføres gjennom andre juridiske personer og i ulike finansielle instrumenter. Eierandelene bør kunne være høyere enn grensen som er satt for noterte aksjer på ti prosent.

Hovedstyret

Hovedstyret vil være ansvarlig for strategien for investeringer i og sammen med aktive eierfond, og operative retningslinjer. Hovedstyret vil i tråd med dette fastsette rammer for hvor store deler av porteføljen som kan investeres i aktive eierfond og i saminvesteringer. Videre vil hovedstyret sette rammer for hvor stor del av porteføljen som kan investeres i ulike typer aktive eierfond, som oppkjøps-, oppstarts- og vekstfond. Det vil også settes rammer for maksimal eierandel i enkeltfond og enkeltelskaper, samt en ramme for hvor stor del én ekstern partner kan forvalte. For å begrense landrisiko vil hovedstyret fastsette hvilke land som fondets unoterte aksjeportefølje kan investeres i.

Hovedstyret vil, som for fondets øvrige unoterte investeringer, fastsette retningslinjer og prinsipper for grundige investeringsgjennomganger i forkant av investeringer i og

⁴⁵ 2,3 prosent av fondet var investert i unotert eiendom og 1,6 prosent i notert eiendom.

sammen med aktive eierfond. Formålet med investeringsgjennomgangen vil være å kartlegge all relevant investeringsrisiko og ikke-finansiell risiko, samt sikre at det investeres med anerkjente partnere som har vist at de kan skape verdier for investorer på en åpen og ansvarlig måte.

I en tidlig fase er det naturlig at hovedstyret har særskilt oppmerksomhet om hvilke partnere det investeres i og sammen med. Hovedstyret vil videre fastsette krav til SPUs rapportering og ansvarlige forvaltning for investeringer i og sammen med aktive eierfond.

Vi har beskrevet hvordan vi mener unoterte aksjeinvesteringer i SPU bør gjennomføres. Dersom Finansdepartementet åpner for slike investeringer, vil Norges Bank fastsette en detaljert investeringsstrategi og et egnet avkastningskrav. Et slikt avkastningskrav vil ta hensyn til at investeringene vil utsette fondet for andre typer risiko enn aksjemarkedsrisiko, herunder likviditetsrisiko. Det er også krevende presist å måle risikoen for investeringene, herunder aksjemarkedsrisikoen. Bankens avkastningskrav vil derfor settes høyere enn avkastningen på aksjene banken har solgt for å finansiere investeringene.

Norges Bank Investment Management

Ansvar for investeringsbeslutninger er delegert til leder av NBIM. Roller og ansvar i NBIM er tydelig definert. Ved en åpning for unoterte aksjer mener hovedstyret at ansvaret for å gjennomføre investeringsgjennomganger, velge partnere, gjennomføre investeringer og følge opp partnere bør ligge hos NBIM. Det bør kreves at valg av nye partnere og fonds- og saminvesteringer over et visst beløp godkjennes av leder av NBIM. Saker av uvanlig art eller av stor betydning skal legges frem for hovedstyret.

Samlet vurdering

Norges Bank mener en naturlig videreutvikling av investeringsstrategien er at det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer på generelt grunnlag, og anbefaler at investeringsuniverset utvides. Selskaper som ikke er børsnotert, representerer en stadig viktigere del av markedsporteføljen og global verdiskaping. Andre statlige investeringsfond og store pensjonsfond, som vektlegger åpenhet og ansvarlighet på lik linje med Norges Bank, har betydelige investeringer i unoterte aksjer. Et bredere investeringsunivers vil gi flere investeringsmuligheter og bidra til at fondet kan ta del i mer av den samlede verdiskaping enn i dag.

Målet for forvaltningen av fondet er høyest mulig avkastning etter kostnader. Analyser av historisk avkastning indikerer at investeringer i aktive eierfond på sikt vil kunne gi høyere avkastning etter kostnader enn noterte aksjer. Historisk avkastning er ikke en garanti for fremtidig avkastning, men fondets karakteristika og SPUs gode omdømme kan gi oss tilgang til de beste forvalterne og lavere kostnader enn gjennomsnittsinvestoren i aktive eierfond.

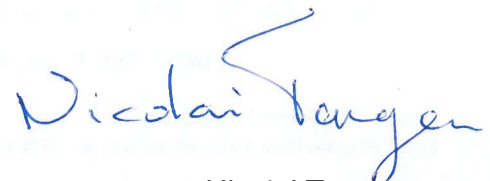
Referanseindeksen, sammen med rammene for forvaltningen, angir hva som er akseptabel risiko for eier. Norges Bank vil, dersom det åpnes for investeringer i unoterte aksjer, legge opp forvaltningen med sikte på at slike investeringer ikke skal endre aksjemarkedsrisikoen i fondet sammenlignet med referanseindeksen.

Vi har beskrevet hvordan vi mener investeringer i unoterte aksjer bør gjennomføres gitt fondets særtrekk og krav til kostnadseffektivitet, ansvarlighet og åpenhet. Norges Bank vil bygge en portefølje av unoterte aksjeinvesteringer gradvis. Dersom Finansdepartementet åpner for unoterte aksjeinvesteringer, vil vi fastsette et avkastningskrav og en detaljert investeringsstrategi for den unoterte aksjeporteføljen. Hovedstyret vil legge særlig vekt på å fastsette prinsipper som innebærer at det investeres med anerkjente partnere som har vist at de kan skape verdier for investorer på en åpen og ansvarlig måte.

Med hilsen



Ida Wolden Bache



Nicolai Tangen

Vedlegg

Vedlegg

Vedlegg 1: Utviklingstrekk av betydning for fondets investeringsstrategi

Figur 1: Vekten til de ti største selskapene i FTSE Global All Cap og SPU's referanseindeks for aksjer, prosent



Kilde: FTSE Russell og NBIM.

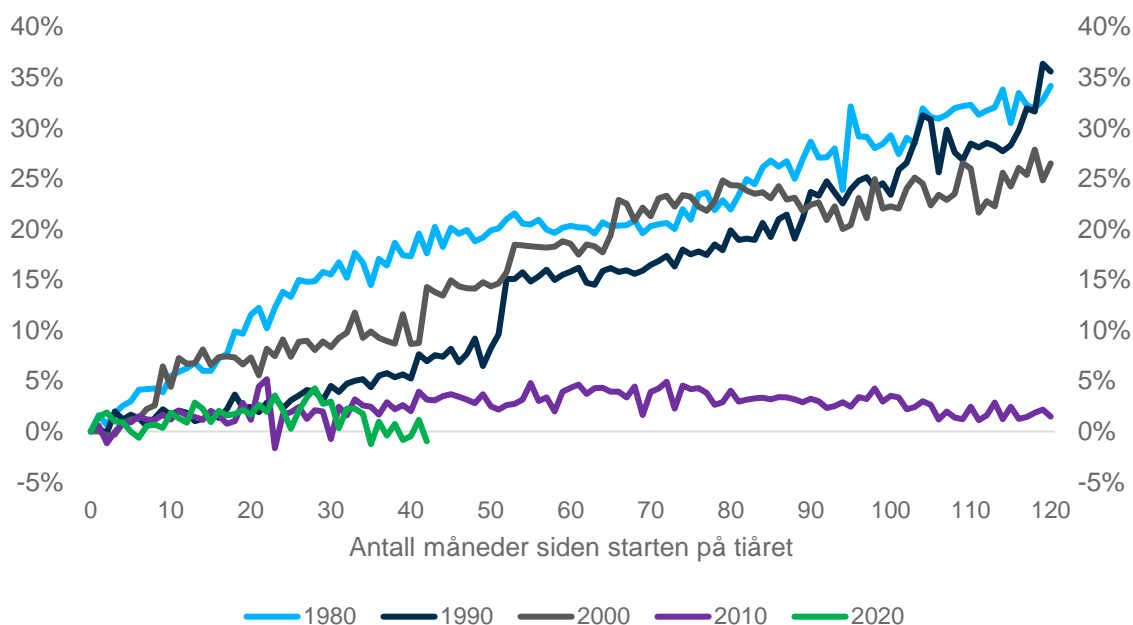
Note: Figuren viser hvordan en liten andel børsnoterte selskaper utgjør en stadig større del av det noterte aksjemarkedet.

Antallet børsnoterte selskaper globalt har flatet ut.⁴⁶ I større utviklede markeder, som USA, Storbritannia og i de fleste land i eurosonen, har antallet børsnoterte selskaper falt i lang tid. At antallet børsnoterte selskaper har flatet ut betyr ikke nødvendigvis at det noterte aksjemarkedet ikke vokser. Flere mindre selskaper har historisk blitt kjøpt opp av større selskaper.⁴⁷ Selskaper som blir kjøpt opp vil forsvinne fra statistikken over antallet børsnoterte selskaper, mens markedsverdien innlemmes i selskapet som kjøper opp. På denne måten kan det noterte aksjemarkedet vokse selv om antallet børsnoterte selskaper faller. I figur 2 viser vi at dette var tilfellet på 80-, 90- og 2000-tallet. Siden 2010 har imidlertid det noterte aksjemarkedet ikke vokst utover det som kan forklares med aksjekursutviklingen.

⁴⁶ World Bank Development Indicators.

⁴⁷ Eckbo og Lithell (2023) lager en oppkjøpsjustert indeks av antall børsnoterte selskaper, og finner at denne indeksen når en topp rundt år 2000 og flater ut eller faller noe deretter.

Figur 2: Kumulativ forskjell mellom total markedsverdi og aksjekursutvikling gruppert etter ulike tiår



Kilde: World Bank, Factset Analytics, MSCI og NBIM beregninger.

Note: Figuren viser den kumulative forskjellen mellom brutto markedsverdi og aksjekursutvikling for MSCI World for fem ulike tiår. En stigende kurve betyr at den samlede markedsverdien til MSCI World vokser raskere enn hva som kan forklares med aksjekursutviklingen. En flat kurve betyr at det noterte aksjemarkedet ikke vokser utover hva som kan forklares med aksjekursutviklingen. Månedlige data fra januar 1980 til juni 2023.

Det er færre nye børsnoteringer, og selskaper som velger å børsnoteres er større enn tidligere.⁴⁸ Det er flere forklaringer i den akademiske litteraturen på hvorfor selskaper velger å bli lengre i private eie. Forklaringer som går igjen er direkte kostnader ved selve børsnoteringen, tap av kontroll og effektivitet ved et mer spredt eierskap, regulatoriske endringer og økt tilgang på kapital i det private markedet.⁴⁹ Med økt tilgang på kapital i det private markedet, er ikke nødvendigvis kapitalinnhenting lengre hovedformålet med en børsnotering. En børsnotering er også en mulighet for aktive eierfond, grunnleggere, ansatte og andre aksjonærer til å realisere verdier. Fra 2011 til 2021 hadde rundt 80 prosent av amerikanske selskaper hatt et aktivt eierfond på eiersiden ved børsnotering.⁵⁰

⁴⁸ Jay Ritter, IPO Statistics 2023. 2022 avviker fra tidligere år med et betydelig lavere antall børsnoteringer og mindre gjennomsnittlig størrelse.

⁴⁹ Se for eksempel Stulz (2020) og Ewens og Farre-Mensa (2017).

⁵⁰ Jay Ritter, IPO Statistics 2023. 2022 avviker fra tidligere år med et betydelig lavere antall børsnoteringer og børsnoteringer med aktive eierfond på eiersiden.

Rapportering hos andre internasjonale fond

Canada Pension Plan Investments

Canada Pension Plan Investments (CPPI) hadde ved utgangen av 2022 34 prosent av kapitalen investert i unoterte aksjer, tilsvarende 134 milliarder dollar. CPPI har en diversifisert portefølje av unoterte aksjer, hvor de investerer i og sammen med ulike typer aktive eierfond. CPPI investerer også direkte i unoterte selskaper på egen hånd.

På sin hjemmeside viser CPPI hvilke fond og porteføljeselskaper de er investert i. Oversikten er gruppert etter direkteinvesteringer, vekstfond, asiatiske fond, annenhåndsfond og alle andre fond. For porteføljeselskapene viser CPPI selskapets logo og lokalisering, dato for investeringen og en henvisning til selskapets hjemmeside. For fondene CPPI er investert i vises forpliktet eller investert kapital avhengig av type investering. For annenhåndsfond viser CPPI hvilke aktive eierfond de er investert i, men ikke porteføljeselskapene.

I årsrapporten beskriver CPPI investeringene i unoterte aksjer på samme måte som de øvrige investeringene. Den unoterte aksjeporteføljen grupperes etter geografi og sektorer, og det rapporteres om bruttoavkastning, kostnader og nettoavkastning for ulike tidsperioder. Arbeidet med ansvarlig forvaltning beskrives i en separat årsrapport.

Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden (AP6) i Sverige investerer utelukkende i unoterte aksjer. Ved utgangen av 2022 var kapital til forvaltning nesten 70 milliarder svenske kroner.

I sin årsrapport beskriver AP6 den unoterte aksjeporteføljen i detalj. AP6 rapporterer om hvor mye som er investert i ulike typer fond, som oppkjøps- og annenhåndsfond, og hvilken bruttoavkastning de ulike typene fond har hatt det siste året, de siste fem årene og de siste ti årene. Nettoavkastningen sammenlignes med et avkastningsmål for unoterte aksjer fra dataleverandøren Burgiss. Porteføljen grupperes også etter sektorer, regioner og fondsforvaltere. På AP6s hjemmeside finnes en oversikt over de aktive eierfondene de investerer i og sammen med, samt hvor stor andel de har i de ulike fondene.

AP6 beskriver sitt arbeid med ansvarlig forvaltning og aktivt eierskap i årsrapporten. AP6 deltar i investorkomiteer i flere fond. I årsrapporten beskriver AP6 hvordan det har oppstått uønskede hendelser i enkelte porteføljeselskaper og hvilke tiltak som har vært gjort for å håndtere disse. AP6 har en overordnet ESG-vurdering av de aktive eierfondene og viser hvordan integrasjon av forhold knyttet til ESG har hatt en positiv utvikling over tid. En stadig større andel av de aktive eierfondene som AP6 er investert i integrerer ESG i investeringsbeslutningene, i eierskapsfasen og i rapporteringen. Videre har AP6 flere konkrete mål for den ansvarlige forvaltningen og viser i hvilken grad målene er nådd for de aktive eierfondene.

Andre eksempler

Kanadiske Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) hadde ved utgangen av 2022 investert 20 prosent av kapitalen i unoterte aksjer, tilsvarende 60 milliarder dollar. CDPQ offentliggjør årlig beholdningslisten over alle sine unoterte investeringer. Verdsettelse av enkeltselskaper er kommersielt sensitiv informasjon og publiseres derfor ikke. I stedet viser CDPQ størrelsen på enkeltinvesteringer uttrykt som et intervall. Estimert markedsverdi på enkeltinvesteringer grupperes i elleve ulike intervaller.

Det amerikanske pensjonsfondet CalPERS hadde ved utgangen av 2022 investert elleve prosent av kapitalen i unoterte aksjer, tilsvarende 50 milliarder dollar. CalPERS offentliggjør estimert markedsverdi på alle sine fondsinvesteringer, samt hva de betaler i forvaltningshonorarer til hver av sine partnere. Videre offentliggjør CalPERS flere detaljer om fondene: årgang, forpliktet kapital, distribuert kapital, investert kapital, gjenstående verdi, netto internrente og investeringsmultippel.

Vedlegg 2: Verdiskaping i aktive eierfond

Aktive eierfond skaper avkastning for investorer på to måter: ved å investere i selskaper som øker i verdi i den perioden de eies av det aktive eierfondet (multippelekspansjon) og ved å foreta endringer i hvordan selskaper drives (operasjonell forbedring).⁵¹

Multippelekspansjon innebærer at de aktive eierfondene investerer i selskaper som er undervurdert eller oppnår en høyere verdivurdering ved salg. For å lykkes med multippelekspansjon foretar de aktive eierfondene omfattende analyser av mange selskaper. Kun tre prosent av alle investeringsmuligheter som vurderes av oppkjøpsfond blir noe av.⁵²

Operasjonelle forbedringer innebærer at de aktive eierfondene gjennomfører endringer i selskapenes drift for å øke verdiskapingen. Dette gjøres mulig ved at aktive eierfond ofte eier en kontrollerende andel av selskapet. Aktive eierfond skaper hovedsakelig verdier gjennom tre typer forbedringer: (i) endringer i styringsstruktur og ledelse, (ii) endringer i operasjonell drift, og (iii) endringer i kapitalstruktur.

Endringer i styringsstruktur og ledelse

Forvaltere av aktive eierfond foretar ofte endringer i selskapenes styrer. De setter inn personer med omfattende bakgrunn fra tilsvarende virksomheter og deltar selv i styrene. Styrene er ofte mindre enn for tilsvarende noterte selskaper.⁵³ Forvalterne bidrar til ledelsesrekruttering og søker å etablere sammenfallende interesser ved å kreve at styremedlemmer, ledelsen og nøkkellansatte er investert i selskapet. Studier viser at aktive eierfond bidrar til en mer profesjonell ledelse.⁵⁴

Endringer i operasjonell drift

Aktive eierfond benytter seg av bransjekunnskap og driftsekspertise for å øke verdiskapingen i selskapene de er investert i. Strategier for å forbedre virksomheten avhenger av selskapets behov og kan innebære endringer i forretningsmodell og strategi, markedsføring eller strategiske oppkjøp. For oppstarts- og vekstselskaper er operasjonelle forbedringer fokusert på vekst, mens for mer modne selskaper vil operasjonelle forbedringer typisk bidra til å øke effektiviteten.⁵⁵ Mange studier finner tegn

⁵¹ For en nærmere beskrivelse av hvordan de aktive eierfondene skaper verdier se NBIM Diskusjonsnotat 4-2023.

⁵² Se Gompers, Kaplan, og Mukharlyamov (2016) og Gompers, Gornall, Kaplan, og Strebulaev (2020).

⁵³ Se Amornsipanitch, Gompers og Xuan (2019).

⁵⁴ For eksempel finner Ewens og Marx (2018) at oppstartsfond fremskynder profesjonaliseringen av oppstartsselskaper. Bloom, Sadun og Van Reenen (2015) finner at styringspolitikken til mindre selskaper forbedres mens de er eid av aktive eierfond, spesielt for familieeide selskaper. Bernstein og Sheen (2016) og Cohn, Nestoriak og Wardlaw (2021) finner bedre helse- og sikkerhetsresultater.

⁵⁵ Se Fracassi, Previtro og Sheen (2022) og Davis, Haltiwanger, Handley, Lipsius, Lerner og Miranda (2021)

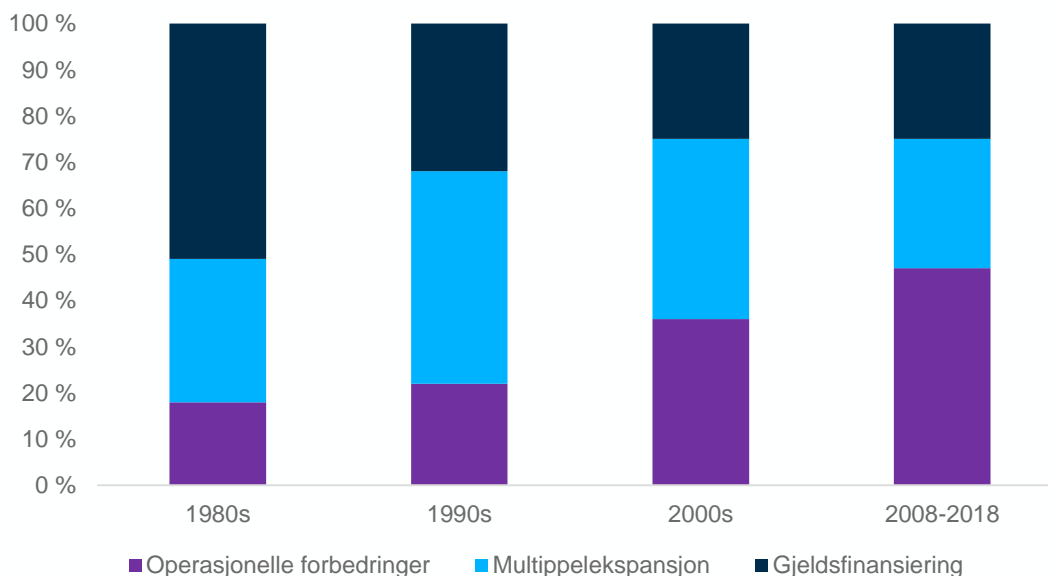
på operasjonelle forbedringer, men i visse tilfeller kan bedre økonomiske resultater knyttes til lavere kvalitet på tjenester.⁵⁶

Endringer i kapitalstruktur

Forvaltere i eierfond kan foreta endringer i kapitalstrukturen ved å benytte gjeld i kjøp av selskaper og ved å endre selskapers finansierungsstruktur. Endringer i kapitalstruktur går ofte hånd i hånd med endringer i styringsstruktur. Historisk sett har høyere gjeldsgrad og lavere kontantbeholdning blitt knyttet til mer effektive investeringsbeslutninger.⁵⁷

I figur 1 viser vi hvordan kilden til verdiskaping i porteføljeselskapene har endret seg over tid. Multippelekspansjon og endringer i kapitalstruktur var de viktigste kildene til verdiskaping på 1980- og 1990-tallet. Siden 2000-tallet har operasjonelle forbedringer utgjort en stadig viktigere del av verdiskapingen. Denne utviklingen følger trolig av en mer moden bransje og økt konkurranse om investeringer. I store aktive eierfond er det nå vanlig praksis å ansette flere med bransjeekspertise og evne til å gjennomføre operasjonelle forbedringer enn tidligere.⁵⁸

Figur 1: Kilder til verdiskaping i aktive eierfond



Kilde: Institute for Private Capital og BCG, basert på metoden til Gottschalg, Loos, and Zollo (2004).

⁵⁶ Se Sorensen og Yasuda (2023), Gupta, Howell, Yannelis og Gupta (2021) og Eaton, Howell og Yannelis (2020).

⁵⁷ Se Jensen (1986) og Kaplan og Strömberg (2009).

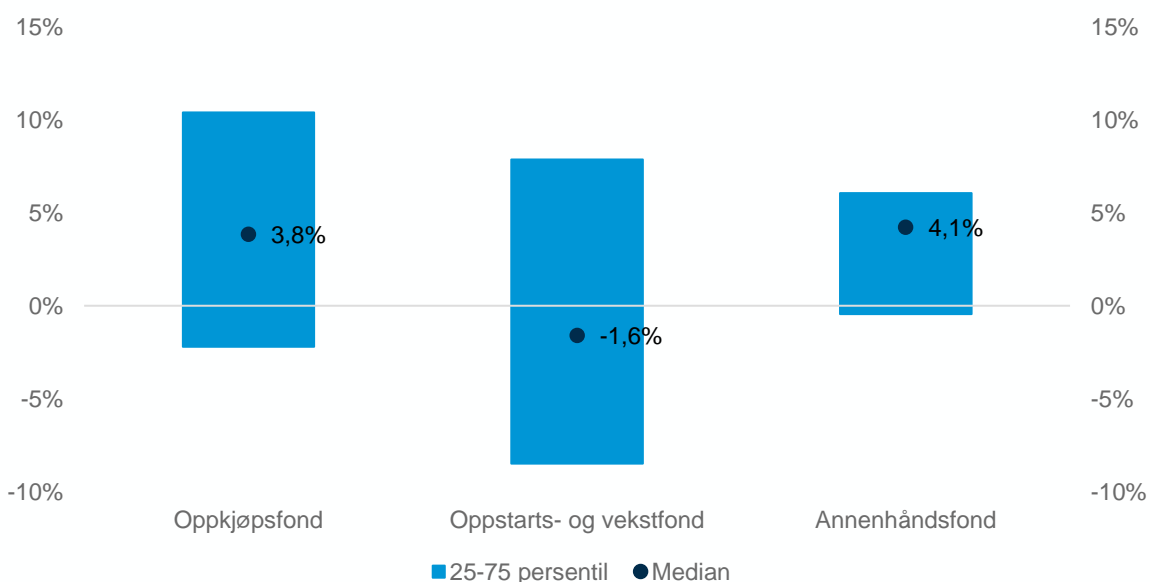
⁵⁸ Se Jenkinson et al. (2021).

Vedlegg 3: Analyser av historisk avkastning og finansiell risiko for investeringer i aktive eierfond

I diskusjonsnotat publisert 14. september gjennomgår Norges Bank Investment Management (NBIM) den akademiske litteraturen og analyserer avkastning og risiko ved investeringer i unoterte aksjer.⁵⁹ I analysen ser NBIM spesielt på aktive eierfond, som er den delen av markedet med mest tilgjengelig data av tilfredsstillende kvalitet. Det er også her en stor andel av kapitalen fra institusjonelle investorer er allokert i dag.

NBIMs analyse av avkastning fratrukket honorarer ser på fire typer aktive eierfond: oppkjøpsfond, oppstartsfond, vekstfond og annenhåndsfond. Resultatene vises i figur 1 og figur 2.

Figur 1: Direkte alfa for ulike typer av aktive eierfond

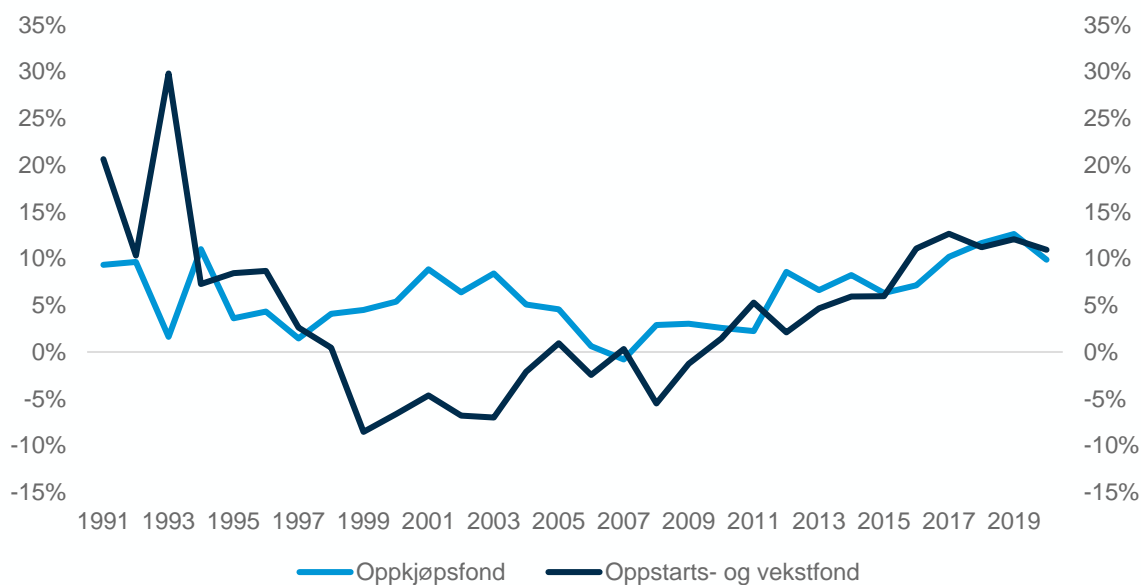


Kilde: NBIM Diskusjonsnotat 4-2023.

Note: Beregningene sammenligner avkastningen i aktive eierfond med investeringer i det brede noterte aksjemarkedet i samme tidsperiode og med samme kontantstrøm, uttrykt som en årlig størrelse, såkalt direkte alfa. For det noterte aksjemarkedet benyttes totalavkastningen til FTSE Global All Cap. Analysen inkluderer fond startet opp mellom 1985 og 2016, og ekskluderer fond som er startet etter 2016 siden bare en liten andel av disse årgangene vil være realisert og distribuert tilbake til investor. Estimaten på avkastning etter kostnader ville vært høyere dersom nyere årganger var inkludert. Kvartalsvis data fra januar 1985 til mars/juni 2023 (for mer informasjon se tabell 2 vedlegg B i NBIM Diskusjonsnotat 4-2023).

⁵⁹ For mer informasjon se NBIM Diskusjonsnotat 4-2023.

Figur 2: Direkte alfa for ulike årganger og typer av aktive eierfond



Kilde: Preqin, FTSE Russell og NBIM beregninger.

Note: Beregningene sammenligner avkastningen i aktive eierfond med investeringer i det brede noterte aksjemarkedet i samme tidsperiode og med samme kontantstrøm, uttrykt som en årlig størrelse, såkalt direkte alfa. For det noterte aksjemarkedet benyttes totalavkastningen til FTSE Global All Cap.

Analysene av oppkjøpsfond stemmer godt overens med en rekke akademiske studier, til tross for bruk av forskjellige metoder og datasett. Korteweg (2023) oppsummerer resultatene fra et antall studier. På tvers av disse studiene er gjennomsnittlig meravkastning for oppkjøpsfond om lag det samme som NBIM finner i sin analyse. Studier som indikerer at avkastningen historisk har vært lavere baserer sine analyser på transaksjoner i annenhåndsmarkedet eller fondsinvesteringer hos enkeltinvestorer.⁶⁰ Førstnevnte antar at investorer ikke holder fondsinvesteringen gjennom fondets levetid, og sistnevnte vil være mindre representativ enn datasett basert på flere investorer og fond.

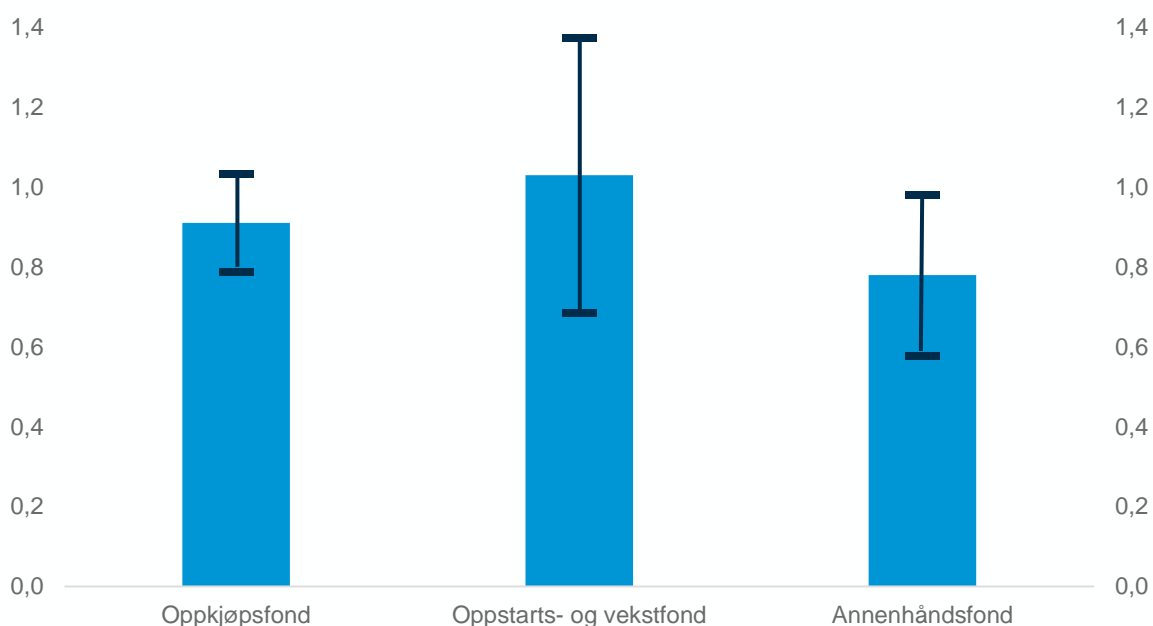
Beregningene i diskusjonsnotatet sammenligner nettoavkastningen i unoterte aksjer med noterte aksjer. En allokering til unoterte aksjer vil i de fleste tilfeller motsvares av en tilsvarende reduksjon i allokeringen til noterte aksjer. Avkastningen i det noterte aksjemarkedet representerer da alternativkostnaden ved unoterte aksjeinvesteringer, og er derfor en god og relevant målestokk. Beregninger som sammenligner nettoavkastningen i unoterte aksjer med noterte aksjer, antar imidlertid at markedsrisikoen (beta) ved unoterte og noterte aksjeinvesteringer er den samme.

For å avdekke om meravkastningen i oppkjøpsfond kan forklares med høyere aksjemarkedsrisiko, beregner NBIM aksjemarkedsrisikoen for investeringer i aktive

⁶⁰ Se for eksempel Boyer, Nadauld, Vorkink og Weisback (2023) og Robinson og Sensoy (2016).

eierfond. Beregningene i figur 3 indikerer at oppkjøpsfond har tilsvarende aksjemarkedsrisiko som en bred notert aksjeportefølje og at oppstartsfond har noe høyere aksjemarkedsrisiko.⁶¹ Korteweg (2023), som sammenligner flere akademiske studier, finner lignende resultater for nettoavkastning på fondsnivå for oppkjøpsfond. Studier basert på bruttoavkastning finner høyere aksjemarkedsrisiko enn studier basert på nettoavkastning. Dette skyldes delvis at avkastningsbaserte honorarer svinger med markedsutviklingen og derfor demper sensitiviteten til svingninger i aksjemarkedet, men også at datagrunnlagene er forskjellige. De brede, offentlige tilgjengelige og mye brukte datasettene fra leverandører som Burgiss og Preqin har kun data for nettoavkastning på fondsnivå. I figur 4 viser vi fordelingen av estimater på aksjemarkedsrisiko fra studier som ser på nettoavkastning i oppkjøpsfond fra Korteweg (2023).

Figur 3: Aksjemarkedsrisiko (beta) sammenlignet med det brede noterte aksjemarkedet for ulike typer aktive eierfond

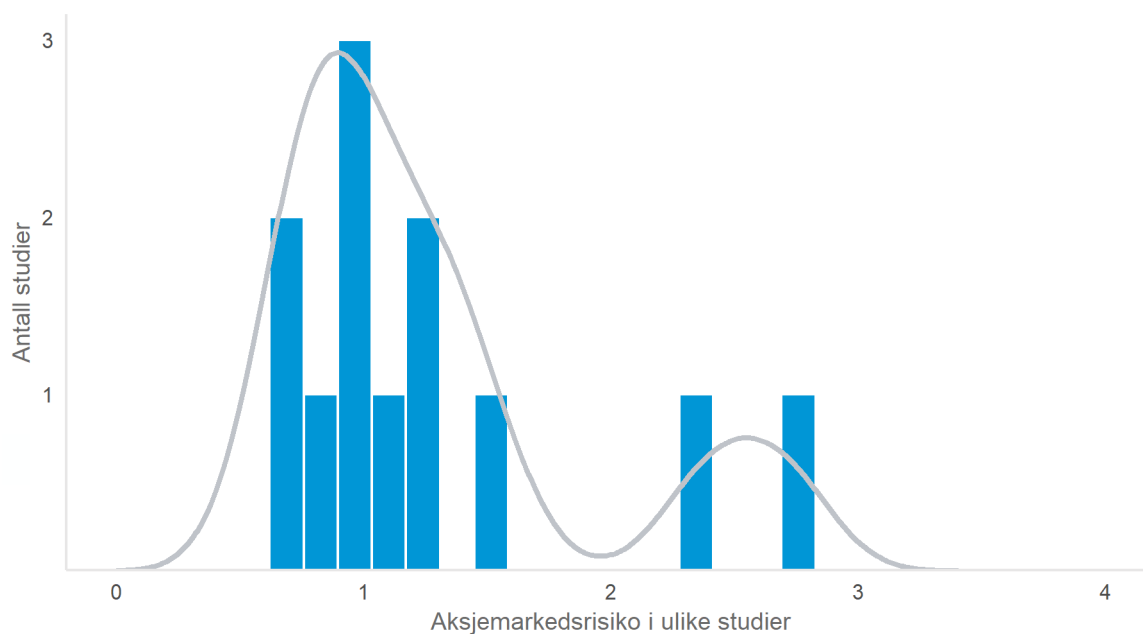


Kilde: NBIM Diskusjonsnotat 4-2023.

Note: Beregninger av direkte alfa antar at aksjemarkedsrisikoen for unoterte og noterte aksjeinvesteringer er den samme. For å vurdere denne forutsetningen estimerer NBIM aksjemarkedsrisiko (beta) for ulike typer aktive eierfond. Analysen korrigerer for mulig tidsetterslep mellom avkastningen i noterte markeder og verdsettelse av unoterte aksjeinvesteringer i henhold til metoden foreslått av Dimson (1979), og benytter et tidsetterslep på seks kvartaler. De mørkeblå linjene representerer et 95 prosent konfidensintervall. For det noterte aksjemarkedet benyttes totalavkastningen til FTSE Global All Cap. Kvartalsvise data fra 2000 til 2023.

⁶¹ I diskusjonsnotatet justerer NBIM også for andre typer risiko, som størrelse og verdi, uten at resultatene påvirkes i særlig stor grad.

Figur 4: Fordeling av aksjemarkedsrisiko (beta) for oppkjøpsfond i studier som inngår i Korteweg (2023).

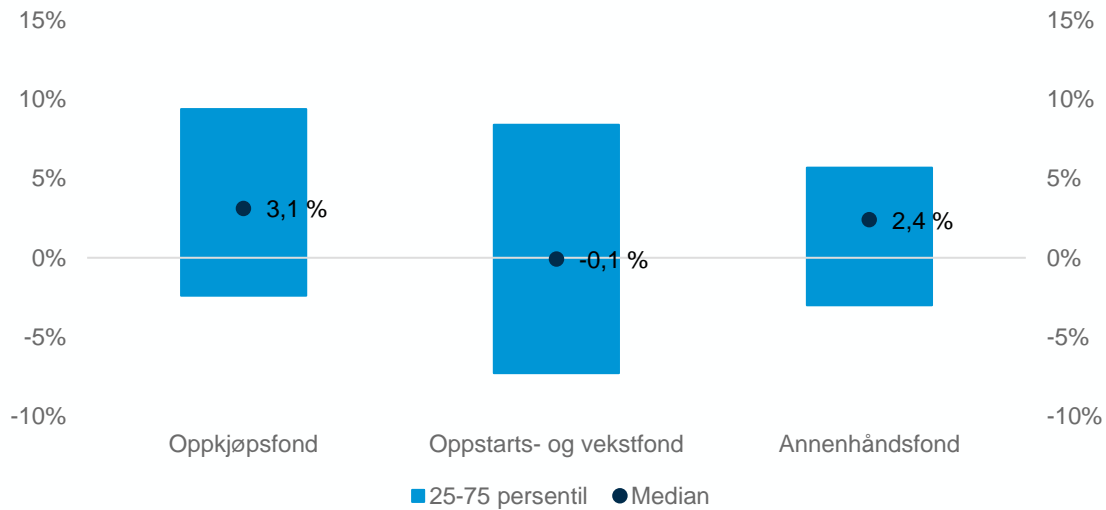


Kilde: Korteweg (2023). Basert på 12 ulike studier.

Porteføljeselskapene i store aktive eierfond er sammenlignbare i størrelse med små børsnoterte selskaper. Siden småselskaper historisk har hatt høyere avkastning enn store selskaper over lengre perioder, har det blitt foreslått å sammenligne avkastningen fra investeringer i aktive eierfond med avkastningen på investeringer i små noterte selskaper.⁶² I figur 5 sammenlignes nettoavkastningen på investeringer i aktive eierfond med en bred portefølje av noterte småselskaper. Meravkastningen i oppkjøpsfond er fortsatt betydelig.

⁶² Se for eksempel Phalippou (2020).

Figur 5: Direkte alfa for ulike typer av aktive eierfond sammenlignet med noterte småselskaper



Kilde: Preqin, FTSE og NBIM beregninger.

Note: Beregningene sammenligner avkastningen i aktive eierfond med investeringer i små noterte selskaper i samme tidsperiode og med samme kontantstrøm, uttrykt som en årlig størrelse, såkalt direkte alfa. For det noterte aksjemarkedet benyttes totalavkastningen til MSCI Global Small Cap Index som ble lansert i januar 2001. Analysen inkluderer fond startet opp mellom 2001 og 2016 og ekskluderer fond som er startet etter 2016 siden bare en liten andel av disse årgangene vil være realisert og distribuert tilbake til investor. Kvartalsvis data fra januar 2001 til mars/juni 2023.

Vedlegg 4: Gjennomføring av investeringer i unoterte aksjer

Grundige investeringsgjennomganger

For å lykkes med investeringer i og sammen med aktive eierfond må vi identifisere anerkjente partnere som har vist at de kan skape verdier for investorer på en åpen og ansvarlig måte. Den skisserte strategien krever kompetanse på forvalterevaluering. Banken har siden 1998 opparbeidet bred kompetanse på forvalterevaluering i noterte markeder og har god erfaring med dette.

Før vi investerer i aktive eierfond er det viktig med bred kunnskap om selskapets støtte- og kontrollfunksjoner, beslutningsstruktur og -takere, nøkkelpersonell, incentivordninger til involverte avdelinger og tilnærming til åpenhet og ansvarlig forvaltning for å nevne noe. Vi vil derfor besøke og intervjuere ansatte i ulike avdelinger for å danne oss en forståelse av organisasjonen. Investeringsgjennomgangene og avtaleverket skal sikre at aktuelle partnere har sammenfallende interesser med oss langs viktige dimensjoner som åpenhet, selskapsstyring og bærekraft.

En del av investeringsgjennomgangene vil være knyttet til forvalternes resultater i tidligere fond. Vel så viktig som ulike måltall for avkastning, er forståelse av forvalternes prosesser og strategi for verdiskaping i porteføljeselskapene. Vi vil analysere tidligere transaksjoner, vurdere om strategien for verdiskaping faktisk ble gjennomført og hvorvidt strategien for selskapet var vellykket. Formålet er å avdekke hvor sannsynlig det er at et aktivt eierfond også vil lykkes fremover.

Skatt

Investeringer i og sammen med aktive eierfond vil, så langt banken har kunnet avdekke, ikke reise vesentlige nye skattemessige spørsmål enn de vi har erfaring med i dag. Som for fondets øvrige unoterte investeringer, legger vi opp til å gjennomføre investeringer i og sammen med aktive eierfond gjennom datterselskaper av Norges Bank. Vi vil organisere investeringene på en måte som sikrer kostnadseffektivitet, effektiv styring og kontroll. I henhold til det norske skatte- og selskapsrammeverket, samt særreglene for aksjeselskaper som er hel- eller deleid av Norges Bank i skatteloven § 2-40, vil eventuelle investeringer gjøres gjennom datterselskap i Norge.

Mandatet for forvaltningen stiller krav om at fondet bare kan investere i selskaper og fondsstrukturer i land Norge har en skatteavtale med eller andre land som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra. Dette vil vi sikre i avtaleverket som inngås i forkant av investeringene.

Mange aktive eierfond er registrert i Luxemburg, Irland og Delaware. Vi vil ikke investere i fondskonstruksjoner som er registrert i jurisdiksjoner hvor fondets omdømme kan påvirkes særlig negativt. Våre forventninger til selskaper om skatt og åpenhet påvirkes ikke av om et selskap er noterte eller unotert.

Investeringer i annenhåndsmarkedet

Det er hovedsakelig tre tilnærminger til investeringer i annenhåndsmarkedet: direkteinvesteringer, annenhåndsfond og separat forvaltede kontoer.⁶³

Direkteinvesteringer krever betydelige interne ressurser og en annen kompetanse enn forvalterevaluering. Annenhåndsfond legger til rette for større risikospredning, men innebærer samtidig ekstra honorarer, mindre kontroll over hvilke eierfond det investeres i og mindre åpenhet om de underliggende selskapene. Separat forvaltede kontoer fremstår som den mest aktuelle tilnærmingen for oss, men dette krever en nærmere vurdering dersom det åpnes for unoterte aksjer.

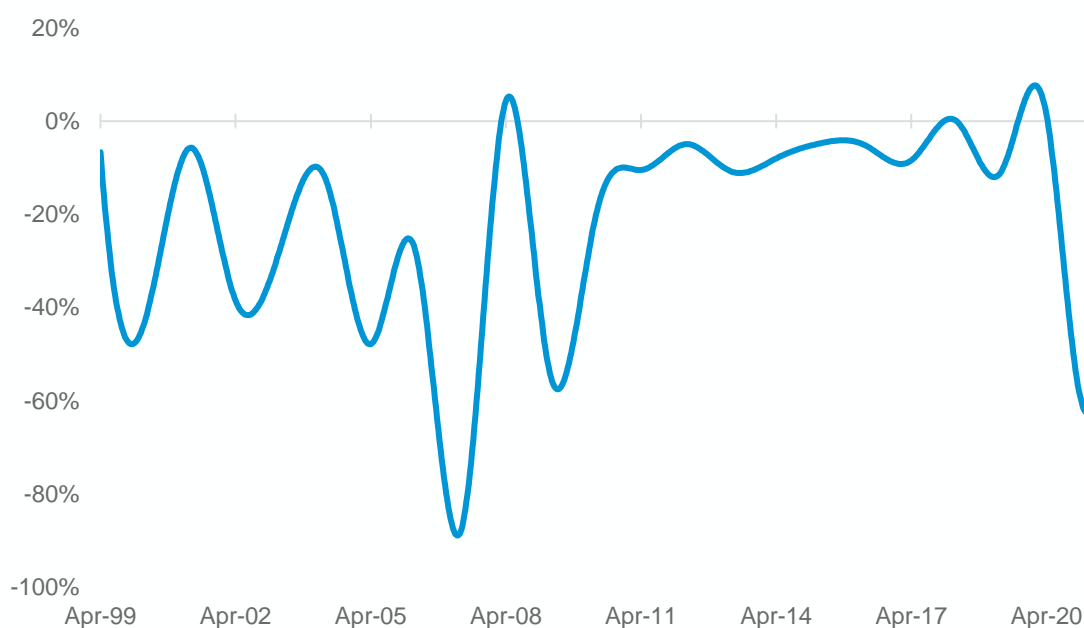
⁶³ Separat forvaltede kontoer er en langsiktig forvaltningsavtale mellom en investor og et aktivt eierfond. Gjennom separat forvaltede kontoer investerer ikke investoren i det aktive eierfondet, men i et utvalg av selskaper spesialtilpasset formålet med avtalen.

Vedlegg 5: Verdsettelse av unoterte selskaper

I henhold til regnskapsstandarder og internasjonalt anerkjente prinsipper skal porteføljeselskapene i aktive eierfond verdsettes til beste estimat på virkelig verdi. Virkelig verdi for unoterte selskaper fastsettes normalt på grunnlag av nylige gjennomførte transaksjoner, med referanse til markedsverdi i sammenlignbare noterte instrumenter eller på grunnlag av nåverdiberegninger av fremtidige kontantstrømmer. Det kreves en eksternt revidert vurdering årlig, og det skjer vanligvis ved årsslutt.⁶⁴

Innføringen av regnskapsstandarder for verdsettelse av unoterte selskaper har bidratt til at verdsettelsen har blitt mer presis enn tidligere.⁶⁵ Figur 1 viser hvordan differansen mellom den løpende verdsettelsen av unoterte selskaper i oppkjøpsfond og virkelig verdi på salgstidspunktet i gjennomsnitt har blitt mindre. Veksten i annenhåndsmarkedet har også bidratt til hyppigere verdsettelser, noe som trolig har medført at verdsettelsen av unoterte selskaper i gjennomsnitt har blitt mer presis over tid.

Figur 1: Differanse mellom løpende verdsettelse av oppkjøpselskaper og virkelig verdi på salgstidspunktet, prosent



Kilde: Bain & Company basert på Burgiss (september 2022), The truth will out: Is private equity overvalued?

Note: Figuren viser i hvilken grad verdsettelsen av unoterte selskaper er over- eller undervurdert i forhold til virkelig verdi. Virkelig verdi fastslås når selskapet selges. Analysen tar ikke hensyn til om selskapet børsnoteres, selges til et annet aktivt eierfond eller selges til en strategisk kjøper. Et negativt tall betyr at de løpende verdivurderingene undervurderte faktisk salgpris. Et positivt tall betyr at de løpende verdivurderingene var høyere enn faktisk salgpris.

⁶⁴ Bain & Company, Global Private Equity Report 2023.

⁶⁵ FASB 157 ble innført i 2007 og IFRS 13 ble innført i 2013.

Vedlegg 6: Henvisninger

Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., og Kehoe, C. (2013). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *The Review of Financial Studies*, 26(2), 368–402.

Amornsiripanitch, N., Gompers, P. A., og Xuan, Y. (2019). More than money: Venture capitalists on boards. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 35(3), 513–543.

Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., og Weisbach, M. S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *The Journal of Finance*, 68(6), 2223–2267.

Bernstein, S., Lerner, J., Sorensen, M., og Strömberg, P. (2017). Private equity and industry performance. *Management Science*, 63(4), 1198–1213.

Bernstein, S., og Sheen, A. (2016). The operational consequences of private equity buyouts: Evidence from the restaurant industry. *The Review of Financial Studies*, 29(9), 2387–2418.

Bloom, N., Sadun, R., og Reenen, J. V. (2015). Do private equity owned firms have better management practices? *American Economic Review*, 105(5), 442–446.

Boyer, B., Nadauld, T., Vorkink, K., og Weisbach, M. (2023). Discount-rate risk in private equity: Evidence from secondary market transactions. *Journal of Finance*, 78(2), 835–885.

Braun, R., T. Jenkinson og C. Schemmerl (2019). Adverse selection and the performance of private equity co-investments. *Journal of Financial Economics* 136(1).

Cohn, J., Nestoriak, N., og Wardlaw, M. (2021). Private equity buyouts and workplace safety. *The Review of Financial Studies*, 34(10), 4832–4875.

Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Lipsius, B., Lerner, J., og Miranda, J. (2021). *The economic effects of private equity buyouts*. Working paper, Friedrich Schiller University Jena

Dodard, F., og Le, A. (2022). Global market portfolio: Value of investable assets touches all-time high. *State Street Global Advisors Asset Allocation White Paper*.

Døskeland, T., og Strömberg, P. (2018). Evaluating investments in unlisted equity for the norwegian government pension fund global (GPIFG). *Swedish House of Finance Research Paper*, 23(3).

Dyck, A., og Pomorski, L. (2016). Investor scale and performance in private equity investments. *Review of Finance*, 20(3), 1081–1106.

Eaton, C., Howell, S. T., og Yannelis, C. (2020). When investor incentives and consumer interests diverge: Private equity in higher education. *The Review of Financial Studies*, 33(9), 4024–4060.

- Eckbo, B. E., og Lithell, M. (2023): Merger-driven listing dynamics. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, i trykk.
- Ewens, M., og Farre-Mensa, J. (2017). *The evolution of the private equity market and the decline in IPOs*.
- Ewens, M., og Marx, M. (2018). Founder replacement and startup performance. *The Review of Financial Studies*, 31(4), 1532–1565.
- Fracassi, C., Previtiero, A., og Sheen, A. (2022). Barbarians at the store? Private equity, products, and consumers. *The Journal of Finance*, 77(3), 1439–1488.
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., og Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169–190.
- Gompers, P., Kaplan, S. N., og Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449–476.
- Gottschalg, O., Loos, N., og Zollo, M. (2004). Working out where the value lies. *European Venture Capital Journal*, 113, 36–39.
- Gupta, A., Howell, S. T., Yannelis, C., og Gupta, A. (2021). *Does private equity investment in healthcare benefit patients? Evidence from nursing homes*. Working paper, National Bureau of Economic Research
- Jenkinson, T., Kim, H., og Weisbach, M. S. (2021). *Buyouts: A primer*. Working paper, National Bureau of Economic Research
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*, 323–329.
- Kaplan, S. N., og Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146.
- Korteweg, A. G. (2023). Risk and return in private equity. In *Handbook of the economics of corporate finance vol 1: Private equity and entrepreneurial finance*. Elsevier.
- McKinsey. (2023). *McKinsey Global Private Markets Review 2023 - Private markets turn down the volume*.
- Phalippou, L. (2020). An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory. *The Journal of Investing*, 30(1), 11-39.
- Robinson, D. T., og Sensoy, B. A. (2016). Cyclical, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 521–543.
- Sorensen, M., og Yasuda, A. (2023). Stakeholder impact of private equity investments. In *Handbook of the economics of corporate finance vol 1: Private equity and entrepreneurial finance*. Elsevier.
- Stulz, R. M. (2020). Public versus private equity. *Oxford Review of Economic Policy*, 36(2), 275–290.