

Norges Bank  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 OSLO

Deres ref

Vår ref  
23/1629 - 1

Dato  
27.03.2023

## Statens pensjonsfond utland - investeringer i unoterte aksjer

### *Bakgrunn*

Sverdrup-utvalget (NOU 2022: 12 *Fondet i en brytningstid*) vurderte hvilke internasjonale økonomiske og politiske utviklingstrekk som kan være relevante for Statens pensjonsfond utland (SPU) noen år frem i tid, og hvilken betydning disse kan ha for styring og forvaltning av fondet. Utvalget tok ikke direkte stilling til om SPU bør investeres i unoterte aksjer, men la til grunn at dette vil være ett av spørsmålene som departementet bør vurdere i senere gjennomganger av fondets investeringsstrategi.

I Norges Banks høringsuttalelse til Sverdrup-utvalgets utredning peker banken blant annet på at en større del av verdiskapingen skjer i det unoterte markedet. I 2017 anslo en ekspertgruppe nedsatt av Finansdepartementet at verdien av det unoterte markedet tilsvarte 5 pst. av det noterte aksjemarkedet. Banken viser i uttalelsen til at denne andelen nå kan anslås til rundt 8 pst. Et annet utviklingstrekk er ifølge banken at antallet børsnoterte selskaper globalt har flatet ut, og at det i større, utviklede markeder har vært et fall i lang tid. Videre er selskapene eldre og større når de børsnoteres enn tidligere. Norges Bank peker på at disse utviklingstrekkene kan bety at fondet går glipp av en større del av selskapenes verdiskaping ved å vente til de børsnoteres og etter hvert kommer inn i fondets referanseindeks. Norges Bank mener det bør utredes om dette bør få betydning for fondets investeringsstrategi og om unoterte aksjer bør inkluderes i investeringsuniverset.

Departementet deler Norges Banks vurdering av at før det eventuelt åpnes for at

fondet kan investeres i unoterte aksjer på generelt grunnlag, er det viktig med en grundig vurdering av fordeler og ulemper, samt hva som vil være en hensiktsmessig innretning av slike investeringer gitt fondets egenskaper. En eventuell åpning for unoterte aksjer vil være et langsiktig veivalg som krever bred forankring.

#### *Departementets tidligere vurderinger*

Finansdepartementet har tidligere vurdert ulike typer unoterte investeringer. I 2010 ble det åpnet for investeringer i unotert eiendom, mens det i 2019 ble åpnet for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. Også investeringer i unoterte aksjer har vært vurdert, senest i fondsmeldingen 2018. Departementet viste i meldingen til at en åpning kunne gi Norges Bank flere investeringsmuligheter i den aktive forvaltningen. Det ble også pekt på at fondet kunne ha fortrinn slik som størrelse og likviditet, sammenliknet med gjennomsnittet av investorer i dette investeringssegmentet. Departementet anså samtidig at slike fortrinn er usikre, og at bidraget fra investeringer i unoterte aksjer til samlet avkastning og risiko i SPU uansett vil bli begrenset. Det ble også trukket frem at unoterte investeringer kunne ha ulemper sammenliknet med noterte investeringer. Departementet pekte spesielt på at unoterte aksjeinvesteringer kunne påvirke fondets omdømme negativt og utfordre sentrale elementer ved dagens forvaltningsmodell, som åpenhet og lave kostnader. Etter en samlet vurdering ble det i 2018 ikke åpnet for slike investeringer på generelt grunnlag. Departementet trakk samtidig frem at Norges Bank hadde mulighet til å investere i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering.

#### *Ny vurdering – behov for analyser og vurderinger fra Norges Bank*

##### Endringer siden unoterte aksjer sist ble vurdert

Norges Bank pekte i høringsuttalelsen til Sverdrup-utvalgets utredning på noen utviklingstrekk som kan tale for at det bør vurderes på nytt om det bør åpnes for at SPU skal kunne investeres i unoterte aksjer på et generelt grunnlag, jf. ovenfor. Departementet ber i lys av dette om at banken gjennomgår markedet for unoterte aksjer og vurderer i hvilken grad endringer i sentrale forhold som lå til grunn for forrige vurdering bør få betydning for fondets investeringsstrategi. Det bør også ses hen til hvordan sammenliknbare fond investerer i unoterte aksjer og om dette har endret seg over tid. Siden unoterte aksjer sist ble vurdert har banken også fått mer erfaring, blant annet med å forvalte unoterte aktiva og muligheten til å kunne investere i selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på børs, som kan være relevant for spørsmålet som nå skal vurderes.

##### Strategi, gjennomføring og risikohåndtering

Norges Bank bes vurdere hvordan banken konkret ser for seg at investeringer i unoterte aksjer bør gjennomføres og hvilke konsekvenser dette kan få for forvaltningsorganisasjonen, herunder antall ansatte og forvaltningskostnadene. I tråd med bankens høringsuttalelse bør det videre gjøres en grundig vurdering av

fordeler og ulemper ved slike investeringer, samt hva som vil være en hensiktsmessig innretning gitt fondets særtrekk. Banken bes også vurdere hvordan den legger opp til å sikre en kostnadseffektiv forvaltning ved investeringer i unoterte aksjer. Norges Bank bes i tillegg gjøre grundig rede for hvordan den vil sikre en helhetlig styring, kontroll og oppfølging av relevant investeringsrisiko og operasjonell risiko, herunder omdømmerisiko. Redegjørelsen bør også omfatte krav til investeringsprosess og beslutningsstruktur, samt til grundige investeringsgjennomganger (due diligence) i forkant av slike investeringer. Banken bes spesielt vurdere hvordan den vil legge opp til å styre landrisiko for slike mindre likvide investeringer, jf. Sverdrup-utvalgets utredning som pekte på endringer i det ikke-finansielle risikobildet, herunder geopolitiske forhold.

#### Betydning for forventet avkastning og risiko

Norges Bank bes utdype formålet med investeringer i unoterte aksjer og vurdere hvilken avkastning og risiko som kan forventes fra slike investeringer, samt hvordan de kan bidra til å bedre fondets samlede avkastning. Norges Bank bør også vurdere om banken kan forventes å ha eller kunne opparbeide seg fortrinn sammenliknet med andre investorer i unoterte aksjer. I analysene av avkastning bør banken sammenlikne avkastning og risiko med investeringer i noterte aksjer med tilsvarende markedsrisiko og vurdere hvordan det kan settes krav til avkastningen for slike mindre likvide investeringer.

#### Ansvarlig forvaltning og åpenhet

Norges Bank bes vurdere hvordan den ved investeringer i unoterte aksjer kan sikre åpenhet om forvaltningen og ansvarlig forvaltningsvirksomhet, herunder at investeringene gjøres i tråd med retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Videre bør banken vurdere hvordan det kan sikres at unoterte aksjeinvesteringer kun skjer i selskaper og fondskonstruksjoner i land Norge har skatteavtale med eller andre land som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra. Banken bes også beskrive hvordan verdivurderinger kan gjøres slik at rapportert avkastning gir et best mulig bilde av utviklingen av investeringene. I tillegg bes banken vurdere hvordan og hvor lang tid det vil ta før resultatene fra unoterte aksjeinvesteringer kan evalueres.

#### Regulering i Finansdepartementets forvaltningsmandat til Norges Bank

Norges Bank bes også vurdere hvordan det er mest hensiktsmessig å regulere investeringer i unoterte aksjer i forvaltningsmandatet, herunder avgrensning og definisjon, rapportering og innramming av risiko. En viktig risikoramme i mandatet er rammen for forventet relativ volatilitet (dvs. rammen for avvik fra referanseindeksen). I vurderingen av risikorammer for investeringer av unoterte aksjer viser departementet til Norges Banks brev 1. desember 2021 *Gjennomgang av forvaltningen i Statens pensjonsfond utland* hvor banken pekte på at investeringer i unoterte markeder er mer utfordrende å styre innenfor en ramme for relativ volatilitet enn noterte investeringer. Banken trakk frem at fondets relative volatilitet i perioder har økt markant og at dette

blant annet har vært et resultat av hvordan dette målet beregnes for fondets unotert eiendomsinvesteringer. Videre ble det vist til at dersom innslaget av unoterte investeringer øker fremover, kan dette bidra til å forsterke utfordringene. Ifølge banken kan dette tale for en noe høyere ramme på sikt, slik at det er rom til å gjøre andre tilpasninger i perioder hvor økningen i relativ volatilitet ikke skyldes endringer i den underliggende relative posisjonen av fondet. Norges Banks vurdering var likevel at rammen for forventet relativ volatilitet var tilstrekkelig i dag. Samtidig ble det trukket frem at banken kunne komme tilbake til dette spørsmålet på et senere tidspunkt. Banken pekte da på at den i en slik vurdering ville kunne se på alternativer til å øke rammen for forventet relativ volatilitet.

Departementet ber i lys av dette om at Norges Bank vurderer hvordan forventet relativ volatilitet kan beregnes for investeringer i unoterte aksjer og om den tilhørende rammen i forvaltningsmandatet bør endres dersom det åpnes for slike investeringer. Dersom banken mener at det ikke er hensiktsmessig å benytte forventet relativ volatilitet til å innramme markedsrisikoen i forvaltningsmandatet, bes banken foreslå alternativer.

Det kan også være behov for å fastsette utfyllende risikorammer, hovedsakelig fordi det erfaringsmessig er en del risiko som ikke fanges godt opp av risikomålet forventet relativ volatilitet. Banken bes vurdere om det bør settes en øvre grense for hvor mye verdien av investeringer i unoterte aksjer kan utgjøre av verdien av aksjeporteføljen eller av fondet. Det bør også vurderes om det bør settes flere krav til risikorammer, slik det er gjort for investeringer i unotert eiendom og infrastruktur.

Finansdepartementet ber Norges Bank om å oversende sine analyser og vurderinger innen 1. desember 2023.

Med hilsen

Espen Erlandsen e.f.  
ekspedisjonssjef

Eivind Øy  
investeringsdirektør

Kopi: Riksrevisjonen  
Norges Banks representantskap

*Dokumentet er elektronisk godkjent og har derfor ikke håndskrevne signaturer*