

## **Arbeidsgrupperapport**

### **Etablering av en ny statlig kapitalforvalterenhet i Tromsø**

*Til Finansdepartementet 1. desember 2022*

Arbeidsgruppen ble satt ned av Finansdepartementet 26. september 2022 som ledd i oppfølgingen av Fondsmeldingen 2022 og Stortingets behandling av denne. Gruppen ble gitt i oppgave å utrede ulike løsningsalternativer med utgangspunkt i et formål om å etablere en egen enhet i Tromsø for å styrke statens tilstedeværelse og bygge sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord, og hvor formålet med investeringene skal være å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader over tid, hensyntatt akseptabel risiko. Arbeidsgruppen avgir med dette sin rapport. Rapporten er enstemmig.

Arbeidsgruppen har bestått av fagdirektør Hans Chr. Tronstad, Finansdepartementet (leder), fagdirektør Bjørn Eggen Hermansen, Nærings- og fiskeridepartementet, administrerende direktør Egil Matsen, Forte Fondsforvaltning, direktør Jørn Nilsen, Folketrygdfondet, avdelingsdirektør Inger-Johanne A. Rygh, Finansdepartementet og prorektor Kathrine Tveiterås, Universitetet i Tromsø.

## Innhold

<b>1</b>	<b>SAMMENDRAG</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>ARBEIDSGRUPPENS MANDAT OG SAMMENSETNING</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>STATEN, TROMSØ OG NORDNORSK NÆRINGSLIV</b>	<b>7</b>
3.1	Statlig tilstedeværelse	7
3.2	Nordnorsk næringsliv - strukturer og investeringspotensial	7
3.3	Tromsø – næringsliv og arbeidsmarked	8
<b>4</b>	<b>OM KAPITALFORVALTNING OG KAPITALMARKEDER</b>	<b>9</b>
4.1	Noen grunnleggende definisjoner og begreper	9
4.2	Kapitalforvaltning som kilde til finansiering	11
4.3	Nærmere om investeringer i unoterte aktivaklasser	12
4.4	Regulering av kapitalmarkedet	15
4.5	Markedenes funksjonsmåte	16
4.6	Kostnader og stordriftsfordeler i kapitalforvaltning	16
<b>5</b>	<b>DET TILGJENGELIGE KAPITALMARKEDET</b>	<b>18</b>
5.1	Det internasjonale markedet	18
5.2	Det norske noterte aksjemarkedet	20
5.3	Det norske unoterte markedet	21
<b>6</b>	<b>RETTSLIG RAMMEVERK</b>	<b>25</b>
6.1	Lov om Statens pensjonsfond og lov om Folketrygdfondet	26
6.2	Lov om Statens pensjonsfond og finanspolitikken	27
6.3	Lov om Statens obligasjonsfond og lov om Folketrygdfondet	27
6.4	Krav til organisering og drift av kapitalforvaltningsvirksomhet	28
6.5	EU/EØS-rett - statsstøtte	28
<b>7</b>	<b>NÆRINGSRETTET VIRKEMIDDELAPPARAT</b>	<b>29</b>

<b>7.1</b>	<b>Om virkemiddelfond</b>	<b>29</b>
<b>7.2</b>	<b>Ulike initiativer i Nord-Norge</b>	<b>31</b>
<b>8</b>	<b>EIERANDELSUTFORDRINGEN</b>	<b>32</b>
<b>9</b>	<b>VURDERINGER AV ALTERNATIVE MODELLER</b>	<b>34</b>
<b>9.1</b>	<b>Modellalternativer</b>	<b>35</b>
<b>9.2</b>	<b>Plassering innenfor eller utenfor Statens pensjonsfond</b>	<b>36</b>
<b>9.3</b>	<b>Valg av investeringsunivers</b>	<b>37</b>
<b>9.4</b>	<b>Om eierandelsutfordringen</b>	<b>40</b>
<b>9.5</b>	<b>Valg av forvalter</b>	<b>41</b>
<b>10</b>	<b>ARBEIDSGRUPPENS ANBEFALINGER</b>	<b>43</b>

# 1 Sammendrag

Kapittel 2 i denne rapporten omtaler arbeidsgruppens mandat og sammensetning. Kapitlene 3 til og med 8 er bakgrunnskapitler som inneholder informasjon om temaer arbeidsgruppen anser som relevante for å svare på mandatet. Kapittel 3 omtaler Tromsø og nordnorsk næringsliv, kapitlene 4 og 5 omtaler hhv. kapitalforvaltning og det tilgjengelige kapitalmarkedet, kapittel 6 omtaler det relevante rettslige rammeverket inkludert lov om Statens pensjonsfond, kapittel 7 beskriver relevante deler av Nærings- og fiskeridepartementets virkemiddelapparat, og kapittel 8 gir en omtale av eierandelsutfordringen i Statens pensjonsfond Norge (SPN). I kapittel 9 gir arbeidsgruppen sine vurderinger og anbefalinger av ulike modeller for en kapitalforvaltningsenhet i Tromsø, og kapittel 10 sammenfatter anbefalingene.

Arbeidsgruppen fraråder at investeringene i den nye enheten legges innenfor Statens pensjonsfond. Enhetens mål om å bidra til statlig tilstedeværelse og å bygge kapitalforvaltningsmiljøer skiller seg fra målet med Statens pensjonsfond. Arbeidsgruppen anser at en plassering innenfor Statens pensjonsfond vil bryte med den langvarige politiske enigheten om at Statens pensjonsfond er en finansiell formue som forvaltes med sikte på høyest mulig avkastning over tid. Om det åpnes for en utvanning av fondets målstruktur, svekkes det sterke og gode rammeverket som hittil har bidratt til at fondet er en suksesshistorie. Det vil også kunne åpne for finansiering av tiltak utenfor den samlede prioriteringen av statens utgifter som gjøres gjennom statsbudsjettet.

Arbeidsgruppen anbefaler at enheten bør få et investeringsunivers som omfatter unoterte investeringer. Staten er en stor investor både i det noterte og det unoterte kapitalmarkedet. Det er likevel trolig noe større rom for å skape ny virksomhet i det unoterte markedet, fordi det her lettere kan finnes markedsnisjer hvor staten ikke allerede er tilstede. Arbeidsgruppen har lagt til grunn at man bør unngå overlapp med investeringsmandatene til de eksisterende statlige forvaltningsmiljøene.

Valg av forvalter henger sammen med hvilket investeringsunivers enheten får, og anbefalingen av forvalter følger av at det anbefales et unotert investeringsunivers som er bredere enn for eksisterende statlige forvaltere. Arbeidsgruppen anbefaler på denne bakgrunn at det etableres en ny forvaltningsenhet. Dette vil kunne bli en attraktiv arbeidsplass for dyktige fondsforvaltere og bidra til at det etableres sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord. I oppstartsfasen bør enheten bygges opp ved å trekke på den kompetansen på unoterte investeringer som finnes i de etablerte forvaltermiljøene under Nærings- og fiskeridepartementets virkemiddelapparat, dvs. Investinor, Argentum og Nysnø. Den nøyaktige utformingen av dette bestemmes av det ansvarlige departementet.

Arbeidsgruppen peker i tråd med mandatet også på en alternativ modell hvor Folketrygdfondet er forvalter og Finansdepartementet er ansvarlig departement. Også i denne modellen bør investeringene legges utenfor Statens pensjonsfond. I dette tilfellet anbefaler gruppen at enheten bygges på samme modell som Statens obligasjonsfond. Denne løsningen kan velges både dersom man velger et notert investeringsmandat, eller dersom man velger et blandet unotert og notert investeringsmandat i aktivklasser som ligger nær det Folketrygdfondet har kompetanse på allerede.

## 2 Arbeidsgruppens mandat og sammensetning

Arbeidsgruppens mandat:

«Finansdepartementet varslet i Meld. St. 9 (2021-2022) Statens pensjonsfond 2022 at:

«Regjeringen har som mål å opprette en egen enhet i Tromsø, som kan bidra til å styrke statens tilstedeværelse og bygge sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord. Om dette skal være en ny enhet i Folketrygdfondet, underlagt Folketrygdfondet, en ny selvstendig enhet eller del av en annen statlig kapitalforvaltningsvirksomhet, er blant spørsmålene som må utredes videre. Det vil også utredes om enheten skal kunne investere i unoterte selskaper i og utenfor Norge.»

Et flertall i finanskomiteen viser i innstillingen til fondsmeldingen, jf. Innst. 443 S (2021-2022), til at regjeringen har som mål å opprette en egen enhet for statlig kapitalforvaltning i Tromsø. Flertallet mener «at en etablering av en slik enhet vil være et viktig bidrag til regjeringens ambisjon om å utvikle hele landet» og at «et aktivt og tilstedeværende kapitalmiljø i nord vil styrke både finansnæringen og øvrig næringsliv i Nord-Norge». Flertallet er «... positive til dette og imøteser en konkretisering og videre utredning av ulike alternativer for en slik løsning».

Flere problemstillinger må avklares i det videre arbeidet, som er både av prinsipiell, juridisk, økonomisk og forvaltningsmessig art. Finansdepartementet har nedsatt en arbeidsgruppe for å utrede disse problemstillingene og bidra til å konkretisere mulige modeller, slik finanskomiteen peker på.

Arbeidsgruppen skal legge følgende formål til grunn for utredningen:

1. Det overordnede formålet med å etablere en egen enhet i Tromsø er å bidra til å styrke statens tilstedeværelse og bygge sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord.
2. Formålet med investeringene i den nye enheten skal være høyest mulig avkastning etter kostnader over tid, hensyntatt akseptabel risiko.

Arbeidsgruppen skal utrede følgende hovedproblemstillinger:

1. Styringsstruktur og organisatorisk oppsett for en ny enhet i Tromsø.
2. Investeringsunivers for den nye enheten.

Utgangspunktet for utredningen er de valgte formålene med etableringen og investeringene. Utredningen skal følge utredningsinstruksen.

1. Styringsstruktur og organisatorisk oppsett

I meldingen Statens pensjonsfond 2022 ble det pekt på ulike organisatoriske oppsett som skal utredes: ny enhet i Folketrygdfondet, underlagt Folketrygdfondet, en ny selvstendig enhet eller del av en annen statlig kapitalforvaltningsvirksomhet.

- Arbeidsgruppen skal utrede ulike alternative styringsstrukturer og oppsett, også i lys av de legale skrankene i lov om Statens pensjonsfond og at lov om Folketrygdfondet åpner for å gi Folketrygdfondet forvalteroppgaver med egne mandater utenfor rammen av lov om

Statens pensjonsfond. Arbeidsgruppen skal vurdere styringsstruktur for enheten og for investeringene, herunder hensiktsmessighet og kostnader ved ulike modeller.

- For løsninger som innebærer en plassering av den nye enheten innenfor Statens pensjonsfond Norge, skal arbeidsgruppen vurdere om det vil kreve en endring i lov om Statens pensjonsfond.
- Arbeidsgruppen skal vurdere i hvilken grad de ulike alternative vil kunne bidra til å løse eierandelsutfordringen i SPN.
- Arbeidsgruppen skal vurdere hvordan den nye enheten bør finansieres, herunder muligheten til å hente midler til den nye enheten blant annet fra Statens pensjonsfond Norge (SPN) som ledd i å løse eierandelsutfordringen i SPN, jf. Meld. St. 9 (2020-2021).
- Arbeidsgruppen skal også vurdere hvorvidt målet med etableringen overlapper med det næringsrettede virkemiddelapparatet under Nærings- og fiskeridepartementet (NFD), og hvordan en eventuell overlapp bør håndteres.

## 2. Investeringsunivers

- Arbeidsgruppen skal vurdere enhetens investeringsunivers, både geografisk og mht. hvilke instrumenter som kan benyttes og hva som kan anses som et akseptabelt risikonivå for investeringene. Arbeidsgruppen skal i vurderingen av hva som er et akseptabelt risikonivå også gi en vurdering av hvilken investeringshorisont som er lagt til grunn.
- Arbeidsgruppen skal som del av dette også vurdere om enheten skal kunne investere i unoterte selskaper i og utenfor Norge, og vurdere hvordan ev. unoterte investeringer skal rammes inn i forvalters mandat.
- Arbeidsgruppen skal lage anslag på størrelsen på det tilgjengelige markedet og mulig omfang av investeringene i de ulike alternativene.
- Arbeidsgruppen skal ta utgangspunkt i at statens første innskudd i fondet får et øvre tak på anslagsvis 40-50 mrd. kroner.
- Dersom arbeidsgruppen anbefaler et investeringsunivers bestående av blant annet unoterte norske aksjer, skal det utredes hvilken virkning etableringen av et nytt statlig investeringsfond vil kunne ha på markedet for slike investeringer.

Arbeidsgruppen bes om å levere sin rapport innen 1. desember 2022.»

Arbeidsgruppen har hatt følgende sammensetning:

Fagdirektør Hans Chr. Tronstad, Finansdepartementet (leder)

Fagdirektør Bjørn Eggen Hermansen, Nærings- og fiskeridepartementet

Administrerende direktør Egil Matsen, Forte Fondsforvaltning

Direktør Jørn Nilsen, Folketrygdfondet

Avdelingsdirektør Inger-Johanne A. Rygh, Finansdepartementet

Prorektor Kathrine Tveiterås, UiT, Tromsø

Arbeidsgruppen har hatt syv digitale møter og ett fysisk møte i Tromsø.

### **3 Staten, Tromsø og nordnorsk næringsliv**

Det overordnede formålet med opprettelsen av en statlig kapitalforvaltningsenhet i Tromsø er å styrke den statlige tilstedeværelsen og å bygge sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord. Arbeidsgruppen er ikke bedt om å gjøre vurderinger av formålet, men har likevel sett til dette i drøfting av ulike løsningsforslag. Dette kapitlet redegjør derfor kort for kontekstuelle forhold som ikke er direkte berørt i mandatet, men som kan være nyttig i vurderingen av ulike modeller.

#### **3.1 Statlig tilstedeværelse**

Statlig tilstedeværelse kan ha mange begrunnelser. Geopolitiske spenninger og grenser til Russland i nordøst gjør det strategisk viktig for Norge å ha bosetning i vår nordligste landsdel. Det sivile samfunn er en sentral del av vårt totalforsvar. Statlige arbeidsplasser og institusjoner bidrar åpenbart til dette ved å bidra til et variert arbeidsliv og etterspørsel etter ulike typer kompetanse.

At staten er nasjonalt spredt innenfor flere sektorer bidrar også til at kompetansen om og fra ulike deler av landet tas i bruk i problemforståelse og utvikling av forvaltning og tjenester. På denne måten bidrar statlig tilstedeværelse til regional så vel som nasjonal utvikling.

En ytterligere begrunnelse handler om den impulsen statlig virksomhet har for regional utvikling og næringsliv. Statlige aktører etterspør (på lik linje med andre store aktører) tjenester og varer, og skaper derfor ringvirkninger med sin tilstedeværelse. Noen vil derfor argumentere med at statlige virksomheter må spres utover landet for å gi ulike regioner like muligheter til å utvikle seg. Jo mer spesialisert den statlige virksomheten er, desto mer kompetente tjenester vil det etterspørres, eksempelvis innenfor juridiske tjenester og konsulentbidrag.

Tromsø har relativt høy grad av statlig tilstedeværelse. UiT Norges arktiske universitet og Universitetssykehuset i Nord-Norge har sine største enheter der, og sammen med Statsforvalteren i Troms og Finnmark, Norsk Polarinstitut, Statens vegvesen samt en rekke etater og direktorater står statsforvaltningen for hele 25,5 pst. av sysselsettingen i kommunen. Gjennomsnittet for Norge er 11,6 pst. og for Oslo er tallet 15,1 pst.<sup>1</sup> Å skulle styrke den statlige tilstedeværelsen i Tromsø i seg selv framstår derfor ikke som tvingende. Sett sammen med formålet om å bygge sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord, er det likevel plausibelt å forstå formålet som at etableringen skal kunne bidra til å forløse en type utvikling eller kompetanse som Norge ellers ikke ville fått – og/eller som Tromsø har særlige forutsetninger for å kunne videreutvikle.

#### **3.2 Nordnorsk næringsliv - strukturer og investeringspotensial**

Nordnorsk næringsliv har høy grad av små og mellomstore bedrifter. Kun 36 av 13 350 unoterte selskaper i Troms og Finnmark har en bokført egenkapital over 300 millioner kroner. For Nord-Norge samlet er det tilsvarende 125 selskaper med en bokført egenkapital på mer

---

<sup>1</sup> Tall fra SSB per 4. kvartal 2021

enn 300 millioner kroner av totalt 26 738 unoterte selskaper<sup>2</sup>. Nord-Norge har også større grad av personlig eid næringsliv enn i resten av landet.<sup>3</sup> Dette henger sammen med næringsstrukturer og grad av internasjonalt eierskap. Relativt store næringer i nord som sjømat, reiseliv og transport, preges av høy grad av personlig eierskap sammenlignet med for eksempel olje- og gass og maritime næringer, som er langt større i sør enn i nord.

Eierstrukturene påvirker investeringsevne og kompetanse. Det har tradisjonelt vært få investeringer i nord utover i egen bedrift. Til tross for et godt utviklet virkemiddelapparat påpekte Kapitaltilgangsutvalget i 2018 at den store mangelen i nord er kompetent kapital som kan investere i prosjekter som kan bli virksomheter. Dette var også noe av bakgrunnen for de ulike tiltakene som er etablert for å styrke forvaltningsmiljøer i Nord-Norge (se også kapittel 7).

De siste fem årene har næringslivet, primært sjømatnæringen og kraftforedlende industri, likevel tiltrukket seg investeringskapital. Årlige investeringstellere viser også at planlagte investeringer i næring fram mot 2030 kommer innen sjømat og kraft.<sup>4</sup> Videre er det flere store etableringer innen kraftforedlende industri i nord, hvor lave energikostnader, tilgang til dypvannskaier og kompetansmiljøer er blant fortrinnene. Det kan være verdt å merke seg at de største investeringsmulighetene i Nord-Norge de kommende årene er innen sektorer som er regulert av stat, fylkeskommune og kommune. Det offentlige påvirker derfor i stor grad investeringsrommet i Nord-Norge.

Mangel på kompetent arbeidskraft vil kunne være en flaskehals for framtidige investeringer og utvikling. Arbeidsledigheten er lavest, og kompetansemangelen størst, i nord. Studier av sammenhenger mellom jobbskaping og kompetanse viser at jobber stort sett skapes der kompetansen er, men ikke nødvendigvis i mindre sentrale strøk. Flere av de store etableringene i nord belager seg også på importert arbeidskraft, eksempelvis Freyr Battery Norway på Mo i Rana og Teco2030 i Narvik.

### 3.3 Tromsø – næringsliv og arbeidsmarked

Tromsø er byen med flest innbyggere i Nord-Norge, og er et knutepunkt for kunnskap og tjenester i nord. Dette viser seg også i arbeidsmarkedet, hvor i alt 87 pst. av jobbene er innenfor tjenesteytende næringer. Store statlige arbeidsplasser innen forskning og høyere utdanning har skapt grunnlag for kompetanseklynger i byen. Et eksempel på dette er innen sjømat, hvor Sjømatrådet, Råfisklaget og Nofima AS har sine hovedkontorer. Et annet eksempel er Fram – Nordområdesenter for klima- og miljøforskning som samler 20 institusjoner.

Tromsø har sett i en nasjonal målestokk ingen store finans- eller kapitalforvaltningsmiljøer. Det fins likevel et relevant miljø med høyt kompetente finansressurser i byen. Sparebank 1 Nord-Norge AS har hovedkontor i Tromsø, og sammen med egne hovedkontorfunksjoner har de også noen nasjonale funksjoner for Sparebank 1-alliansen og Sparebank 1 Markets, bl.a. VPS og kapitalforvaltning. DnB, Nordea, Handelsbanken og Danske bank har avdelinger i byen. Bankene har dyktige miljøer innen kreditt og risiko, og Sparebank 1 Nord-Norge AS har også egen Markets-virksomhet (aksje-, valuta-, og rentemeglere), samt et eget finansselskap. Det fins flere mindre forvaltningsmiljøer basert på institusjonell og privat kapital. Av de mest kjente er Norinnova og Tromstrygd. Et utviklingstrekk er at flere av

---

<sup>2</sup> Kilde: Proff

<sup>3</sup> Kilde: [Investeringer og eierskap i Nord-Norge - Kunnskapsbanken \(kbnn.no\)](https://www.kbnn.no/nyheter/investeringer-og-eierskap-i-nord-norge)

<sup>4</sup> Se «[Fortsatt høy investeringslyst i Nord-Norge](https://www.kbnn.no/nyheter/fortsatt-hoy-investeringslyst-i-nord-norge)», [Kunnskapsbanken \(kbnn.no\)](https://www.kbnn.no)



bankene har flyttet sine analysemiljøer til andre deler av landet. De fleste norske forsikringsselskaper og flere formuesforvaltningsselskaper har kontorer i Tromsø. I tillegg har Troms Kraft kraftforvaltere, analytikere og kraftmeglere i byen, som har mye til felles med finansområdet.

UiT Norges arktiske universitet er et internasjonalt orientert universitet, med forskning og utdanning i hele bredden av akademiske fagområder. Universitetet har ca. 17 500 studenter. Kandidatundersøkelser viser at studentene får seg jobb etter utdanning, og at 2/3 av studentene som er uteksaminert fra UiT blir i nord. Undersøkelser viser også at de som flytter blant annet tiltrekkes av karriere- og utviklingsmuligheter som kun finnes andre steder i landet. Rettsvitenskap er et av programmene som rekrutterer fra hele landet og hvor det er høy konkurranse om studieplassene. UiT har også en egen Handelshøgskole med avdelinger i Tromsø, Alta, Harstad og Narvik, og med fagområder innenfor både samfunnsøkonomi og bedriftsøkonomi.

## 4 Om kapitalforvaltning og kapitalmarkeder

### 4.1 Noen grunnleggende definisjoner og begreper

I følge Det norske akademis ordbok betyr å forvalte “lede, administrere (særlig i en annens (eierens) sted); bestyre; ha hånd om”.<sup>5</sup> Grunnleggende sett kan altså kapitalforvaltning forstås som å bestyre og ha hånd om en kapitalbase, ofte på vegne av kapitalens eier.

I dagligtale er det vanlig å bruke kapitalforvaltning som et synonym på porteføljeforvaltning, som i sin tur primært handler om å kjøpe og selge aktiva (aksjer og andre verdipapirer) for å oppnå høyest mulig avkastning. Som definisjonen fra ordboka antyder, er kapitalforvaltning mer enn å kjøpe (billig) og selge (dyrt). God kapitalforvaltning dreier seg også om å passe på kapitalen, og å foredle den mens forvalteren bestyrer kapitalbasen.

Kapitalforvaltere finnes i mange former og fasonger, fra enkeltmannsforetak med et lite antall klienter (kapitaleiere), via fondsforvaltere, forvaltere av aktive eierfond («private equity»), til store organisasjoner med global virksomhet og enorme summer under forvaltning. Mindre forvaltningsorganisasjoner investerer vanligvis kapitalen i få typer aktiva (aktivaklasser), mens store organisasjoner kan tilby forvaltning i mange typer aktiva.

Det er vanlig å skille aktivaklasser langs to dimensjoner. Den første er hvorvidt verdipapiret er et egenkapitalinstrument eller fremmedkapital (lån). Den vanligste aktivaklassen for egenkapital er aksjer. I Norge er det også et marked for omsettelige egenkapitalbevis, som er en særnorsk aktivaklasse som markedsmessig kan sidestilles med aksjer. Egenkapitalbevisene kan bare utstedes av finansforetak som ikke er aksjeselskap/allmennaksjeselskap, normalt sparebanker.<sup>6</sup> For lån er de mest vanlige aktivaklassene obligasjoner og bankinnskudd (som er et lån til banken). I noen sammenhenger er enkelte finansielle instrumenter betraktet som en mellomting mellom lån og egenkapital. Såkalt “hybridkapital” er lån som i gitte situasjoner kan konverteres til egenkapital.

---

<sup>5</sup> <https://naob.no/ordbok/forvalte>

<sup>6</sup> Se Ot.prp.nr. 75 /2008-2009), se også forklaring i Norges Banks rapport «Det norske finansielle systemet» for 2022, kapittel 1.4.3.1 Andre egenkapitalinstrumenter

Den andre aktivaklasse-dimensjonen er om verdipapiret er notert eller unotert. Et notert verdipapir omsettes på en markeds plass. Det finnes ulike typer godkjente markeds plasser for omsetning av verdipapirer, hvor det mest vanlig omtalte eksempelet i dagligtale er børs.<sup>7</sup> Notering av et selskap kan gi tilgang til kapital for vekst og investeringer og gjøre aksjen mer likvid (lettere å omsette). Samtidig er notering kostnads krevende; børsen eller annen handels plass vil med utgangspunkt i lovkravene som gjelder stille krav til selskapet for at dets aksjer skal noteres, slik som regulert rapportering, offentliggjøring av nyheter og behandling av innsidere. Disse kravene sikrer større åpenhet om verdsettingen av verdipapirene. Eksempelvis driver Oslo Børs tre ulike markeds plasser. To av dem er såkalt regulert marked, en av dem med spesialtillatelse til å kalles børs (Oslo Børs og Euronext Expand Oslo), den tredje er en såkalt multilateral handelsfasilitet (Euronext Growth Oslo).<sup>8</sup>

For noterte instrumenter vil det foreligge kjøps- og salg priser. Omsetningsvolumer og priser vil være tilgjengelige som offentlig informasjon. Kjøp og salg vil registreres i offentlige registre, i tillegg til i selskapenes egne aksjonærregistre.

Obligasjons- og sertifikatlån har tradisjonelt blitt arrangert av banker og solgt «over disk», det vil si direkte fra megler. Også derivatkontrakter selges ofte direkte over disk.

Unoterte aksjer er kort oppsummert aksjer som ikke er notert på en børs eller annen lovdefinert handels plass. Selskapet vil fortsatt være registrert i et nasjonalt register og ha bestemte rettigheter og plikter, inkludert et sett av rapporteringskrav. Krav til innsyn i omsetning av aksjer er likevel lavere enn for noterte selskaper. Unoterte aksjer er normalt mindre likvide enn noterte aksjer. På den annen side er det vanligvis enklere for bedriften og investorene å gjøre endringer i kapitalstrukturen.

Selv om en binær inndeling mellom egenkapital og lån og mellom noterte og unoterte aktiva er en forenkling, er det nyttig for vårt formål. Vi kan stille opp de vanligste aktivaklassene opp i følgende tabell:

Tabell 4.1 De vanligste aktivaklassene

	Notert	Unotert
Egenkapital	Aksjer Egenkapitalbevis	Såkornkapital Aktive eierfond Infrastruktur Eiendom
Lån	Obligasjoner	Unoterte lån Bankinnskudd

Et tredje kjennetegn for noen av disse instrumentene, som er viktig for kapitalforvaltere, er om de kjøpes i første- eller annenhåndsmarkedet. Private eiere av et selskap kan f. eks. ønske å børsnotere aksjene, og kapitalforvaltere kan da bli tilbudt å kjøpe aksjene før de tas opp til børsomsetning, dvs. i førstehåndsmarkedet. Tilsvarende vil kapitalforvaltere kunne kjøpe

<sup>7</sup> For nærmere definisjon og oversikt over de ulike begrepene, se verdipapirhandelloven § 2-7

<sup>8</sup> For forskjellen mellom de tre, se blant annet verdipapirhandelloven § 9-8, § 11-1 og § 13-1

obligasjoner i det øyeblikket låntaker (en stat, bedrift) tar opp lånet, før de omsettes i annenhåndsmarkedet.

Et siste kjennetegn ved kapitalforvaltning som bør nevnes innledningsvis er at den ofte skjer etter delegasjon eller fullmakt. Det betyr at eieren av kapitalen gir forvalteren(e) fullmakt til å investere og følge opp investeringene på eierens vegne. En sentral del av fullmakten vil ofte være et forvaltningsmandat. Slike mandater kan variere fra helt enkle (“halvparten av kapitalen skal investeres i norske statsobligasjoner og resten i aksje A”), til detaljerte instruksjoner om tillatte investeringer, investeringsstrategi, risikorammer og organisering av forvaltningen. For eksempel har forvaltningsmandatene gitt av Finansdepartementet til forvalterne av Statens pensjonsfond (dvs. Folketrygdfondet og Norges Bank) omfattende bestemmelser om hvordan fondet skal forvaltes.

Den økonomiske faglitteraturen om delegert kapitalforvaltning dreier seg i stor grad om det såkalte prinsipal/agent-problemet. Opphavet til dette problemet er at eieren av kapitalen (prinsipalen) kan ha andre mål og interesser enn kapitalforvalteren (agenten), og at de to partene ikke har tilgang til samme informasjon. Eierne kan f. eks. ha høyest mulig risikojustert avkastning som sitt primærmål, mens forvalteren kan ønske å bruke investeringene til å skape en offentlig profil eller et omdømme til fordel for seg selv, eller vil ønske en belønningstruktur som er gunstig for forvalter. Mangelfull informasjon kan gjøre det vanskelig for eier å vurdere om forvalterens aktiviteter gjennomføres av hensyn til avkastningen, eller om det finnes tilleggsmotiver.

Detaljerte forvaltningsmandater kan ses på som et verktøy for å håndtere mulige målkonflikter mellom kapitaleier og -forvalter. En sentral del av mandatene er derfor ofte en referanseindeks som brukes som en målestokk på forvalters avkastning og investeringsrisiko. Et annet verktøy for å redusere prinsipal/agent-problemet er eierutnevnte styrever. Effektive styrever representerer målsettingene som eier har, og vil kunne følge med på og tolke informasjon fra forvalter på en bedre måte enn eier har muligheten til.

## 4.2 Kapitalforvaltning som kilde til finansiering

Den viktigste samfunnsøkonomiske rollen til kapitalmarkedet er å kanalisere ressurser fra bedrifter og husholdninger som sparer, til de som investerer i realkapital. Denne type finansiering av realinvesteringer skjer via “mellommenn” (typisk banker), eller direkte i kapitalmarkedet. Kapitalmarkedet bidrar også med korrekt prising av kapitalen, og gir dermed informasjon om hvilke prosjekter som kan forventes å gi høy eller lav avkastning. Et godt fungerende kapitalmarked spiller en viktig rolle i å kanalisere kapital dit den kan gjøre mest nytte for seg, slik at ressurser kan brukes der de har sin beste anvendelse. Et effektivt kapitalmarked er en nødvendig forutsetning for en velfungerende økonomi.

Tidligere utredninger, blant annet Skatteutvalget (NOU 2014: 13) og Produktivitetskommisjonen (NOU 2015:1 og NOU 2016: 3) indikerer at kapitalmarkedene i Norge fungerer godt, og at lønnsomme prosjekter i hovedsak får finansiering. Også Kapitaltilgangsutvalget (NOU 2018: 5) vurderer at det norske kapitalmarkedet i hovedsak er velfungerende. Forventet lønnsomme prosjekter og virksomheter får stort sett nok og rett finansiering.

Av de ikke-finansielle norske foretakenes innenlandsgjeld er om lag 82 pst. tatt opp i banker og andre finansforetak. Andelen har vært nokså stabil over tid. EU-kommisjonen benytter andel markedsfinansiering hos ikke-finansielle foretak som en av flere indikatorer på hvordan kapitalmarkedene fungerer. Andelen banklån i fremmedkapitalfinansieringen sammenholdt med en egenkapitalandel på om lag 47 pst. i 2020, tilsier at norske ikke-finansielle foretak har

en markedsfinansieringsandel på i underkant av 60 pst. Dette er høyere enn gjennomsnittet på om lag 43 pst. blant de 27 EU-landene i indikatorsettet.

Større bedrifter benytter oftere både banklån og obligasjonslån, mens mindre bedrifter og bedrifter i mindre sentrale strøk oftere kan være avhengig av lokale og regionale sparebanker med god kjennskap til sitt geografiske marked.

Diskusjonen over viser at kapitalforvaltere (egentlig eierne) kan gi både egenkapitalfinansiering og lån. Noe av denne finansieringen vil skje via banker, ved at kapitalforvaltere kjøper bankobligasjoner og -aksjer, men for de fleste forvaltere vil hovedtyngden av plasseringene bidra til direkte finansiering av næringsliv og offentlig sektor.

Et grunnleggende spørsmål for den enkelte bedrift er hvor mye av virksomheten som skal finansieres ved henholdsvis lån og egenkapital. Lånefinansiering vil for mindre bedrifter typisk bety banklån. For større virksomheter er obligasjons- og sertifikatlån aktuelt i tillegg til banklån. Obligasjons- og sertifikatlån tas opp og omsettes i kapitalmarkedet, og kapitalforvaltere vil ofte eie disse lånene. En tredje lånetype er direkte lån hvor en kapitalforvalter låner direkte til en bedrift utenom kapitalmarkedet.

Kapitalforvaltere kan gi bedriftene egenkapitalfinansiering både på børs og direkte. På børs vil forvaltere av noterte aksjer delta både i emisjoner (som gir bedriftene "frisk" egenkapital), og være aktive i omsetningen av aksjer i annenhåndsmarkedet. Et velfungerende annenhåndsmarked er viktig for effektiv prising av bedriftens aksjer, og dens avkastningskrav.

Kapitalforvaltere kan også investere i egenkapitalen til selskaper som ikke er notert. En viktig type forvaltere er aktive eierfond som ofte eier en stor andel av aksjene i sine porteføljeselskaper, og som kan være aktive bidragsytere til selskapenes forretningsstrategi. Aktive eierfond vil i en del tilfeller realisere en gevinst på investeringen ved å børsnotere et porteføljeselskap. En underkategori av aktive eierfond er såkornfond som investerer i mindre modne selskaper. Dette vil ofte være investeringer med stor risiko, men å ta slik risiko er sentralt i strategien til såkornfond.

### **4.3 Nærmere om investeringer i unoterte aktivaklasser**

En stor andel av verdens selskaper er verken børsnotert eller tilgjengelig for profesjonelle investorer. Mange av disse selskapene er små, med få ansatte, få eiendeler og begrensede muligheter for vekst. Andre selskaper kan være større, lønnsomme selskaper med vekstmuligheter, men som ikke er til salgs. Slike virksomheter finansieres typisk med banklån og egenkapital fra grunnleggerne, deres familie eller andre nærstående personer. I denne sammenheng omfatter markedet for unoterte aksjer kun investeringer som er tilgjengelige for profesjonelle investorer.

I prinsippet kan institusjonelle investorer selv investere i og drifte selskaper utenfor børs. Dette krever imidlertid en annen og mer spesialisert kompetanse enn investeringer i noterte selskaper. Blant annet er det behov for omfattende investeringsgjennomganger i forkant av investeringer i unoterte selskaper og omfattende eierstyring i etterkant. De fleste institusjonelle investorer benytter derfor eksterne forvaltere ved slike investeringer.

Unoterte aksjeinvesteringer er hovedsakelig organisert gjennom såkalte aktive eierfond. I aktive eierfond vil en forvalter med spesialkompetanse investere og utøve eierstyring i unoterte selskaper på vegne av et investorkollektiv eller partnerskap. Investorene forplikter seg til å stille med en gitt kapital, men har begrenset innflytelse ut over avtalene som inngås ved oppstart. Investorene i slike fond er gjerne institusjonelle investorer som pensjonsfond, statlige investeringsfond og forsikringselskaper, men også formuende enkeltpersoner.

Det er vanlig å dele investeringer i aktive eierfond inn i tre hovedsegmenter:

-Oppkjøpsfond («Leveraged Buyout») er det største segmentet. Investeringer i dette segmentet retter seg mot modne selskaper. Selskapene som blir kjøpt opp er normalt lønnsomme, men der forvaltere av aktive eierfond mener det er potensiale for høyere effektivitet og videre vekst.

-Oppstartsfond («Venture Capital») investerer i selskaper som trenger oppstartskapital, allerede etablerte oppstartsselskaper og selskaper som er i ekspansjonsfasen. Felles for disse selskapene er at de er på et tidlig stadium og ofte har negativ kontantstrøm, men et stort vekstpotensial.

-Vekstfond («Growth Equity») investerer i selskaper som ligger mellom markedsegmentene for oppstarts- og oppkjøpsfond. Disse selskapene er gjerne lønnsomme og har et høyt vekstpotensial, men trenger mer kapital for å vokse videre.

Selv om det er forskjeller mellom hvilke typer selskaper de aktive eierfondene investerer i og hvordan forvalterne skaper verdier, er fondene bygget opp rundt en felles modell. Eierfondene kjøper en stor andel av egenkapitalen i et utvalg selskaper for å oppnå kontrollerende eierandeler. Strategien er at forvalter søker å øke verdien av selskapene gjennom aktiv eierstyring før de selges videre. Forvaltere av aktive eierfond vil forsøke å skape verdier gjennom endringer i selskapenes styringsstruktur og ledelse, kapitalstruktur og operasjonelle drift.

De fleste investorer i det unoterte aksjemarkedet investerer i aktive eierfond, men det kan også benyttes andre investeringsmodeller. Investor kan delegere utvelgelsen av aktive eierfond til en ekstern forvalter, gjennom investeringer i såkalte fond-i-fond. En slik modell kan legge til rette for større risikospredning, ettersom investor vil eie en mindre andel av mange aktive eierfond. Samtidig gir investeringer gjennom fond-i-fond ekstra kostnader og mindre kontroll over hvilke eierfond det investeres i.

Investor kan også kjøpe andeler direkte i et unotert selskap som kontrolleres av forvalter, ved såkalte saminvesteringer<sup>9</sup>. Slike investeringer er gjerne en del av et strategisk samarbeid, der investor også har andeler i det aktive eierfondet. Det inngås aksjonæravtaler som innebærer at kontroll over og eierstyring i det unoterte selskapet fortsatt delegeres til forvalter. Det påløper normalt ikke honorarer til forvalter for saminvesteringer, noe som gir investor lavere forvaltningskostnader målt som andel av investert kapital. På den annen side vil saminvesteringer innebære høyere krav til kompetanse, og dermed høyere interne forvaltningskostnader for investor. Samtidig gir saminvesteringer investor mulighet til å investere større beløp i utvalgte unoterte enkeltselskaper.

Noen få institusjonelle investorer står selv for direkteinvesteringer i unoterte selskaper. Dette stiller høye og helt andre krav til intern kompetanse enn for investeringer i og sammen med aktive eierfond, men innebærer lavere kostnader og større grad av frihet i valg av investeringer. Ved direkteinvesteringer søker investor selv å skape verdier i de unoterte selskapene.

Den norske staten har et omfattende eierskap i unoterte selskaper, blant annet gjennom ulike fondskonstruksjoner, dette er omtalt nærmere i kapittel 7.

Aktive eierfond har ofte en kompleks kostnadsstruktur. Det påløper både faste, avkastningsavhengige og indirekte kostnader ved investeringer i aktive eierfond. Avkastningskravet for det avkastningsavhengige honoraret fastsettes gjerne uavhengig av

---

<sup>9</sup> Tidvis også kalt koinvesteringer.

hvilken avkastning som alternativt kunne vært oppnådd i det noterte aksjemarkedet. Det påløper også honorarer fra forvalter til investeringsrådgiver. Videre vil det påløpe indirekte kostnader, blant annet konsultenthonorarer direkte fra de unoterte selskapene til forvalter av eierfondet. Investor vil også ha interne kostnader til utvelgelse og oppfølging av aktive eierfond.

I Meld. St. 13 (2017-2018) *Statens Pensjonsfond 2018* ble de gjennomsnittlige årlige kostnadene ved å investere i aktive eierfond internasjonalt anslått til om lag 6 pst. av forvaltet kapital. Slike anslag er usikre og vil blant annet avhenge av konkrete avtaler og oppnådde resultater. For å redusere mulige interessekonflikter mellom forvalter og investorkollektivet forsøkes det å etablere mest mulig sammenfallende interesser, både ved at forvalter selv må investere i det aktive eierfondet og gjennom en forvaltningskontrakt som inkluderer finansielle insentiver. Det kan likevel oppstå interessekonflikter som kan påvirke investorenes avkastning. Investorer kan søke å redusere kostnadene ved unoterte aksjeinvesteringer gjennom forhandlinger med forvalter, saminvesteringer og ved direkteinvesteringer på egenhånd. For investeringer i fond-i-fond må investor derimot regne med høyere forvaltningskostnader.

Finansdepartementet har påpekt<sup>10</sup> at unoterte investeringer generelt er mer krevende enn noterte investeringer. Ved unoterte investeringer kan forvalter ikke investere i tråd med en markedsindeks til lave kostnader, slik en kan i de noterte markedene. Det er dessuten vanskeligere å måle resultater og styre risiko for slike investeringer, og unoterte investeringer er dyrere å skalere ned dersom erfaringene skulle bli negative. Finansdepartementet har derfor ment at en generell åpning for unoterte aksjeinvesteringer i Statens pensjonsfond utland (SPU) kan påvirke fondets omdømme og utfordre sentrale kjennetegn ved dagens forvaltningsmodell, som åpenhet, lave kostnader og vektlegging av systematisk risiko i noterte markeder. Vurderinger av kostnader, avkastning og risiko for unoterte aksjeinvesteringer er mer krevende enn for noterte investeringer. Det skyldes at det er lite data tilgjengelig, særlig utenfor USA, og at mange aktive eierfond ikke oppgir sine resultater. Unoterte selskaper prises ikke løpende, noe som gjør at resultater ikke er direkte sammenlignbare med noterte aksjer. Unoterte selskaper er heller ikke underlagt samme rapporteringskrav som noterte selskaper.

Hverken SPU eller SPN har i dag en generell adgang til å investere i unoterte aksjer. SPU kan i dag investeres i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi innenfor maksimumsrammer på hhv. 7 pst. og 2 pst. av fondet. Slike investeringer inngår ikke i fondets referanseindeks, men gjøres som en del av den aktive forvaltningen. Hovedstyret i Norges Bank er i mandatet for forvaltningen pålagt å begrense risikoen innenfor den unoterte forvaltningen ved å fastsette rammer for bl.a. investeringer i land og sektorer. Resultatene i forvaltningen av de unoterte investeringene skal vurderes mot et bredt sett av avkastningsmål.

Investeringer i unotert eiendom og infrastruktur for SPN ble vurdert i meldingen Statens pensjonsfond 2015<sup>11</sup>. Det ble der ikke anbefalt å åpne opp for slike investeringer, blant annet fordi staten fra før har et betydelig eierskap i både eiendom og infrastruktur i Norge. SPN kan i dag investeres i unoterte aksjer i selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på børs. Folketrygdfondet har imidlertid i liten grad benyttet denne investeringsadgangen, ettersom styrene sjelden kommuniserer en klar strategi om børsnotering på forhånd.

---

<sup>10</sup> Se Meld. St. 13 (2017-2018) Statens pensjonsfond 2018

<sup>11</sup> Se Meld. St. 23 (2015-2016) Statens pensjonsfond 2015

I meldingen Statens pensjonsfond 2020<sup>12</sup> la Finansdepartementet opp til å vurdere om dagens mandatbestemmelse om investering i unoterte aksjer i selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på børs er hensiktsmessig utformet, og om den kan utvides noe. Departementet ba i brev 18. desember 2020 om Folketrygdfondets vurderinger av reguleringen av slike investeringer, herunder hvilke andre kriterier enn uttrykt intensjon om børsnotering som kan benyttes for å identifisere selskaper som er aktuelle for børsnotering på et senere tidspunkt. I brev til Finansdepartementet 18. februar foreslo Folketrygdfondet blant annet at mandatet for forvaltningen av SPN endres slik at adgangen til å investere i unoterte selskaper utvides til også å inkludere selskaper som har søkt om notering eller er notert på en multilateral handelsfasilitet (MHF) som drives av en markedsoperatør for en regulert markeds plass. En MHF er i større grad et selvregulert marked sammenlignet med børser/regulerte markeder. Det vil derfor være ulike regler for handel som benyttes. Eksempel på en MHF i det norske markedet er Euronext Growth, Oslo.

#### 4.4 Regulering av kapitalmarkedet

Kapitalmarkedene er gjenstand for omfattende regulering og lovgivning fra myndighetene. Betydningen av god regulering ble demonstrert til fulle under og etter bankkrisen i 1992 og finanskrisen i 2008-9. I ettertid av finanskrisen er reguleringen av finanssektoren blitt vesentlig mer omfattende og kompleks. En stor del av endringene er en følge av felleseuropeisk regelverk som skal sikre stabile og velfungerende finansmarkeder. Gjennom EØS-avtalen er det norske finansmarkedet en integrert del av det indre marked for finansielle tjenester og det norske regelverket bygger på felleseuropeiske harmoniserte regler. Kravene til både soliditet, likviditet, transparens og tilsyn har økt. Regulering av kapitalmarkedene har to hovedformål: Sikre finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Investorbeskyttelse og tillit til markedet er en viktig del av velfungerende markeder.<sup>13</sup>

Finansiell stabilitet er viktig for å skjerme hele realøkonomien fra kriser som oppstår i finanssektoren. Betydningen av dette ble illustrert under bankkrisen og finanskrisen. Tradisjonelt har regulering for å fremme finansiell stabilitet fokusert på banker og bankers utlånsvirksomhet. Etterhvert som det har vokst fram store globale kapitalforvaltere har internasjonale reguleringsmyndigheter blitt mer opptatt av disse institusjonene og deres handelsmønstre. Nytt av de siste årene er eksempelvis at soliditets- og likviditetskrav i større grad ikke bare stilles til banker og betalingstilbydere, men også til foretak i verdipapirsektoren/kapitalmarkedet. Store kapitalforvaltere er viktige for kapitalmarkedene, og det er liten tvil om at markedenes funksjonsmåte vil bli negativt påvirket dersom disse får problemer. Finanskrisen viste at smittefaren mellom institusjoner er stor og at det er tilstrekkelig for å utløse en systemkrise at en eller noen av de store aktører får problemer. Mange av de store institusjonene er i tillegg konglomerater, som øker smittefaren mellom de ulike delene av finansmarkedet ytterligere.

Kapitalforvaltere, uavhengig av størrelse, må forholde seg til regulering som skal beskytte investorene (kapitaleierne). Reguleringen skiller mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder (investorer). Kravene til forvalter er strengere i oppfølgingen av ikke-profesjonelle kunder blant annet fordi man antar at det er størst informasjonsasymmetri i denne relasjonen. Som det fremgår av avsnitt 6.4 er betydningen av regelverket litt annerledes der forvalters rolle er avgrenset til forvaltning av kun én investors midler, og dette blir ytterligere ulikt der

---

<sup>12</sup> Se Meld. St. 32 (2019-2020) Statens pensjonsfond 2020

<sup>13</sup> Meld.St. 12 (2021-2022) Finansmarkedsmeldingen, kapittel 3

forvaltningen skjer på vegne av staten slik det er tilfelle for forvaltningen av Statens pensjonsfond.

## 4.5 Markedenes funksjonsmåte

Profesjonell kapitalforvaltning bygger på en investeringsfilosofi. Denne vil typisk inneholde et syn på finansmarkedenes funksjonsmåte, og spesielt om aktuelle markeder vurderes som effisiente. Dette begrepet karakteriserer i hvilken grad verdsettingen (prisingen) av finansielle aktiva tar opp i seg informasjon som er relevante for denne verdien.<sup>14</sup>

Heller enn en binær oppfatning av om finansmarkedene er effisiente eller ikke, synes det mer pragmatisk å vektlegge graden av effisiens. Hvis kapitalforvalteren legger til grunn at markedene for visse typer aktiva er svært effisiente har det lite hensikt å bygge tung analysekapasitet for å forsøke å avdekke “feilprising” av slike aktiva. Et slikt syn på markedene betyr at det særlig er risikospredning i form av diversifisering mellom ulike verdipapirer som er verktøyet for å oppnå et best mulig forhold mellom avkastning og investeringsrisiko.

Dersom forvaltningen i stedet legger til grunn mindre grad av effisiens kan det være riktig å bruke ressurser på å identifisere investeringsmuligheter som er feilpriset. En slik (analyse)aktivitet vil bedre forholdet mellom investeringenes avkastning og risiko dersom den er vellykket.

Finansforskningen peker på at store, likvide kapitalmarkeder er preget av høy grad av effisiens. Det er følgelig lite trolig at man kan hente ekstra avkastning ved å bruke mye ressurser på å analysere verdien av store børsnoterte aksjer, eller de store markedene for statsobligasjoner. På den annen side er det få som mener at markedene for aktiva med lav likviditet, eller hvor det er kostbart å skaffe informasjon, er fullt ut effisiente.

En konsekvens av dette er at markedene for unoterte aktiva neppe er karakterisert av høy effisiens. For slike investeringer vil et godt bytteforhold mellom avkastning og risiko nettopp kreve at man har ressurser og kompetanse til å drive informasjonsinnhenting og analyse. Det motsatte gjelder også. En forvalter med få ressurser eller manglende kompetanse vil ikke skape god risikostuert avkastning - spesielt ikke i markeder preget av lav effisiens.

## 4.6 Kostnader og stordriftsfordeler i kapitalforvaltning

En forvalter som investerer kapital på vegne av en eier vil pådra seg kostnader i sin virksomhet. Det er vanlig at kapitaleier dekker disse kostnadene, i tillegg til en eventuell fortjenestemargin. For eieren vil det selvsagt være avkastningen etter kostnader til forvalter som er relevant, og som er grunnlaget for å evaluere forvalters resultater.

Kapitalforvaltningsvirksomhet er karakterisert av store faste kostnader, mens kostnadene i mindre grad varierer med volumet på forvaltningskapitalen. Det er med andre ord en

---

<sup>14</sup> I den tidlige faglitteraturen (Fama 1970), skiller det mellom effisiens i tre styrkegrader:

- Svak effisiens hvor verdsettingen tar opp seg hele prishistorien for aktivumet, men ikke nødvendigvis annen informasjon. Med denne formen for effisiens kan en ikke forvente å avdekke informasjon av betydning for å vurdere et aktivums verdi ved såkalt teknisk analyse.
- Halvsterk effisiens, der prisen reflekterer all offentlig informasjon. Hvis dette beskriver markedet for det aktuelle verdipapirer, er heller ikke såkalt fundamental analyse av aktivumet noe som vil bidra til høyere forventet avkastning.
- Sterk effisiens beskriver markeder der selv innsideinformasjon er reflektert i prisen på verdipapiret.



virksomhet med stordriftsfordeler. Hos en etablert fondsforvalter vil f.eks. kostnadene øke lite med tilførsel av mer kapital fordi organisasjon, IKT-systemer osv. allerede er på plass.

Grunnleggende utviklingstrekk i vår tid forsterker stordriftsfordelene. Som i mange andre næringer er kapitalforvaltning preget av økende digitalisering og automatisering. Dette betyr ofte betydelige investeringer i teknologi, samtidig som det senker variable forvaltningskostnader. Et annet trekk er, som nevnt over, økende og kompleks myndighetsregulering av kapitalforvaltningsvirksomhet. Forvaltningsorganisasjonen må dermed ha ekspertise og systemer for å etterleve reguleringen, uten at disse ressursene nødvendigvis må variere med størrelsen på kapitalen under forvaltning. Dette forsterker stordriftsfordelene.<sup>15</sup>

Det følger av en slik kostnadsstruktur at kapitaleier kan oppnå høyere avkastning ved å samle forvaltningen hos én eller få forvaltere. Mot dette kan det innvendes at god forvaltning av f.eks. unoterte aktiva har andre kompetanse- og organisasjonsmessige krav enn forvaltning av noterte aktiva. Generelt kan effektiv organisering av kapitalforvaltning bety en avveining mellom å hente stordriftsfordeler (fordel å fordele kostnader på store og få kapitalforvaltningsenheter) og å høste spesialiseringsgevinster (som kan bety flere, spissede enheter). Det antas normalt at det er lettere å høste stordriftsfordeler i indekxnær forvaltning enn i aktiv forvaltning, ettersom indekxnforvaltning er lettere å skalere opp enn aktiv forvaltning.

Én problemstilling knyttet til kapitalforvaltningskostnader som er relevant for vårt mandat, er om forvalter investerer direkte i underliggende aktivum eller om det skjer indirekte. Indirekte investeringer kan være via fond, eller med en samarbeidspartner som følger opp investeringen for forvalter. Ved indirekte investeringer vil forvaltningskostnader påløpe i flere ledd, siden forvalter må betale for å investere i et fond eller kompensere en samarbeidspartner for å følge opp investeringen. For eieren av kapitalen er det de samlede kostnadene i hele forvaltningsstrukturen som avgjør den endelige avkastning, og som derfor må hensyntas ved valg av investeringsstrategi.

#### **Boks 4.1 Statens pensjonsfond**

Statens pensjonsfond er et generasjonsfond. Fondet eies av staten og består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Formålet med fondet er fastsatt i lov om Statens pensjonsfond. Sparingen skal støtte opp under finansieringen av folketrygdens pensjonsutgifter og ivareta langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter, slik at petroleumsformuen kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode.

Finansdepartementet er i loven gitt det overordnede ansvaret for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Norges Bank og Folketrygdfondet har oppgaven med den operative gjennomføringen av forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN, innenfor forvaltningsmandater fastsatt av departementet. Målet med investeringene i de to fondene er å

<sup>15</sup> En kan tenke seg at deler av myndighetsreguleringen ikke er relevant for statlige kapitalforvaltere, men disse må likevel etterleve mange av de samme kravene som private aktører, eventuelle særlover og detaljerte mandater som nevnt over. I tillegg må statlige forvaltere etterleve andre lands reguleringer dersom man investerer utenlands.

oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Innenfor denne rammen skal fondene forvaltes ansvarlig. Et klart finansielt mål, sammen med en langsiktig og ansvarlig forvaltning, legger til rette for at både dagens og fremtidige generasjoner vil kunne nyte godt av Statens pensjonsfond.

Rammene for forvaltningen av Statens pensjonsfond er fastsatt av politiske myndigheter, men fondet er ikke et politisk virkemiddel. Uttak fra SPU bidrar imidlertid til å finansiere velferdsordninger og politiske prioriteringer. Fondets finansielle formål og evnen til å finansiere offentlige utgifter henger tett sammen.

Finansdepartementet legger stor vekt på at investeringsstrategien for Statens pensjonsfond skal være faglig forankret og tilpasset fondets særtrekk og formål. Strategien for SPU og SPN er utviklet over tid, basert på grundige vurderinger, faglige utredninger og praktiske erfaringer. Investeringsstrategien er definert i forvaltningsmandatene for de to fondene og uttrykkes blant annet gjennom sammensetningen av referanseindeksene fastsatt av departementet. Den strategiske referanseindeksen angir en fordeling av kapitalen mellom aksjer og obligasjoner og er et uttrykk for eiers investeringspreferanser og risikotoleranse. For SPU er aksjeandelen 70 pst., mens andelen er 60 pst. for SPN. Obligasjoner utgjør resten.

Valg av aksjeandel er den beslutningen som i størst grad bestemmer samlet risiko i fondet. Høyere aksjeandel gir høyere forventet avkastning, men innebærer også større utslag i verdien av investeringene og større risiko for tap. Gjennom sin tilslutning til valg av aksjeandel har fondets eiere, det norske folk, representert ved politiske myndigheter, gitt uttrykk for hva som anses som et akseptabelt risikonivå. Investeringsstrategien innebærer at fondskapitalen i hovedsak investeres i noterte markeder.

Et viktig utgangspunkt for strategien er at den samlede risikoen kan reduseres ved å spre investeringene bredt mellom aktivaklasser, regioner, land, industrier, selskaper og utstedere. Sammensetningen av referanseindeksene for aksjer og obligasjoner medfører at investeringene spres på mange enkeltelskaper og obligasjonslån. Indeksene er satt sammen med sikte på at disse skal kunne følges tett og til lave kostnader. De brukes også til å måle resultatene Norges Bank og Folketrygdfondet oppnår i forvaltningen.

Det meste av den samlede risikoen i fondet følger av utviklingen i de brede aksje- og obligasjonsmarkedene. Norges Bank og Folketrygdfondet kan, innenfor fastsatte risikorammer i mandatet, avvike noe fra referanseindeksene i den operative gjennomføringen av forvaltningen. Hensikten er å sikre en kostnadseffektiv tilpasning til indeksene, samt å utnytte særtrekk ved fondene eller opparbeidede fortrinn til å oppnå meravkastning. I forvaltningen av SPU er det innenfor en begrenset ramme åpnet for investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi.

Kilde: Meld. St. 9 (2021-2022) *Statens pensjonsfond 2022*

## 5 Det tilgjengelige kapitalmarkedet

Avsnittene 5.1 til 5.3 gir en beskrivelse av størrelsen på ulike deler av både det internasjonale og det norske kapitalmarkedet.

### 5.1 Det internasjonale markedet

Det internasjonale markedet for noterte og unoterte verdipapirer er svært stort. Tar vi utgangspunkt i aksjeindeksen FTSE Global Total Cap, som består av i alt 19 083 ulike

børsnoterte aksjer fra 49 land, var kapitalisert verdi for denne indeksen til sammen 684 808 mrd. kroner per 30.09.2022, se tabell 5.1. Av dette utgjør norske selskaper bare om lag 0,27 pst.

Tabell 5.1 Børsnoterte selskaper

	Antall selskaper	Markedsverdi, mrd. kroner
Norge	165	1 852
Norden utenom Norge	501	12 408
Resten av Europa	1 955	89 690
USA	3 811	420 567
Resten av verden	12 651	160 282
Sum	19 083	684 808

Kilde: FTSE Russel,

<https://research.ftserussell.com/Analytics/FactSheets/Home/DownloadSingleIssue?issueName=TCG&isManual=False>

Når indeksleverandører utarbeider indekser er det vanlig å justere de enkelte selskapene for den andelen av selskapet som kan være gjenstand for normal omsetning (såkalt fri flytjustering). I tabell 5.1 over er det 165 norske selskaper som inngår, disse har en kapitalisert verdi på 1 852 mrd. kroner per 30.09.2022. Ikke alle børsnoterte norske aksjer inngår i denne indeksen, det er ytterligere om lag 25 aksjer som er notert på Oslo Børs<sup>16</sup>.

Tilsvarende som for aksjemarkedet kan vi ved å ta utgangspunkt i obligasjonsindeksen Bloomberg Global Aggregate beskrive det internasjonale markedet for obligasjoner. Denne indeksen inneholder utelukkende lån som er større enn 300 millioner euro, betaler en fast rente, har lengre gjenværende løpetid enn ett år og en kredittvurdering som tilsvarer såkalt «investment grade», dvs. en rating på BBB- eller bedre. Det er i alt 28 227 ulike obligasjonslån fra 70 ulike land i denne indeksen, som har en kapitalisert verdi på til sammen 584 237 mrd. kroner per 30.10.2022, se tabell 5.2. Av dette utgjør obligasjoner med norsk utsteder 0,29 pst.

Tabell 5.2 Det globale obligasjonsmarkedet.

	Antall obligasjoner	Markedsverdi i mrd. kroner
Norge	193	1 673
Norden utom Norge	618	7 277
Resten av Europa	7 383	139 960
USA	12 774	238 378
Resten av verden	7 259	196 949

<sup>16</sup> Antallet børsnotert selskaper er noe lavere som følge av at det for enkelte selskaper er notert flere aksjeklasser (A- og B-aksjer).

Sum	28 227	584 237
-----	--------	---------

Kilde: Bloomberg

Kriteriene for å bli inkludert i denne indeksen er relativt strenge, og innebærer at en rekke lån enten faller ut pga. størrelse, kredittrating eller fordi lånet mangler kredittrating. I følge Nordic Trustee<sup>17</sup> var det på samme tid utestående obligasjoner hvor utsteder er norsk til en samlet verdi på 4 200 mrd. kroner, av disse var 2 386 mrd. kroner obligasjonslån som var utstedt i norske kroner, mens lån med en verdi tilsvarende 1 814 mrd. kroner var utstedt i annen valuta.

## 5.2 Det norske noterte aksjemarkedet

I det følgende benyttes verdier per 31.12.2021 for senere å kunne sammenligne noterte aksjer med et anslag på verdien av unoterte norske aksjer. Den totale verdien av aksjer notert på Oslo Børs var 3 623 mrd. kroner ved utgangen av 2021. Av dette var 22,9 pst. eid direkte av staten, mens ytterligere 25,5 pst. var eid av andre store eiergrupperinger, slik at til sammen 48,3 pst. av Oslo Børs ikke anses å være gjenstand for fri omsetning. Det er altså 51,6 pst. av verdien på Oslo Børs som anses å være tilgjengelig for ordinære investorer (fri flyt). Aksjeindeksen OSEBX (hovedindeksen på Oslo Børs), som tar utgangspunkt i fri flyt, utgjorde 1 664 mrd. kroner ved utgangen av 2021. I denne indeksen inngikk det 69 ulike aksjer. Tabell 5.3 oppsummerer Oslo Børs og den delen av Oslo Børs som utgjør aksjeindeksen OSEBX.

Tabell 5.3 Sammensetningen av Oslo Børs

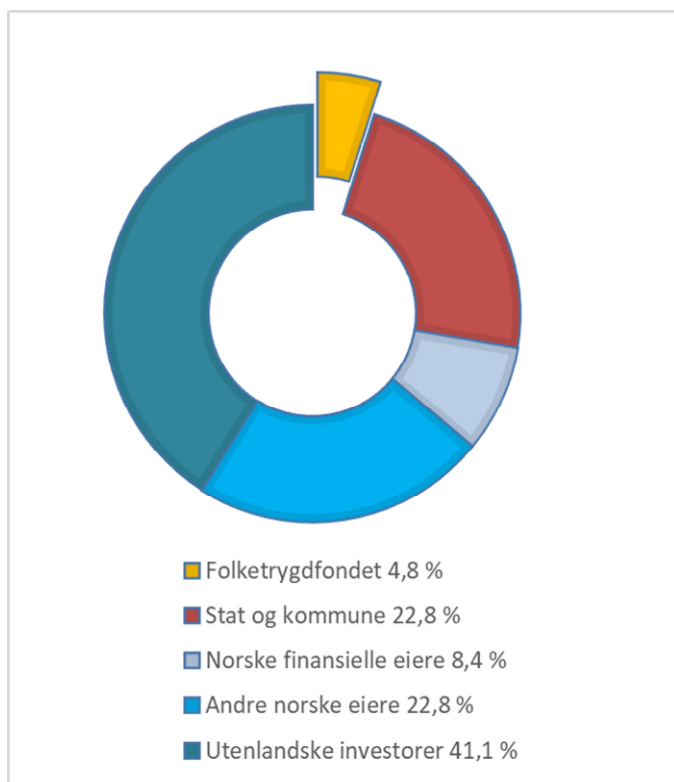
	Markedsverdi i mrd. kroner	Pst. av total markedsverdi
Aksjer eid direkte av staten (Nærings- og fiskeridepartementet)	828	22,9 pst.
Aksjer eid av andre store eiere (utenfor fri flyt)	926	25,5 pst.
Aksjer (fri flyt) som inngår i OSEBX	1 664	45,9 pst.
Aksjer (fri flyt) som ikke inngår i OSEBX	205	5,7 pst.
Sum	3 623	

Kilde: Oslo Børs og Folketrygdfondet

Det norske børsnoterte aksjemarkedet er preget av at både staten og utenlandske eiere er store, jf. figur 5.1. Staten eier 22,8 pst. av selskapene på Oslo Børs direkte<sup>18</sup>, mens aksjene til SPN, som er registrert på fondets forvalter Folketrygdfondet, utgjorde 4,8 pst. Utenlandske investorer eide 41,1 pst..

<sup>17</sup> Nordic Trustee (tidligere Norsk tillitsmann) leverer tjenester innenfor bl.a. markedsdata for obligasjonsmarkedet.

<sup>18</sup> I tabellen over utgjør statens eierskap 22,9 pst. Det skyldes at Oslo Børs i kategoriseringen av fri flyt ikke oppdaterer eierskapsprosentene i de enkelte selskapene ved årets slutt.



Kilde: VPS og Folketrygdfondet

Figur 5.1 Eierskapet på Oslo Børs per 31.12.2021

Verdien av egenkapitalbevis (i alt 20 sparebanker) notert på Oslo Børs var ved utgangen av 2021 på 93,8 milliarder kroner, av dette var 66,4 milliarder kroner regnet av Oslo Børs som fritt omsettelige (fri flyt).

Oslo Børs driver i tillegg Euronext Expand Oslo som også er en regulert markedsplass, men ikke har krav om tre års historikk. På denne markedsplassen var det notert 15 selskaper med en samlet markedsverdi på 8,4 milliarder kroner ved utgangen av 2021. På Euronext Growth Oslo, som er en multilateral handelsfasilitet som driftes av Oslo Børs, var det notert 119 selskaper<sup>19</sup> med en markedsverdi på 177 milliarder kroner ved utgangen av 2021.

### 5.3 Det norske unoterte markedet

Verdien av unoterte aksjer kan først konstateres når det skjer en omsetning av aksjer mellom uavhengige parter. I mangel av et bedre anslag på markedsverdien av unoterte norske aksjer, benyttes her bokført egenkapital per 31.12.2021. Vi har tatt utgangspunkt i alle selskapene som er registrert i databasen til Proff<sup>20</sup>. Vi har trukket ut de børsnoterte selskapene fra denne databasen, samt selskaper som er datterselskaper av de børsnoterte selskapene. Vi har også trukket ut unoterte selskaper som er største eier av et børsnotert selskap. Resultatet er at vi finner i alt nær 340 000 selskaper som ikke er børsnotert eller eid av de børsnoterte selskapene eller selv er største aksjonær i et børsnotert selskap. Av disse er det 288 345

<sup>19</sup> I dette tallet er det også inkludert enkelte mindre sparebanker med egenkapitalbevis.

<sup>20</sup> Proff AS leverer ulike typer informasjon om norske bedrifter, bl.a. om eierskap.

selskaper som har positiv egenkapital (et større antall har 0 i registrert egenkapital), se tabell 5.4.

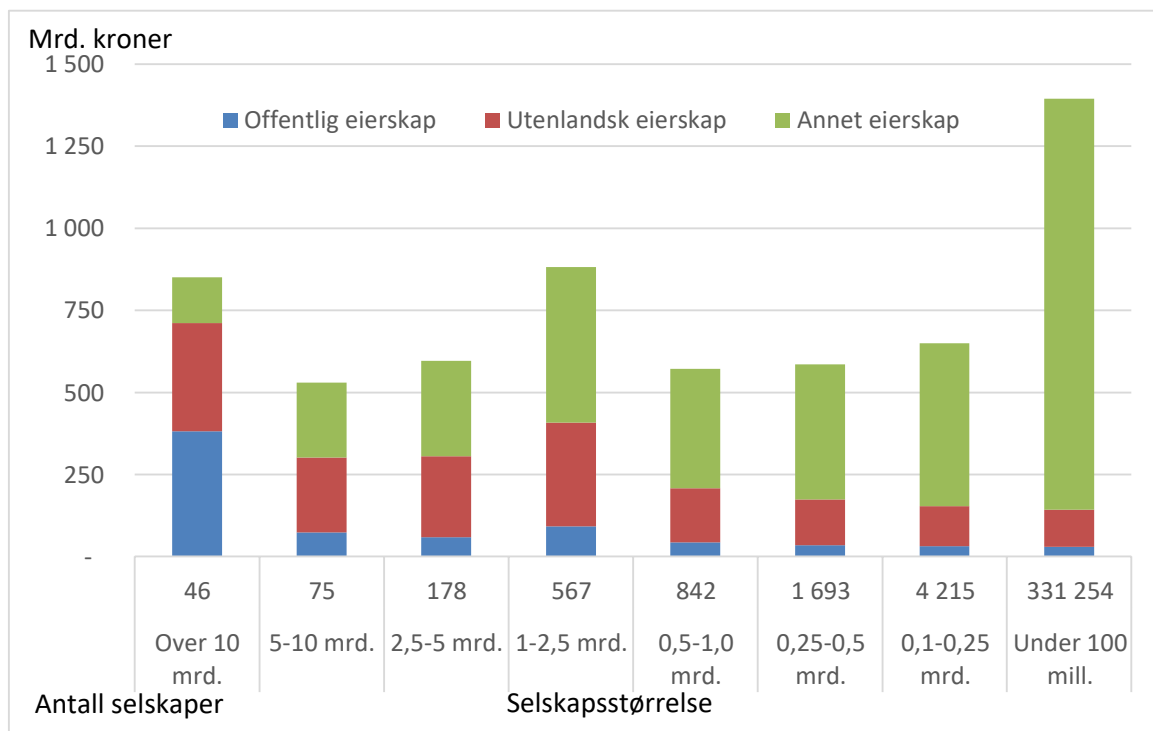
Tabell 5.4 Unoterte selskaper i Norge

Selskapsstørrelse (egenkapital)	Antall selskaper	Bokført egenkapital (mrd. kroner)
Over 10 mrd.	46	851
5-10 mrd.	75	530
2,5-5 mrd.	178	596
1-2,5 mrd.	567	882
0,5-1,0 mrd.	842	572
0,25-0,5 mrd.	1 693	585
0,1-0,25 mrd.	4 215	650
Under 100 mill.	331 254	1 395
Sum	338 870	6 062

Kilde: Proff

Bokført egenkapital for unoterte selskaper var 6 062 milliarder kroner per 31.12.2021. Det innebærer at unoterte selskaper utgjør om lag 62,5 pst. av den totale verdien av norske aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Også NOU 2018:5 *Kapital i omstillingens tid - Næringslivets tilgang til kapital* (Kapitaltilgangsutvalget) finner at for norske selskaper er den samlede egenkapitalen for unoterte selskaper større enn for noterte selskaper.

Vi har kategorisert selskapene i databasen til Proff etter eierskap, hvor vi har tatt utgangspunkt i de største eierne i hvert selskap og fulgt eierstrukturen opp i alt tre ledd og kategorisert selskapene etter offentlig eierskap, utenlandsk eierskap og andre. Det innebærer for eksempel at utenlandsk eierskap defineres som eierskap i selskaper hvor eierne er utenlandske, morselskapet er utenlandsk eid eller selskapet som eier morselskapet er utenlandsk eid. Offentlig eid er tilsvarende selskaper hvor staten eller fylkeskommune og kommune er de endelige eierne. Vi har i denne fordelingen fokusert på de største eierne, slik at selskaper hvor de største eierne er utenlandske fremstår i oversikten under som utenlandske også i tilfeller hvor norske eiere utgjør en minoritet. For en oversikt, se figur 5.2 og tabell 5.5.



Kilde: Proff

Figur 5.2 Eierskap i unoterte norske selskaper

Det offentlige er altså i langt større grad eiere i de største selskapene enn i de mindre selskapene. Det samme ser vi er tilfellet for det utenlandske eierskapet. Blant de største selskapene er det offentlige eierskapet svært konsentrert. Av de største 25 selskapene som ikke er børsnotert eller eid av børsnoterte selskaper er i alt seks selskaper Statskraft og datterselskaper av Statkraft.

Tabell 5.5 Fordeling av norske unoterte selskaper etter størrelse

Antall ansatte	Antall selskaper	Bokført egenkapital, mrd. kroner
Ikke oppgitt	174 474	3 114
Fra 0 til 10	131 560	1 233
Fra 11 til 50	27 568	657
Fra 51 til 100	3 044	269
Fra 101 til 500	1 905	442
Fra 501 til 1000	164	199
Fra 1001 til 5000	147	138
Over 5000	8	10
Sum	338 870	6 062

Kilde: Proff

Som vi ser av figur 5.2 og tabell 5.5 det relativt få selskaper som har en tilstrekkelig stor verdi til at de i utgangspunktet vil være interessante som investeringsobjekter for en ny statlig aktør. Det er vanskelig for et fond å investere i selskaper med en lav verdi. Skal et fond komme opp i særlig størrelse må antallet selskaper det investeres i derfor bli høyt om unoterte norske selskaper skal være investeringsuniverset alene.

En annen illustrativ tabell er tabell 5.6, som viser de unoterte norske selskapene fordelt på fylke. Selv om antallet selskaper er høyt, ser vi at den gjennomsnittlige størrelsen målt i egenkapital også er relativ liten. Når gjennomsnittlig selskapsstørrelse er om lag 20 mill. kroner, vil det være nødvendig å kjøpe alle aksjene i 50 selskaper for å investere 1 mrd. kroner, eller andeler i 500 selskaper om eierandelen skal være 10 pst. i alle selskaper.

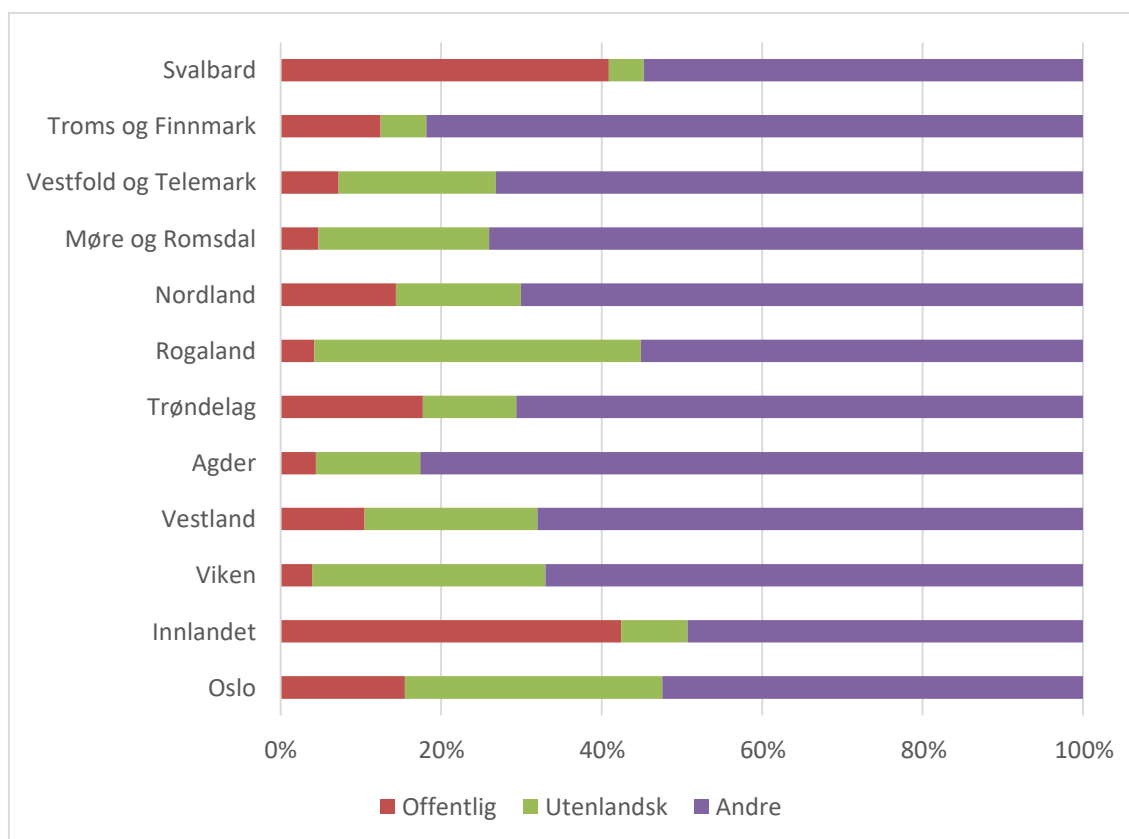
Tabell 5.6 Norske unoterte selskaper fordelt på fylker

Fylke	Bokført egenkapital, mrd. kroner	Andel	Antall selskaper	Gjennomsnittlig størrelse (mill. kroner)
Oslo	2 680	44 pst.	63 343	42
Innlandet	200	3 pst.	18 448	11
Viken	835	14 pst.	73 890	11
Vestland	542	9 pst.	38 686	14
Agder	174	3 pst.	20 182	9
Trøndelag	332	5 pst.	25 760	13
Rogaland	598	10 pst.	29 709	20
Nordland	159	3 pst.	13 386	12
Møre og Romsdal	250	4 pst.	15 676	16
Vestfold Telemark	195	3 pst.	26 213	7
Troms og Finnmark	95	2 pst.	13 350	7
Svalbard	2	0 pst.	227	7
Sum	6 062		338 870	18

Kilde: Proff

Vi har også sett på hvem som eier de unoterte selskapene (se figur 5.3). Blant de 320 største unoterte selskapene er 36,5 pst. eid av utlendinger (datterselskaper og også en del aktive eierfond), 27,4 pst. er eid av det offentlige (Statkraft er størst) mens de resterende 36,1 pst. er eid av norske selskaper og personer. Av disse er det en rekke selskaper som i dag har eiere som sannsynligvis ikke er interessert i å selge til andre (Coca Cola har neppe interesse av å selge aksjer i Coca-Cola Europacific Partners Norge AS, og Statkraft er også uaktuell).





Kilde: Proff

Figur 5.3 Eierskap i unoterte norske selskaper fordelt på fylke

## 6 Rettslig rammeverk

Arbeidsgruppens mandat angir at formålet med etableringen i Tromsø er å bidra til å styrke statens tilstedeværelse og bygge sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord, mens formålet med investeringene skal være høyest mulig avkastning etter kostnader over tid, hensyntatt akseptabel risiko. Dette todelte formålet er sentralt når arbeidsgruppen er bedt om å vurdere «ulike alternative styringsstrukturer og oppsett, også i lys av de legale skrankene i lov om Statens pensjonsfond og at lov om Folketrygdfondet åpner for å gi Folketrygdfondet forvalteroppgaver med egne mandater utenfor rammen av lov om Statens pensjonsfond. Arbeidsgruppen skal vurdere (...) hensiktsmessighet og kostnader ved ulike modeller.» Herunder skal arbeidsgruppen vurdere om modeller innenfor Statens pensjonsfond «vil kreve en endring i lov om Statens pensjonsfond». Arbeidsgruppen er også bedt om å vurdere «hvordan den nye enheten bør finansieres, herunder muligheten for å hente midler til den nye enheten blant annet fra Statens pensjonsfond Norge (SPN) som ledd i å løse eierandelsutfordringen».

Nedenfor følger i lys av dette oppdraget en kort redegjørelse for lov om Statens pensjonsfond, lov om Folketrygdfondet, det finanspolitiske rammeverket som lov om Statens pensjonsfond virker i samspill med, lov om Statens obligasjonsfond, samt finansregulatoriske og statsstøtterettslige regler som kan ha innvirkning på hvordan man innretter den nye enheten. Regelverk som i hovedsak vil være relevant for den operasjonelle forvaltningsvirksomheten, men som ikke er avgjørende for valg av styringsstruktur og oppsett, er ikke omtalt nærmere.

I vurderingen av ulike modeller (kapittel 9) har arbeidsgruppen tatt utgangspunkt i at formålet med Statens pensjonsfond er langsiktig statlig sparing slik at petroleumsformuen kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode. I tråd med dette har investeringsvirksomheten i fondet som mål å oppnå høyest mulig finansiell avkastning med en akseptabel risiko. Uttak er begrenset til beløpsmessige overføringer på statsbudsjettet i tråd med handlingsregelen. På denne måten sikrer man at uttak fra fondet er integrert i det finanspolitiske rammeverket, og at bruken av midlene i fondet dermed skjer innenfor en samlet prioritering over statsbudsjettet. Loven åpner ikke for annen bruk av fondsmidlene.

Videre har arbeidsgruppen sett hen til lov om Folketrygdfondet som utpeker Folketrygdfondet som forvalter av SPN, men som samtidig åpner for at Folketrygdfondet også kan utføre andre forvalteroppgaver som legges til dem. Arbeidsgruppen har i den forbindelse merket seg Statens obligasjonsfond, som et eksempel på hvordan andre oppgaver kan legges til Folketrygdfondet.

Den nye enheten i Tromsø skal forvalte en del av statens formue. Arbeidsgruppen har derfor også sett hen til det finansmarkedsrettslige rammeverket som gjelder for fondsforvaltere. I utgangspunktet mener arbeidsgruppen at den nye enheten vil kunne ha det samme regulatoriske rammeverk som for forvalterne av SPN og SPU, dvs. at den nye enheten ikke vil være konsesjonsbelagt.

Arbeidsgruppen har samtidig også vurdert regelverket om statsstøtte, ettersom dette vil kunne virke inn på hvordan man bør organisere investeringsvirksomheten i den nye enheten i Tromsø. Arbeidsgruppen har lagt til grunn at virksomheten skal innrettes slik at den skjer på markedsvilkår, og ikke utformes som statsstøtte.

## 6.1 Lov om Statens pensjonsfond og lov om Folketrygdfondet

Forvaltningen av SPN bygger på lov om Statens pensjonsfond og lov om Folketrygdfondet.

Folketrygdfondet er et statlig særlovsselskap etablert gjennom lov om Folketrygdfondet. Loven gir de organisatoriske rammene for hvordan Folketrygdfondet drives, og fastsetter også hovedvirksomheten til Folketrygdfondet som etter loven § 1 er i «*eget navn*» å «*forvalte motverdien av kapitalinnskuddet Statens pensjonsfond Norge på oppdrag fra departementet*». Loven virker i samspill med § 3 tredje ledd i lov om Statens pensjonsfond som forutsetter at SPN skal plasseres som et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet og forvaltes etter nærmere bestemmelser fastsatt av departementet.

Forvaltningsoppdraget for SPN leses ut av lov om Statens pensjonsfond. Begrepet Statens pensjonsfond dekker både SPN og SPU jf. § 3 første ledd andre punktum. Det lovdefinerte formålet med pensjonsfondet, SPU og SPN, er langsiktig statlig sparing. Dette er uttrykt i loven i § 1 «*Sparingen i Statens pensjonsfond skal støtte opp under finansieringen av folketrygdens pensjonsutgifter. Sparingen skal ivareta langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter slik at petroleumsformuen kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode.*» Dette formålet dekker etter sin ordlyd hele Statens pensjonsfond, selv om opphavet til SPN ikke er koblet til petroleumsinntekten slik det er for SPU.

For å gjennomføre formålet § 1 er målet med investeringsvirksomheten finansielt. Dette kommer til uttrykk gjennom lov om Statens pensjonsfond § 2 hvor det heter at målet med investeringene skal være å oppnå «*høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Innenfor denne rammen skal fondet forvaltes ansvarlig*». Av ordlyden i § 2 fremgår dermed et klart målhierarki for investeringsvirksomheten, hvor den ansvarlig forvaltningen skal understøtte målet om høyest mulig avkastning med akseptabel risiko.

Intensjonen og rammene for Statens pensjonsfond er utdypet i lovens forarbeider og i senere Stortingsdokumenter, og bygger på en grunntanke om at fondet er en finansiell investor og at formuesmassen gjennom sparing skal understøtte oppbyggingen av finansielle reserver på statens hånd.<sup>21</sup>

## 6.2 Lov om Statens pensjonsfond og finanspolitikken

Statens pensjonsfond er en del av finanspolitikken. Uttak fra fondet reguleres i lov om Statens pensjonsfond § 7, som begrenser uttak fra fondet til «en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget».

Sammenhengen mellom Statens pensjonsfond og finanspolitikken ble omtalt i St. meld. nr. 12 (2004-2005) Pensjonsmeldingen, som lå til grunn for at lov om Statens petroleumsfond ble endret til lov om Statens pensjonsfond. Meldingen fikk bred oppslutning i Stortinget.

I forarbeidene til lov om Statens petroleumsfond, Ot.prp. nr. 29 (1989-1990) bl.a. s. 9 flg., er det lagt vekt på at overføringen av midler fra fondet må inngå i en helhetlig budsjettprosess. Dette er senere omtalt eksempelvis i Prop.97 L (2018-2019) kapittel 11.2.1.3: «Anvendelsen av SPU skjer gjennom en årlig overføring til statskassen etter vedtak i Stortinget. (...) Når regjeringen som ledd i budsjettprosessen foreslår å øke statens utgifter eller redusere statens inntekter, vil den samtidig måtte foreslå et eksplisitt vedtak om å trekke mer midler fra SPU. Sammenhengen mellom utgifts- og skattevedtakene og oppsparingene i fondet vil være entydig og synlig for beslutningstakerne.»

§ 7 bidrar på denne måten til åpenhet rundt beslutninger og anvendelse av fondets midler ved at anvendelsen inngår i en helhetlig budsjettprosess og skal forhindre at fondet blir en alternativ finansieringskilde for utgifter som ikke når opp i den ordinære budsjettprosessen.

I praksis gjøres de årlige uttakene fra Statens pensjonsfond fra SPU. Grunnkapitalen i SPN stammer fra overskudd i trygderegnskapene etter innføringen av folketrygden i 1967 og frem til slutten av 1970-tallet. Siden 1979 har SPN vært et lukket fond. Det betyr at det ikke tilføres nye midler til fondet. Avkastningen av investeringene legges løpende til fondskapitalen. Det har ikke vært gjennomført overføringer mellom SPN og statsbudsjettet. Ordlyden i lov om Statens pensjonsfond §7 skiller imidlertid ikke mellom SPU og SPN, og vil dermed også gjelde eventuelle uttak fra SPN.

## 6.3 Lov om Statens obligasjonsfond og lov om Folketrygdfondet

Folketrygdfondet kan etter lov om Folketrygdfondet § 1 også gis andre forvalteroppgaver enn forvaltningen av SPN. Lov om Folketrygdfondet vil da utgjøre det samme organisatoriske grunnlaget for forvaltningen av disse oppgavene som den gjør for forvaltningen av SPN. Innhold og formål for det eventuelt særlig tildelte forvaltningsoppdraget må i disse tilfellene leses ut av det konkrete tildelingsvedtaket. Det kan for eksempel være et departementsvedtak eller vedtak i Stortinget, her fastsetter ikke § 1 andre punktum formkrav.

Etableringen av Statens obligasjonsfond i 2009 og 2020 er eksempler på andre forvalteroppgaver som er lagt til Folketrygdfondet gjennom lovvedtak i Stortinget. For arbeidsgruppen er denne typen tilleggsoppdrag relevante ettersom gruppen er bedt om å vurdere ulike modeller for organisering av en ny kapitalforvaltningsenhet i Tromsø. En mulighet er å etablere et særmandat for en slik enhet utenfor rammen av SPN. Lovene som lå til grunn for etableringen av Statens obligasjonsfond (SOF) som forvaltningsoppdrag for

---

<sup>21</sup> Bl.a. Ot.prp.nr. 2 (2005-2006) og senere fondsmeldinger, sist Meld. St. 9 (2021-2022) kapittel 4.

Folketrygdfondet er etter gruppen syn relevante eksempler å ta utgangspunkt i for en slik modell.

De to lovene har samme formål og er for øvrig satt opp over samme mal, inspirert av lov om Statens pensjonsfond. Oppsettet ligner forvaltningen av pensjonsfondet, i det lovene fylles ut av detaljerte investeringsmandater fastsatt av departementet.

SOF-modellen har som fordel at den muliggjør et forvaltningsmandat utenfor Statens pensjonsfond. Dersom innholdet i forvaltningsmandatet (investeringsuniverset) er slik at man kan trekke på eksisterende kompetanse i Folketrygdfondet, er det ikke unaturlig å bruke det som forvalter. Dersom investeringsuniverset derimot krever en helt annen kompetanse, kan man likevel bruke SOF-modellen som grunnlag for forvalteroppgaven, men velge den forvalteren som er best egnet gitt oppgaven. Det kan være en ny enhet eller eksempelvis eksisterende forvaltere som er del av Næring- og fiskeridepartementets virkemiddelapparat.

## **6.4 Krav til organisering og drift av kapitalforvaltningsvirksomhet**

Den nye enheten i Tromsø skal være en statlig kapitalforvalter. Enheten kan bli del av en eksisterende statlig kapitalforvalter, eller etableres som en ny forvalter.

De overordnede rammene for kapitalforvaltning i Norge er gitt gjennom verdipapirhandelloven og verdipapirfondloven. For enkelte særlige typer fond gjelder egne regelverk med krav til forvaltningen, eksempelvis lov om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven).

Felles for verdipapir- og fondsregelverket er at bestemmelsene bygger på et grunnleggende prinsipp om investorbeskyttelse og velfungerende markeder. Virkeområdet for verdipapirfondloven tar eksempelvis utgangspunkt i at formuesmassen i et verdipapirfond skal ha oppstått gjennom innskudd fra *«en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet»*. Tilsvarende tar virkeområdet for AIF-loven utgangspunkt i en definisjon av alternative investeringsfond som en kollektiv investering som innhenter kapital *«fra et antall investorer»*.

Arbeidsgruppen har lagt til grunn at som en fulleid statlig kapitalforvalter vil den nye enheten i Tromsø ikke falle inn under dette regelverket, og at en rekke finansregulatoriske bestemmelser derfor ikke vil komme til anvendelse. Gruppen har av denne grunn ikke gått nærmere inn i de organisatoriske kravene som gjelder for fondsforvaltere i norsk finansmarkedsregelverk. Deler av regelverket, eksempelvis verdipapirhandelloven §§ 2-1 første ledd og 2-7 første ledd, bygger imidlertid på en bred definisjon av hva som menes med investeringstjenester, investeringsvirksomhet og verdipapirforetak. Dersom man velger å etablere en selvstendig ny forvalterenheter, antar gruppen at det bør vurderes nærmere om man bør presisere unntak for denne enheten bl.a. i verdipapirhandelloven § 9-3 første ledd, på samme måte som det er gjort for Norges Bank og Folketrygdfondet m.fl. Behovet vil bero på en konkret vurdering som må gjøres etter at modell er valgt.

Arbeidsgruppen har ikke sett nærmere på finansmarkedsrettslig eller annet omkringliggende regelverk som er relevant for en kapitalforvalters løpende arbeid, ettersom disse reglene gjelder noenlunde likt for den løpende kapitalforvaltningen og dermed ikke er avgjørende for valg av modell.

## **6.5 EU/EØS-rett - statsstøtte**

EØS-avtalen er gjennomført i norsk rett ved EØS-loven. Det betyr at EØS-avtalens bestemmelser gjelder som norsk lov. EØS-avtalen artikkel 61 forbyr statsstøtte på vilkår av at

det foreligger «støtte» som «*vrir eller truer med å vri konkurransen ved å begunstige enkelte foretak eller produksjonen av enkelte varer*». Slik støtte er uforenlig med EØS-avtalen «*i den utstrekning støtten påvirker samhandelen mellom avtalepartene*». På noen vilkår som ikke er relevant å vurdere i denne sammenheng, kan støtte likevel være tillatt etter artikkel 61 andre og tredje ledd.

Støttebegrepet i artikkel 61 er bredt og omfatter mer enn direkte offentlige ytelser til et selskap eller en sektor. Det finnes omfangsrik rettspraksis fra EU-domstolen om innholdet i begrepet. Denne er relevant også for forståelse av EØS-avtalen artikkel 61. For at det skal foreligge «støtte» er det kort oppsummert et krav at en virksomhet eller et område favoriseres og oppnår en økonomisk fordel den ikke ville oppnådd til vanlige markedsbetingelser.

Etter gruppens vurdering innebærer ikke mandatets formål om at det skal etableres en enhet i Tromsø i seg selv at det vil foreligge «støtte» i artikkel 61s forstand.

Dersom investeringsuniverset for den nye enheten blir i unoterte aktivaklasser, vil det likevel kunne være relevant å se nærmere på det statsstøtterettslige regelverket. Det vil eksempelvis være relevant dersom investeringsmandatet omfatter en adgang til direkteinvesteringer i unoterte selskaper. I et slikt tilfelle vil den nye statlige enheten måtte kunne godtgjøre at investeringen skjer på markedsvilkår (markedsaktørprinsippet). Normalt vil det være lettere og mer kostnadseffektivt å godtgjøre markedsvilkår dersom staten saminvesterer med en privat investor, enn dersom den statlige kapitalforvalteren er investor alene.

Det vil også være relevant å se nærmere på EØS-avtalen artikkel 61 dersom den nye enheten på annen måte tilgodeser enkelte næringssektorer ut over investeringer på rene markedsbetingelser.

Norge er også tilsluttet WTO-avtalen. I WTO-avtalen reguleres muligheten for offentlige subsidier. Subsidiebegrepet i WTO avviker noe fra statsstøttebegrepet i EØS-retten.

## **7 Næringsrettet virkemiddelapparat**

### **7.1 Om virkemiddelfond**

Staten har opprettet flere virkemiddelfond som investerer i unoterte aksjer i Norge, med formål om å øke norsk verdiskaping innenfor bærekraftige rammer. Blant aktørene finner vi Investinor AS, Nysnø Klimainvesteringer AS og i noen grad Argentum Fondsinvesteringer AS. Sistnevnte er i dag en kapitalforvalter som kan investere i alle land, uten næringspolitisk formål. Blant internasjonale virkemiddelfond er det særlig det Europeiske Investeringsfondet som har aktivitet i Norge. Alle aktørene kan investere i aktive eierfond. Nysnø og Investinor kan også investere direkte i enkeltbedrifter.

Virkemiddelfondene Investinor og Nysnø Klimainvesteringer er hovedsakelig rettet inn mot investeringer i mindre unoterte bedrifter med stort fremtidig inntjeningspotensial. Bedriftene kjennetegnes av at de utvikler produkter og tjenester som det kan bli stor etterspørsel etter hvis utviklingsprosjektet lykkes. Dette innebærer oftest stor teknologisk og markedsmessig risiko og at det tar tid før investorene får avkastning. Det er regnet som samfunnsøkonomisk gunstig at det etableres og utvikles slike vekstbedrifter. Offentlige utvalg som Produktivitetskommisjonen (NOU 2016:3) og Kapitaltilgangsutvalget (NOU 2018:5) peker på at disse bedriftene ikke får tilstrekkelig finansiering av markedet alene. For mange slike bedrifter antas det at den bedriftsøkonomiske lønnsomheten, og dermed også investorenes

insentiver, ikke er sterke nok til å realisere alle de samfunnsøkonomisk lønnsomme investeringene. Delvis forklares markedssvikten med asymmetrisk informasjon som gir investorene utfordringer med å skille de lønnsomme investeringene fra de ulønnsomme. I tillegg pekes det på at nyskapende bedrifter har nyttevirksomheter som ikke reflekteres tilstrekkelig i den forventede bedriftsøkonomiske lønnsomheten, herunder innovative produkter eller tjenester som konkurrenter kan kopiere, læringseffekter eller reduksjon av skadelige bieffekter som klimagassutslipp.

Informasjonsutfordringer gjør det krevende å skille ut gruppen med bedrifter som er rammet av markedssvikten. For at virkemidlene skal ha en positiv effekt må de likevel i noen grad klare å treffe målgruppen på en effektiv måte, samtidig som eventuelle skadevirkninger minimeres. En sentral mulig skadevirkning er at offentlige investeringer kan bomme på målgruppen og dermed fortrenge dyktige private investorer som ellers ville investert i markedet. Slik fortrenning kan føre til at tiltaket svekker verdiskapingen heller enn å øke den.

Virkemiddelfondene innrettes tilnærmet utelukkende mot å gjøre kommersielle investeringer sammen med private enten direkte eller indirekte gjennom fond. Det er etter hvert dannet en konsensus<sup>22</sup> om at det gir best resultat både for de enkelte bedriftene og for utviklingen av kompetanse på tidligfaseinvesteringer, om man benytter private miljøer i utvelgelsen og oppfølgingen av investeringene. Eksempler på dette er at offentlige mandater vris fra direkteinvesteringer til fond-i-fond og passiv matching av private investorer.

For det offentlige er det urealistisk og unormalt å forvente en risikojustert markedsmessig avkastning på investeringene gjennom ulike virkemiddelfond. Fondene innrettes normalt mot investeringer med svært høy risiko. Dette innebærer en forventet kostnad for staten gjennom forsaket avkastning. En slik innretning og risikoprofil er ikke forenlig med målet om høyest mulig avkastning etter kostnader over tid, hensyntatt akseptabel risiko, som er en hovedforutsetning for forvaltningen til en ny enhet i Tromsø. Samtidig vil det være uklare grenser mellom investeringer som motiveres ut fra markedssvikt og rent finansielt begrunnede investeringer. Det er dermed fare for at det kan bli overlapp mellom deler av mandatet til en ny enhet i Tromsø og fondene som er nevnt i dette kapitlet. Særlig kan det gjelde Argentum. Overlappen vil avhenge av hvordan det nye fondet innrettes, dette vurderes nærmere i kapittel 9.

## **Boks 7.1 Oversikt over virkemiddelbruk i Norge inkludert Argentum**

### *Argentum Fondsinvesteringer AS*

Argentum investerer i venture og oppkjøpsfond over hele verden. Porteføljen har hovedvekt av fond forankret i Nord-Europa. Fondet ble etablert med en forvaltningskapital på 2,45 mrd. kroner i 2001 for å «være et slagkraftig verktøy for framtidig verdiskaping og tilførsel av kapital i hele landet.» Stortinget plukket ut syv sektorer hvor selskapet skulle etablere investeringsfond. Virksomheten er med tiden dreid bort fra investeringer for å nå næringspolitiske mål til å bli en ren kapitalforvalter. Selskapet oppgir å ha investeringer i 242 fond, herunder 66 norske. Statens mål som eier av selskapet er høyest mulig avkastning. Forvaltningskapitalen (kommittert kapital) var på 22,3 mrd. kroner i 2021 hvorav 5,9 mrd. fra private.

<sup>22</sup> Se f.eks. Alperovych, Yan & Quas, Anita & Standaert, Thomas. (2018). Direct and indirect government venture capital investments in Europe. Economics Bulletin. 38.

### *Investinor AS*

Investinors formål er å bidra til bedre kapitaltilgang i tidligfasemarkedet gjennom å forvalte seks mandater på vegne av staten. 1) Direkteinvesteringsmandatet (4,2 mrd. kroner, etablert 2008-), såkornfondordningene (2,2 mrd. kroner, etablert 2007-2019), nytt mandat for fonds- og matchinginvesteringer (1,3 mrd. kroner, etablert 2020-), ordningen med presåkornfond (273 mill. kroner, etablert 2015-2019), Koinvesteringsfondet for Nord-Norge (132 mill. kroner, etablert 2017) og nytt fond med statlig og privat kapital forvaltet fra Nord-Norge (200 mill. kroner, under etablering). Gjennom disse ordningene er det investert i 516 bedrifter i tidlig fase, av disse er 428 registrert i Norge. Et stort flertall av investeringene er gjort indirekte gjennom 58 tidligfasefond som Investinor har investert i. Statens mål som eier av selskapet er høyest mulig avkastning. Forvaltningskapitalen var på 8,3 mrd. kroner i 2021.

### *Nysnø klimainvesteringer AS*

Fondet ble etablert i 2018 og skal bidra til reduserte klimagassutslipp gjennom investeringer som direkte eller indirekte bidrar til dette. Selskapet investerer i unoterte selskaper og fond rettet mot unoterte selskaper, med virksomhet i eller ut fra Norge. Investeringsfokus er selskaper i tidlige faser og investeringene retter seg i hovedsak mot ny teknologi i overgangen fra teknologiutvikling til kommersialisering. Nysnø har per utgangen av 2021 investert i tolv selskaper og elleve fond. Statens mål som eier av selskapet er høyest mulig avkastning. Forvaltningskapitalen var på 2,4 mrd. kroner i 2021.

### *Det europeiske investeringsfondet*

Det europeiske investeringsfondet (EIF) er et datterselskap av den europeiske investeringsbanken (EIB) og opererer en rekke egenkapital- og garantivirkemidler. Virkemidlene er investeringer i pre-såkorn-, såkorn- og venturefond. Matchingordninger med private investorer og garantier til banker som gir utlån til innovative SMB-er som ikke kan stille tilstrekkelig sikkerhet. EIF investerer både midler etter mandater fra EU-kommisjonen og medlemsland eller fra egne ressurser i tråd med bankens overordnende mål. EIF er sammen med EIB hovedoperatøren av det nye rammeprogrammet InvestEU. Vi har ikke oversikt over hvor stor aktiviteten i Norge fra fondets egne ressurser er. Fondet er en stor bidragsyter til venturefond i Europa og det er trolig at flere norske aktører har fått og vil få delfinansiering som stammer fra EIFs egen midler.

## **7.2 Ulike initiativer i Nord-Norge**

I tillegg til landsdekkende virkemidler har det vært en rekke tiltak for å styrke kapitaltilgang og forvaltningsmiljøer i Nord-Norge i senere år. Under gis det en kronologisk gjennomgang av ulike initiativ.

I perioden 2006-2009 ble det opprettet to såkornfond med statlig støtte forvaltet av KapNordfond i Bodø og Norinnova i Tromsø. Per i dag er fondet i Bodø avviklet og fondet i Tromsø er i avviklingsmodus. Fondsmiljøet i Tromsø er knyttet til Universitetet i Tromsø og forvalter også andre midler, herunder pre-såkornfond. Fondet i Bodø videreføres som et privat investeringselskap for deler av den tidligere porteføljen i fondet.

Etter 2010 har det vært et gjentakende mønster at private medinvestorer vegrer seg for å binde opp kapital til fondssamarbeid med statlige aktører i Nord-Norge, selv om dette så mer lovende ut for det nye fondet under Investinor (nærmere beskrevet under). Private aktører har vært villige til å delta i samarbeid om enkelttransaksjoner i Nord-Norge under investeringsmandatene til Investinor som aktive direkteinvesteringer, Koinvesteringsfondet for Nord-Norge, pre-såkornordningen, Investeringsfondet for Øst-Europa og Nordvest-Russland (INVRØE) og Nysnø Klimainvesteringer AS.

Koinvesteringsfondet for Nord-Norge ble etablert etter at det ikke lyktes å etablere et såkornfond i Nord-Norge i perioden 2015-2018. Fondet forvaltes av Investinor og skal øke kapitaltilgangen for bedrifter i tidlig fase lokalisert i Nord-Norge. Investeringene gjøres sammen med private investorer på prosjektbasis, der private investorer deltar med minst like mye som staten i enkeltinvesteringer og oppfølgingsinvesteringer. Siden 2018 har fondet investert i seks selskaper, og det er prekvalifisert 20 medinvestorer. I overkant av en tredjedel av den opprinnelige kapitalen på 132 mill. kroner var investert ved utgangen av 2021. Det er forventet at nyinvesteringsaktiviteten vil fortsette i årene framover. Fondet gjorde sin første avhending i 2021, med en avkastning på om lag 25 pst. Det er for tidlig å si noe om de øvrige resultatene fra fondet.

De nordlige regionene i Norge, Sverige og Finland har i lengre tid samarbeidet med Det europeiske investeringsfondet (EIF) om etableringen av en fond-i-fond-struktur på omlag 1-2 mrd. kroner kalt Arctic Investment Platform. Våren 2022 ga EIF tilbakemelding om at det per i dag ikke er grunnlag for å opprette initiativet. I EIFs undersøkelse pekes det på at regionen er heterogen når det gjelder næringsstruktur, det er få forvaltere og relativt få prosjekter. De mener likevel det er et potensial og oppfordrer regionene til videre utvikling av et konsept som de kan bidra i.

Investeringsfondet for Øst-Europa og Nordvest-Russland ble etablert i 1996 for å fremme næringssamarbeid mellom Norge og land i Sentral- og Øst-Europa som ikke er medlemmer av EU. Fra 2019 forvaltes fondet av Kirkenes Forvaltning AS og det kan også gjøre investeringer i selskaper og fond lokalisert i Nordland, Troms og Finnmark. Fondet ble opprettet med en kapital på 266 mill. kroner.

Investinor arbeider med etableringen av et nytt fond med statlig og privat kapital som skal forvaltes fra Nord-Norge i tråd med bevilgning i revidert statsbudsjett 2021. I statsbudsjettet for 2023 meldte regjeringen til Stortinget at det var forventet av fondet ville bli etablert i løpet av 2022. Det har senere oppstått usikkerhet om alle de private investorene blir med på samarbeidet, noe som igjen skaper usikkerhet om etableringen av fondet.

## 8 Eierandelsutfordringen

Finansdepartementet mottok i 2019 råd fra Folketrygdfondet om å endre mandatet for SPN som følge av at eierandelene i det norske aksjemarkedet er kommet opp på et så høyt nivå at det er risiko for å komme i brudd med eierandelsbegrensningen på 15 pst. i norske selskaper. I tillegg reduseres handlingsrommet i den aktive forvaltningen.

Investeringsstrategien for SPN har siden 2007 vært basert på en referanseindeks som er sammensatt av noterte aksjer (60 pst.) og obligasjoner (40 pst.). Referanseindeksen har en fast geografisk fordeling med 85 pst. norske verdipapirer og 15 pst. nordiske (danske, finske og svenske) verdipapirer. Av obligasjonsdelen utgjør statsobligasjoner 30 pst. og foretaksobligasjoner 70 pst. for den norske delen av referanseindeksen for renter, mens



statsdelen for den nordiske delen er styrt av markedet. Rammene for forvaltningen åpner for at Folketrygdfondet kan avvike noe fra referanseindeksen, bl.a. for å oppnå meravkastning.

Ved årsslutt 2021 utgjorde Folketrygdfondets investeringer 4,8 pst. av Oslo Børs og 10,5 pst. av hovedindeksen på Oslo Børs. Forskjellen skyldes at hovedindeksen er fri flyt-justert. Vektingen av hver aksje justeres ned dersom en del av de utestående aksjene ikke anses som fritt omsettelige. Eksempler på dette er statens andeler i Equinor og DNB. Mandatets grense på 15 pst. eierandel gjelder den ujusterte aksjebeholdningen. Folketrygdfondets gjennomsnittlige eierandel i de selskapene på Oslo Børs der fondet er eier, var ved årsslutt 2021 5,5 pst. Høyeste eierandel i et enkeltstelskap var på samme tidspunkt 11,7 pst.

I brevet desember 2019 viste Folketrygdfondet til at store aksjekjøp i perioden med aksjemarkedsfall i 2008 og 2009, som følge av strategien med tilbakevekting av aksjeandelen i SPN, bidro til å øke eierandelen i selskapene i hovedindeksen på Oslo Børs i betydelig grad. I perioden etter finanskrisen har eierandelene i norske selskaper holdt seg høye, til tross for at det er gjennomført flere tilbakevektinger med salg av aksjer, noe som isolert sett reduserer SPNs eierandeler. Også etter 2019 har Folketrygdfondet gjennomført tilbakevektinger, med både opp- og nedvektinger av aksjer. En grunn til at eierandelene fortsatt er høye, er at selskapene på Oslo Børs i tiåret før 2021 betalte langt mer i utbytte enn det har vært emisjoner og børsintroduksjoner. Folketrygdfondet reinvesterer dette utbyttet, noe som har motvirket effekten på eierandelene av tilbakevektinger med salg av aksjer. Beregninger fra Folketrygdfondet viser at det ikke hadde vært mulig å gjennomføre en tilbakevekting av aksjeandelen i SPN til 60 pst. dersom en skulle få et tilsvarende markedsfall som under finanskrisen, uten samtidig å bryte eierandelsbegrensningen i mandatet.

I brevet fra 2019 drøftet Folketrygdfondet ulike tiltak for å redusere denne risikoen, og i Meld. St. 19 (2019-2020) Statens pensjonsfond 2020 drøftet Finansdepartementet de ulike foreslåtte løsningene på eierandelsutfordringen. Disse tiltakene ble diskutert:

1. Heve eierandelsbegrensningen, og dermed la Folketrygdfondet bli en større eier på Oslo Børs.
2. Øke andelen investeringer i Norden.
3. Åpne for investeringer i unoterte aksjer i større grad.
4. Ta kapital ut av fondet.

Rammeverket for SPN medfører at fondets avkastning løpende legges til fondskapitalen. Folketrygdfondet pekte på at årlige uttak fra SPN vil bidra til å redusere veksten i fondet og begrense eierandelen i norske selskaper, og «*ønsker på faglig bakgrunn ikke å fraråde*» en slik ordning. Folketrygdfondet vil samtidig «*fraråde et engangsuttak fra SPN*», da en alternativ plassering av midlene etter Folketrygdfondets vurdering vil gi en lavere risikojustert avkastning enn om midlene forblir i fondet.

Folketrygdfondets råd var å øke Norden-andelen (Danmark, Finland og Sverige) i referanseindeksen. Folketrygdfondet mener samtidig at unoterte aksjer kan redusere utfordringene knyttet til størrelsen på aksjeinvesteringene i Norge, men peker på at dette markedet har svak likviditet og trolig ikke vil kunne absorbere tilstrekkelig kapital til å løse problemstillingen innenfor en rimelig horisont. Folketrygdfondet mener likevel at det er hensiktsmessig å vurdere en endring i mandatsbestemmelsen om adgangen til å investere i unoterte selskaper. Se også omtale i avsnitt 4.3.

Øvrige muligheter, som å redusere aksjeandelen, mer indeksnær forvaltning, høyere eierandelsgrense eller mer ekstern forvaltning er etter Folketrygdfondets syn ikke

hensiktsmessig, da de mener at slike løsninger vil gi enten lavere forventet avkastning eller bidra til å så tvil om fondets finansielle formål.

Folketrygdfondet har beregnet at et engangsuttak på 30–70 mrd. kroner vil være tilstrekkelig til å begrense eierandelene på Oslo Børs de neste ti årene. Folketrygdfondet har videre beregnet at et årlig uttak på om lag 7 mrd. kroner (tilsvarende om lag 2 pst. av fondets verdi) vil være tilstrekkelig til at eierandelsgrensen ikke utfordres. Generelt vil ethvert uttak redusere sannsynligheten for brudd på eierandelsgrensen, slik at også mindre uttak kan vurderes. Et større engangsuttak kan også fordeles over flere år.

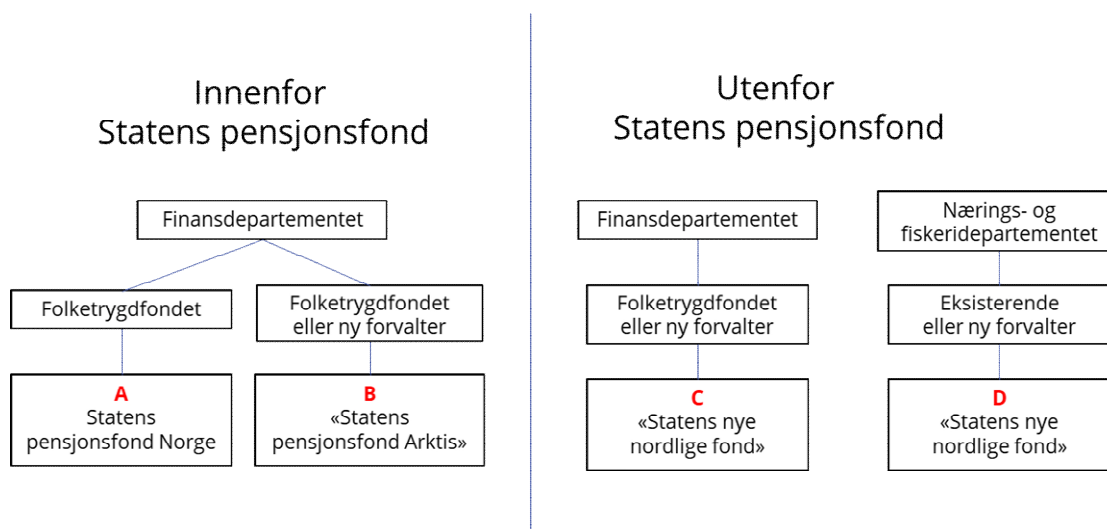
I meldingen Statens pensjonsfond 2020 skrev Finansdepartementet at utfordringen med høye eierandeler helt eller delvis bør løses gjennom uttak fra SPN, men at et slikt uttak vil kreve nærmere utredninger. Finanskomiteen tok i Innst. 136 S (2020–2021) dette til orientering. I Meld. St. 1 (2021–2022) Nasjonalbudsjettet 2022 foreslo Finansdepartementet etter en ny vurdering at utfordringen med høye eierandeler på Oslo Børs løses ved at andelen av SPN investert i Norden for øvrig økes fra 15 pst. til mellom 20 og 25 pst., og at den endelige reguleringen fastsettes etter å ha innhentet nærmere informasjon, herunder fra Folketrygdfondet. Finanskomiteen tok dette til orientering, jf. Innst. 2 S (2021–2022). I meldingen Statens pensjonsfond 2022 skrev Finansdepartementet at det ikke er tatt endelig stilling til løsningen på eierandelsutfordringen i SPN, og at departementet har satt i gang en ny, bred vurdering av ulike alternativer for å håndtere utfordringen.

## 9 Vurderinger av alternative modeller

Ifølge arbeidsgruppens mandat er det overordnede formålet med å etablere en egen enhet i Tromsø å styrke den statlige tilstedeværelsen og bygge sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord. I tillegg gir mandatet et mål om høyest mulig avkastning med akseptabel risiko for investeringsvirksomheten. Et slikt todelt mål er forskjellig fra rendyrket kapitalforvaltning hvor det overordnede og førende målet er høyest mulig finansiell avkastning. Det er derfor behov for å vektlegge flere hensyn enn det man gjør i forvaltningen av Statens pensjonsfond, hvor det finansielle avkastningsmålet er bestemmende for andre valg. Denne todelte målstrukturen for enheten har vært avgjørende for arbeidsgruppens anbefalinger om valg av organisatorisk oppsett.

Staten og det offentlige er allerede en stor investor i både noterte og unoterte aktivaklasser i Norge (se kapittel 5). Arbeidsgruppen har derfor lagt vekt på å finne en innretning på det nye tiltaket som ikke gir unødig overlapp med eksisterende virksomhet, men isteden utfyller den. Dette har vært bestemmende for valg av investeringsunivers. I valg av forvalter har arbeidsgruppen lagt vekt på hvilket kompetansebehov den nye enheten vil få.

Arbeidsgruppen har identifisert fire aktuelle hovedmodeller for oppsettet av en ny enhet i Tromsø. Det kan også finnes andre modeller, men arbeidsgruppen har vurdert at det er disse fire som er de mest hensiktsmessige. To av modellene er innenfor Statens pensjonsfond og to er utenfor. For modellene innenfor Statens pensjonsfond anser arbeidsgruppen at det bør gjøres så lite forandringer som mulig i det eksisterende styringsoppsettet for fondet. Figuren under skisserer de fire modellene.



Figur 9.1 Modeller for organisering av enhet

I modellene A, B og C er Finansdepartementet ansvarlig departement og Folketrygdfondet foretrukket forvalter, mens det i modell D er Nærings- og fiskeridepartementet som er ansvarlig departement. I noen av modellene er det også vurdert om det skal opprettes en helt ny forvaltningsorganisasjon. For modellene utenfor Statens pensjonsfond, dvs. modell C og D, vil finansieringen av investeringene skje ved statlig låneopptak. Ingen av modellene vil etter arbeidsgruppens oppfatning kunne bidra i særlig grad til å løse eierandelsutfordringen omtalt i kapittel 8.

De fire modellene er beskrevet nærmere i avsnitt 9.1. Arbeidsgruppen diskuterer fordeler og ulemper ved modellene i avsnittene 9.2 til 9.5, som behandler spørsmålet om enheten skal plasseres innenfor eller utenfor Statens pensjonsfond, eierandelsutfordringen i SPN, valg av investeringsunivers og valg av forvalter.

## 9.1 Modellalternativer

De fire modellalternativene som arbeidsgruppen har identifisert er:

**A.** En modell hvor Folketrygdfondet instrueres om å etablere et tilknyttet kontor i Tromsø. Dette kontoret skal forvalte deler av det eksisterende investeringsuniverset innenfor SPN eller gis et utvidet investeringsmandat, for eksempel i unoterte papirer, også dette innenfor SPN. I det siste tilfellet må investeringsmandatet for SPN endres (dvs. referanseindeksen og/eller investeringsuniverset), enten gjennom at det åpnes for unoterte investeringer eller ved et utvidet notert mandat. Det vil måtte legges til rette for et tilstrekkelig antall personer og tilstrekkelig størrelse på enheten i Tromsø.

**B.** En modell hvor det etableres en ny del av formuesmassen i Statens pensjonsfond, som eksempelvis kan kalles Statens pensjonsfond Arktis (SPA). Dette vil medføre at Statens pensjonsfond blir bestående av tre delformuesmasser mot dagens to (SPN og SPU). I denne modellen kan forvalter være et kontor tilknyttet Folketrygdfondet eller en nyopprettet forvalterenheter (nytt særlovselskap). Om Folketrygdfondet blir forvalter, bør investeringsuniverset tilpasses Folketrygdfondets kompetanse ved at det nye fondet i hovedsak investeres i verdipapirer som ligger tett opp noterte investeringer. Forvalter vil pålegges å opprette et kontor i Tromsø.

**C.** En modell hvor det opprettes et eget forvaltningsmandat etter modell fra Statens obligasjonsfond (SOF). Forvaltningsoppdraget gis enten til Folketrygdfondet eller til en nyopprettet enhet (nytt særlovselskap). Enheten kan gis et eget forvaltningsmandat som forvaltes fra Tromsø. Også i denne modellen bør investeringsuniverset tilpasses Folketrygdfondets kompetanse om Folketrygdfondet blir forvalter.

**D.** En modell hvor det opprettes en formuesmasse som primært skal investere i unoterte aktivklasser, og hvor investeringsuniverset blir en utfyllende del av de eksisterende fondene som forvaltes av selskap under Nærings- og fiskeridepartementet. I en slik modell kan forvalter, avhengig av investeringsunivers, etableres som en nyopprettet enhet eller en del av eller underlagt enhet til en eller flere av de eksisterende forvalterne tilhørende Nærings- og fiskeridepartementet, eksempelvis Investinor, Argentum eller Nysnø, for å trekke på og fylle ut eksisterende kompetanse.

I modell A, B og C vil Finansdepartementet være ansvarlig departement, mens Nærings- og fiskeridepartementet er ansvarlig departement i modell D.

Arbeidsgruppen argumenterer i de følgende avsnittene for at de to modellene som peker seg ut som mest hensiktsmessige er modell D med etablering av en ny forvaltningsenhet i Tromsø underlagt Nærings- og fiskeridepartementet eller modell C med nytt investeringsmandat etter modell fra SOF med Folketrygdfondet som forvalter og underlagt Finansdepartementet.

## **9.2 Plassering innenfor eller utenfor Statens pensjonsfond**

Forvaltningen av Statens pensjonsfond har vært en suksess og et viktig bidrag til landets gode statsfinansielle stilling. Arbeidsgruppen mener en viktig årsak er at det overordnede målet for pensjonsfondet hele tiden har vært sparing, hvor kapitalforvaltningen følgelig har et mål om høyest mulig avkastning hensyntatt risiko. Et todelt primærformål som ikke tar utgangspunkt i hensynet til sparing vil bryte med denne innretningen.

Arbeidsgruppen fraråder derfor at investeringene i den nye enheten legges innenfor Statens pensjonsfond. Rammeverket for og innretningen av fondet har fungert svært godt over lang tid. Dersom viktige sider ved dette rammeverket endres, er det ingen garanti for at fondet vil være en like stor suksess også i årene som kommer.

### *Vurdering*

Statens pensjonsfond er et generasjonsfond. Det innebærer at sparingen i fondet skal støtte opp under finansieringen av folketrygdens pensjonsutgifter og ivareta langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter, slik at petroleumsformuen kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode. Hittil har dette fungert svært godt. Forvaltningen har vært kostnadseffektiv og har levert gode resultater, og fondet har vokst seg stort over tid. Fondets finansielle formål og evnen til å finansiere offentlige utgifter henger tett sammen, og over tid er SPU blitt en stadig viktigere kilde til finansiering av offentlig utgifter. Arbeidsgruppen har bygget på at det er bred politisk konsensus om målet med Statens pensjonsfond, blant annet etter finanskomiteens uttalelse i innstillingen til Fondsmeldingen 2022: «Komiteen understreker at fondet ikke er et politisk virkemiddel, et prinsipp det er bred politisk enighet om og som skal ligge fast.»

Forvaltningen av sparekapitalen i Statens pensjonsfond har fra starten vært rettet inn mot et finansielt mål – å oppnå høyest mulig avkastning innenfor akseptabel risiko. Arbeidsgruppen har lagt til grunn at loven gir en føring for hvilke formål Statens pensjonsfond kan benyttes til. Gruppen har imidlertid ikke tatt stilling til hvor grensen går for hva som etter lov om Statens

pensjonsfond er utenforliggende hensyn, ettersom den eventuelle lovmessige skranken ikke har vært avgjørende for arbeidsgruppens vurderinger og anbefalinger.

Målhierarkiet for den nye enheten i Tromsø er bredere enn sparing og bygger på et overordnet mål med etableringen om å styrke statens tilstedeværelse i nord. Dette er en annen målstruktur og noe mer enn Statens pensjonsfonds mål om sparing gjennom kapitalforvaltning. Statens pensjonsfond har ikke vært et politisk instrument for å oppnå bredere samfunnsnyttige mål, disse skal tilgodeses på vanlig måte gjennom prioriteringer over statsbudsjettet. Dersom fondet skal gis andre formål enn det rent finansielle, vil det etter arbeidsgruppens mening innebære en vesentlig endring i rammeverket. En slik endring vil kunne undergrave fondet som grunnlag for en langsiktig offentlig sparing som kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode.

Et mulig argument for etablering av den nye enheten innenfor fondet, er at den vil kunne lene seg på navnet Statens pensjonsfond, som er godt kjent i befolkningen og har et positivt omdømme. Etter arbeidsgruppens vurdering er bruk av dette navnet likevel ikke avgjørende for hvor vellykket etableringen i Tromsø blir. Arbeidsgruppen mener etableringen kan bli like vellykket dersom man velger en løsning utenfor fondet. Dette har blant annet sammenheng med at man står friere til å velge et tilpasset målhierarki for den nye forvalteren, og slik unngår målkonflikt mellom hensynet bak etableringen av enheten og de overordnede målene for Statens pensjonsfond, samtidig som et godt omdømme i like stor grad kan være knyttet til navnet til en annen velrennomert forvalter eller bygges opp for en ny kapitalforvaltningsvirksomhet i Tromsø, se for øvrig arbeidsgruppens drøfting i avsnitt 9.5.

Arbeidsgruppens konklusjon er at både modell A og B bryter med den langvarige politiske enigheten om at Statens pensjonsfond er en finansiell formue som forvaltes med sikte på høyest mulig avkastning over tid. Om det åpnes for en utvanning av fondets målstruktur slik at det ikke bare bygger på et mål om sparing, svekkes det sterke og gode rammeverket som hittil har bidratt til at fondet er en suksesshistorie. Bruk av navnet Statens pensjonsfond anses som nevnt heller ikke avgjørende for en vellykket etablering i Tromsø. Arbeidsgruppens anbefaling er derfor at man legger den nye enheten utenfor Statens pensjonsfond.

### **9.3 Valg av investeringsunivers**

Vurderingene av hvilket investeringsunivers enheten i Tromsø bør ha handler om hvorvidt enheten skal investere i noterte eller unoterte aktiva, og hvor stort det geografiske nedslagsfeltet bør være. Arbeidsgruppen har lagt vekt på at man bør søke minst mulig overlapp med investeringsmandatene til de eksisterende statlige forvaltningsmiljøene. Staten er en stor investor både i det noterte og det unoterte kapitalmarkedet, men det er trolig lettere å finne markedsnisjer hvor staten ikke allerede er tilstede i det unoterte markedet. Arbeidsgruppen har derfor konkludert med at det kan være fornuftig å åpne for unoterte investeringer, og at det geografiske nedslagsfeltet heller ikke bør være for begrenset.

#### *Vurdering av noterte aktivaklasser*

Forvaltning av noterte aktiva er normalt kostnadseffektivt, og gjør det mulig å bygge opp en relativt stor portefølje raskt (se også kapittel 4). Siden børsmotering stiller krav til de noterte selskapenes rapportering og åpenhet, gir noterte investeringer god tilgang til informasjon om investeringene. Børsmotering innebærer løpende prissetting av verdipapirer, slik at det er enklere å måle avkastning og risiko. Tilgang til egnede referanseindekser bestående av noterte papirer gjør at avkastningen av et fonds portefølje lett kan sammenlignes med avkastningen av en realiserbar og tilgjengelig alternativ portefølje med tilsvarende risikonivå.

Arbeidsgruppen har vurdert den svenske løsningen for AP-fondene, hvor det er flere fond i samme marked, men mener det ikke er grunnlag for å konkludere med at det ville være en fordel å etablere en slik modell i Norge. Normalt antas det å være stordriftsfordeler i kapitalforvaltning (se kapittel 4), slik at det sannsynligvis vil bli dyrere for staten å forvalte de børsnoterte investeringene jo flere ulike enheter forvaltningen fordeles på. En svensk utredning fra 2009 anbefalte også at fondene AP-1 til AP-4 ble slått sammen, blant annet fordi det ble antatt å være tydelige stordriftsfordeler innenfor forvaltning av pensjonsfond.<sup>23</sup> Etter arbeidsgruppens vurdering vil også den tilgjengelige kompetansen om fondsforvaltning av børsnoterte selskaper kunne utnyttes bedre om den forblir samlet i færre enheter.

Også for en ny enhet i Tromsø ville det være mulig å oppnå høye investeringsvolumer på kort tid dersom enheten investerte midlene på børs. Samtidig ville det skje i konkurranse med den eksisterende forvaltningsvirksomheten i Statens pensjonsfond. Folketrygdfondet er gjennom forvaltningen av SPN en svært stor eier på Oslo Børs og er også investert på nordiske børser. Norges Bank er gjennom forvaltningen av SPU en betydelig eier på internasjonale børser. Det er vanskelig å se hvilken rolle en ny enhet for statlig kapitalforvaltning skulle få ved siden av SPN og/eller SPU, når disse fondene allerede dekker det noterte markedet i Norge, Norden og verden for øvrig.<sup>24</sup>

Løsning av eierandelsutfordringen i Folketrygdfondet vil innebære at Folketrygdfondet skal selge seg ned på Oslo Børs (se kapittel 8). Dersom en ny statlig enhet for kapitalforvaltning samtidig kjøpte seg inn på Oslo Børs, kanskje med om lag samme volumer som Folketrygdfondet har solgt, ville dette kunne oppfattes som et forsøk på omgåelse av eierandelsbegrensningen i Folketrygdfondets mandat for forvaltningen av SPN. Denne eierandelsbegrensningen er satt for å understreke at SPN er en finansiell investor og ikke en strategisk eier. Arbeidsgruppen anser at dette er et viktig formål som ikke bør omgås.

Alt i alt anser arbeidsgruppen at det er vanskelig å se hva en ny statlig enhet for børsnoterte investeringer skal bidra med utover det som allerede dekkes av Folketrygdfondet gjennom forvaltningen av SPN og Norges Bank gjennom forvaltningen av SPU.

#### *Vurdering av unoterte aktivklasser*

Staten har et omfattende unotert eierskap. Statens unoterte investeringsvirksomhet omfatter både ulike fondsløsninger og direkte eierskap i bedrifter, eiendom og infrastruktur. Fondsløsningene investeres i hovedsak av Investinor, Nysnø og Argentum. På samme måte som for noterte investeringer, antar arbeidsgruppen at det er et mål å unngå at unoterte investeringer forvaltet av en ny enhet i Tromsø overlapper eller kommer i konflikt med allerede eksisterende unoterte statlige investeringsordninger underlagt Nærings- og fiskeridepartementet (se kapittel 7). Arbeidsgruppen anser samtidig at problemet med overlapp i stor grad kan begrenses ved at den nye enheten samordnes med de eksisterende forvalterne gjennom samarbeid eller på annen måte.

Arbeidsgruppen har lagt vekt på at det unoterte markedet er bredere enn det noterte markedet, ettersom det i prinsippet består av flere selskaper, slik at det i dette markedet kan være lettere å finne investeringsnisjer eller områder hvor den nye enheten kan utfylle de eksisterende ordningene. Unoterte investeringer har likevel ulempen at de er mindre likvide, i den forstand at det er vanskelig å kjøpe og selge store volumer av verdipapirer i unoterte selskaper på kort

---

<sup>23</sup> Fira dyra fonder? Om effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna, Rapport til Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2009:4.

<sup>24</sup> Det finnes land som ikke er dekket, vanligvis fordi de ikke har tilstrekkelig utviklede aksjemarkeder.

tid (se kapittel 4). I praksis vil derfor det tilgjengelige volumet av investeringsobjekter være begrenset, spesielt i Norge (se kapittel 5). Tilgjengelig volum påvirkes også av hvor mange andre investorer som ønsker å investere i det samme markedet som den statlige aktøren.<sup>25</sup>

En utfordring i det unoterte markedet er at det er mindre tilgjengelig informasjon. Ikke bare vil det normalt være mindre tilgjengelig informasjon om strukturen på de enkelte investeringsprosjektene, men det vil også være mindre informasjon om verdien av dem. Når investeringer ikke prises løpende på en børs, er det vanskeligere å fastslå investeringenes verdi, og det blir vanskeligere å måle avkastning og risiko (se avsnitt 4.3). I praksis gjøres verdivurdering av unoterte investeringer ofte ved at en uavhengig instans foretar en taksering av de ulike investeringene, basert på anslag på fremtidige inntekter og kostnader. Slike takseringer vil være forbundet med usikkerhet.

Et større geografisk nedslagsfelt kan gi større muligheter, men vil også øke informasjons- og kompetansebehovet. Det kreves gjerne detaljert kunnskap om alle markeder hvor det er aktuelt å investere. Et større, globalt mandat vil dermed kreve en større organisasjon og et større kompetansetilfang. Slik kompetanse må sannsynligvis hentes lokalt. Investeringer utenfor Norge vil trolig kreve at man kjøper inn analysetjenester og juridisk bistand ettersom investeringene vil skje under de aktuelle landenes lov- og regelverk. Disse innvendingene gjelder i mindre grad dersom det investeres i aktive eierfond, ettersom beslutningene da i hovedsak begrenser seg til å velge ut gode fondsforvaltere. Dersom enheten til å begynne med investerer i fond, vil den kunne bygge seg opp raskere. Virksomheten kan utvides etter hvert til andre områder.

Arbeidsgruppen har ikke gitt anslag på omfanget av investeringene. Ettersom gruppen anbefaler et unotert investeringsunivers og formålet med investeringene er å oppnå høyest mulig avkastning, vil omfanget av investeringene i stor grad bestemmes av hva som til enhver tid er tilgjengelig av gode prosjekter. Arbeidsgruppen vil likevel peke på at det kan ta tid å oppnå store volumer. Som et eksempel hadde Argentum investert 24,5 mrd. kroner fra oppstart i 2001 til og med utgangen av 2021<sup>26</sup>. De gjennomsnittlige årlige investeringene har dermed vært på om lag 1 mrd. kroner.

Selv om arbeidsgruppen her har påpekt at unoterte investeringer normalt er mer ressurs- og kompetansekrevede enn noterte investeringer, er ikke dette nødvendigvis en like stor ulempe gitt formålet med etableringen i Tromsø. Et unotert mandat kan bidra til at det samles et betydelig antall kompetansearbeidsplasser i Tromsø, i tråd med det overordnede målet for enheten. Arbeidsgruppen drøfter dette nærmere i avsnitt 9.5 om valg av forvalter.

Arbeidsgruppen vil også påpeke at det ved unoterte investeringer kan oppstå fare for at investeringene regnes som ulovlig statsstøtte (se kapittel 6 og 7). For å unngå dette må investeringene skje i tråd med markedsoperatørprinsippet i EØS-retten. Dette oppnås normalt ved at staten saminvesterer med en eller flere private investorer, enten direkte eller ved hjelp av fondsløsninger. Arbeidsgruppen vil samtidig påpeke at enhetens investeringer også bør gjøres på en måte som tilfredsstiller statsbudsjettets krav til budsjettering som lånetransaksjon, slik at investeringene kan finansieres ved opplåning og ikke som ordinære utgifter. Dette kan også normalt oppnås ved saminvesteringer med private investorer. Lånefinansiering krever at investeringene må gi en forventet avkastning som svarer til risikoen ved plasseringen og at avkastningen må være finansiell og stamme fra inntekter i et marked. At private investorer deltar i en finansiering på samme vilkår som staten er normalt et

---

<sup>25</sup> Norske venturekapitalforening, som organiserer aktive eierfond, har om lag 30 primærmedlemmer.

<sup>26</sup> Kilde: [argentum.no/nb/portefoljen-var/](http://argentum.no/nb/portefoljen-var/)

argument for at investeringen kan ansees som markedsmessig, men dette må vurderes i hvert enkelt tilfelle.<sup>27</sup>

### *Risikonivå og tidshorisont*

Arbeidsgruppen er også bedt om å vurdere hva som er egnet risikonivå og tidshorisont for investeringene i den nye enheten. Tidshorisonten for investeringer knyttes ofte til bruken av midlene: Hvis det er lenge til midlene skal brukes, kan investeringene ha lang tidshorisont. Det er ikke gitt noen føringer for investeringene av denne typen i arbeidsgruppens mandat. Arbeidsgruppen har heller ikke funnet noe grunnlag for å si noe om når investeringene eventuelt burde avvikles og kapitalen tilbakeføres til statskassen. Arbeidsgruppen anser samtidig at formålet med opprettelsen og investeringene tilsier en lang tidshorisont, og dette er vår anbefaling. Med en slik løsning kan avkastningen reinvesteres uten at det gjøres uttak fra enheten, og den vil slik få et grunnlag for å kunne vokse organisk.

En investeringsvirksomhet er utsatt for ulike typer risiko, som risiko for svingninger i avkastningen, likviditetsrisiko og operasjonell risiko. Arbeidsgruppen antar at gruppens mandat i hovedsak refererer til den finansielle risikoen knyttet til svingninger i investeringenes verdi og likviditet. En mulig fremgangsmåte som kan brukes for å finne et egnet risikonivå for den nye enheten i Tromsø er å sammenligne med statens øvrige kapitalforvaltning. For statens «rene» kapitalforvaltning, den som gjøres i Statens pensjonsfond, er risikonivået forankret i Stortinget gjennom valg av aksjeandel. Høyere aksjeandel gir høyere forventet avkastning, men innebærer også større utslag i verdien av investeringene og større risiko for tap. En høy aksjeandel er valgt, ut fra en antagelse om at fondet er langsiktig og har evne til å tåle svingninger. Innenfor forvaltningen av unoterte investeringer settes ofte risikonivået ved å bestemme et avkastningskrav. Et høyere avkastningskrav betyr at forvalter kan/må ta høyere risiko.

Et høyere akseptabelt risikonivå vil som utgangspunkt gi tilgang til et større utvalg av investeringsmuligheter, og et lavt risikonivå vil begrense investeringsmulighetene. Samtidig vil et høyt risikonivå innebære større fare for tap. Arbeidsgruppen mener at det kan være en dårlig start for den nye enheten om den tidlig opplever betydelige tap på investeringene. I denne avveiningen anser arbeidsgruppen at det kan være gunstig om enheten i startfasen konsentrerer seg om investeringer som har moderat risiko, selv om det innebærer at det vil ta noe lenger tid å bygge opp større volumer. Arbeidsgruppen anser det for øvrig som naturlig at rammer for enheten, inklusive risikorammer, fastsettes av eier og styre.

Arbeidsgruppen mener som det fremgår ovenfor at det er fordeler og ulemper med både noterte og unoterte aktivaklasser. Arbeidsgruppen har lagt vekt på at staten allerede er til stede i de markedene som anses som aktuelle. Gruppen anbefaler at den nye enheten får et unotert investeringsmandat, i hovedsak fordi det har vært et mål å finne aktivaklasser hvor staten ikke allerede er en stor investor. Et unotert univers bidrar samtidig til å ivareta det overordnede formålet om å etablere statlig tilstedeværelse og bygge kapitalforvaltningsmiljøer i nord.

## **9.4 Om eierandelsutfordringen**

Dersom en enhet for statlig kapitalforvaltning i Tromsø skal løse Folketrygdfondets eierandelsutfordring fullt ut, bør enheten være i stand til å plassere om lag 30 mrd. kroner i kapitalmarkedet innenfor en rimelig tidshorisont (se kapittel 8). I det børsnoterte markedet

---

<sup>27</sup> Se omtale i kapittel 8 i Prop. 1 S Gul bok (2022-2023).



ville dette sannsynligvis være uproblematisk. Arbeidsgruppen anser imidlertid at det er gode grunner til at enheten ikke bør investere i noterte papirer (se avsnitt 9.3).

Folketrygdfondet har påpekt at det unoterte markedet i Norge neppe kan ta imot de volumer av investeringer det her er snakk om (se kapittel 8, samt kapittel 5 og diskusjonen i avsnitt 9.3). Dersom den nye enheten i Tromsø bare skal investere i unoterte verdipapirer, slik arbeidsgruppen anbefaler, vil den sannsynligvis bare kunne investere relativt små volumer innenfor en rimelig tidshorisont, også selv om Norden blir investeringsuniverset. Enheten vil derfor bare i liten grad kunne bidra til å løse eierandelsutfordringen. Arbeidsgruppen anser at dette gjelder modellene C og D i samme grad.

At arbeidsgruppen anbefaler at enheten legges utenfor Statens pensjonsfond er ikke avgjørende. Det avgjørende er at man sannsynligvis ikke ville vært i stand til å plassere de overførte midlene i markedet innenfor en rimelig tidshorisont.

Arbeidsgruppen anser at en ny enhet i Tromsø bare i liten grad kan bidra til å løse Folketrygdfondets eierandelsutfordring, og antar at det vil være enklest og mest hensiktsmessig om det finnes en løsning på eierandelsutfordringen hvor midlene holdes innenfor Statens pensjonsfond. Egnede og gode mulige tiltak for å løse eierandelsproblemet er beskrevet i kapittel 8, for eksempel uttak fra SPN eller en økning av SPNs nordiske investeringer.

## 9.5 Valg av forvalter

Valg av forvalter henger nøye sammen med hvilket investeringsunivers enheten får. I avsnitt 9.4 konkluderte arbeidsgruppen med at et unotert investeringsunivers trolig er den beste løsningen, både av hensyn til behovet for å finne aktivklasser hvor staten ikke allerede er tungt tilstede, samt ønsket om å bygge opp et bredt kapitalforvaltningsmiljø i Tromsø. Dette har vært førende for arbeidsgruppens anbefaling.

Arbeidsgruppen har vurdert ulike forvalterløsninger og anbefaler å etablere en egen enhet i tilknytning til de etablerte forvaltermiljøene under Nærings- og fiskeridepartementet, ettersom disse miljøene har kompetanse på forskjellige typer unoterte investeringer. Det finnes ulike løsninger for å utnytte denne kompetansen, og det endelige valget kan avhenge blant annet av den nærmere innretningen av enhetens investeringsunivers.

Arbeidsgruppens mandat ber også om en spesifikk vurdering av Folketrygdfondet som forvalter. Dersom det er et ønske om å benytte Folketrygdfondet som forvalter, anbefaler arbeidsgruppen modell C (se avsnitt 9.1), hvor det gis et nytt forvaltningsmandat til Folketrygdfondet etter modell fra Statens obligasjonsfond.

### *Ny eller en eksisterende forvaltningsenhet?*

En fordel med å etablere en ny forvaltningsenhet kan være at det gir mulighet til å forme et fagmiljø basert på den kompetansen investeringsuniverset fordrer, eksempelvis dersom den nye enheten skal ha et bredere nedslagsfelt i det unoterte markedet enn eksisterende enheter. I rekrutteringssammenheng kan det også framstå som mer attraktivt å få anledning til å bygge opp en ny enhet. Det vil sannsynligvis være dyrere å etablere en helt ny forvaltningsorganisasjon fra grunnen av enn å ta utgangspunkt i en eksisterende enhet. Årsaken er dels at det påløper oppstartskostnader, dels at det gjerne er stordriftsfordeler i kapitalforvaltning som man vanskelig får utnyttet i en ny enhet (se kapittel 4). Det vil også være lettere å komme raskt i gang dersom enheten kan trekke på eksisterende miljøer og kompetanse. Arbeidsgruppens anbefaling er derfor at den nye enheten i Tromsø etableres på

en slik måte at den kan trekke på eksisterende investeringsmiljøer. Samtidig anbefaler arbeidsgruppen at enheten på sikt gis fullverdige funksjoner (dvs. inkl. oppgjør, regnskap, riskomåling og -styring, osv.).

### *Den nye enhetens kompetansebehov*

Fremgangsmåten ved etablering av den nye enheten bør ta hensyn til behovet for å sikre det nødvendige antallet medarbeidere med riktig kompetanse og tilgangen på slik kompetanse. Investeringer i unoterte aktiva vil normalt kreve spesialisert kompetanse, og i Norge er kapitalforvaltningsmiljøet lite. Samtidig konkurrerer norske kapitalforvaltere også med forvaltere utenfor Norge om å tiltrekke de mest kvalifiserte medarbeiderne. I denne konkurransen vil nivået på lønn og annen kompensasjon spille inn. Arbeidsgruppen vil samtidig påpeke at den private delen av det norske kapitalforvaltningsmarkedet de siste årene er blitt mer konsolidert. Uansett hvem som velges som forvalter kan det derfor være utfordrende å få tak i et tilstrekkelig antall mennesker med riktig kompetanse og erfaring. Dette tilsier at det kan være fornuftig at enheten, iallfall i en oppstartsfase, kan trekke på kompetanse i eksisterende miljøer. Erfarne ansatte i eksisterende miljøer kan også drive opplæring av nye medarbeidere, og slik kan enheten selv bygge opp kompetanse.

Det finnes per i dag ingen statlige kapitalforvaltere som har et mandat som gir en generell åpning for alle typer unoterte investeringer. SPU har for eksempel mandat til å investere i unotert eiendom og i unotert infrastruktur for fornybar energi, Argentum investerer i hovedsak i fondsløsninger (noe saminvesteringer), og Investinor og Nysnø har i hovedsak tidligfase-investeringer. Et investeringsunivers med en generell mulighet til å investere i unoterte verdipapirer vil sannsynligvis gjøre det lettere å etablere en ny enhet som har en virksomhet som representerer noe nytt, en type forvaltning som ikke nødvendigvis finnes andre steder. Dette kan være en fordel for rekrutteringen til enheten.

Arbeidsgruppen har også vurdert om effekten av en «kjent merkevare» vil kunne påvirke tilgangen til medarbeidere. Arbeidsgruppen mener at det på den ene siden kan være en fordel å rekruttere til en kjent organisasjon. Samtidig kan det være attraktivt å være med på å bygge opp en ny og unik enhet som ikke er tilgjengelig andre steder. Det er derfor vanskelig å anslå hvordan denne effekten vil slå ut på rekrutteringen.

### *Vurdering*

Arbeidsgruppens anbefalte løsning baserer seg på at enheten har behov for kompetanse innenfor unoterte investeringer. Arbeidsgruppen anbefaler modell D (se avsnitt 9.1), og anbefaler samtidig at det etableres en ny forvaltningsenhet. At ingen andre statlige kapitalforvaltere har et mandat som gir en generell åpning for alle typer unoterte investeringer, innebærer at en ny enhet i Tromsø kan bli noe unikt. Dette vil kunne bli en attraktiv arbeidsplass for dyktige fondsforvaltere, og bidra til at det etableres sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord.

I avsnitt 9.4 har gruppen argumentert for at et unotert investeringsunivers bør utfylle og bygge videre på eksisterende statlig investeringsvirksomhet. Det kan derfor være gunstig å trekke på eksisterende kompetanse i virksomheten som Nærings- og fiskeridepartementet allerede har gjennom Argentum, Investinor og Nysnø for å gå klar av en del mulige ulemper i det unoterte markedet som en helt nystartet forvalter kan støte på. Investeringsvirksomheten i disse tre skiller seg fra hverandre, slik at de har variert kompetanse. Argentum investerer i venture- og oppkjøpsfond over hele verden, med hovedvekt av fond forankret i Nord-Europa, Nysnø skal

bidra til reduserte klimagassutslipp gjennom investeringer i unoterte selskaper og fond rettet mot unoterte selskaper som direkte eller indirekte bidrar til dette, og Investinor har som formål å bidra til bedre kapitaltilgang i tidligfasemarkedet (se kapittel 7). Av disse tre er det nok Argentum som har et formål med investeringene som ligner mest på Tromsøenhetens formål med sine investeringer.

Etablering som benytter seg av kompetanse fra andre miljøer kan oppnås på flere måter, f.eks. ved en restrukturering av eksisterende enheter, etablering av en avdeling av en eksisterende enhet, som et datterselskap, eller som en joint venture dersom man ønsker å trekke på flere andre investeringsmiljøer samtidig. Alternativt kan en tenke seg at den nye enheten i en overgangsfase kjøper støttefunksjoner fra en eller flere av de tre. Arbeidsgruppen anbefaler at den nøyaktige utformingen av dette bestemmes av det ansvarlige departementet.

Ettersom en oppbygging til en fullverdig enhet kan ta tid, kan enheten innledningsvis begynne med investering i fondsløsninger, og dette kan utvides til f.eks. saminvesteringer etter hvert som kompetansen om unoterte investeringer og støttefunksjonene bygges opp. Når det er et formål i arbeidsgruppens mandat å styrke den statlige tilstedeværelsen i Tromsø, mener arbeidsgruppen at enheten bør bygge opp administrative og andre støttefunksjoner ut over bare kjøp og salg av verdipapirer. Det trengs blant annet både oppgjørsfunksjoner, regnskap og avkastnings- og risikomåling. Arbeidsgruppen legger til grunn at enheten gis en utforming som sikrer levedyktighet.

Arbeidsgruppen oppfatter mandatet slik at gruppen særskilt skal se på løsninger hvor Folketrygdfondet er forvalter. Dersom det er ønsket at Folketrygdfondet skal være forvalter, mener gruppen at modell C vil være mest hensiktsmessig. Gruppen anser at Folketrygdfondet er en profesjonell og kostnadseffektiv forvalter som har oppnådd gode resultater. Folketrygdfondet har også et godt renommé i det norske markedet og vil tiltrekke seg kompetente medarbeidere. Om en ny enhet skal forvaltes av Folketrygdfondet antas det også at den kan komme raskt i gang. Folketrygdfondet har også erfaring med annen forvaltning enn forvaltningen av SPN, blant annet ved de to mandatene om Statens obligasjonsfond. Disse mandatene har blitt håndtert på en svært god måte. Folketrygdfondet har imidlertid i hovedsak kompetanse innenfor noterte investeringer. Dersom enheten i Tromsø får et investeringsmandat som inneholder noterte verdipapirer, eller andre investeringer som kan ses på som tett opp mot noterte papirer, vil det være mer aktuelt å bruke Folketrygdfondet som forvalter. Ved investeringer i unoterte verdipapirer vil enheten i mindre grad kunne forvente å utnytte stordriftsfordeler eller trekke på kompetanse fra eksisterende virksomhet. Arbeidsgruppen anser likevel modell C som den beste modellen dersom man ikke ønsker å legge den nye investeringsaktiviteten inn i virkemiddelapparatet under Nærings- og fiskeridepartementet. Dersom Folketrygdfondet skal være forvalter, bør ansvaret for den nye enheten i Tromsø legges til Finansdepartementet.

## **10 Arbeidsgruppens anbefalinger**

Arbeidsgruppen fraråder at investeringene i den nye enheten legges innenfor Statens pensjonsfond. Enhetens mål om å bidra til statlig tilstedeværelse og å bygge kapitalforvaltningsmiljøer skiller seg fra målet med Statens pensjonsfond. Arbeidsgruppen anser at en plassering innenfor Statens pensjonsfond vil bryte med den langvarige politiske enigheten om at Statens pensjonsfond er en finansiell formue som forvaltes med sikte på høyest mulig avkastning over tid. Om det åpnes for en utvanning av fondets målstruktur, svekkes det sterke og gode rammeverket som hittil har bidratt til at fondet er en

suksesshistorie. Det vil også kunne åpne for finansiering av tiltak utenfor den samlede prioriteringen av statens utgifter som gjøres gjennom statsbudsjettet.

Arbeidsgruppen anbefaler at enheten bør få et investeringsunivers som omfatter unoterte investeringer. Staten er en stor investor både i det noterte og det unoterte kapitalmarkedet. Det er likevel trolig noe større rom for å skape ny virksomhet i det unoterte markedet, fordi det her lettere kan finnes markedsnisjer hvor staten ikke allerede er tilstede. Arbeidsgruppen har lagt til grunn at man bør unngå overlapp med investeringsmandatene til de eksisterende statlige forvaltningsmiljøene.

Valg av forvalter henger sammen med hvilket investeringsunivers enheten får, og anbefalingen av forvalter følger av at det anbefales et unotert investeringsunivers som er bredere enn for eksisterende statlige forvaltere. Arbeidsgruppen anbefaler på denne bakgrunn at det etableres en ny forvaltningsenhet. Dette vil kunne bli en attraktiv arbeidsplass for dyktige fondsforvaltere og bidra til at det etableres sterke kapitalforvaltningsmiljøer i nord. I oppstartsfasen bør enheten bygges opp ved å trekke på den kompetansen på unoterte investeringer som finnes i de etablerte forvaltermiljøene under Nærings- og fiskeridepartementets virkemiddelapparat, dvs. Investinor, Argentum og Nysnø. Den nøyaktige utformingen av dette bestemmes av det ansvarlige departementet.

Arbeidsgruppen peker i tråd med mandatet også på en alternativ modell hvor Folketrygdfondet er forvalter og Finansdepartementet er ansvarlig departement. Også i denne modellen bør investeringene legges utenfor Statens pensjonsfond. I dette tilfellet anbefaler gruppen at enheten bygges på samme modell som Statens obligasjonsfond. Denne løsningen kan velges både dersom man velger et notert investeringsmandat, eller dersom man velger et blandet unotert og notert investeringsmandat i aktivaklasser som ligger nær det Folketrygdfondet har kompetanse på allerede.