



NORGES BANK

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 08.01.2018

Statens pensjonsfond utland – unoterte aksjeinvesteringer

Finansdepartementet ber i brev 29. juni 2017 Norges Bank vurdere om investeringsuniverset for fondet bør utvides til å inkludere investeringer i unoterte aksjer. Bankens råd og vurderinger følger i dette brevet.

Banken har tidligere gitt råd om unoterte aksjer, senest i to brev til departementet 6. juli 2010. Banken har anbefalt å åpne for slike investeringer, men har understreket at unoterte investeringer stiller andre krav til den operative gjennomføringen enn noterte investeringer. På forespørsel fra Finansdepartementet, ga Norges Bank i brev 26. november 2015 råd om et helhetlig rammeverk for fondets investeringer. Rammeverket er senere justert i retning av bankens forslag ved at fondets eiendomsinvesteringer med virkning fra 1. januar 2017 er tatt ut av referanseindeksen, men fortsatt er en del av investeringsuniverset. Ansvaret for å bestemme hvor mye og hvordan fondet skal investeres i eiendom er overlatt til banken innenfor overordnede rammer i mandatet. Departementet legger opp til at eventuelle investeringer i unoterte aksjer skal reguleres etter de samme prinsippene. Banken støtter dette. Dette innebærer at en eventuell utvidelse av investeringsuniverset ikke automatisk betyr at banken kommer til å investere fondet i unoterte selskaper.

Banken har i dette brevet konsentrert seg om spørsmålet om et bredere investeringsunivers kan gi grunnlag for en portefølje med bedre avkastnings- og risikoegenskaper. Hvordan banken vil tilnærme seg disse mulighetene, er et spørsmål banken vil måtte ta stilling til på et senere tidspunkt på grunnlag av ytterligere analyser og vurderinger. Vi diskuterer innledningsvis investeringsuniverset for aksjer. Deretter redegjør vi for unoterte aksjeinvesteringer gjennom og sammen med aktive eierfond. Vi

skisserer hvordan risikoen ved unoterte aksjeinvesteringer kan rammes inn i mandatet for forvaltningen, og gir noen foreløpige vurderinger av hvordan slike investeringer eventuelt vil kunne gjennomføres. Bankens råd oppsummeres avslutningsvis.

Investeringsuniverset for aksjer

Investeringsuniverset for fondets aksjeinvesteringer er blitt utvidet gradvis over tid, fra 21 utviklede markeder i 1998 til 78 markeder i dag. Den opprinnelige landlisten, fastsatt av departementet i 1998, er blitt til et generelt krav om notering på regulerte og anerkjente markeds plasser.

Da fondet begynte å investere i aksjer i 1998, var det stort sett én regulert og anerkjent markeds plass i hvert land. I dag tilfredsstillers mer enn 150 markeds plasser bestemmelsene i mandatet. Kravene som stilles til noterte selskaper varierer mellom markeds plassene. Ulike krav innebærer at børsnoterte selskaper ikke nødvendigvis har entydige egenskaper langs viktige dimensjoner som beskyttelse av minoritetsinteresser og likviditetsgrad.

Børsene spiller en viktig rolle i finansmarkedene, og bidrar til at kapitalen fordeles på en måte som gjenspeiler risikoen ved ulike investeringer. De siste tiårene har vi observert at antallet børsnoterte selskaper ser ut til å være på vei ned. I USA har antallet amerikanske børsnoterte selskaper falt med nesten 50 prosent siden fondet begynte å investere i aksjer¹. Vi finner den samme tendensen i Storbritannia. For resten av verden steg antallet børsnoterte selskaper frem til 2011, for deretter å falle svakt².

Forklaringen på nedgangen i antallet børsnoterte selskaper i USA fra toppen i 1996 er sammensatt³. Nedgangen kan ikke forklares med en generell reduksjon i antallet selskaper. Antallet amerikanske selskaper har økt over samme periode. Antallet nye amerikanske selskaper som velger børsnotering, har imidlertid falt⁴. Selskapene som børsnoteres ser ut til å være noe eldre og større enn tidligere. De siste 20 årene har også antallet selskaper som tas av børs vært høyere enn antallet selskaper som børsnoteres i USA⁵.

Utviklingen har av mange blitt satt i sammenheng med at kostnadene ved å være børsnotert, spesielt for mindre selskaper, har økt som følge av regulatoriske endringer⁶. En annen forklaring kan være at selskaper velger å slå seg sammen med andre fremfor å søke børsnotering for å raskere kunne dra nytte av stordriftsfordeler og ny teknologi⁷. En tredje forklaring kan være at det over tid har vokst frem alternative tilbydere av

¹ Antallet amerikanske børsnoterte selskaper nådde en foreløpig topp i 1996, og frem til utgangen av 2016 falt med nesten 50 prosent. Kilde: World Bank Development Indicators (data.worldbank.org).

² Trenden med utflating og svakere vekst gjelder for resten av verden samlet sett. I europeiske land som Nederland, Portugal, Frankrike og Belgia har vi observert samme trend som i USA og Storbritannia, med en nedgang i antallet børsnoterte selskaper på om lag 50 prosent fra 2000 til 2016, kilde: World Bank Development Indicator.

³ For mer om årsaker til nedgangen i amerikanske børsnoterte selskaper se Doidge, Karolyi og Stulz, The U.S. listing gap, NBER Working Paper 21181, May 2015.

⁴ Kilde: Jay Ritter, Initial Public Offerings: Updated Statistics, August 8, 2017.

⁵ Kilde: Doidge, Karolyi og Stulz (2015)

⁶ Se for eksempel Gao, Ritter og Zhu (2013), Where have all the IPOs gone? Journal of Financial and Quantitative analysis, Vol. 48, No. 6 December 2013, Doidge, Karolyi og Stulz (2015).

⁷ Kilde: Gao, Ritter and Zhu (2013).



langsiktig risikokapital, som statlige investeringsfond, institusjonelle investorer og aktive eierfond.

Banken har i dag mulighet til å investere i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering (pre-IPO). Vi har imidlertid erfart at styrene i unoterte selskaper ofte vil vurdere flere alternativer enn børsnotering, og at dette gjenspeiles i styrevedtakene. Bankens pre-IPO investeringer i er i dag regulert i mandatet på samme måte som fondets noterte aksjeinvesteringer. På dette området skiller reguleringen av disse unoterte aksjeinvesteringene seg fra reguleringen av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Unoterte eiendomsinvesteringer kan i henhold til mandatet gjennomføres gjennom andre juridiske personer, i ulike typer finansielle instrumenter og med en høyere eierandel enn 10 prosent. Vi har erfart at det kunne ha vært hensiktsmessig å ha disse mulighetene også for pre-IPO investeringer. Banken har så langt i liten grad benyttet seg av muligheten vi har til å investere i unoterte selskaper.

Departementet har bedt banken vurdere hvilke investeringsmuligheter som kan bli tilgjengelige for fondet med en generell adgang til å investere i unoterte selskaper, sammenlignet med dagens mandat. Det finnes ingen presise tall på den samlede verdien av selskaper som er i privat eie. Mange av de private selskapene er små og ikke mulig for fondet å investere i. Forholdet mellom noterte og unoterte selskaper varierer mellom land og over tid.

Unoterte aksjeinvesteringer inngår i porteføljene til alle investorer fondet vanligvis sammenlignes med, som for eksempel statlige investeringsfond. Denne gruppen investorer hadde ved utgangen av 2016 i gjennomsnitt investert om lag 8,5 prosent av kapitalen i unoterte aksjer, en økning fra om lag 4 prosent i 2000⁸. Investeringer i unoterte aksjer kan gjennomføres enten indirekte, gjennom aktive eierfond og fond-i-fond, eller direkte. Direkte investeringer kan gjennomføres enten alene eller sammen med andre investorer. Banken kan ikke se at fondet i dag er spesielt godt egnet til å på egen hånd ta store eierandeler i unoterte aksjeselskaper.

Vi vil i resten av dette brevet konsentrere diskusjon om indirekte investeringer gjennom aktive eierfond og investeringer sammen med fond. Dette er de strategiene i det unoterte aksjemarkedet hvor vi har tilgjengelige data av tilfredsstillende kvalitet, og også hvor store deler av kapitalen fra institusjonelle investorer i dag er allokert.

Investeringer i aktive eierfond og sammen med fond

Aktive eierfond investerer i unoterte selskaper med ambisjon om å selge disse på et senere tidspunkt⁹. Flere av disse selskapene er aldri innom børsene som selvstendige selskaper, verken før eller etter de har vært eid av aktive eierfond. Aktive eierfond hadde i midten av 2016 i underkant av 2500 milliarder dollar til forvaltning. Til sammenligning var verdien av FTSE Global All Cap på samme tidspunkt 51 000 milliarder dollar. Kapitalen til forvaltning i aktive eierfond var dermed om lag 5 prosent av verdien av

⁸ Equity investments in unlisted companies, McKinsey&Company, Rapport til Finansdepartementet, November 2017.

⁹ Redegjørelsen i denne delen av brevet bygger tall fra dataleverandøren Prequin hvis ikke annet er oppgitt.



denne brede, globale aksjeindeksen ved utgangen av juni 2016. Forholdet mellom kapital til forvaltning i aktive eierfond og verdien av FTSE Global All Cap har holdt seg forholdsvis stabilt siden finanskrisen.

Kapitalen til forvaltning i aktive eierfond er fordelt mellom oppkjøpsfond, oppstartsfond, vekstfond og andre typer fond. Av denne kapitalen var 60 prosent forvaltet av oppkjøpsfond. Disse tar normalt en kontrollerende eierposisjon i selskapene de investerer i og engasjerer seg direkte i driften av selskapene. I løpet av perioden selskapene eies av oppkjøpsfondene gjennomgår de ofte store strukturelle endringer. Oppstartsfond utgjør den andre store gruppen fond med om lag 20 prosent av kapitalen. Oppstartsfond tar normalt mindre eierposisjoner i relativt nystartede selskaper med potensiale for rask vekst. Vekstfondene forvalter i dag i overkant av 10 prosent av kapitalen. Vekstfondene opererer i skjæringspunktet mellom oppstartsfondene og oppkjøpsfondene, og investerer vanligvis i etablerte bedrifter som har behov for kapital for å finansiere videre vekst.

For andeler i aktive eierfond eksisterer det i dag et fungerende annenhåndsmarked. Salg av fondsandeler er ofte motivert av strategiendringer. Investorer som tvinges til å selge fondsandeler raskt, vil ofte måtte akseptere at salget gjennomføres med en rabatt i forhold til estimert verdi på salgstidspunktet. Rabatten varierer over tid, mellom typer av fond og ulike forvaltere.

Typer selskaper

Aktive eierfond investerte i 2016 til sammen 450 milliarder dollar i ulike selskaper¹⁰. Nesten 70 prosent av investeringene ble gjennomført av oppkjøpsfond. Studier av oppkjøpsfond viser at disse ofte investerer i små og mellomstore selskaper med moderat lønnsomhet og høy bokført verdi i forhold til markedsverdi¹¹. Investeringer gjennomført av oppstartsfond utgjør en mindre andel av investeringene målt i forhold til kapital, men en større andel av investeringene målt som antall.

Oppkjøpsfond investerer både i privateide selskaper og i børsnoterte selskaper som tas av børs. Sistnevnte type transaksjoner har falt markant de siste 20 årene og utgjorde i 2016 mindre enn 20 prosent av verdien av oppkjøpsfondenes investeringer. Alt i alt finner vi at de aktive eierfondene investerer relativt sett mer i sektorer som konsumtjenester, helse og informasjonsteknologi, og relativt mindre i en sektor som finans¹². Det er derfor sektorforskjeller mellom det noterte og det unoterte markedet¹³.

Mer enn halvparten av oppkjøpsfondenes salg gjennomføres som strategiske salg, det vil si salg til et annet selskap, ofte innenfor samme industri. Børsnotering velges bare i 10 prosent av tilfellene. Disse selskapene er dermed ikke nødvendigvis de samme som

¹⁰ I tillegg kommer investeringer finansiert gjennom saminvesteringer og andre typer strukturer. Til sammenligning er verdien av globale børsnoteringer (IPO) i 2017 anslått til 190 milliarder dollar, opp 40 prosent fra 2016 (EY Global IPO Trends: Q4 2017). 2017 var det mest aktive året for globale børsnoteringer siden 2007.

¹¹ Kilde: Erik Stafford, Replicating Private Equity with Value Investing, Homemade Leverage, and Hold-to-Maturity Accounting, December 2015

¹² Basert på data fra Hamilton Lanes database.

¹³ I likhet med det børsnoterte markedet domineres markedet for aktive eierfond av amerikanske fond med en vekt på rundt 50 prosent. Forskjellene i sektorfordeling kan derfor i begrenset grad forklares med forskjeller i den geografiske sammensetningen.

banken i dag har mulighet til å investere i gjennom åpningen for pre-IPO investeringer. For oppstartsfond utgjør også strategiske salg mesteparten av salgene, og børsnoteringer velges bare i om lag 10 prosent av salgene. Forholdet mellom strategiske salg og børsnoteringer har vært forholdsvis stabilt de siste ti årene, både for oppkjøpsfond og oppstartsfond.

Avkastning, finansiell risiko og likviditet

Investeringer i aktive eierfond vil i gjennomsnitt være mindre likvide enn børsnoterte aksjer. De aktive eierfondene vil ofte velge å benytte en betydelig andel gjeld for å gjennomføre investeringene. Disse forholdene innebærer at investorer vil kreve høyere forventet avkastning for å investere gjennom aktive eierfond.

Departementet skrev i Meld. St. 15 (2010-2011) at: «*Investeringer i unoterte aksjer har høyere risiko enn noterte aksjer og bør derfor gi høyere avkastning. Historiske avkastningstall indikerer at dette ikke har vært tilfellet*». Nyere studier av historisk avkastning, basert på data av bedre kvalitet, tegner et mer positivt bilde¹⁴. Disse studiene viser at investeringer i aktive eierfond og andre fondskonstruksjoner i gjennomsnitt har hatt en avkastning etter kostnader som er noe høyere enn avkastningen i en bred portefølje av børsnoterte aksjer, også justert for mulige forskjeller i markedsrisiko (beta). Meravkastningen i forhold til det børsnoterte markedet ser imidlertid ut til å ha falt noe de siste årene. Reduksjonen i meravkastning har blitt tolket som en indikasjon på at konkurransen mellom fondene har økt, og at markedet har blitt mer modent¹⁵. Hvorvidt investorer i gjennomsnitt har blitt tilstrekkelig kompensert for å bære risikoen slike investeringer innebærer, er et spørsmål som fortsatt diskuteres.

Avkastningen varierer til dels mye mellom fond og mellom investeringene fondene gjør. Avkastningsforskjellene mellom de beste og de dårligste fondene er forholdsvis stor, men mindre enn for ti år siden. God avkastning i et fond er ikke nødvendigvis en garanti for god avkastning i det neste fondet fra samme forvalter¹⁶. Investorer må bruke tid og ressurser på å analysere investeringsstrategien til fondene de vurderer å investere med, og må ha kompetanse på forvalterevalueringer. Evalueringen må inkludere mer enn en analyse av historiske avkastningsresultater.

Større investorer vil ofte ha bedre tilgang og evne til å investere sammen med aktive eierfond. Investorer belastes normalt ikke forvaltningskostnader for slike saminvesteringer¹⁷. Flere studier indikerer at investorer med større beløp investert i unoterte aksjer har oppnådd noe høyere avkastning etter kostnader enn investorer med

¹⁴ Se for eksempel Harris R., T. Jenkinson and S. Kaplan (2016), "How do private equity investments perform compared to public equity", *Journal of Investment Management*.

¹⁵ Se for eksempel Braun, R., T. Jenkinson and I. Stoff (2017): "How Persistent is Private Equity Performance? Evidence from Deal-Level Data", *Journal of Financial Economics*

¹⁶ Se for eksempel Harris, R., T. Jenkinson and R. Stucke (2014): "Private Equity Performance: What Do We Know?", *Journal of Finance*

¹⁷ Se for eksempel Braun, R., T. Jenkinson and C. Schemmer (2017): "Adverse selection and the performance of private equity co-investments", Working paper, version dated April 2017

små beløp investert¹⁸. Lavere forvaltningskostnader som følge av bedre forhandlingsposisjon og større ressurser til å gjennomføre grundige investeringsgjennomganger, løftes frem som mulige forklaringer.

Regulering av risiko

Finansdepartementet skriver i brev 29. juni at de vil vurdere hvordan unoterte aksjeinvesteringer eventuelt bør reguleres i mandatet for forvaltningen. Som et utgangspunkt vil departementet legge til grunn at det ikke skal fastsettes en egen allokering til unoterte aksjeinvesteringer i SPU, men at slike investeringer eventuelt kan gjøres innenfor bankens ramme for avvik fra referanseindeksen.

I tråd med hva departementet skisserer i brev 29. juni bør ikke unoterte aksjer behandles som en egen aktivaklasse, men være en del av mulighetsområdet innenfor aksjeforvaltningen. På samme måte som for unotert eiendom, kan departementet angi en øvre grense for hvor stor andel av fondet som kan investeres i unoterte aksjer. Fondet er i dag stort relativt til det investerbare markedet. Samtidig er det grunn til å tro at eksterne forvaltningsorganisasjoners kapasitet til å håndtere større allokeringer har økt de siste årene, blant annet som følge av vekst i alternative samarbeidsformer som strategiske partnerskap og separate kontoer¹⁹. Dersom fondets eierandel i dette «markedet» skulle være tilnærmet lik fondets gjennomsnittlige eierandel i selskapene som inngår i fondets referanseindeks for aksjer, tilsier dette at rammen burde settes til om lag fire prosent av fondet eller seks prosent av aksjeporteføljen²⁰. Departementet kan velge å sette en lavere ramme. Det vil uansett ta lang tid å bygge opp en eventuell portefølje.

Den relative risikoen ved fondets unoterte eiendomsinvesteringer beregnes i dag med utgangspunkt i en representativ tidsserie levert av en ekstern tjenesteleverandør, se bankens brev 10. oktober 2016 og 15. desember 2016. Bankens eksterne tjenesteleverandør vil også kunne levere samme type tidsserier for unoterte aksjer. Vi vil i så fall kunne bruke allerede etablerte prosesser og systemer. Alternativt kan banken selv beregne en tidsserie ved å bruke data for sammenlignbare børsnoterte aksjer.

Departementet skriver videre at det vil vurderes supplerende risikorammer for å fange opp risiko som normalt ikke fanges opp i beregningen av relativ volatilitet. I forkant av enhver investering må det gjennomføres en grundig investeringsgjennomgang. Formålet med gjennomgangen bør være å kartlegge all relevant investeringsrisiko og operasjonell eller ikke-finansiell risiko. Risikofaktorer identifisert i forbindelse med investeringsgjennomgangen vil overvåkes, styres og rapporteres jevnlig. Vurderinger av potensielle omdømmekonsekvenser inngår som en del av bankens investeringsgjennomgang.

¹⁸ Se for eksempel, Da Rin, M, and L. Phalippou (2016): "The importance of size in private equity: Evidence from a survey of limited partners", *Journal of Financial Intermediation*

¹⁹ Separate kontoer utgjør i følge Bain & Company 6 prosent av kapitalen som ble hentet inn av ulike fond for alternative investeringer i 2016, opp fra 2,5 prosent i 2006. (Bain & Company's Global Private Equity 2017).

²⁰ Vi har i denne beregningen brukt forvaltningskapitalen i aktive eierfond som estimat på det unoterte markedet fra Preqin. Dette må betraktes som et konservativt anslag.



For fondets investeringer i unotert eiendom har departementet åpnet opp for at investeringene kan gjennomføres gjennom andre juridiske personer, med høyere eierandeler enn 10 prosent og i ulike typer finansielle instrumenter. Departementet bør vurdere å gjøre disse særskilte mandatsbestemmelsene gjeldende for fondets eventuelle investeringer i unoterte aksjer. Spesielt gjelder dette fondets mulighet til å investere gjennom andre juridiske personer for å beskytte bankens balanse. Selv for indirekte investeringer gjennom fond vil det være behov for dette.

Unoterte investeringer er generelt mindre likvide enn noterte investeringer. Hovedstyret fastsetter i dag en ramme for likviditetsrisiko i fondet. Selv om det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, vil fortsatt det meste av fondet være investert i noterte aksjer og omsettelige gjeldsinstrumenter. Banken mener det derfor ikke er behov for nye bestemmelser for å regulere likviditetsrisikoen i forvaltningen.

Departementet bør pålegge hovedstyret å fastsette ytterligere risikorammer for fondets investeringer i unoterte aksjer. I første omgang kan det være hensiktsmessig at hovedstyret pålegges å fastsette rammer for hvor stor andel av fondet som kan investeres i ulike strategier (f.eks. aktive eierfond og saminvesteringer), maksimal eierandel i underliggende selskaper, ramme for maksimal gjeldsgrad for eventuelle saminvesteringer og ramme for hvor stor andel av fondet en ekstern forvalter kan forvalte. Hovedstyret vil kunne legge ytterligere føringer på fondets eventuelle investeringer i unoterte aksjer i forbindelse med fastsettelsen av strategiplanene for Norges Bank Investment Management og i investeringsmandatet de gir til leder av kapitalforvaltningsenheten.

Mandatsrammene satt for fondets investeringer i unotert eiendom kan være et godt utgangspunkt for reguleringen fondets eventuelle investeringer i unoterte aksjer.

Gjennomføring

Departementet stiller flere spørsmål om hvordan banken ser for seg å gjennomføre investeringer i unoterte aksjer. En del av disse spørsmålene vil banken måtte ta stilling til på et senere tidspunkt. Dersom departementet bestemmer seg for å åpne for slike investeringer, er det behov for ytterligere analyser og vurderinger før banken eventuelt bestemmer seg for å investere.

Investere sammen med andre

Banken vil i første omgang vurdere investeringer gjennom og sammen med aktive eierfond. En slik strategi krever at banken har god kompetanse på forvalterevalueringer.

Banken har siden 1998 opparbeidet bred kompetanse på forvalterevalueringer. Resultatene fra den eksterne aksjeforvaltningen etter kostnader har vært gode. Vi vil kunne bygge på erfaringene og prosessene fra eksternforvaltningen, med nødvendige justeringer for forskjeller mellom noterte og unoterte investeringer. Banken benytter i dag eksterne forvaltere for fondets aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder, i små selskaper i utviklede markeder og i miljørelaterte selskaper. Dette er markeder og segmenter hvor det er behov for spesialkompetanse for å gjennomføre investeringene,

og hvor vi mener det ikke er hensiktsmessig å ha all nødvendig kompetanse internt. De samme kravene vil til en viss grad gjelde for investeringer i unoterte selskaper.

Flere studier har vist at avkastningen og risikoen i unoterte aksjer vil være drevet av noen av de samme forholdene som driver avkastningen og risikoen i børsnoterte aksjer²¹. Banken vil kunne styre den generelle markeds- og valutarisikoen ved unoterte aksjeinvesteringer gjennom tilpasninger i andre deler av porteføljen. En investering i et aktivt eierfond i USA vil kunne finansieres med en kombinasjon av salg av amerikanske aksjer og kjøp av amerikanske obligasjoner. Kombinasjonen av aksjesalg og obligasjonskjøp vil gjenspeile at investeringene til de aktive eierfondene normalt har en noe høyere gjeldsgrad enn hva som er gjennomsnittet for børsnoterte aksjer. En slik tilpasset finansiering bidrar til at totalrisikoen i fondet på en tilfredsstillende måte gjenspeiler totalrisikoen i referanseindeksen. Banken styrer i dag markeds- og valutarisikoen i fondets unoterte eiendomsinvesteringer etter de samme prinsippene.

Investere kostnadseffektivt

Dersom departementet åpner for unoterte aksjeinvesteringer, vil vi prioritere å etablere kostnadseffektive løsninger. Behovet for nyansettelser forventes i første omgang å være begrenset, i og med at banken ser for seg å starte med å vurdere investeringer gjennom aktive eierfond. Det er imidlertid rimelig å forvente at de samlede forvaltningskostnadene vil kunne øke noe, fordi de direkte forvaltningskostnadene ved unoterte investeringer generelt er høyere enn tilsvarende kostnader ved noterte investeringer. For fondsinvesteringer vil vi måtte påregne å betale et fast forvaltningshonorar og variabelt avkastningsavhengig honorar. Mandatet for forvaltningen stiller i dag krav om at bankens avtaler med eksterne forvaltere skal inkludere et tak på samlet honorar til eksterne forvaltere. Det vil måtte vurderes hvordan dette kravet kan tilpasses eventuelle investeringer gjennom aktive eierfond.

Et visst innslag av saminvesteringer kan bidra til at de gjennomsnittlige forvaltningskostnadene blir lavere enn hva de vil være dersom fondet utelukkende investerte i unoterte aksjer gjennom aktive eierfond. Investorer vil normalt ikke belastes forvaltningskostnader for slike investeringer. Saminvesteringer vil imidlertid kreve noen flere ansatte, og en kompetanse på å vurdere de underliggende selskapsinvesteringene. Banken har gjennom muligheten til å investere i pre-IPO opparbeidet kompetanse vi kan bygge videre på. Når det gjelder spørsmålet om styrerepresentasjon i selskapene investorfelleskapet investerer i, mener banken det vil være mest naturlig å overlate dette ansvaret til bankens samarbeidspartnere.

Unoterte investeringer er operasjonelt mer komplekse enn noterte investeringer, og er ikke gjenstand for løpende markedsprising på en regulert markeds plass. De praktiske utfordringene dette innebærer vil til en viss grad være de samme uavhengig av type unotert investering. På områder som utforming av partneravtaler, verddivurdering, regnskapsføring, risikostyring og rapportering, vil vi kunne trekke på erfaringene fra eiendomsforvaltningen. Dette er i tråd med hva departementet skrev i Meld. St. 15

²¹ Se for eksempel Bass, Gladstone and Ang (2017), Total Portfolio Factor, Not Just Asset, Allocation, Journal of Portfolio Management, Quantitative Strategies: Factor Investing Special Issue 2017

(2010-2011) om at det var ønskelig at en først bygger erfaring fra unoterte eiendomsinvesteringer før det eventuelt åpnes opp for andre typer unoterte investeringer. Trolig vil unoterte aksjeinvesteringer, innenfor de rammene vi skisserer i dette brevet, ikke bidra til å øke kompleksiteten i forvaltningen vesentlig utover det som allerede følger av at deler av fondet investeres i unotert eiendom.

Sikre eierinteresser

Norges Bank er en ansvarlig eier og bruker stemmeretten aktivt. For investeringer gjennom aktive eierfond vil banken ikke ha stemmerett i de unoterte selskapene de aktive eierfondene investerer i. Bankens vil ha en viss mulighet til å påvirke investeringsstrategi og eierstyring som en av flere andelseiere i investorfellesskapet som eier fondet. For investeringer sammen med partnere vil investorenes stemmerettigheter være regulert gjennom aksjonæravtaler. Investorer som bidrar med kapital vil normalt investere på linje med den ledende investoren og vil kunne stemme for sine aksjer i henhold til betingelsene i aksjonæravtalene. Det vil være viktig å sikre at fondets eierinteresser er minst like godt beskyttet som de ville ha vært i et sammenlignbart børsnotert selskap, og at investeringene gjennomføres på en måte som beskytter bankens balanse.

Unoterte aksjeinvesteringer vil eksponere fondet for ikke-finansiell risiko. For fondsinvesteringer vil dette i første omgang knytte seg til forhold rundt selve forvaltningsselskapet, de ansatte og selskapets prosesser, blant annet for håndtering av ESG-risiko. Bankens vil måtte gjennomføre grundige vurderinger, og vil kunne bygge på eksisterende prosesser og spesielt våre erfaringer fra den eksterne aksjeforvaltningen²². I forbindelse med disse gjennomgangene møter vi representanter fra ulike deler av forvaltningsorganisasjonen, både investeringspersonell og støttepersonell. Vår interne gjennomgang suppleres av en rapport fra en ekstern konsulent. Prosessen for valg og oppfølging av eksterne forvaltere har vært testet over flere år, og vært gjenstand for flere revisjoner. For saminvesteringer vil banken, i tillegg til en vurdering av det aktive eierfondet, måtte foreta en bred risikovurdering av det unoterte selskapet som det er aktuelt å investere i.

Ansvarlig forvaltning

Ansvarlig investeringsvirksomhet er en integrert del av forvaltningen. Bankens prinsipper for ansvarlig forvaltning er blant annet basert på OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og på OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Disse retningslinjene skiller ikke mellom noterte og unoterte selskaper.

Fondet kan ikke investeres i selskaper som banken, etter anbefaling fra Etikkrådet, har utelukket fra fondets investeringsunivers i henhold til retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Utelukkede selskaper vil kunne håndteres gjennom særskilte avtaler²³. Mandatet til Etikkrådet skiller i dag ikke mellom noterte og unoterte selskaper. Dersom

²² Se <http://www.nbim.no/en/the-fund/governance-model/policies/operational-risk-management/> for mer overordnede retningslinjer for håndtering av operasjonell risiko.

²³ Dette er vanlig praksis for investeringer i aktive eierfond. Ekskluderte selskaper håndteres gjennom «side letters» mellom enkeltinvestorer og forvalter.

Etikkrådet skulle anbefale å utelukke et unotert selskap fondet indirekte eller direkte er investert i, vil banken treffe beslutning i tråd med retningslinjene og gjennomføre et eventuelt salg av selskapet eller fondsandelene på en mest mulig kostnadseffektiv måte. Det er grunn til å forvente at eventuelle nedslag i gjennomsnitt vil kunne ta noe lengre tid enn nedslag i noterte selskaper.

De fleste av de aktive eierfondene er organisert som «limited partnerships» etter lokal rett, ofte i lavskatteland. Ved bruk av denne selskapsformen beskattes ikke kapitalinntekter på det aktive eierfondets hånd. Investorene blir behandlet som om de eier aksjepostene direkte, og blir beskattet der de er hjemmehørende. Dette følger av selskapsformen, ikke jurisdiksjonen. Våre forventninger til selskapene om skatt og åpenhet fremgår av NBIMs forventningsdokument fra april 2017. Forventningene påvirkes ikke av om et selskap er notert eller unotert.

Dersom departementet bestemmer seg for å åpne for investeringer i unoterte selskaper, vil det være naturlig å videreføre mandatskravet om at fondet bare kan investeres i unoterte selskaper og fondskonstruksjoner i land Norge har skatteavtale med eller i land hvor Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra. For fondsinvesteringer vil dette kravet gjelde for det aktive eierfondet, ikke for de underliggende selskapene det investeres i. Investeringer i unoterte aksjer vil, så langt banken har kunnet avdekke, ikke reise vesentlige nye skattemessige utfordringer, og vil kunne gjennomføres på en måte som ikke har skatteeffekter på øvrige investeringer.

Aktive eierfond har blitt anklaget for å investere på en måte som påfører samfunnet kostnader, i form av tapte arbeidsplasser og ikke-bærekraftige forretningsmodeller. Hvis dette er tilfellet, vil det å investere sammen med aktive eierfond kunne få omdømmekonsekvenser for banken og fondet. Studier av adferden til aktive eierfond gir ikke grunnlag for å si at aktive eierfond som gruppe opptre på en slik måte. De aktive eierfondene skaper verdier i selskapene de er investert i, både på kort og lang sikt²⁴. På lik linje med børsnoterte investeringer, vil det imidlertid alltid finnes eksempler på aktører med en forretningspraksis som bryter med bankens forventninger. Potensielle omdømmekonsekvenser må vurderes i forkant av enhver investering.

Åpenhet i forvaltningen

Banken legger stor vekt på åpenhet om forvaltningen av fondet. Det er mindre offentlig tilgjengelig informasjon om utviklingen i unoterte selskaper enn om noterte selskaper, selv om omfanget av offentlig informasjon har økt de siste årene. Vi har erfart fra fondets unoterte eiendomsinvesteringer at vi som investor har god tilgang på informasjon, og vi utgir hvert år en omfattende rapport om fondets unoterte eiendomsinvesteringer.

Rapporteringen om fondets unoterte aksjeinvesteringer vil bli søkt utformet på en måte som bidrar til at utenforstående kan evaluere resultatene i forvaltningen. Tilgang til informasjon, og vår mulighet til å dele denne med andre, er forhold som kan tillegges

²⁴ Se f.eks. Bernstein S., J. Lerner, M. Sorensen, and P. Strømberg (2016), Private Equity and Industry Performance, Management Science, Vol. 63, No. 4: 1198-1213 og Acharya, V., O. Gottschalg, M. Hahn and C. Kehoe (2013), Corporate governance and value creation: Evidence from private equity, Review of Financial Studies, 26, 368-402



vekt i utformingen av avtalene vi inngår. Unoterte aksjeinvesteringers bidrag til samlet meravkastning kan rapporteres særskilt. Avkastningen på unoterte aksjeinvesteringer bør sammenlignes med relevante avkastningsmål, men bør også ta hensyn til at avkastningen på fondsinvesteringer vil kunne være usikker frem til den siste investeringen i fondet er realisert.

I tråd med etablert praksis for fondets unoterte eiendomsinvesteringer, vil forvaltningskostnader kunne rapporteres slik at de kan sammenlignes med forvaltningskostnadene for fondets noterte investeringer. Oversikt over samarbeidspartnere og eksterne forvaltere bør inngå i årsrapporteringen, og beholdningene av unoterte investeringer bør være en del av beholdningslisten som publiseres årlig.

Gradvis tilnærming

Det vil være naturlig for banken å tilnærme seg investeringsmulighetene og bygge kompetanse gradvis. Strategien for fondets unoterte investeringer vil bli utviklet over tid, og justert på grunnlag av erfaringer. Områder hvor kompetansen vi opparbeider oss kan forventes å ha positive ringvirkninger for andre deler av forvaltningen vil prioriteres. Gjennom samarbeid med oppstartsfond kan vi for eksempel få kunnskap om ny teknologi som på sikt kan få konsekvenser for fondets øvrige investeringer. Dette kan spesielt være relevant for fondets miljørelaterte investeringer som gjennomføres i sektorer preget av store teknologiske endringer.

Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer i fondet, fremstår investeringer i og sammen med aktive eierfond som de mest aktuelle alternativene for banken å vurdere.

Samlet vurdering

Fondets størrelse, langsiktige innretning og begrensede likviditetsbehov tilsier at fondet kan være godt egnet til å investere i unoterte aksjer. Et bredere investeringsunivers kan bety at fondet dessuten vil kunne investeres i andre typer selskaper enn de som er tilgjengelige i det noterte aksjemarkedet. Basert på historiske data, kan muligheten til å investere i unoterte aksjer også gi grunnlag for å forvente en noe høyere avkastning etter kostnader enn for noterte aksjeinvesteringer. For en stor, global aksjeinvestor som fondet fremstår skillet mellom noterte og unoterte selskaper som noe mindre tydelig enn tidligere. Banken har i tillegg bred kompetanse på forvalterevalueringer, praktisk erfaring fra unoterte eiendomsinvesteringer og erfaring med å styre samlet risiko i porteføljen innenfor et helhetlig rammeverk. I tillegg vil unoterte investeringer kunne ha positive ringvirkninger for andre deler av forvaltningen.

Unoterte investeringer er ikke gjenstand for løpende prising på en regulert markedsplass. Tilgangen på offentlig informasjon er mindre. Dette innebærer at styringen og rapporteringen av risiko vil måtte gjennomføres på en noe annen måte enn for noterte investeringer. Den typen risiko disse utfordringene innebærer er krevende å tallfeste, men det er viktig at disse er forankret og forstått i alle deler av styringsstrukturen. De direkte forvaltningskostnadene for unoterte investeringer er høyere. Det vil også kunne ta tid før vi kan vise til konkrete resultater fra investeringene, og det kan bli noe mer

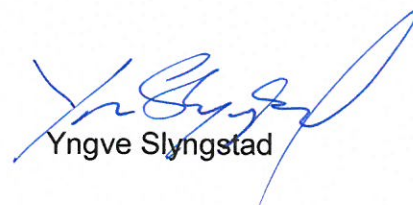
krevenne å evaluere resultatene i forvaltningen.

Norges Bank mener samlet sett at risikoen unoterte aksjeinvesteringer innebærer vil kunne rammes inn på en hensiktsmessig måte i mandatet for forvaltningen. Investeringer i unoterte aksjer ligger tettere opp mot investeringsaktiviteter banken i dag gjennomfører enn hva som var tilfellet da departementet åpnet for investeringer i unotert eiendom. Trolig vil unoterte aksjeinvesteringer, innenfor de rammene vi skisserer i dette brevet, ikke bidra til å øke kompleksiteten i forvaltningen vesentlig utover det som allerede følger av at deler av fondet investeres i unotert eiendom. Bankens råd er at departementet i definisjonen av investeringsuniverset åpner for investeringer i unoterte aksjer.

Dersom departementet åpner for unoterte aksjeinvesteringer, vil banken tilnærme seg investeringsmulighetene og bygge kompetanse gradvis, investere gjennom og sammen med andre på en ansvarlig måte som sikrer fondets eierinteresser, og dele relevant informasjon med offentligheten. Den detaljerte investeringsstrategien vil bli fastsatt av hovedstyret på et senere tidspunkt, basert på ytterligere analyser av investeringsmulighetene gitt en generell åpning for unoterte investeringer. Bankens vil bare investere dersom vi mener det er grunn til å forvente at investeringene vil bidra til å bedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet samlet sett. En utvidelse av investeringsuniverset vil derfor ikke automatisk bety at banken kommer til å investere fondet i unoterte selskaper.

Med hilsen


Øystein Olsen


Yngve Slyngstad