

Investeringsstrategi Statens pensjonsfond utland - unoterte aksjer

Leder for Hovedstyret Ida Wolden Baches innledning under presseseminar om unoterte investeringer i Statens pensjonsfond utland 28. november 2023

[Last ned presentasjon](#)

Figur: Hovedstyrets råd

Hovedstyrets enstemmige tilråding til Finansdepartementet er å åpne for at Statens pensjonsfond utland (SPU) også kan investeres i unoterte aksjer. Det er vår vurdering at å åpne for unoterte aksjeinvesteringer nå, vil være en naturlig videreutvikling av fondets investeringsstrategi. Vi mener en slik åpning vil kunne gi høyere avkastning i fondet over tid, uten en vesentlig økning i risiko. Og vi mener det vil være mulig å investere i unoterte aksjer på en måte som ivaretar hensynene til åpenhet og ansvarlighet på en god måte.

Fondets investeringsstrategi fastsettes av Finansdepartementet. Alle viktige veivalg forankres i Stortinget. Bred oppslutning har bidratt til at vi har kunnet holde fast på strategien også i tider med store svingninger i finansmarkedene. Det har tjent oss godt. Grundige vurderinger og bred forankring er en forutsetning også nå når spørsmålet om unoterte aksjer skal vurderes.

Hovedstyret i Norges Bank har også tidligere gitt råd om å åpne for unoterte aksjeinvesteringer i fondet, senest i 2018. Vi mener at utviklingen siden da, har styrket argumentene for.

Figur: En gradvis utvidelse av investeringsuniverset

Denne figuren viser hvordan investeringsstrategien har blitt utviklet over tid. Da fondet ble etablert i 1996, ble pengene først bare investert i statsobligasjoner. I 1998 ble det åpnet for aksjeinvesteringer. Universet har over tid blitt utvidet til å inkludere flere land og markeder, og flere typer selskaper og obligasjoner.

Prinsippet om å spre investeringene bredt har vært sentralt for utvidelsene. Når investeringer spres bredt, blir fondet mindre sårbart for utviklingen i enkeltmarkeder og enkeltinvesteringer.

Investeringsuniverset har også blitt utvidet til å inkludere unoterte investeringer. I 2010 ble det åpnet for unotert eiendom. Det ble da lagt vekt på at eiendom utgjorde en betydelig del av den globale markedsporteføljen og ville kunne gi bedre spredning av risiko for fondet. Bankens kunnskap og erfaring fra unotert eiendom ble trukket frem som et argument da det ble åpnet for unotert infrastruktur for fornybar energi i 2019.

Figur: Markedet for unoterte aksjer vokser raskt

Det unoterte aksjemarkedet har vokst raskt de siste årene. Siden forrige gang vi ga råd om å åpne for unoterte aksjer, har veksten vært på 20 prosent årlig. Størrelsen på det unoterte aksjemarkedet har også vokst målt relativt til størrelsen på det noterte markedet, fra rundt 4 prosent i 2017 til 9 prosent i 2022.

Figur: Andre statlige investeringsfond har store investeringer i unoterte aksjer

Statlige investeringsfond og pensjonsfond som fondet ofte sammenlignes med, investerer mye, og stadig mer, i unoterte aksjer. Hvert år mottar Finansdepartementet en rapport som sammenligner SPU med andre store internasjonale fond. Den siste rapporten viser at alle andre store internasjonale fond som rapporten dekker, investerer i unoterte aksjer.

Figur: Mange valg

Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, er det mange valg som må tas om gjennomføringen.

Det er i hovedsak tre tilnærminger: Direkteinvesteringer, investeringer i aktive eierfond og såkalte fond-i-fond investeringer. Vår strategi vil være å investere gjennom aktive eierfond. Det er en vanlig modell for store investeringsfond. Vi vil ikke gjøre direkteinvesteringer på egenhånd, siden det stiller andre og større krav til både kompetanse og størrelse på organisasjonen.

Det vi vil gjøre er å investere sammen med de aktive eierfondene – såkalte saminvesteringer. Ved saminvesteringer kjøper investor andeler i et unotert selskap som eies av et aktivt eierfond. Investorer betaler normalt ikke honorarer for slike investeringer. Det vil derfor bidra til en kostnadseffektiv forvaltning. Når det er sagt, vil kostnadene ved å investere i unoterte aksjer være høye sammenlignet med andre investeringer i SPU. Det vil Trond si litt mer om.

Strategien vi har skissert, betyr at vi vil velge hvilke aktive eierfond vi ønsker å investere i og sammen med. Det vil være forvalteren av de aktive eierfondene som bestemmer hvilke selskaper det investeres i, og hvilke selskaper vi får muligheten til å saminvestere i.

Det finnes flere typer aktive eierfond, fra de som investerer i mer risikable oppstartsselskaper med stort vekstpotensial, til de som investerer i større og mer modne selskaper. Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, vil vi i hovedsak investere i sistnevnte.

Figur: Eksempler på unoterte selskaper eid av internasjonale aktive eierfond

Her viser vi et utvalg unoterte selskaper eid av internasjonale oppkjøpsfond. Selskapene som store og mellomstore oppkjøpsfond investerer i, vil være kjente selskaper i de samme landene og sektorene som fondets noterte aksjeportefølje er investert i.

Figur: Bedret bytteforhold mellom avkastning og risiko

Formålet for forvaltningen av SPU er høyest mulig avkastning etter kostnader innenfor de rammene Finansdepartementet setter. I arbeidet med bankens råd har vi gjennomgått den akademiske litteraturen og NBIMs egne analyser av avkastningen på investeringer i aktive eierfond. Analysene indikerer at investorer i aktive eierfond i gjennomsnitt har fått høyere netto avkastning enn avkastningen på en bred portefølje av børsnoterte selskaper.

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning, og det er en faglig debatt om hva kilden til denne historiske meravkastningen er. En kilde til meravkastning kan være at investeringer i unoterte aksjer utsetter investorer for høyere eller andre typer risiko enn noterte aksjer.

Investeringer i aktive eierfond vil for eksempel være mindre likvide enn i børsnoterte aksjer. Det er naturlig at investorer krever en kompensasjon for dette. Likviditetsrisiko er en type risiko SPU er godt egnet til å bære.

Et sentralt spørsmål er om unoterte aksjer innebærer økt aksjemarkedsrisiko, noe som kan tolkes som en økning i fondets aksjeandel. Vi vil innrette forvaltningen av unoterte aksjer slik at aksjemarkedsrisikoen i fondet ikke endres sammenlignet med referanseindeksen. Trond vil komme tilbake til hvordan dette vil gjøres.

Norges Bank foreslår heller ingen endring i rammen for forventet relativ volatilitet, som begrenser hvor mye investeringene i fondet kan avvike fra referanseindeksen. En åpning for unoterte aksjer vil gi et høyere innslag av aktiv forvaltning, men altså ikke høyere enn det mandatet allerede åpner for.

Analyser viser at avkastningsforskjellen mellom de beste og dårligste eierfondene kan være stor. SPUs størrelse og langsiktighet og vårt gode omdømme på ansvarlig forvaltning kan gi oss tilgang til de mest anerkjente forvalterne.

I tillegg er det andre forhold som gir grunn til å forvente at våre kostnader vil være lavere enn for gjennomsnittsinvestoren i unoterte aksjer. Store investorer i aktive eierfond betaler ofte lavere honorarer enn mindre investorer, og deltar oftere i saminvesteringer. Det kan bety at den nettoavkastningen vi oppnår, vil være høyere.

Figur: Hovedstyret vil stille strenge krav

Dersom det åpnes for unoterte aksjer vil Hovedstyret stille strenge krav til åpenhet, ansvarlig forvaltning og håndtering av ikke-finansiell risiko. Norges Bank vil bare investere med aktive eierfond som innfrir kravene vi stiller.

Figur: Åpenhet

Vi forvalter fondet på vegne av det norske folk. Åpenhet er en viktig forutsetning for bred oppslutning om forvaltningen.

Det er generelt mindre offentlig informasjon om unoterte selskaper enn om børsnoterte selskaper, men vi har sett en positiv utvikling over tid.

Utviklingen er blant annet drevet frem av at pensjonsfond har stilt krav om åpenhet til de aktive eierfondene.

Som investor i aktive eierfond vil Norges Bank ha god tilgang til informasjon, både om hvordan de aktive eierfondene opererer og om utviklingen i selskapene de investerer i. Vel så viktig for oss, er i hvilken grad vi kan dele informasjon med offentligheten. Hovedstyret vil stille krav som gjør det mulig for oss å rapportere om de enkelte fondsinvesteringene, resultatene, risikostyringen, kostnadene og ansvarlig forvaltning. Vi vil kreve at de aktive eierfondene rapporterer om bærekraft og selskapsstyring. Vi vil også sørge for at annen informasjon ved behov kan deles med Finansdepartementet, Representantskapet, Etikkrådet og andre relevante tredjeparter.

Figur: Ansvarlighet

Ansvarlig forvaltning er en integrert del av forvaltningen av fondet. Hovedstyrets prinsipper for ansvarlig forvaltning omfatter alle fondets investeringer, og våre forventningsdokumenter skiller ikke mellom noterte og unoterte selskaper.

I avtaleverket og gjennom grundige investeringsgjennomganger vil vi sikre at vi investerer med aktive eierfond som deler vårt syn på ansvarlig forvaltning, og som unngår eller aktivt påvirker selskaper som har ikke-bærekraftige forretningsmodeller. Vi vil forvente at selskapene forplikter seg til netto nullutslipp i 2050.

Figur: Ikke-finansiell risiko

Enhver investering utsetter Norges Bank for ikke-finansiell risiko. Det kan påvirke tilliten og omdømmet til fondet og banken.

Hovedstyret legger stor vekt på å begrense denne risikoen. Vi vil bare velge anerkjente forvaltere som i hovedsak investerer i utviklede markeder i Europa og Nord-Amerika. Vi vil begrense risikoen ytterligere gjennom grundige investeringsgjennomganger og i avtaleverket med de aktive eierfondene. De etiske retningslinjene for fondet – retningslinjene for observasjon og utelukkelse – vil inngå i avtaleverket. Det betyr at hvis et aktivt eierfond investerer i et selskap som bryter med disse retningslinjene, vil det ikke inngå som en del av vår fondsinvestering.

All risiko kan ikke elimineres i forkant av en investering. Ved en uønsket hendelse er håndteringen i det aktive eierfondet viktig. Forvalteren av fondet vil normalt ha sterk interesse av å finne en løsning på situasjonen. Hvis dette ikke fører frem, vil Norges Bank søke å selge investeringen i annenhåndsmarkedet.

Figur: En gradvis tilnærming og en detaljert investeringsstrategi fastsatt av Hovedstyret

Dersom det åpnes for at fondet kan investeres i unoterte aksjer, vil vi tilnærme oss investeringsmuligheter og bygge kompetanse gradvis. Vi har god erfaring med en gradvis tilnærming fra fondets øvrige unoterte investeringer.

Vi ser for oss en stegvis og forsiktig fremdriftsplan. Det vil redusere risikoen for å gjøre feil og gi Hovedstyret anledning til å vurdere og gjøre veivalg underveis.

Det har vært en grundig prosess i Hovedstyret. Nå sender vi stafettpinnen videre til Finansdepartementet og Stortinget. Bred oppslutning om sentrale veivalg har vært en viktig del av suksesshistorien til fondet, og det vil også være viktig for beslutningen som nå skal fattes.

Og med det ønsker jeg å gi ordet til Trond og Nicolai som vil gi noen flere detaljer om de mer praktiske implikasjonene for forvaltningen av fondet.