

Norges Bank
Postboks 1179 Sentrum
0107 OSLO

Deres ref

Vår ref
17/725 - HJT

Dato
29.06.2017

Unoterte aksjeinvesteringer i Statens pensjonsfond utland

Finansdepartementet varslet i fondsmeldingen for 2016 at det legges opp til å foreta en ny vurdering av om det bør åpnes for unoterte aksjeinvesteringer i Statens pensjonsfond utland (SPU), se Meld. St. 26 (2016-2017). I mandatet for forvaltningen av SPU fastsatt av departementet, avgrenses slike investeringer i dag til aksjer i unoterte eiendomsselskaper og unoterte selskaper der styret har uttrykt en intensjon om børsnotering på regulert og anerkjent markedsplass. Spørsmålet om unoterte aksjeinvesteringer i SPU ble sist vurdert i fondsmeldingen for 2010, se Meld. St. 15 (2010-2011).

Unoterte aksjeinvesteringer omfatter generelt selskaper innen flere sektorer. Vurderingen det nå legges opp til vil ikke omfatte unotert eiendom, som fondet i dag kan investeres i, eller unotert infrastruktur. Stortinget sluttet seg til Finansdepartementets vurdering om ikke å åpne for investeringer i unotert infrastruktur nå, se eget brev om Stortingets behandling av meldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016.

Målet med investeringene i SPU er å oppnå høyest mulig avkastning gitt akseptabel risiko. I tråd med fondets finansielle målsetting vil det i arbeidet med å vurdere unoterte aksjeinvesteringer i SPU legges til grunn analyser og vurderinger av forventet avkastning og risiko, samt mulighetene for at Norges Bank kan opparbeide fortrinn innen slike investeringer. Et sentralt spørsmål er om unoterte selskaper systematisk representerer andre investeringsmuligheter enn børsnoterte selskaper og selskaper som søker slik notering, eller om forventet avkastning og risiko i hovedsak avhenger av

forvalters fortrinn. Andre sentrale spørsmål er om strukturelle utviklingstrekk ved markedene innebærer at selskaper som søker børsnotering er mer modne enn tidligere, og om andelen selskaper som søker børsnotering har falt over tid.

Finansdepartementet har tidligere trukket frem at forvaltningen av investeringer i unoterte selskaper generelt er mindre åpen og mer ressurskrevende enn ved investeringer i noterte selskaper, og at unoterte investeringer gjerne medfører større eierandeler i enkeltelskaper. Videre finnes det ikke daglig tilgjengelige markedspriser for unoterte aksjeinvesteringer på samme måte som for noterte investeringer. Det medfører at det generelt er mer utfordrende å evaluere resultater og å måle og styre risiko ved unoterte investeringer. Særtrekkene ved unoterte aksjeinvesteringer kan medføre et annet og mer komplekst risikobilde enn for noterte aksjeinvesteringer.

Finansdepartementet vil vurdere hvordan unoterte aksjeinvesteringer eventuelt bør reguleres i mandatet for forvaltningen av SPU. Som et utgangspunkt vil det legges til grunn at det ikke skal fastsettes en egen allokering til unoterte aksjeinvesteringer i SPU, men at slike investeringer eventuelt kan gjøres innenfor Norges Banks ramme for avvik fra referanseindeksen fastsatt av departementet, målt ved forventet relativ volatilitet. Som for investeringer i aksjer, obligasjoner og eiendom, vil det også for unoterte aksjeinvesteringer vurderes andre, supplerende rammer og krav for å ramme inn risikoen i forvaltningen. En slik tilnærming er i tråd med den nye reguleringen av fondets investeringer i unotert eiendom, som trådte i kraft 1. januar 2017. Det vises til omtale i fondsmeldingen for 2016.

Som ledd i arbeidet med å vurdere unoterte aksjeinvesteringer i SPU ber Finansdepartementet om råd og vurderinger fra Norges Bank. Det bes særskilt om vurderinger av:

- Hvilke investeringsmuligheter som kan bli tilgjengelige for SPU med en mer generell adgang til å investere i unoterte selskaper, sammenliknet med dagens mandat. Det bør vurderes investeringsmuligheter både innen ulike fondskonstruksjoner, som såkorn-, venture- og oppkjøpsfond, og direkteinvesteringer med eller uten partnere. Investeringsmulighetene bør vurderes i lys av fondets størrelse.
- Hvordan banken ser for seg å gå frem dersom det gis en mer generell adgang til å investere SPU i unoterte selskaper, herunder hvilke typer investeringer og sektorer som vil være aktuelle.
- Forholdet til dagens adgang til å investere i selskaper der styret har uttrykt en intensjon om børsnotering, og hvorfor denne muligheten i liten grad synes å bli benyttet.
- Hvilke konsekvenser en mer generell adgang til å investere SPU i unoterte selskaper kan få for bankens forvaltning av fondet, herunder eventuelle endringer i forvaltningsorganisasjonens kostnader, størrelse, kompetanse, kompleksitet og åpenhet.

- Hvordan banken ser for seg å organisere forvaltningen av unoterte aksjeinvesteringer, herunder utøvelse av eierskap og -rettigheter i enkeltsselskaper og -fond.
- Eventuell særskilt risiko ved aksjeinvesteringer i unoterte selskaper, herunder operasjonell og omdømmemessig risiko, og hvordan banken ser for seg å styre og håndtere slik risiko.
- Hvilke fortrinn banken ser for seg å kunne opparbeide innen unoterte aksjeinvesteringer, og hvordan erfaringene med investeringer i unoterte eiendomsselskaper eventuelt kan utnyttes innen andre sektorer.
- Betydningen for forventet avkastning, risiko og kostnader av bankens eventuelle ulemper og fortrinn innen unoterte aksjeinvesteringer.
- Hvordan departementet i mandatet for SPU eventuelt bør regulere en mer generell adgang til å investere fondet i aksjer i unoterte selskaper, herunder hvordan risiko bør rammes inn og hvordan avkastning og risiko bør måles, vurderes og rapporteres.
- Hvordan dagens krav i mandatet til integrering av ansvarlig forvaltningsvirksomhet kan ivaretas i forvaltningen av unoterte aksjeinvesteringer, herunder i utøvelse av eierskap og -rettigheter i enkeltsselskaper og -fond.
- Om det er grunnlag for å endre forventningen til samlet meravkastning i SPU dersom banken gis en mer generell adgang til å investere i aksjer i unoterte selskaper.

Norges Bank bes om å oversende sine råd og vurderinger innen 10. desember 2017.

Det vil bli innhentet analyser og vurderinger også fra eksterne eksperter. Finansdepartementet tar sikte på å legge frem sine vurderinger i fondsmeldingen som legges frem våren 2018.

Med hilsen

Espen Erlandsen e.f.
ekspedisjonssjef

Hans Jørgen Tranvåg
fagsjef

Dokumentet er elektronisk godkjent og har derfor ikke håndskrevne signaturer

Gjenpart: Riksrevisjonen