

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep.  
0030 OSLO

Deres ref:  
19/4005-18

Vår ref:  
20/00034-5

Dato  
18.02.2021

## **Oppfølging av meldingen Statens pensjonsfond 2020: Forslag til endringer i mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge**

Det vises til Finansdepartementets brev 18. desember 2020 hvor departementet ber om Folketrygdfondets vurderinger knyttet til mandatbestemmelsen om unoterte selskaper, samt departementets brev 8. januar 2021 hvor fristen for svar ble forlenget til 1. mars 2021.

Folketrygdfondets adgang til å investere i unoterte aksjer er i dag beskrevet i mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge § 3-5 første ledd bokstav c som gir adgang til å investere i aksjer i selskap hvor styret har *uttrykt intensjon* om å søke notering. Mandatet regulerer tilsvarende i § 3-5 annet ledd at dersom Folketrygdfondet blir eier av finansielle instrumenter som ikke er omfattet av beskrivelsen av tillatte instrumenter, skal Folketrygdfondet selge slike finansielle instrumenter omgående.

Folketrygdfondets styre har i brev 13. desember 2019 gitt uttrykk for at det er hensiktsmessig å vurdere en endring i mandatbestemmelsen om adgangen til å investere i unoterte selskaper. Finansdepartementet har i Meld St 32 (2019-2020) uttrykt at de deler disse vurderingene. Departementet peker på at dagens adgang hittil er lite benyttet, og ønsker å se nærmere på om dagens utforming er hensiktsmessig, og om den kan utvides noe.

I brev 18. desember 2020 følger Finansdepartementet opp dette og ber om Folketrygdfondets vurderinger av;

- «hvilke andre kriterier enn uttrykt intensjon om børsnotering som kan benyttes for å identifisere selskaper som antas å være aktuelle for børsnotering på et senere tidspunkt,
- på hvilken måte Folketrygdfondet vil følge opp ev. kjøp i unoterte selskaper som antas å være aktuelle for børsnotering på et senere tidspunkt,
- hvordan slike kjøp og oppfølgingen av dem vil rapporteres, og
- hvilke planer som vil utarbeides for avhending dersom unoterte selskaper det er kjøpt aksjer i, ikke børsnoteres.»

## **1. Forslag til endringer i mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge**

Folketrygdfondet foreslår at mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) endres slik at adgangen til å investere i unoterte selskaper utvides fra å omfatte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om børsnotering til også å inkludere selskaper som har søkt om notering eller er notert på en multilateral handelsfasilitet (Multilateral Trading Facility, MTF) som driftes av en markedsoperatør for en regulert markeds plass. Det vises til vedlegg 2 for en nærmere beskrivelse av MTFer i Norden.

Videre foreslår Folketrygdfondet at dagens bestemmelse om avhending av finansielle instrumenter som ikke er omfattet av mandatets § 3-5 første ledd endres slik at Folketrygdfondet får tilstrekkelig fleksibilitet til å ivareta SPNs finansielle interesser på en best mulig måte. Vi foreslår at myndighet til å formulere en bestemmelse om dette gis til styret i Folketrygdfondet.

Det konkrete forslaget til endringer i mandattekst er gitt som eget vedlegg til dette brev, se vedlegg 1.

## **2. Svar på Finansdepartementets spørsmål**

### **2.1 Kriterier for identifisering**

*Finansdepartementet ber om Folketrygdfondets vurdering av «hvilke andre kriterier enn uttrykt intensjon om børsnotering som kan benyttes for å identifisere selskaper som antas å være aktuelle for børsnotering på et senere tidspunkt».*

SPN eier i dag om lag 11 prosent av referanseindeksen OSEBX. Dersom Folketrygdfondet i forvaltningen av SPN ønsker å la et nytt selskap som kommer inn i referanseindeksen vekte likt i porteføljen som i referanseindeksen, må SPN også eie 11 prosent av selskapet (forutsatt fri flyt i selskapet på 100 prosent). Folketrygdfondet vil i mange tilfeller bruke lang tid, ofte flere måneder, på å oppnå ønsket eksponering. Ved å kunne bygge en posisjon i selskaper som er på vei mot børsnotering, vil risikoen for uønsket eksponeringsavvik reduseres. Det er derfor ønskelig at SPN har muligheten til å få tidlig tilgang på eksponering mot selskaper som er på vei mot børs.

I vurderingen av ulike kriterier for å identifisere unoterte aksjer som kan være aktuelle for vårt investeringsunivers, har vi lagt vekt på sannsynligheten for at selskapet kan bli omsatt på et regulert marked i framtiden. Utgangspunktet for vår vurdering er at en eventuell utvidelse av mandatet ikke skal medføre at det etableres en ny aktivaklasse, men at dette skal være en naturlig utvidelse av dagens investeringsunivers.

Vi har vurdert fellestrekk ved selskapene som størrelsesmål, enten på omsetning eller bokførte verdier i balansen, eierstruktur, selskapsstyring og kapitalbehov. Ulempen er at det ikke er noen påviselig sammenheng mellom slike kriterier og sannsynlighet for fremtidig børsnotering. Det er dermed en økt risiko for at aksjer forblir unoterte hvis man benytter denne typen kriterier.

Et mulig alternativ er å etablere en egen ramme, for eksempel uttrykt som en prosentsats av aksjeporteføljen eller en tidsavgrensning for investeringer i unoterte aksjer. Disse løsningene vil heller ikke gi en objektiv identifisering av fremtidig børsnotering av selskapene. Vi viser for øvrig til avsnitt 3. *Vurdering av eventuelle ytre rammer for investering i unoterte aksjer* i dette brevet for drøfting av muligheten for å etablere en ytre ramme som et supplement til andre kriterier.

Dagens adgang til å investere i selskaper hvor styret har uttrykt intensjon om å søke notering fungerer godt. Dette er et objektivt krav som tydelig indikerer sannsynlighet for fremtidig børsnotering. Folketrygdfondet har per 17.02.2021 seks investeringer i aksjer som ikke er notert på en regulert markeds plass hvor selskapets styre har uttrykt slik intensjon. Erfaringsmessig er det imidlertid også selskaper hvor slik intensjon bortfaller, eller hvor det tar svært lang tid å gjennomføre en børsnotering. Vi drøfter senere i brevet hvordan mandatet kan endres for å gi større fleksibilitet i slike situasjoner.

**Vi foreslår at adgangen til å investere i unoterte aksjer utvides til også å omfatte aksjer som har søkt om notering eller er notert på en multilateral handelsfasilitet (Multilateral Trading Facility, MTF).** Ved å åpne for selskaper notert på MTF får vi bedre tilgang til selskapene i tidligere fase og når aksjene selges offentlig for første gang.

En MTF er i større grad et selvregulert marked sammenliknet med børser/regulerte markeder. Det vil derfor være ulike regler for handel som benyttes. Typisk vil en MTF dekke behovet for rask og forenklet handel i verdipapirer uten at utsteder trenger å gå igjennom en omfattende godkjenningsprosess. En MTF er derfor godt egnet for selskaper som vil få tilgang til et større kapitalmarked, men som av ulike årsaker ikke ønsker å ta på seg alle forpliktelser et fullt børsmedlemskap innebærer. Dette kan eksempelvis være krav til spredning av aksjonærer, prospekt eller rapportering. Reglene for blant annet innsidehandel og markedsmanipulasjon i markedsmissbruksforordningen (MAR) gjelder også for MTF-noterte selskap.

Flere av selskapene notert på MTF har allerede uttrykt en intensjon om fremtidig notering på regulert marked, og er slik sett allerede omfattet av dagens bestemmelse i mandatet. En utvidelse mot selskaper notert på MTF innebærer at man vil inkludere selskaper som ikke ønsker å kommunisere en intensjon om framtidig børsnotering, men hvor dette likevel er sannsynlig. En fordel med å inkludere selskaper notert på MTF er også at dette er et lett observerbart og objektivt kriterium å benytte.

Totalt sett vil ikke inkludering av selskaper notert på MTFer per i dag øke Folketrygdfondets investeringsunivers vesentlig. På Euronext Growth Oslo (tidligere Merkur Market) er det i dag et begrenset antall selskaper som kan være relevante å vurdere som ikke allerede er omfattet av dagens ordlyd i mandatet. Med en fortsatt vekst i dette markedet fremover, kan imidlertid dette tallet øke noe.

Det har vært en betydelig vekst i noteringer på MTF-markedsplasser som Euronext Growth Oslo i Norge, og tilsvarende Nasdaq First North Growth-markedsplasser i de andre nordiske land. Med utgangspunkt i mandatets begrensninger på investeringer utenfor Norge vil det være mindre behov for å investere i selskaper notert på en MTF i Sverige, Danmark eller Finland. Det er imidlertid naturlig at en endring i mandatet bygger videre på den nordiske strukturen som er etablert.

Vi foreslår å begrense investeringsadgangen noe ved at det stilles som krav at MTFen må driftes av en markedsoperatør for en regulert markedsplass, i praksis en av de nordiske børsene. Dette vil sikre at internasjonale MTFer som på selvstendig grunnlag har notert et selskap ikke dekkes av den foreslåtte unntaksbestemmelsen i mandatet.

Videre ønsker vi å avgrense investeringsadgangen til selskaper som allerede er etablert eller aktivt har søkt om opptak til handel på en MTF. I praksis ekskluderes da selskaper hvor handel er initiert av andre enn selskapet selv. Det er kun for selskapene som har søkt opptak at reglene knyttet til innsideinformasjon, informasjonsplikter mv. kommer til anvendelse. At selskaper søker om opptak til handel kan sees som en indikasjon på at de søker mot det åpne kapitalmarkedet og et første steg på veien mot full børsnotering. Euronext Growth Oslo og Nasdaq First North Growth har i sine bestemmelser om opptak krav om slik søknad fra selskapet selv.

Den viktigste risikoen ved den foreslåtte endringen er at en MTF er svakere regulert enn ved fullverdig børsnotering. Dette gir mindre grad av pålagt investorinformasjon. Vi anser at denne risikoen er håndterbar. Folketrygdfondet vil utøve sin eierstyring og investeringsstrategi på samme måte som for børsnoterte selskaper. Vi har grunn til å tro at et engasjement fra Folketrygdfondets side også vil kunne bidra til bedre eierstyring og selskapsledelse i de selskaper hvor det er aktuelt for oss å investere.

Forslaget om å utvide adgangen til å investere i unoterte selskaper til også å gjelde selskaper notert på en MTF som driftes av en markedsoperatør for en regulert markedsplass bygger på Folketrygdfondets særtrekk som en langsiktig og kapitalsterk investor.

## 2.2 Oppfølging

*Finansdepartementet ber om Folketrygdfondets vurdering av «på hvilken måte Folketrygdfondet vil følge opp ev. kjøp i unoterte selskaper som antas å være aktuelle for børsnotering på et senere tidspunkt».*

Folketrygdfondet er per 17.02.2021 investert i seks selskaper som ikke er notert på regulert markedsplass med en markedsverdi på 1,9 milliarder kroner. Dette utgjør 1,04 % av aksjeporteføljen. Siden investering i unoterte selskaper er et unntak fra hovedbestemmelsen om investering i børsnoterte selskaper, er antallet forventet å være begrenset også fremover og dermed håndterbart innen dagens organisasjon.

Det legges opp til at unoterte selskaper også fremover følges opp som øvrige selskaper gjennom Folketrygdfondets eierskapsoppfølging, herunder våre forventninger til selskapene. Et sentralt element i eierdialogen i unoterte selskaper vil i tillegg være oppfølging av selskapets progresjon mot børsnotering. Dette gjøres løpende som en del av ordinær dialog, eller som separate møter.

Vi legger til grunn at den foreslåtte utvidelsen av investeringsadgangen håndteres innen dagens organisering av Folketrygdfondet, med selskapsansvarlig forvalter i aksjeavdelingen. Dette er også ressurseffektivt og reflekterer at målet er at selskapet skal bli børsnotert og dermed en del av det ordinære investeringsuniverset. De foreslåtte kriterier innebærer at arbeidet med identifisering av aktuelle selskaper blir konsistent og håndterbart.

## 2.3 Rapportering

*Finansdepartementet ber om Folketrygdfondets vurdering av «hvordan slike kjøp og oppfølgingen av dem vil rapporteres».*

På bakgrunn av at vi anbefaler en moderat utvidelse av mandatet ser vi ikke behov for endringer i dagens referanseindeks. Unoterte aksjer vil fortsatt være et unntak fra hovedregelen, og ikke et nytt investeringsunivers for Folketrygdfondet. Tilsvarende vil unoterte aksjer som i dag rapporteres som en del av aksjeporteføljen.

Folketrygdfondet har et etablert verdsettelseshierarki for kategorisering av verdipapirer. Der det foreligger en observerbar markedspris vil denne benyttes. Dette inkluderer priser som er basert på handel på MTF eller hvor handel gjøres utenfor børs (OTC). For aksjer som ikke har en markedspris benyttes modellbasert prising. Slik verdsettelse skal være basert på anerkjente prisingsmodeller, være etterprøvable og gi uttrykk for virkelig verdi. Det innebærer at vi vil ta utgangspunkt i kjente omsetninger i aksjen, eksterne verdsettelse og utviklingen for sammenlignbare selskaper. For selskaper som er notert på en MTF vil det normalt foreligge en observerbar markedspris.

Eierskapsoppfølging rapporteres på lik linje med andre selskaper i vår Eierrapport. Folketrygdfondet vil ha en særskilt oppmerksomhet på selskaper i porteføljen som ikke lenger tilfredsstiller kriteriene for investering. Folketrygdfondets styre vil, som i dag, få særskilt informasjon om slike selskaper. Det legges ikke opp til særskilt rapportering knyttet til framtidig børsnotering da dette ofte vil være sensitiv informasjon.

På samme måte som i dag vil unoterte selskaper inngå i oversikt over selskapene Folketrygdfondet er investert i. Denne oversikten offentliggjøres halvårlig.

## 2.4 Planer for avhending

*Finansdepartementet ber om Folketrygdfondets vurdering av «hvilke planer som vil utarbeides for avhending dersom unoterte selskaper det er kjøpt aksjer i, ikke børsnoteres».*

Dagens mandat innebærer at investeringer som ikke lenger tilfredsstillter kravet til unoterte aksjer skal avhendes omgående. Begrepet *omgående* gir lite rom for fleksibilitet. Målsettingen for forvaltningen er å søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader, og den overordnede målsettingen i eierskapsutøvelsen er å sikre SPNs finansielle interesser. Vi legger derfor til grunn at mandatets intensjon er at begrepet *omgående* ikke skal komme i konflikt med de overordnede målsettingene om høyest mulig avkastning.

Det er naturlig at målet må være avhending der hvor eierskapskriteriene ikke lenger er oppfylt, men det er viktig at dette skjer på en måte som ivaretar SPNs finansielle interesser og Folketrygdfondets omdømme. Vi mener derfor regelen om avhending bør reflektere at dette i hovedsak er en finansiell vurdering, og det er ønskelig med en grad av fleksibilitet i mandatet på dette punktet. Det understrekes at dette både kan gjelde selskaper som har kommet inn i porteføljen under unntaksadgangen for unoterte selskaper, allerede børsnoterte selskaper som tas av børs eller flyttes til en børs utenfor SPNs investeringsunivers samt ved konkurs eller annen hendelse hos en motpart hvor verdipapirer som er mottatt som sikkerhet må avhendes.

Selv om situasjonene kan være svært ulike, vil det kunne være lite omsetning og likviditet i aksjer som ikke lenger tilfredsstillter mandatets bestemmelser. Det vil derfor ofte være behov for å bruke tid på avhending for å sikre SPNs finansielle interesser og Folketrygdfondets omdømme. Folketrygdfondet må i slike situasjoner utforske ulike muligheter til likviditet. Dette kan innebære å søke likviditet på ulike markedsplasser, hos eksisterende eller potensielle aksjonærer, eller å initiere en dialog med øvrige aksjonærer i selskapet med tanke på å etablere likviditet i aksjen.

Vi foreslår at fastsetting av rammer for avhending av verdipapirer som ikke lenger tilfredsstillter investeringskravene delegeres til Folketrygdfondets styre og at ordlyden i mandatet endres tilsvarende.

## 3. Vurdering av eventuelle ytre rammer for investering i unoterte aksjer

Dagens mandat for Statens pensjonsfond Norge (SPN) har ingen ytre rammer for unoterte aksjer. I mandatet for Statens pensjonsfond Utland (SPU) finner vi imidlertid ytre rammer for unoterte investeringer. For SPU kan den unoterte eiendomsporteføljen utgjøre inntil 7 prosent av investeringsporteføljen, og den unoterte infrastrukturporteføljen kan utgjøre inntil 2 prosent av investeringsporteføljen.

Det er færre kriterier knyttet til selskaper som handles på en MTF kontra selskaper som er børsnotert. En kan derfor tenke seg at det også er større risiko knyttet til disse selskapene. Større risiko kan være et argument for en ytre ramme for dette segmentet av egenkapital. Mandatet for SPN har for eksempel en egen ytre ramme for høyrisikoobligasjoner i renteporteføljen.

MTF-notering vil innebære at markedsprising er lett tilgjengelig, og innebære en verdsetting på linje med ordinære børsnoterte aksjer. Kursendringer vil slå direkte ut i porteføljen og dermed også direkte på SPNs ramme for relativ volatilitet. Dette taler isolert for at ytre rammer ikke er nødvendig.

I situasjoner hvor selskaper ikke lenger tilfredsstiller unntakskravene, vil det kunne oppstå situasjoner hvor SPN vil være eksponert mot aksjer som er under avhending. En ytre ramme vil kunne motvirke at en for stor andel av porteføljen vil ha en slik eksponering. I praksis vil dette være enkeltstående investeringer som uansett vil følges opp særskilt.

Samlet sett ser vi ikke behov for en ytre ramme på unoterte aksjer utover kriteriene som foreslås.

Med vennlig hilsen  
Folketrygdfondet

Siri Teigum  
styreleder

Kjetil Houg  
adm. direktør

*Dokumentet er elektronisk godkjent og har ikke håndskrevet signatur*

## Vedlegg 1

### Forslag til endringer i mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge

#### Endringer er merket

#### § 3-5. Tillatte instrumenter

(1) Folketrygdfondet kan plassere porteføljen i finansielle instrumenter og kontantinnskudd som er godkjent i henhold til § 4-10, men begrenset til:

- a. aksjer og verdipapirer som kan sidestilles med noterte aksjer, samt depotbevis for slike aksjer som er notert på regulert markedsplass i Norge.
- b. aksjer og verdipapirer som kan sidestilles med noterte aksjer, samt depotbevis for slike aksjer som er notert på regulert markedsplass i Danmark, Finland eller Sverige og hvor utsteder i henhold til direktiv 2004/109/EC (Transparency Directive) har sin hjemstat i enten Norge, Sverige, Danmark eller Finland.
- c. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, samt depotbevis for slike aksjer hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering på regulert markedsplass i Norge, Danmark, Finland eller Sverige.
- d. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, samt depotbevis for slike aksjer som er notert på eller har søkt om notering på en multilateral handelsfasilitet som driftes av en markedsoperatør for regulert markedsplass i Norge, Danmark, Finland eller Sverige.
- e. omsettelige obligasjoner og andre omsettelige gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike obligasjoner, utstedt av norske, finske, svenske eller danske utstedere eller av utstedere med notert egenkapital som faller inn under bestemmelsene i bokstav a) eller b).
- f. pengemarkedsinstrumenter.
- g. finansielle derivater, fondsandeler og valutainstrumenter som henger naturlig sammen med aksjer, obligasjoner og valuta.

(2) Folketrygdfondets styre skal fastsette retningslinjer for salg av finansielle instrumenter som Folketrygdfondet eier som ikke er omfattet av første ledd.



## Vedlegg 2

### Nærmere om multilateral handelsfasilitet (Multilateral Trading Facility, MTF)

Selskaper som handles på en MTF reguleres i stor grad av MTFens egne regler, og i mindre grad av lovgivningen. Typisk blir reglene for likebehandling, spredningskrav og «Due Dilligence» i stor grad satt av den enkelte MTF.

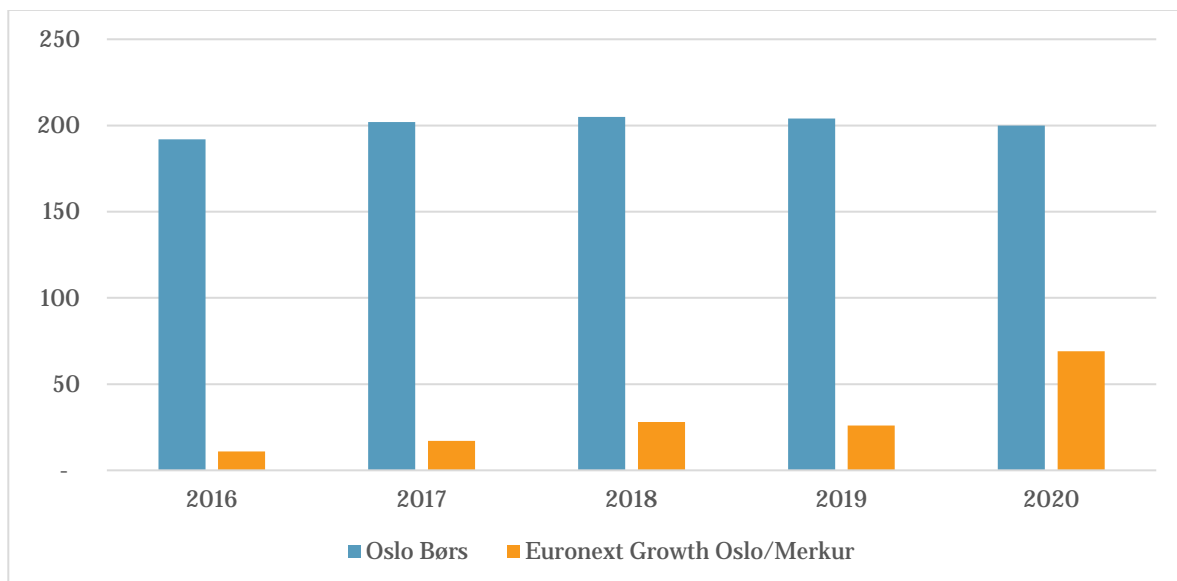
Relevante MTFer og deres karakteristika kan endres over tid. Markedsmisbruksforordningen (MAR) om innsidehandel og markedsmanipulasjon gjelder imidlertid uansett for aksjer som er notert på en nordisk MTF.

### Norge

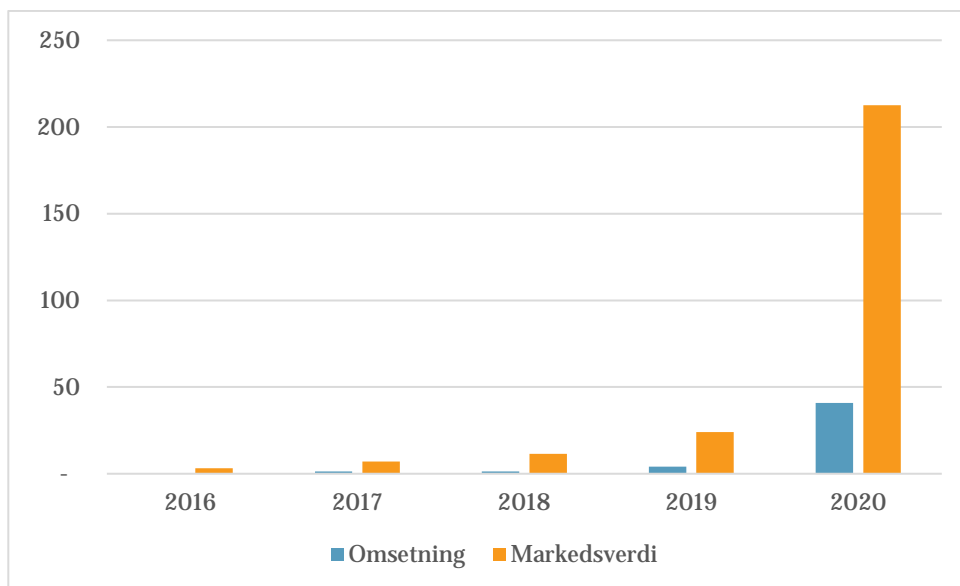
Antall selskaper notert på Euronext Growth Oslo har nær tredoblet seg det siste året. I 2020 ble det notert 49 nye selskaper på Euronext Growth Oslo, slik at det ved utgangen av 2020 var 69 selskaper på denne MTFen (ytterligere tre nye i januar 2021). De tre største selskapene på Euronext Growth Oslo har en samlet markedsverdi på rundt 104 milliarder kroner per 17. februar 2021. Dette innebærer at de ville utgjort en eksponering for SPNs referanseindeks på over 10 milliarder kroner, dersom de hadde blitt notert på Oslo Børs med 100 % fri flyt.

Per 17. februar 2021 var det åtte selskaper notert på Euronext Growth Oslo med en markedsverdi over 10 milliarder kroner. Fra 2016 er det tre selskaper som har gått fra Euronext Growth Oslo til Oslo Børs, og fire til Euronext Expand (tidligere Oslo Axess) som også er en regulert markedsplass.

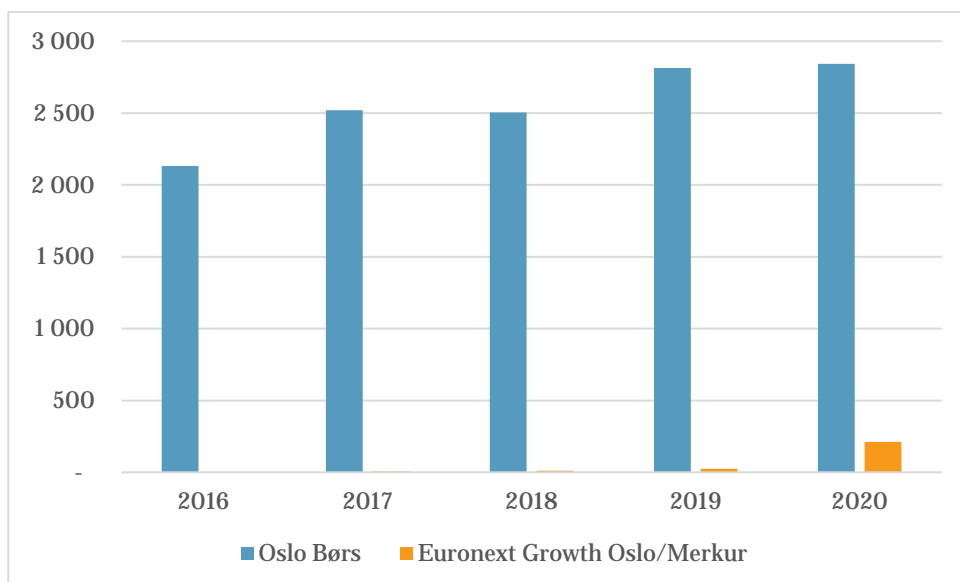
**Figur 1 Antall selskaper på Oslo Børs og Euronext Growth Oslo**



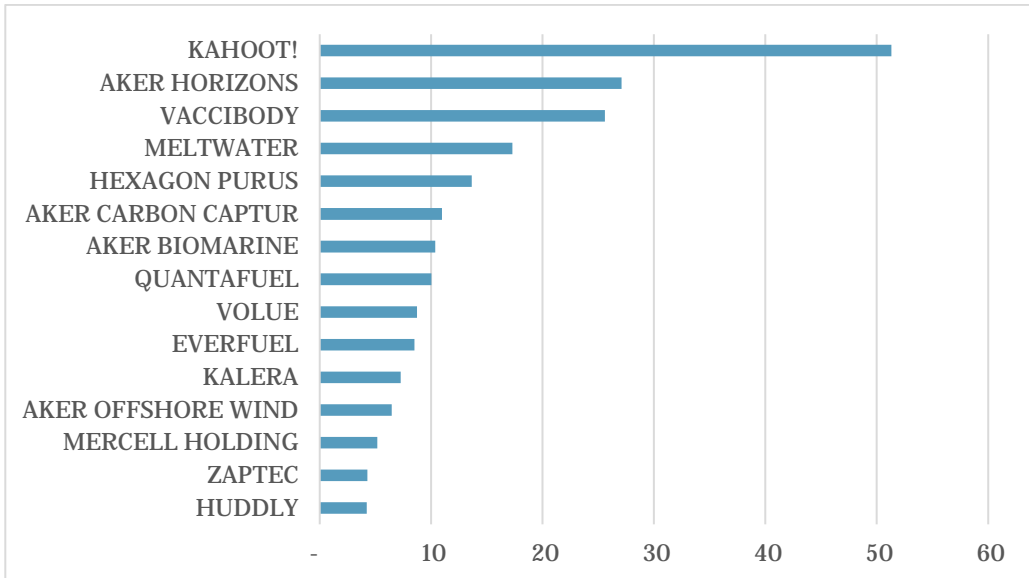
**Figur 2 Omsetning og markedsverdi på Euronext Growth Oslo. NOK mrd.**



**Figur 3 Markedsverdi Oslo Børs og Euronext Growth Oslo. NOK mrd.**



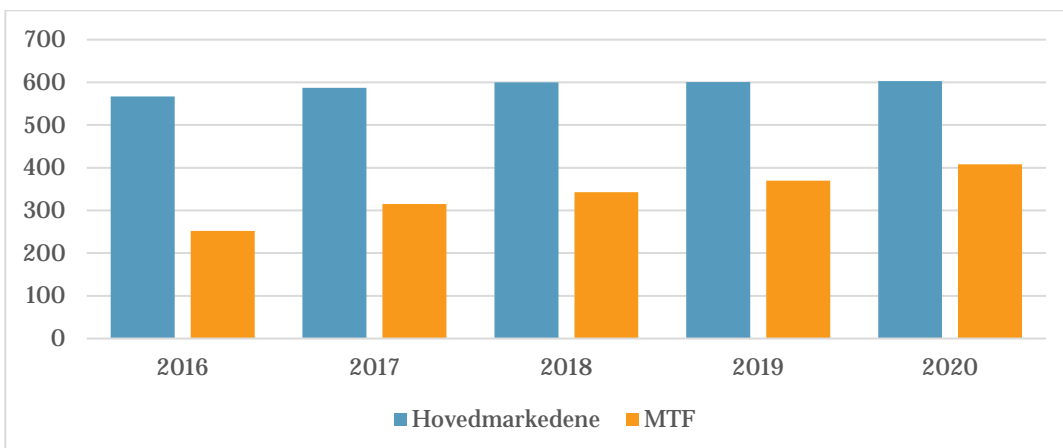
**Figur 4 Selskaper på Euronext Growth Oslo med markedsverdi over 4 mrd. Kroner (per 17.02.2021)**



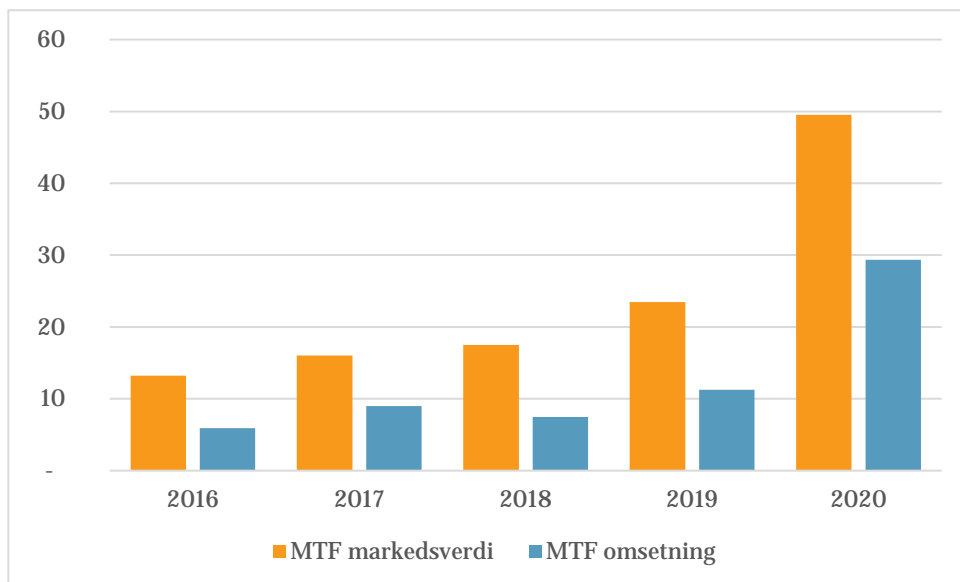
## Norden

Mens Oslo Børs driftes av Euronext, driftes de andre nordiske børsene av Nasdaq. Strukturen når det gjelder MTFer er relativt lik. Nasdaq driver MTFene Nasdaq First North Growth i Sverige, Danmark og Finland. Ved utgangen av desember 2020 var det på Nasdaq First North Growth notert seks svenske selskaper med en markedsverdi på over 10 milliarder norske kroner. Det største finske og danske selskapet notert på Nasdaq First North Growth hadde en markedsverdi på henholdsvis 7 og 2,3 milliarder norske kroner.

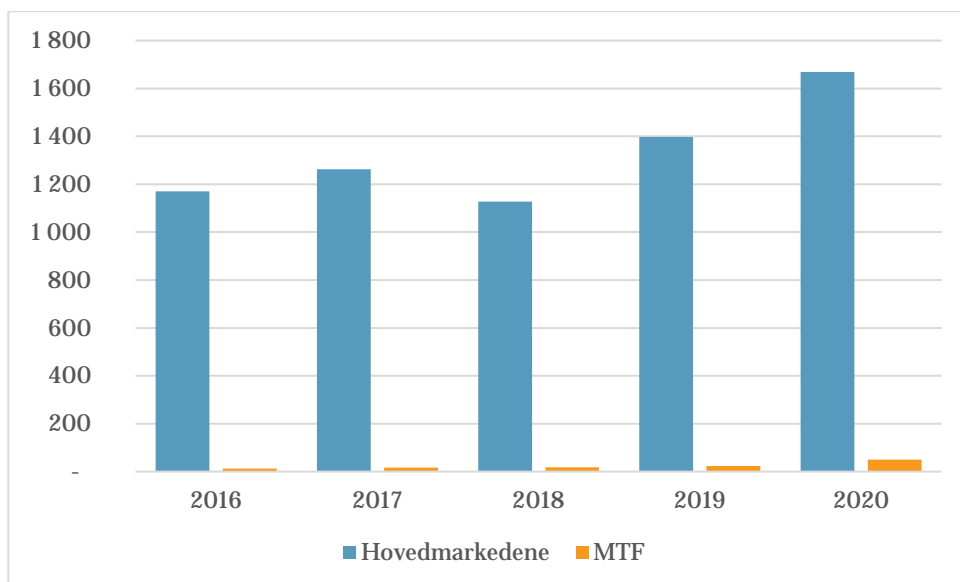
**Figur 5 Antall noterte selskap hovedmarkeder og Nasdaq First North Growth**



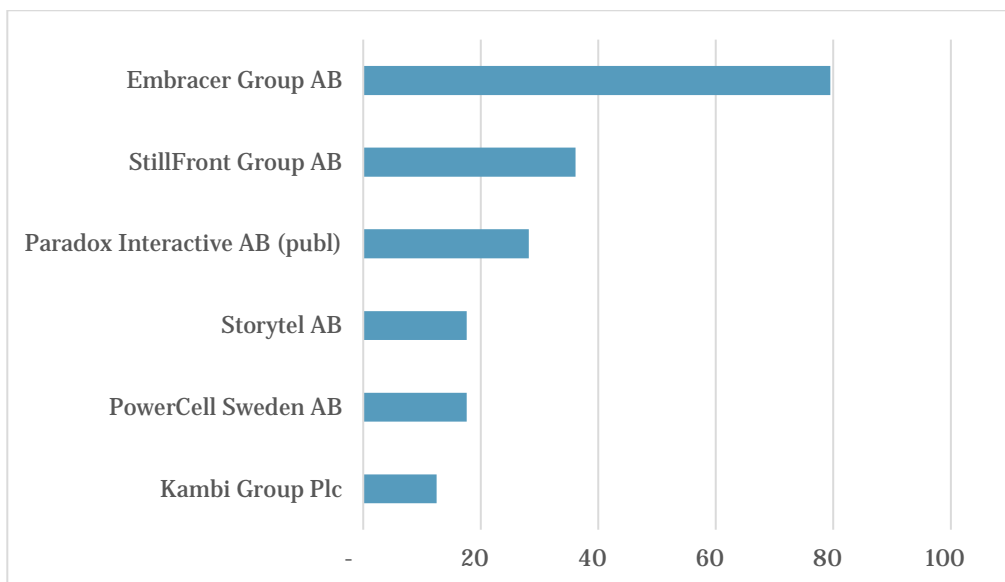
**Figur 6 Markedsverdi og omsetning. Nasdaq First North Growth. EUR mrd.**



**Figur 7 Markedsverdi hovedmarkeder og Nasdaq First North Growth. EUR mrd.**



**Figur 8 Selskap med markedsverdi over NOK 10 mrd. på Nasdaq First North Growth**



Antall selskaper notert på Nasdaq First North Growth (Stockholm, København og Helsinki) har økt jevnt de siste årene. Den totale markedsverdien av Nasdaq First North Growth-noterte selskaper har mer enn doblet seg fra 2019 til 2020. Sammenlignet med hovedmarkedene er imidlertid markedsverdien totalt sett begrenset. I perioden 2016 – 2019 gikk 38 av Nasdaq First North Growth-selskapene over til regulert marked.