

# Unoterte aksjer

Bernt Arne Ødegaard

University of Stavanger

20. november 2025

# Unoterte aksjer

Stadig tilbakevendende diskusjon: Skal en legge unoterte aksjer til de aktiva som SPU kan investere i?

Eksempler på unoterte investeringer

- Eiendom
- Infrastruktur (gjeld til prosjekter)
- “Private Equity” (aktive investeringer)

Eiendom og infrastruktur allerede inne i varmen hos fondet.

Hvorfor er “PE (Private Equity) så kontroversielt?

# Hva er PE?

Investering i aksjer som ikke er notert på en børs

## Strategier

- “Buyout funds”
- “Venture capital”
- “Distressed firms”

Karakteriseres ved

- Små selskap
- Trenger mer enn penger.  
Venture – ofte del av styring av selskap.
- Høy risiko – Ting kan og vil krasje  
Oppstartfond: 9 av 10 selskaper går under.  
Men den tiende kan gjøre fondet lønnsomt.

# Private Equity - generelt

Hva ser en på når en vurderer PE?

- Avkastningsforventninger
  - Meravkastning?
  - Andre egenskaper med avkastning
    - diversifisering
    - variabilitet
    - høsting av faktorpremier
- Viktige andre aspekt
  - *Kostnader høye*
  - *Liquiditet lav*
  - *Transparens lav*
  - *Talent hos investor relevant.*

# Avkastningsforventninger

Typisk argument: Høy forventet avkastning.

Empiri: Ja, men...

Problem med empiri:

- Aksjer omsettes ikke, hvordan måle avkastning uten priser en kan stole på?
- Skjevhet: Får ikke alltid med seg fond som gjør det dårlig.

Diversifisering: Er PE frakoblet konjunktur?

Empiri: Ja, men...

Volatilt – ja

Faktoreksponering – ja

# Andre aspekt

## **Kostnader**

Directe kostnader – høye

Indirekte kostnader – Investor trenger å bruke mye tid på hver investering

**Skalering** (hvor lett er det å gå fra det liten skala til internasjonal bedrift?)

Vanskelig

## **Lidviditet**

Lav. Typisk PE horisont – 10 år.

Vanskelig å omsette PE andeler. – (Hvorfor selger du?)

## **Transparens**

Lav

Små selskaper, lite rapportering.

Eier har informasjon de ikke kan dele.

# Diskusjonen om PE i SPU

Skal SPU ta inn PE?

Aktiva i SPU er stadig blitt utvidet.

- 1996 Obligasjoner
- 1998 Aksjer i G-20 land
- Aksjer i “developing markets”
- Eiendom
- Infrastrukturinvesteringer

PE logisk neste steg.

# PE i SPU - Hva har hendt?

- 2018 – Innstilling av to akademikere (Døskeland and Strömberg, 2018)
  - Positive til PE.
  - Norges Bank → Positive til PE
  - Finansdepartementet (Erna Solberg –Siv Jensen): Nei (Meld.St - Statens Pensjonsfond 2018) -

## PE i SPU - Hva har hendt?

- 2022 - NOU “Fondet i en Brytningstid”  
PE hos de fleste sammenlignbare fond.  
Hvorfor ikke hos SPU?  
(NOU 2022 12 Fondet i en Brytningstid)
- 2023 Akademisk oppdatering Døskeland and Strömberg (2023).  
Nyere forskning – ingen grunn til å endre oppfatning om at PE er noe for SPU.  
Norges Bank - Brev - Positive til PE (Norges Bank, 2023)  
Finansdepartementet (Jonas Gahr Støre – Trygve Slagsvold Vedum):  
Nei  
(Meld St. Statens Pensjonsfond 2024)
- 2024  
Finansdepartementet ber fremdeles om input (MSCI, 2024)

# Hvorfor er svaret hele tiden nei?

## Karakteristika ved SPU som tilsier PE

- Stort → Kapital tilgjengelig (men siden PE ikke skalerer så lett, er dette ikke nødvendigvis en fordel.)
- Langsiktig → Den lange horisonten i PE er ikke noe problem.

## Karakteristika ved SPU som er problematiske for PE

- Behovet for måling av verdier.
- Behovet for transparens.
- Kontinuerlig behov for å møte i Stortinget og få spørsmål om fondets investeringer.

# Hvorfor er svaret hele tiden nei?

Spekulasjoner fra min side

Et antall politiske snubletråder.

- SPU kan ende opp som eier av uspiselige selskaper, som det er umulig å selge seg ut av (illikviditet).

Aktuelt eksempel: Yale University trenger penger etter Trumps utspill mot universitet, man sitter på store PE andeler.

- SPU kan bli eiere med informasjon de ikke kan dele med Stortinget.
- Personalbehov i SPU: PE personer, vant til romslige bonusordninger, → risiko for pinlig høy kompensasjon.  
Ref: Argentum

→ Nedsiderisikoen trumfer positive sider ved PE.

Trond M Døskeland and Per Strömberg. Evaluating investments in unlisted equity for the Norwegian Government Pension Fund Global (GPF). Technical report, Report to Norwegian Ministry of Finance, 2018. URL [https://www.regjeringen.no/contentassets/7fb88d969ba34ea6a0cd9225b28711a9/evaluating\\_doskelandstromberg\\_05042018.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/7fb88d969ba34ea6a0cd9225b28711a9/evaluating_doskelandstromberg_05042018.pdf).

Trond M Døskeland and Per Strömberg. Assessment of summary of evaluating investments in unlisted equity for the Norwegian Government Pension Fund Global (GPF), 2018. Technical report, Report to Norwegian Ministry of Finance, 2023. URL [https://www.regjeringen.no/contentassets/7a66b6d1ea19467885f2cdf92e2de2ce/assessment\\_of\\_summary.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/7a66b6d1ea19467885f2cdf92e2de2ce/assessment_of_summary.pdf).

MSCI. On the global market portfolio, private-equity markets and chinese public-equity markets, April 2024. Report to Norwegian Ministry of Finance.

Norges Bank. Investeringsstrategi statens pensjonsfond utland – unoterte aksjer. Letter from Norges Bank to Finansdepartementet (Ministry of Finance), November 2023. URL <https://www.regjeringen.no/contentassets/7a66b6d1ea19467885f2cdf92e2de2ce/2023-11-28-investeringsstrategi-i-statens-pensjonsfond-utland-unoterte-aksjer-signert.pdf>.