

Finansdepartementet  
Avdeling for formuesforvaltning  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

U.off. § 5

Deres ref:  
14/3093

Vår ref:  
TE

Dato:  
13.11.2014

## Unoterte investeringer i SPN

### Sammendrag

Vi viser til Finansdepartementets brev av 27.06.2014, hvor det bes om Folketrygdfondets analyser og vurderinger av om unoterte investeringer som eiendom og infrastruktur bør inngå i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN).

Etter en samlet vurdering er det Folketrygdfondets oppfatning at det vil kunne være positivt for SPN om det åpnes for unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur. Dette er illikvide aktiva som i utgangspunktet er godt egnet for et langsiktig fond med lite behov for likviditet og som har en kompetent forvalter. Basert på Folketrygdfondets særtrekk og kompetanse, mener vi at en slik utvidelse av investeringsuniverset kan bidra til å spre fondets risiko og øke avkastningen etter kostnader.

Unoterte aktiva skiller seg fra dagens mer likvide investeringsalternativer i SPN ved at de kan være vanskelige å omsette, transaksjonskostnadene er vesentlige og det er større usikkerhet knyttet til løpende verdsetting. Det eksisterende datagrunnlaget gjør det krevende å konkludere klart med at inkludering av unoterte aktiva generelt gir en bedre risikojustert avkastning for en portefølje, men etter vår oppfatning vil det i denne aktivaklassen over tid finnes investeringsobjekter som kan bidra til å bedre forholdet mellom risiko og avkastning i SPN. For at investering i unoterte aktiva skal styrke SPNs risikojusterte avkastning over tid, fordrer det imidlertid etter vårt syn en styringsstruktur og et mandat som legger til rette for at investeringsbeslutningene skjer med et langsiktig perspektiv og med stor oppmerksomhet mot kostnadene og mulighetene for sikring av vår andel av verdiene. I lys av særtrekkene ved investering i unoterte aktiva i vårt investeringsunivers, mener vi slike hensyn best ivaretas om investeringsbeslutningene i utstrakt grad delegeres til forvalter, dvs. at investering i unoterte aktiva skjer som ledd i vår aktive forvaltning, framfor at departementet fastsetter en strategisk allokering til unoterte investeringer i referanseindeksen.

Ved investering i unoterte aktiva ser vi for oss at Folketrygdfondet vil være en selektiv investor som samarbeider med andre aktører med spesiell utviklings- og driftskompetanse, og hvor oppbygging av en portefølje av unoterte aktiva vil skje gradvis og over tid i takt med at vi bygger

opp kompetanse, vinner erfaring og identifiserer egnede investeringsobjekter. Vi legger til grunn at investering i unoterte aktiva kan håndteres innenfor dagens overordnede risikoramme for forventet relativ volatilitet, og tilrår at det fastsettes en øvre grense på 10 prosent unoterte aktiva som andel av SPN.

En utvidelse av investeringsuniverset til å inkludere unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur vil øke handlingsrommet i Folketrygdfondets langsiktige aktive forvaltning. Investering i unoterte aktiva vil gi en moderat økning i Folketrygdfondets kostnader, men vi mener at økningen i meravkastningen blir større. Samtidig vil unoterte investeringer bidra til å spre risikoen i den aktive forvaltningen.

Dagens organisasjon har relevant kompetanse på generell kapitalforvaltning, noterte aksjeinvesteringer innen eiendom og obligasjonsinvesteringer innen eiendom og infrastruktur. Folketrygdfondet har lang erfaring med å investere et stort fond i et finansmarked med tidvis svak likviditet. Dette har gitt Folketrygdfondet et langsiktig perspektiv i forvaltningen, som er nødvendig ved forvaltning av unoterte investeringer. Det vil i tillegg være behov for å styrke vår kompetanse for å håndtere de særskilte utfordringene som følger av å skulle treffe beslutning om og følge opp relativt store og skreddersydde transaksjoner i illikvide aktiva. Vi legger til grunn at disse aktivitetene skal være integrert i dagens organisasjon med felles organisasjonskultur og verdigrunnlag.

Mens markedet for unoterte eiendomsinvesteringer er relativt velutviklet og har en lang historie som investeringsobjekt, er markedet for infrastrukturinvesteringer fremdeles umodent. Dersom det er ønskelig å utvikle markedet for infrastruktur i Norge, vil dette blant annet avhenge av beslutninger hos ulike offentlige myndigheter om omfanget av infrastrukturinvesteringer og offentlig eierskap.

### **Innledning**

Formålet med dette brevet er å bidra til å sette departementet i stand til å fatte en prinsippbeslutning om SPNs mandat bør utvides til å inkludere unoterte investeringer som eiendom og infrastruktur. Dersom departementet fatter en slik beslutning, gjenstår viktige forberedelser før de første unoterte investeringene eventuelt kan gjennomføres. I en slik prosess vil vi komme nærmere inn på mer detaljerte forhold som departementet tar opp i brevet, herunder investeringsstrategi for unoterte aktiva, risikostyring, organisering, kostnader, operasjonell gjennomføring, oppfølging og rapportering.

Vi har i våre analyser og vurderinger fokusert på markedet for unoterte investeringer i Norge. Ved oppbygging av nye investeringsaktiviteter legger vi vekt på å gå gradvis fram og bygge erfaring. Således finner vi det naturlig i første omgang å konsentrere oss om Norge, hvor vi har sterkest kompetanse og lengst erfaring, og vurdere utvidelser til de øvrige nordiske landene i vårt investeringsunivers ved en senere anledning.<sup>1</sup> I tråd med departementets brev er oppmerksomheten videre rettet mot unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur (og ikke

---

<sup>1</sup> Ref også dagens referanseindeks for SPN, som har en fordeling på 85 prosent i Norge og 15 prosent i Danmark, Finland og Sverige.

unoterte aksjeinvesteringer i annen forretningsmessig virksomhet som "private equity", såkorninvesteringer osv.). Vi har i tillegg lagt særlig vekt på de særskilte styringsmessige utfordringene knyttet til unoterte og illikvide investeringer, siden datagrunnlaget gir mindre grunnlag for å trekke klare konklusjoner om aktivaklassens overordnede avkastnings-, risiko- og korrelasjonsegenskaper enn tilfellet er for noterte investeringer.

Som ledd i våre saksforberedelser har vi konsultert investorer det er naturlig for oss å sammenlikne oss med og uavhengige eksperter. Vi har innhentet to eksterne rapporter om investeringer i eiendom og infrastruktur utarbeidet av hhv. Akershus Eiendom og Pöyry. Disse følger som vedlegg til dette brevet.

Det framgår av de eksterne rapportene at det er et visst erfaringsgrunnlag for å vurdere investeringsfaglige sider ved det norske markedet for næringseiendom. Markedet for infrastruktur er på sin side umodent og fragmentert, samtidig som det pågår prosesser som muligens kan resultere i mer velutviklede markeder over tid. Det er imidlertid tilgjengelig analyser med internasjonale erfaringer, som i en globalisert verden kan antas å være relevante også for norske forhold. Det vises spesielt til Finansdepartementets grundige vurderinger av eiendomsinvesteringer og illikviditetspremier i Statens pensjonsfond utland, blant annet i St.meld. nr 16 (2007-2008) og Meld. St. 27 (2012-13), samt arbeidsnotatet om infrastruktur utarbeidet av Norges Bank Investment Management (NBIM discussion note #2-2013). En rapport laget for departementet av CEM Benchmarking gir også noe informasjon om aktivafordeling, avkastning og kostnader for sammenliknbare fond.<sup>2</sup>

### **Generelt om unoterte investeringer**

Investeringer i unotert eiendom og infrastruktur er generelt lite likvide, transaksjonskostnadene er forholdsvis store, og det er usikkerhet knyttet til den løpende verdsettingen. Slike unoterte investeringer kan være svært vanskelige å avhende på kort sikt, men gir oftest opphav til en relativt stabil og sikker kontantstrøm over flere år. Investeringsobjektene er gjerne heterogene med ulike risikoegenskaper, som både reflekterer prosjektets usikkerhetsmomenter (for eksempel knyttet til budfase, byggefase, løpende forvaltning, leietakers betalingsvilje, egenkapitalandel, finansieringsmodell) og usikkerhet av mer overordnet karakter (for eksempel politikk og reguleringer, makroøkonomisk utvikling, risikofri rente, risikoaversjon). Det kan være krevende å lage klare definisjoner for om et prosjekt bør kategoriseres som eiendom eller infrastruktur. Prosessene fram til en investering finner sted er typisk arbeidsintensive og tidkrevende, med krav til lokalkunnskap og utstrakt bruk av juridisk kompetanse. Transaksjonene kan være relativt store, innebære særskilte selskapskonstruksjoner og aksjonæravtaler, og ha finansieringsstrukturer med ulike egenkapital- og fremmedkapitaltransjer. Det kan påløpe vesentlige kostnader for å forberede en investering, mens avkastningen fordeles over lang tid.

Unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur er en relativt vanlig aktivaklasse for langsiktige investorer internasjonalt. CEMs rapport viser en samlet allokering nær 10 prosent i snitt for fond

<sup>2</sup> Så sant ikke annet er oppgitt, er kildegrunnlaget i dette brevet rapportene fra Akershus Eiendom, Pöyry og CEM, samt St.meld. nr 16 (2007-2008), Meld. St. 27 (2012-13) og NBIM discussion note #2-2013.

det er naturlig å sammenlikne SPN med, mens allokeringen kan være vesentlig høyere for fond som har hatt stor tro på denne aktivklassen. Eiendom og infrastruktur oppfattes av aktører å ha avkastnings- og risikoegenskaper som ligger mellom obligasjoner og aksjer, hvor deler av avkastningen kan henføres til at investorer krever en kompensasjon for svak likviditet (illikviditetspremie). Samtidig legger flere aktører vekt på at det følger med en særskilt type risikoeksponering som man ikke kan oppnå med en enkel kombinasjon av noterte aksjer og obligasjoner, slik at inkludering av unoterte aktiva kan bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i en portefølje. Det er imidlertid krevende å trekke klare konklusjoner om avkastnings- og risikoegenskapene til unoterte aktiva generelt på grunnlag av statistiske analyser.<sup>3</sup>

Enkelte investorer oppgir i tillegg å legge vekt på at aktivklassen gir en bedre inflasjonssikring enn nominelle obligasjoner. Videre gir unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur eksponering overfor stabile kontantstrømmer, samtidig som den løpende verdsettelsen viser mindre variasjoner enn likvide instrumenter, som er egenskaper noen aktører setter pris på. For enkelte investorer kan gunstig skattemessig behandling også være en motivasjon for å investere i unoterte aktiva.

Det er ulike måter å investere i eiendom og infrastruktur på, og de forskjellige alternativene gir eksponering for ulike risikofaktorer og har ulike forvaltningskostnader. Tabellen nedenfor illustrerer dette som et valg mellom noterte eller unoterte investeringer og mellom direkte eller indirekte investeringer. I en slik matrise vil unoterte investeringer typisk ha høyere likviditetsrisiko og forvaltningskostnader enn noterte investeringer, og direkte investeringer ha høyere prosjektspesifikk og regulatorisk risiko enn indirekte investeringer.

### Tabell. Ulike investeringsalternativer

	Direkte	Indirekte
Unoterte	Direkte investeringer, prosjektfinansiering	Unoterte fond
Noterte	Aksjer, obligasjoner	Noterte fond

Hvilke løsninger en investor velger, vil avhenge av hvilke alternativer som er tilgjengelige og investorens særtrekk og preferanser. I Norge har det generelt vært lite tilbud av noterte aksjer med direkte eksponering overfor eiendom og infrastruktur.

I en vurdering av om unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur egner seg for SPN, vil Folketrygdfondet legge mest vekt på denne aktivklassens bidrag til å bedre forholdet mellom risiko og forventet avkastning (etter kostnader) i fondet. Vi legger dermed lite vekt på forhold

<sup>3</sup> For eksempel viser Finansdepartementet i Meld. St. 27 (2012-13) til en rapport som vurderer potensialet for å høste illikviditetspremier i ulike aktivklasser, hvor forfatterne peker på at tallgrunnlaget ikke er godt nok til å ta stilling til om det finnes illikviditetspremier i unoterte markeder som eiendom.

som inflasjonssikring, mer stabile avkastningsmålinger og skattehensyn.<sup>4</sup> Videre har vi merket oss internasjonale erfaringer som understreker viktigheten av å oppnå eksponeringen uten at man pådrar seg for høye kostnader,<sup>5</sup> dvs. at man i utgangspunktet er varsom med å investere i konstruksjoner med mange ledd og mellommenn.

Det finnes noe tallmateriale for avkastning på norsk næringsseiendom over tid og enkelte erfaringer fra infrastrukturprosjekter, men en robust vurdering av avkastnings-, risiko- og korrelasjonsegenskapene til eiendom og infrastruktur må i betydelig grad basere seg på internasjonale erfaringer. Også internasjonalt er det lite offentlig tilgjengelige data og få tilgjengelige studier av avkastnings- og risikoegenskapene til unoterte aktiva, spesielt for infrastruktur. Historisk avkastning for indekser for unoterte aktiva har videre en tendens til å undervurdere risikoen. Sammenliknet med indekser for noterte aktiva, har indekser for unoterte aktiva få omsetninger bak seg og verdsettelse skjer ofte ved bruk av takseringer eller metoder som gir mindre utslag fra en periode til en annen. Slike indekser tar ofte utgangspunkt i et begrenset antall investeringsobjekter uten belåning, som ikke alltid vil være representativt for avkastningsegenskapene til de faktiske prosjektene en investor plasserer i. Tilsvarende skal man være varsom med å legge til grunn så store diversifikasjonsgevinster som man kan få inntrykk av når man ser avkastningsseriene til unoterte aktiva opp mot noterte aksjer og obligasjoner.

Kort oppsummert legger vi til grunn at forventet avkastning og risiko ved unoterte aktiva generelt ligger et sted mellom noterte aksjer og obligasjoner, men at det er stor variasjon internt i aktivaklassen som kan knyttes til prosjektspesifikke forhold. Vårt perspektiv er at det i denne aktivaklassen over tid vil finnes investeringsobjekter som kan bidra til å øke den risikojusterte avkastningen til porteføljen.

### **Markedet for unoterte investeringer i eiendom**

Næringsseiendom er et samlebegrep på all eiendom som ikke benyttes som egen bolig. Dette er en heterogen sektor med en sammensatt gruppe investeringsobjekter med ulik risikoeksponering og ulike aktører. Sentrale segmenter inkluderer kontorbygg, handel, hotell, lager og logistikk, industri og produksjonsbygg, helse og skole, boligutleie, samt objekter som grenser opp mot infrastruktur. De største segmentene for investorer er kontorbygg og handel. Internasjonalt oppfattes boligutleie å være en interessant kategori for finansielle investorer, siden dette segmentet har en annen risikoeksponering enn øvrig næringsseiendom, men tilbudet av slik eiendom i Norge for finansielle investorer har vært begrenset.<sup>6</sup> Bredden av investorkategorier er stor, og enkelte peker også på at skattemessige forhold kan være en motivasjonsfaktor for noen investorer.

---

<sup>4</sup> Dersom slike forhold vektlegges i så stor grad av andre investorer at det i vesentlig grad påvirker prisingen av aktivaene, vil dette isolert sett redusere vår interesse for slike investeringer.

<sup>5</sup> CEM viser at kostnadene ved forvaltning av unoterte aktiva generelt sett er høyere enn forvaltning av noterte aktiva, men at det også er store variasjoner avhengig av forvaltningsmodell (intern/ekstern, direkte/fondskonstruksjoner osv.).

<sup>6</sup> Sammenliknet med andre land eier husholdningene i Norge i stor grad sin egen bolig. Videre er det et vesentlig omfang av husholdninger og små aktører på tilbudssiden i markedet for utleie av boliger.

Et alternativ for investorer er å investere i børsnoterte selskaper med eiendomseksponeering, men i Norge er det liten tradisjon for børsnoterte eiendomsselskaper. I dag er det kun Norwegian Property, Olav Thon Eiendomsselskap og Entra Eiendom som er notert ved Oslo Børs. Norwegian Property har eiendommer for ca. 14 mrd. kroner, mens Entra er nesten dobbelt så stort og er den ledende aktøren på kontoreiendom i Oslo med en markedsandel på i underkant av 6 prosent. Olav Thon Eiendomsselskap har sin hovedeksponeering mot kjøpesentre. Norwegian Property og Olav Thon har over lengre tid vært handlet til relativt store rabatter i forhold til underliggende verdier. Dette skyldes nok dels svak likviditet i aksjene, men også andre selskapsespesifikke forhold har vært nevnt (som for eksempel uheldige transaksjoner, forhold ved gjennomføringen av investeringsprosjekter, sårbar finansieringsstruktur mv.). Investorer har nok også merket seg at andre børsnoterte eiendomsselskaper (Linstow, Avantor) er blitt tatt av børs på lave kurser i forhold til underliggende verdier.

Et sentralt spørsmål for en stor aktør som Folketrygdfondet er om vi kan oppnå en vesentlig eiendomseksponeering for SPNs kapital innen rimelig tid om vi skulle ønske det. Med utgangspunkt i at omsetningen av større unoterte næringseiendommer i Norge de siste ti årene i snitt har ligget på i underkant av 40 mrd. kroner per år, synes det som at det er mulig å etablere en vesentlig eiendomseksponeering i løpet av noen år om det skulle vurderes som formålstjenlig.<sup>7</sup>

Prisingen av unoterte aktiva påvirkes av faktorer som også er viktige for det noterte aksjemarkedet og obligasjonsmarkedet. De siste årenes fall i risikofri rente og risikopremier har løftet verdien av både aksjemarkeder, obligasjonsmarkeder og unoterte aktiva. Det betyr samtidig at historiske avkastningsserier trolig overvurderer forventet avkastning av unoterte så vel som noterte aktiva i årene framover. En analyse fra Swedbank<sup>8</sup> rapporterer at kontoreiendom i Oslo i snitt har gitt 11 prosent årlig avkastning siden 1983, som er 3 prosentpoeng lavere enn aksjer og 2 prosentpoeng høyere enn obligasjoner. Analysen anslår videre en forventet framtidig avkastning på 6 prosent (forutsatt flate realleier og ingen videre reprising av aktivaklassen), som er noe lavere enn for aksjer og noe høyere enn for obligasjoner.

### **Markedet for unoterte investeringer i infrastruktur**

Infrastrukturinvesteringer omfatter nettverk av faste anlegg som leverer tjenester som er sentrale for at samfunnet skal fungere (for eksempel vei, jernbane, kraftnett, vann og avløp), slik at bruksfrekvensen ofte er lite følsom for konjunktursvingninger. Det er ofte høye kapitalkostnader, og aktørene opererer i tilnærmede monopoler der inntekten er gjenstand for offentlig regulering. En del land har relativt lang erfaring med privat eierskap av infrastruktur (for eksempel Australia, Storbritannia og USA), mens i de fleste andre land har infrastruktur vært assosiert med offentlig eierskap. Behov for konsolidering av offentlige finanser, kombinert med et stort og udekket investeringsbehov, gjør imidlertid at det i større grad åpnes for privat eierskap av infrastruktur. Enkelte observatører peker også på mulige effektiviseringsgevinster ved å involvere private aktører, mens andre samtidig minner om tilhørende styringsutfordringer for det offentlige.

<sup>7</sup> Om man for eksempel skulle investere 5 prosent av SPN i eiendom over ti år, ville det innebære plasseringer på i størrelsesorden 1 mrd. kroner i året.

<sup>8</sup> Avkastning på kontoreiendom i Oslo 1982-2013, Peter Hermanrud, Swedbank, 27.5.14

Infrastrukturinvesteringer oppfattes som interessante blant mange langsiktige kapitalforvaltere på grunn av egenskaper som stabil kontantstrøm over lang tid med en viss inflasjonsbeskyttelse og sikkerhet i fysiske eiendeler. Norsk infrastruktur er i stor grad offentlig eid, og det er lite innslag av infrastrukturinvesteringer i Norge blant norske institusjonelle investorer.

På et overordnet nivå er det grunn til å anta at flere av de samme faktorene som taler for å investere i eiendom også gjør seg gjeldende for infrastruktur, men at infrastrukturprosjekter også har noen særtrekk. Som det framgår av NBIMs arbeidsnotat om infrastruktur, er det store utfordringer knyttet til å utarbeide representative avkastningsserier for infrastrukturprosjekter. De avkastningsseriene som er utarbeidet internasjonalt, viser generelt at investeringer i infrastrukturaktiva har bedret en porteføljes risiko- og avkastningsegenskaper, men det er stor variasjon mellom de ulike prosjektene og en skal være varsom med å legge for optimistiske forutsetninger til grunn for fremtiden.

Markedet for infrastrukturinvesteringer i Norge er fremdeles umodent. Dersom det er ønskelig å utvikle markedet for unoterte infrastrukturinvesteringer, vil Folketrygdfondet kunne bidra slik vi gjør i de noterte markedene. I tråd med SPN-mandatets bestemmelse om ansvarlig forvaltning, arbeider vi for velfungerende og effektive markedsplasser, samt gode standarder og hensiktsmessig adferd fra utstedere, tilretteleggere og investorer.

Det er imidlertid viktig å presisere at nøkkelen til å utvikle markedet for infrastruktur ligger hos ulike offentlige myndigheter: tilbudet av infrastrukturaktiva avhenger av beslutninger om omfanget av infrastrukturinvesteringer og offentlig eierskap, og etterspørselen etter infrastrukturaktiva fra langsiktige finansielle investorer avhenger av det offentlige regelverket investorene opererer innenfor og deres vurdering av regulatorisk og politisk risiko.

Infrastrukturinvesteringer skiller seg fra eiendomsinvesteringer ved at inntektene i større grad er påvirket av offentlig fastsatte tariffer og reguleringer. Siden dette oftest er prosjekter med lang løpetid, betyr det at investorers vurdering av graden av forutsigbarhet i myndighetsutøvelse vil være en sentral faktor bak deres betalingsvillighet og aktivaenes prising.<sup>9</sup> Pöyry-rapporten viser til at det i dag er enkelte hindringer som må adresseres før det er et godt grunnlag for utvikling av et norsk infrastrukturmarked med betydelig deltakelse av finansielle investorer. Internasjonale pensjons- og infrastrukturfond, hvis interesse og deltakelse er ønskelig om man vil utvikle en markedsplass i tråd med god internasjonal praksis, er ifølge rapporten noe varsomme i sin vurdering av norske infrastrukturprosjekter. Samtidig er norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser underlagt forsikringsvirksomhetsloven og den tilhørende kapitalforvaltningsforskriften, som setter klare begrensninger på omfanget av disse investorenes plasseringer i infrastruktur.

---

<sup>9</sup> Denne problemstillingen er analog med diskusjoner innen pengepolitikken om viktigheten av at sentralbanken holder hva den lover for å bygge tillit og redusere uønskede risikopremier.

### Folketrygdfondets særtrekk

I vår strategiske plan for hvordan vi forvalter SPN,<sup>10</sup> legger vi vekt på at vårt særpreg i forhold til andre aktører har betydning for hvordan vi bør innrette investeringsvirksomheten. Ved vår vurdering av unoterte investeringer, tar vi på samme måte utgangspunkt i våre særtrekk og mulige fortrinn. Fondet SPN og organisasjonen Folketrygdfondet har en statlig eier med et langsiktig perspektiv. Vi har et klart og godt rammeverk som legger til rette for hensiktsmessig kapitalforvaltning i tråd med fondets formål, og vi oppfattes ofte å være en attraktiv samarbeidspartner av andre aktører. Det å forvalte fellesskapets midler betyr samtidig at det er høye forventninger til effektiv og ansvarlig drift, og at vi må legge stor vekt på å ha godt omdømme og tillit, ikke bare hos vår eier, men også hos markedet og allmennheten.

Rammevilkårene for forvaltningen tilsier en investeringsadferd med lengre tidshorison enn mange andre investorer. I vår forvaltning av SPN kan vi legge til grunn mindre behov for likviditet, høyere risikobærende evne og større toleranse for store verdiendringer. Det gir grunnlag for å opptre motsyklisk og langsiktig, en krevende men lønnsom investeringsadferd som fordrer en gjennomarbeidet og robust strategi med solid forankring både internt i Folketrygdfondet og eksternt overfor eier og allmennhet. En lang tidshorison gir samtidig god anledning til å investere i finansmarkeder som tidvis er lite likvide, og dermed høste en særskilt illikviditetspremie. Størrelsen på slike illikviditetspremier varierer over tid, slik at det kreves en tålmodig, grundig og aktiv forvaltning hvor vi må være forberedt på at porteføljen vil avvike en del fra referanseindeksen over lengre tid.

Folketrygdfondet investerer SPN i eget navn og er blant de største institusjonelle enkeltinvestorene i det norske finansmarkedet. Investert kapital utgjør nær 5 prosent av det noterte aksjemarkedet (10 prosent når det justeres for fri flyt) og nesten 3 prosent av obligasjons- og sertifikatmarkedet. Dette betyr at det tar lang tid å foreta store endringer i porteføljens eksponering og at vi har en særskilt interesse i å legge et langsiktig perspektiv til grunn for vår investeringsvirksomhet. Størrelse gir også anledning til å delta i store transaksjoner, å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen, og gir en viss mulighet til å påvirke markedsplassens rammevilkår og funksjonsevne. En stor og langsiktig investor som Folketrygdfondet er opptatt av ansvarlig investeringsvirksomhet. En aktiv og ansvarlig utøvelse av våre eier- og kreditorrettigheter er viktig for å ivareta våre finansielle interesser. I tillegg vil vi gjennom ansvarlig investeringsvirksomhet bidra til en mer velfungerende markedsplass og redusert miljørisiko og samfunnsmessig risiko i vårt investeringsunivers.

Folketrygdfondet har gjennom sine 20 år med aksjeforvaltning og 40 år med renteforvaltning bygget opp en bred kompetanse innen kapitalforvaltning og opparbeidet lang erfaring fra det norske kapitalmarkedet. Ved en vurdering av en mulig åpning for unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur, legger vi vekt på at vi allerede har anledning til å investere i unoterte aksjer i selskaper som har intensjon om å bli notert, samt at vi har erfaring som investor i børsnoterte eiendomsselskaper og i obligasjoner tilknyttet eiendom og infrastrukturinvesteringer. Folketrygdfondet har lang erfaring i å investere et stort fond i et

<sup>10</sup> Er tilgjengelig på [www.ftf.no](http://www.ftf.no)



finansmarked med tidvis svak likviditet. Dette har gitt Folketrygdfondet et langsiktig perspektiv i forvaltningen, som er nødvendig ved forvaltning av unoterte investeringer.

I tillegg vil det være behov for å styrke vår kompetanse når det gjelder å håndtere store og skreddersydde transaksjoner med betydelige direkte eierandeler i markeder der lokalkunnskap er en klar fordel. I en slik aktivaklasse, som er preget av særskilte selskapskonstruksjoner tilpasset prosjektenes egenart og hvor medinvestorer og samarbeidspartnere kan ha ulike forventninger og interesser, vil vi måtte legge betydelig vekt på å ha gode aksjonæravtaler som ivaretar våre interesser og sikrer oss vår andel av kontantstrømmen og realisering av eventuell verdistigning.

Om vi skal søke å identifisere mulige fortrinn Folketrygdfondet kan ha som eiendomsinvestor, kan vår størrelse, høye risikobærende evne og ansvarlige investeringsprofil gjøre oss til en attraktiv samarbeidspartner for aktører som ønsker en seriøs og langsiktig medinvestor i store prosjekter. Vi har samtidig respekt for at dette er et relativt godt utviklet marked med etablerte aktører som har informasjonsfortrinn i forhold til en ny investor.

I tillegg til å legge vekt på Folketrygdfondets kompetanse og særtrekk i forhold til andre aktører i eiendoms- og infrastrukturmarkedet, forventer vi å skape merverdier gjennom allokeringstilbud. Med vår langsiktige og motsykliske investeringsstrategi vil det være positivt å ha tilgang til en aktivaklasse med investeringsobjekter som har noen andre risikoegenskaper enn investeringsalternativene i vårt eksisterende investeringsunivers.

Også i infrastrukturmarkedet kan egenskaper som størrelse, høy risikobærende evne og ansvarlig investeringsprofil gjøre oss til en attraktiv samarbeidspartner for aktører som ønsker en seriøs og langsiktig investor i store prosjekter. Mens det finnes internasjonale kapitalforvaltere med mer spisset kompetanse på særskilte områder innen infrastruktur, kan vår erfaring i Norge muligens være et fortrinn som både potensielle tilbydere av infrastrukturprosjekter og medinvestorer kan verdsette. Vår lange erfaring med obligasjonsinvesteringer, herunder i infrastrukturprosjekter, gjør at vi kan være en bidragsyter for å utvikle et mer velfungerende infrastrukturmarked.

Vårt særtrekk som offentlig eid kapitalforvalter kan også skape noen særegne utfordringer i en markedsplass hvor offentlige myndigheter har en nøkkelrolle. Selv om Folketrygdfondets investeringsadferd utelukkende vil være motivert av finansielle avkastnings- og risikovurderinger i tråd med vårt mandat, kan vårt offentlige eierskap skape forventninger om å ta også andre hensyn. Man kan også tenke seg elementer av omdømmerisiko for Folketrygdfondet om vi skulle være investert i et infrastrukturprosjekt med stor interesse fra allmennhetens side som blir gjenstand for negativ omtale. Det gjøres også oppmerksom på at vår vurdering av om et prosjekts avkastnings- og risikoegenskaper er attraktive, ofte vil måtte ha sitt motstykke i en betalingsvilje hos en offentlig eier av prosjektet. Om Folketrygdfondet skal investere deler av SPN i infrastruktur, er det viktig at forutsetningene for en slik aktivitet er godt forankret.

### **Organisering og styring**

Folketrygdfondets anbefaling om at SPN bør kunne investeres også i unotert eiendom og infrastruktur, forutsetter at det etableres et hensiktsmessig mandat som tar hensyn til denne aktivaklassens særtrekk. Unoterte aktiva er gjerne vanskelige å omsette, transaksjonskostnadene

er vesentlige og det er større usikkerhet knyttet til verdsettingen, noe som gjør at investorer forventer en særskilt kompensasjon (illikviditetspremie) sammenliknet med å investere i mer likvide noterte markeder. For at investering i unoterte aktiva skal styrke SPNs risikjusterte avkastning over tid, fordrer det at investeringsbeslutningene skjer med et langsiktig perspektiv og med stor oppmerksomhet mot kostnadene ved investeringene og mulighetene for sikring av vår andel av verdiene. En vellykket forvaltning av unoterte aktiva krever etter vårt syn en vesentlig grad av delegering til forvalter, gode overordnede styringsparametre, samt tillit mellom kapitaleier og forvalter.

Vår tilrådning er at SPNs eksponering overfor unoterte aktiva finner sted ved at Folketrygdfondet gis anledning til å investere i slike aktiva samtidig som dagens referanseindeks (med 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner) holdes uendret, dvs. at departementet ikke fastsetter en strategisk allokering til unoterte investeringer i referanseindeksen. En slik styringsmodell stimulerer til en langsiktig forvaltning med vekt på høyest mulig avkastning etter kostnader til moderat risiko for SPN samlet, samtidig som den tar høyde for at det er usikkerhet knyttet til størrelsen på markedet for unoterte investeringer i årene som kommer.

Vi legger vekt på at en utvidelse av investeringsuniverset til å inkludere unoterte aktiva vil øke handlingsrommet i aktiv forvaltning på områder som passer godt for en stor og langsiktig investor som Folketrygdfondet. Vi mener at våre særtrekk og fortrinn, vårt verdigrunnlag, vår investeringsfilosofi og vår lange erfaring samlet sett gir et solid grunnlag for å fortsette å skape meravkastning med lave kostnader.

Folketrygdfondets aktive forvaltning har siden 1998 og fram til utgangen av 3. kvartal 2014 bidratt med en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,49 prosentpoeng. Vår aktive risikotaking (avvik fra referanseindeksen) har av ulike årsaker avtatt de senere årene til et nivå som neppe er konsistent med såpass høy meravkastning i årene som kommer, men vi legger til grunn at det på sikt vil materialisere seg nye investeringsmuligheter som kan gi en høyere risikotaking.<sup>11</sup> Om vårt investeringsunivers utvides til å inkludere unotert eiendom og infrastruktur, er det naturlig å anta at dette over tid vil bidra til å heve vår forventede meravkastning (etter kostnader) og bidra til en risikospredning i den aktive forvaltningen. En mer langsiktig aktiv forvaltning vil samtidig gi lengre perioder med avvik mellom SPNs og referanseindeksens avkastning, et forhold som både eier og forvalter må være innforstått med for at man skal lykkes.

Vi legger til grunn at dagens overordnede risikoramme for forventet relativ volatilitet fortsatt er en egnet begrensning de nærmeste årene, også om det åpnes for å investere i unoterte aktiva. Siden aktivaklassen preges av svak likviditet og utfordringer knyttet til verdsetting, vil den operasjonelle risikostyringen sammenliknet med noterte instrumenter i større grad måtte baseres på også andre risikomål enn forventet relativ volatilitet. Investering i unoterte aktiva kan føre til utslag i risikomålet forventet relativ volatilitet som oppleves å være større enn det en

---

<sup>11</sup> Se nærmere omtale i vår strategiske plan, tilgjengelig på [www.ftf.no](http://www.ftf.no).

bredere vurdering av risiko kan tilsi.<sup>12</sup> Aktivklassen kan omfatte både egenkapitalinvesteringer og fremmedkapitalinvesteringer.

Vi tilrår at det i mandatet fastsettes en øvre grense på andelen unoterte aktiva i SPN, som vil fungere som en ytterligere beskranking på omfanget av slike investeringer. Vårt perspektiv er at en slik øvre grense bør gi tilstrekkelig handlingsrom til å høste de fordeler man ønsker av en slik forvaltning, og vi vil tilrår at grensen settes til 10 prosent. Det legges til grunn at oppbyggingen og utviklingen av Folketrygdfondets investeringer i denne aktivklassen vil skje over lengre tid, i takt med at vi bygger opp kompetanse, vinner erfaring og identifiserer egnede investeringsobjekter. Hvilke typer investeringsprosjekter som vi vil fokusere på, vil på samme måte utvikles over tid. Vårt utgangspunkt er at vi vil være en selektiv investor som investerer i samarbeid med andre aktører med spesiell utviklings- og driftskompetanse. Vi vil legge vekt på å finne kostnadseffektive investeringsmodeller, i tråd med vår investeringsfilosofi.

En vellykket forvaltning av unoterte aktiva krever en moderat økning i driftskostnadene. Folketrygdfondet skal imidlertid også framover kjennetegnes som en kostnadseffektiv forvalter. Vi legger til grunn en moderat økning i bemanningen for å bygge en kjernekompetanse innen unoterte investeringer, som så kan trekke på eksterne ressurser etter behov. Vi har respekt for at kjernekompetanse innen unoterte investeringer kan ha en noe annen investeringskultur enn dagens forvaltningsorganisasjon som er rettet mot likvide og noterte markeder, men vi legger til grunn at forvaltning av unoterte aktiva skal være integrert i dagens organisasjon med felles organisasjonskultur og verdigrunnlag.<sup>13</sup>

Unoterte investeringer vil først finne sted om det foreligger investeringsobjekter som etter Folketrygdfondets oppfatning bidrar til en bedre sammensetning av den samlede porteføljen og som er attraktivt priset i forhold til andre sammenliknbare investeringsalternativer som er tilgjengelige for SPN. En alternativkostnadsmodell<sup>14</sup> kan således synes å være et fleksibelt og nyttig verktøy i Folketrygdfondets forvaltning for å bidra til disiplinerte og langsiktige investeringsbeslutninger i unoterte aktiva. Med en slik modell setter man sammen et avkastningsmål for et unotert investeringsprosjekt basert på prosjektets risikoegenskaper i forhold til noterte aksje- og obligasjonsindekser. Dette avkastningsmålet gir uttrykk for alternativkostnaden for det unoterte prosjektet, og er samtidig et hjelpemiddel for å fastslå i hvilken grad man skal finansiere et unotert prosjekt ved å redusere aksjeholdningen eller obligasjonsbeholdningen. En god styring av investeringsbeslutninger i unoterte aktiva med lang investeringshorisont er imidlertid krevende, og ulike styringsmodeller har forskjellige fordeler og ulemper. Alternativkostnadsmodellen skal gi egnede insentiver på lang sikt til gode investeringsbeslutninger. På kort sikt kan det likevel være krevende å vurdere risikoen og avkastningen til de unoterte investeringene når verdien på disse ikke varierer i takt med

<sup>12</sup> For eksempel vil en unotert investering med stabil verdsetting, som kan sies å redusere fondets samlede risiko, kunne føre til en vesentlig oppgang i forventet relativ volatilitet pga. verdiendringer i referanseindeksen.

<sup>13</sup> Som en illustrasjon: vi ser for oss en "håndfull antall ansatte" i tillegg til dagens bemanning på ca. 50, som vil være omfattet av samme verdigrunnlag, administrative bestemmelser og lønnsrammer som den øvrige delen av organisasjonen.

<sup>14</sup> Ref omtale i departementets brev av 27.06.2014 og Meld. St. 19 (2013-2014).

avkastningsmålet (siden sistnevnte er knyttet til likvide markeder hvor verdsettelsen er mer volatil på kort sikt enn verdsettelsen av unoterte prosjekter).

Vårt perspektiv er at investering i unoterte aktiva skal bidra til risikospredning for SPN samlet, og vi tilrår at det ikke fastsettes særskilte krav til diversifisering internt i den unoterte aktivaklassen.

For å sikre tillit også til denne delen av forvaltningen, vil vi legge vekt på å formidle innsyn og innsikt i hva slags investeringsrisiko som tas, samtidig som det rapporteres om beholdninger, avkastning og egnede risikomål. De særegne egenskapene til unoterte investeringer tilsier at disse styres og rapporteres som en særskilt aktivaklasse separat fra dagens aksjeportefølje og obligasjonsportefølje. Vi legger videre til grunn at de relevante prinsipper for verdivurdering, avkastningsmåling og risikostyring minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringspraksis vil gjelde også for denne aktivaklassen, og forvaltningen vil reflektere aktivaklassens særtrekk. Vår investorerolle i unoterte aktiva vil på enkelte områder være noe annerledes enn den vi følger i noterte markeder. Store eierandeler tilsier at vi må vurdere en tettere og mer direkte eieroppfølging, herunder påta oss styreverv, for å ivareta våre finansielle interesser.

Dersom departementet beslutter at SPNs mandat skal utvides til å inkludere unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur, gjenstår viktige forberedelser som Folketrygdfondet må gjennomføre før de første unoterte investeringene kan iverksettes. Sentralt blant disse er oppbygging av særskilt kompetanse og utarbeidelse av en strategiplan for unoterte investeringer. I en slik prosess vil vi komme nærmere inn på investeringsstrategi for unoterte aktiva (herunder avveiningen mellom å investere i utviklingsprosjekter eller ferdig utviklede prosjekter), risikostyring, organisering, kostnader, operasjonell gjennomføring, oppfølging og rapportering.

Det vil også være nødvendig å vurdere enkelte tilpasninger i den øvrige forvaltningen av å investere i unoterte aktiva, for å sikre at SPNs samlede eksponering (for eksempel overfor illikviditet) er i tråd med vår målsetting.

Med vennlig hilsen  
Folketrygdfondet



Erik Keiserud  
Styreleder



Olaug Svarva  
Administrerende direktør

### Vedlegg

1. Rapport om investering i næringseiendom, utført av Akershus Eiendom
2. Rapport om unoterte investeringer i infrastruktur, utført av Pöyry