

Norges Bank skriver brev



Månedsbrev 1/2018

NBIM bør ikke investere i unoterte aksjer.
Det vil kreve mer ressurser til NBIM og gir
større omdømmerisiko.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Åttende januar i år gikk det et brev fra Norges Bank til Finansdepartementet undertegnet av sentralbanksjef Øystein Olsen og av sjefen for Norges Bank Investment Management (NBIM) Yngve Slyngstad. Brevet var svar på en henvendelse fra departementet om hvorvidt NBIM bør utvide universet for sine investeringer til også å inkludere "unoterte aksjeinvesteringer". Det vil si foretak som ikke er notert på børs. Etter de to sjefenes mening bør man det. Over tid kan seks prosent av aksjeporteføljen passende investeres i unoterte aksjer, antyder de.

Hva menes med investeringer i unoterte aksjer?

Investeringer i unoterte aksjer kan gjøres direkte i det enkelte selskap, eller indirekte ved å kjøpe seg inn i aktive eierfond. Det er den siste varianten som vil være aktuell for NBIM. Rent praktisk vil en investor i et slikt fond binde midlene for et visst antall år. Kapitalen fondet får til rådighet brukes til å kjøpe seg inn på eiersiden i aktuelle foretak, med sikte på å bidra til å øke verdiene i foretakene.

Etter å ha gjort jobben, som gjerne ender med at det enkelte foretaket tas på børs, får investorene igjen pengene. Vanligvis har

slike fond en gitt tidshorison, kanskje ti år. Da skal alle investeringene være avsluttet. Fondet oppløses.

Slutten for et aktivt eierfond kan også være at selskapene som fondet eier, kjøpes opp av andre selskaper eller oppkjøpsfond. Eller legges ned.

Men å gå inn i denne aktivaklassen har sin sjarm; det er krevende og spennende og lærerikt for forvalterne i NBIM.

Om fondet sliter og investeringene ikke er avsluttet innen antatt tid, vil tidsfristen stadig forlenges. Som liten investor har man knapt noe annet valg enn å være med videre. Som stor investor har man større innflytelse, men også større ansvar.

... men hva er vitsen?

"De siste tiårene har vi observert at antallet børsnoterte selskaper ser ut til å være på vei ned", står det å lese på side 2 i brevet. "I USA har antallet amerikanske børsnoterte selskaper falt med nesten 50 prosent siden fondet begynte å investere i aksjer."

Aha, tenker kanskje mottakerne av brevet, folkene i Avdeling for formuesforvaltning i

Finansdepartementet, da kan det på sikt bli vanskelig for verdens største statlige fond, nemlig vårt, å finne nok steder å putte pengene. Allerede nå eier vi 1,3 prosent av verdens samlede børsnoterte foretak. Om vi ikke ønske å eie noen større andel her, bedre da å finne nye aktivaklasser, kunne de tenke. Som unoterte aksjer, gjerne eid i samarbeid med andre, eller ved å kjøpe seg inn i fond for slike.

Men stopp en hal. Selv om *antall aksjer* har sunket til det halve, har *verdien av aksjene* steget. I 2012 hadde Oljefondet aksjer i utlandet for 2.336 milliarder kroner. Fem år senere hadde denne summen doblet seg til 4.692 milliarder kroner. Men Oljefondets *andel* av verdien av alle børsnoterte aksjer i verden lå fast på 1,3 prosent.

Men Oljefondets *andel* av verdien av alle børsnoterte aksjer i verden lå fast på 1,3 prosent.

Ikke nok med det. Er 1,3 prosent egentlig noen øvre grense for NBIM for gjennomsnittlig eierskap på børser? Neppe. BlackRock – som Oljefondet eier 5,2 prosent av – er verdens største fondsforvalter, med seks ganger så mye kapital å passe på som NBIM, nemlig seks billioner dollar. BlackRock eier mellom fem og syv prosent

av de fleste store børsnoterte selskapene i den vestlige verden. Fire ganger så stor eierandel som Oljefondet.

Argumentet om å la NBIM gå inn i unoterte selskaper fordi det investeringsunivers, som noterte aksjer i andre land utgjør, skal bli for lite, holder ikke vann. Men å gå inn i denne aktivaklassen har sin sjarm; det er krevende og spennende og lærerikt for forvalterne i NBIM.

Likviditet og avkastning

I brevet skriver herrerne Olsen og Slyngstad dette: “Investeringer i aktive eierfond vil i gjennomsnitt være mindre likvide enn børsnoterte aksjer.” Klart de vil være det. Stusser ved ordbruken. “Vil i gjennomsnitt være mindre”. Som om man titt og ofte må regne med at den vil være like god eller bedre. Er det rimelig? Neppe.

Hvorfor ikke si det som det er? “Likviditeten i unoterte aksjer er stort sett alltid dårligere enn i noterte.”

Sett at et eierfond som NBIM har investert i, har planer om å kjøpe seg inn i et selskap som etikkreglene for Oljefondet tilsier at man skal holde seg unna. Hva da NBIM? Kan man presse eierfondet til likevel ikke å

gå inn i det “uetiske” selskapet? Om man ikke lykkes her, bør vel NBIM selge seg ut av eierfondet? Den manglende likviditeten på NBIMs investering i eierfondet vil gjøre det både dyrt og vanskelig å selge seg ut. Ofte vil det skje til en pris som er lavere enn verdien som fondet beregner etter såkalte standard verdsettingsmetoder.

Investeringer i aktive eierfond innebærer at man ikke vet hva avkastningen av investeringene egentlig er, før fondet man har investert i er oppløst, og man har fått pengene tilbake.

At man har fått meget god avkastning på denne aksjeposten, har lite med saken å gjøre.

Tiltakende konkurranse i markedet for unoterte aksjer tyder på at avkastningen her, relativt til kjøp av aksjer på børs, godt mulig er på vei ned. Alt kan ikke reduseres til et mål om avkastning. Omdømme og anstendighet hører med ved vurderinger av hvilke aktiva Oljefondet skal eie.

Noen vil huske investeringer NBIM gjorde i Delta Topco i 2012 som eier Formel 1. Planen var at selskapet skulle børsnoteres. Ni dager etter at Oljefondet hadde kjøpt aksjer i selskapet, ble børsnoteringen avblåst. Således endte fondet opp med en unotert aksjepost som man ikke så lett kom

ut av. Da Formel 1-sjef Bernie Ecclestone noe senere ble involvert i en korrupsjons-sak, satt NBIM der. Med skjegget i postkassa. En omdømmebelastning for NBIM. At man har fått meget god avkastning på denne aksjeposten, har lite med saken å gjøre.

Å ivareta eierrollen er krevende nok som vanlig aksjeinvestor. Med henimot ni tusen selskap å passe på. Og med ambisjoner om å være en aktiv og ansvarsfull eier. Å aksle eierrollen i unoterte selskaper, er ikke det å gape for høyt? At man ikke kan trekke seg ut av enkelt-selskaper, men må selge hele fondet om noe skulle gå galt, gjør det enda mer krevende.

Takk – men nei takk

Med unoterte aksjer som ny aktivaklasse for Oljefondet blir det større krav til eierskapsutøvelse. Dermed utsetter man seg også for større omdømmerisiko.

Om Oljefondet går inn i unoterte aksjer, vil NBIM måtte få enda mer oppmerksomhet i vår sentralbank – både fordi her trengs flere folk, og fordi faren for å trå feil øker. I dag jobber om lag 340 personer med sentralbank saker i sentralbanken og rundt seks hundre med forvaltning av Oljefondet. “Det holder det sa Gundersen, det klarer seg med det”.

I utgangspunktet – før man for syv-åtte år siden åpnet for plasseringer i unotert eiendom – var Oljefondet en ren finansiell investor. Det betyr at man har små aksjeposter uten sikte på å blande seg inn i driften. Den modellen burde man kanskje tenke på å gå tilbake til.

Eieren av Oljefondet, ved Finansdepartementet, har en enkel oppgave. Takk for brevet. Og konstatere at unoterte aksjer vil forbli utenfor investeringsuniverset for fondet.

26. januar 2018

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>