

PENSJONSKAPITALENS ROLLE I DET NORSKE MARKEDET FOR PRIVATE EQUITY OG VENTUREKAPITAL: MOTTATTE INNSPILL

1. BAKGRUNN

I forbindelse med publisering av OE-rapport 2026:38 «Kartlegging av pensjonskapitalens rolle i det norske markedet for private equity og venturekapital», ble det gjennomført et innspillsmøte 29. mai 2026. Dette notatet gjengir innspillene og kommentarene til rapporten, uten nærmere vurdering av hvert enkelt innspill.

Hovedkonklusjonene fra OE-rapport 2026:38 er gjengitt kort i tekstboks nedenfor. Rapporten kan leses i sin helhet her: [Kartlegging av pensjonskapitalens rolle i det norske markedet for private equity og venturekapital](#).

2. INNSPILL FRA MØTE 29. MAI 2026: HVA TRENGS?

1.1. MINDRE FRAGMENTERT MARKED

- Norsk pensjonskapital er spredt på mange aktører inkludert mange mindre pensjonskasser, mens statlig pensjonskapital i NBIM og Folketrygdfondet er ufondert. Dette står i kontrast til enkelte andre land, der pensjonskapitalen i større grad er fondert og konsentrert i færre og større pensjonsfond.
- For mindre norske aktører med begrenset forvaltningskapital kan det være krevende foreta ressurskrevende investeringer i private equity og spesielt venturekapital. Som en møtedeltaker påpekte, har land som Sverige både flere store institusjonelle investorer og et større venturemarked, noe som delvis kan forklarer en høyere og jevnere tilførsel av pensjonskapital.

1.2. KOMPETANSE- OG KAPASITETSHEVING

- Investeringer i unoterte markeder krever kompetanse og analysekapasitet. Det trengs nok interne ressurser til å følge opp investeringene over tid og å bygge veldiversifiserte porteføljer. Det ble videre fremhevet i møtet at slike krav til minimumsskala og fagressurser kan være en begrensning, spesielt for mindre pensjonsaktører.
- Private equity og venture krever dessuten større arbeidsmengde per investerte krone enn mer likvide aktivaklasser. Det kan virke begrensende når investeringsvolumene foreløpig er relativt små.

1.3. ADRESSERING AV KOSTNADER OG INSENTIVER

- Eksterne PE/VC-fond har gjerne høyere forvaltningskostnader og prestasjonsbaserte honorarer enn indeksfond. I tillegg innebærer due diligence og oppfølging betydelig ressursbruk. Enkelte påpekte også at det er krevende å utforme effektive incentivordninger for forvalterne.

1.4. FONDSSTRUKTUR OG RISIKODIVERSIFISERING

- Diversifisering ble trukket frem som en forutsetning for å redusere risikoen i unoterte investeringer. En robust ventureportefølje krever spredning på flere fond, forvaltere og årganger, noe som i praksis forutsetter skala på investert kapital.
- Flere mindre norske pensjonskasser investerer kun i et fåtall utvalgte ventureforvaltere, fremfor å ha en bredere, mer indekxnær, tilnærming. I møtet ble det påpekt at en for snever portefølje øker risikoen og reduserer gevinsten av risikospredning.
- Fond-i-fond-løsninger ble nevnt som et virkemiddel for mindre aktører, fordi slike strukturer kan gi tilgang til beredere og mer diversifiserte porteføljer. Gjennom slike løsninger kan pensjonskasser få bred eksponering med lavere egeninnsats og lavere konsentrasjonsrisiko.

1.5. LIKVIDITETSKRAV OG PRISING

- Illikviditet er en iboende egenskap ved private equity og venturekapital, men enkelte møtedeltakere mente at likviditetsutfordringene er håndterbare innenfor rammen av en langsiktig portefølje. Samtidig ble det påpekt at produkter med investeringsvalg, som innskuddspensjon, må ivareta krav til daglig prising og enkel flyttbarhet. Dette kan begrense muligheten til å ha store andeler unoterte investeringer i slike ordninger.
- Pensjonsleverandørene opererer derfor med interne grenser for illikvide aktiva for å sikre tilstrekkelig likviditet for kundetransaksjoner. Dette strukturelle trekket ved innskuddsordninger ble nevnt som en praktisk begrensning for å øke PE/VC-andeler.

1.6. VALG AV FORVALTERE

- Seleksjon av dyktige PE/VC-forvaltere, og behov for tilstrekkelig transparens i den unoterte delen av markedet ble også trukket frem som relevante faktorer. Det kan være krevende for uerfarne investorer å identifisere de beste fondene, og mangelfull transparens og standardisering i rapporteringen for unoterte investeringer kan gjøre pensjonsaktørene mer tilbakeholdne.
- Manglende tydelig historikk for nye venturekapital-forvaltere ble nevnt som et eksempel på en analyseutfordring, fordi det gjør slike aktiva vanskeligere å integrere i tradisjonelle porteføljemodeller enn mer likvide investeringer.

1.7. KAPITALKRAV OG ANDRE REGULATORISKE FORHOLD

- Statlige kapitalkrav og solvensregler utgjør en barriere for hvor stor andel unoterte aksjer pensjonsselskapene kan investere i. Livselskapene følger Solvens II mens norske pensjonskasser er underlagt et forenklet Solvens II-basert kapitalkrav.
- Både livsforsikringsselskaper og pensjonskasser er underlagt kapitalkrav der unoterte aksjer er belastet med høyere kapital i solvensberegningene enn noterte aksjer.

- Pensjonsordninger med garanti (ytelsesordninger) har strengere kapitalkrav enn rene innskuddsordninger der hvor individene bærer risikoen. Denne forskjellen mellom garanterte og ikke-garanterte ordninger er derfor viktig i vurderingen av risikobuffere og investeringsmuligheter. Ytelsene har også årlige garantier, noe som forutsetter fortløpende avkastning.
- EU-godkjente investeringsstrukturer kan i enkelte tilfeller redusere kapitalkravet for unoterte investeringer. Et eksempel som ble nevnt, var at kapitalkravet kan senkes fra 49 til 22 prosent dersom investeringen gjøres gjennom slike langsiktige strukturer.

1.8. STATLIG PENSJONSKAPITAL OG ORDNINGER

- Internasjonale rammer og statlige ordninger kan gi større spillerom for pensjonsmidler i unoterte markeder. Sverige har eksempelvis et dedikert statlig pensjonsfond for unotert aksjekapital (sjette AP-fond). Finland og Danmark har innført offentlig-private fond-i-fond-løsninger (som Tesi i Finland og Dansk Vækstkapital i Danmark), der statlige aktører saminvesterer med pensjonsselskaper i PE/VC-fond. Storbritannia har gjennom Mansion House-avtalen mål om at pensjonsfond skal allokere 5–10 % av kapitalen til unotert sektor innen 2030.
- Slike eksempler illustrerer hvordan offentlige ordninger og samarbeidsmodeller i utlandet har fremmet økt pensjonsinvestering i unoterte aktivaklasser, samtidig som mange land praktiserer tak på alternative investeringer i intervallet 5–15 % av porteføljen. Disse erfaringene, selv om de ikke relaterer seg til garanterte ytelser, ble trukket frem som relevante referansepunkter for Norge, der dagens grenser anses som restriktive for investeringer i unoterte aktiva.

1.9. KUNNSKAPSHEVING OM VENTURE OG PRIVATE EQUITY

- PE og VC konkurrerer med andre instrumenter, som UCITS-fond, som ofte oppleves som enklere å være eier av. Flere innspill påpekte behovet for bedre kommunikasjon og forståelse av venturekapital som aktivaklasse.
- Spesielt venture blir ofte oppfattet som svært risikabelt, men deltakerne understreket at risiko- og avkastningsprofilen kan sammenlignes med andre aktivaklasser, forutsatt at investeringene gjøres langsiktig og diversifisert. Selv om enkeltinvesteringer i tidligfasemarkedet kan innebære høy risiko, ble det påpekt at historisk gjennomsnittlig avkastning i nordiske VC-fond indikerer at aktivaklassen ikke underpresterer i forhold til forventet risiko.
- God historisk avkastning er ifølge møtedeltakere ikke flaskehalsen: Utfordringen er snarere at mangelfull kommunikasjon kan bidra til at potensialet i venture undervurderes. Bransjen må avmystifisere og fremsnakke venturekapital, blant annet ved å tydeliggjøre bærekraftige avkastningsnivåer og at pensjonsfond kan bære illikviditet gitt sin langsiktige horisont.
- Bransjen bør bli flinkere til å tilrettelegge og markedsføre venture som et attraktivt investeringsprodukt. En stadig større andel av verdiskaping skjer utenfor børs, og pensjonskunder og forvaltere har for liten eksponering mot fremtidens vekstnæringer ved å ikke investere mer i PE/VC. Dette kan ses som en tapt mulighet for langsiktig avkastning og spredning av risiko.
- Å tydeliggjøre investeringscasen for unoterte aktiva, med vekt på historiske resultater, ble nevnt som en viktig faktor for å øke interessen. Tilsvarende ble det fremhevet at pensjonsaktørers erfaringer med buyout-fond, som har mange av de samme egenskapene som venturefond, viser at det finnes praktiske løsninger som fungerer.

1.10. POLITISKE AMBISJONER OG INVESTORHENSYN

- Myndighetene (særlig i Europa) ønsker å mobilisere mer pensjonskapital til ny næringsutvikling, mens pensjonsaktørene er forpliktet til å sikre stabile pensjonsutbetalinger. Pensjonsselskapenes primære ansvar er trygg, langsiktig og stabil avkastning. Politiske mål om å finansiere nye næringer eller andre samfunnsformål vil være av sekundær betydning når investeringsbeslutninger tas.
- Myndighetene kan sørge for bedre investeringsrammer og insentiver tilpasset pensjonskapitalens behov for stabil og konkurransedyktig avkastning.

1.11. OFFENTLIG-PRIVATE MODELLER

- Et sentralt tema i diskusjonen var hvordan terskelen kan senkes for livselskaper og pensjonskasser som ønsker å investere (mer) i unoterte markeder. Samarbeidsmodeller mellom offentlige aktører og pensjonsbransjen er prøvd ut i andre land, jamfør Tesi i Finland og Dansk Vækstkapital). Også i Norge er det tatt initiativ til slike løsninger.
- Fordelen med slike modeller er at pensjonskasser og livselskaper kan investere gjennom ett felles instrument, i stedet for å håndtere mange enkeltinvesteringer. Dette kan avlaste særlig mindre aktører for krevende seleksjons- og diversifiseringsoppgaver. Samtidig kan kompetanse- og kapasitetsbyrden delvis løftes over til en sentral forvalter.

1.12. AVKASTNINGSFORVENTNINGER OG SUKSESSHISTORIER

- Med bakgrunn i positive eksempler innen norsk venture, kan en «småskala-tilnærming» vurderes der pensjonsaktører kan allokere små, symbolske andeler, for eksempel 0,1 prosent, til norske Venturefond. Samlet ville dette kunne gi et betydelig kapitaltilskudd, gitt pensjonskapitalens totale størrelse.
- Også skattemessige insentiver kan vurderes for å utløse mer privat kapital til tidligfaseinvesteringer, ettersom staten ikke alene kan finansiere hele kapitalbehovet i dette segmentet. Over tid kan slike initiativer også bidra til å avdekke gjenværende hindre for pensjonsinvesteringer, og legge grunnlag for videre tiltak og læring.

Oppsummering av Oslo Economics' rapport 2026:38

Flere har påpekt at tilgang på privat risikokapital i Norge er begrenset, særlig sammenlignet med våre nordiske naboland. Vår kartlegging viser at dette også gjelder pensjonskapital. Sammenlignet med andre land, utgjør pensjonskapital en relativt liten og svært varierende andel i norsk PE og VC. Både omfanget og andelen av pensjonskapital svinger betydelig. Mengden pensjonskapital er forholdsvis større i private equity enn i venturekapital. I datagrunnlaget fremgår det videre at mesteparten av pensjonskapitalen til norsk PE og VC kommer fra utenlandske investorer.

Totalt er det om lag 3 000 milliarder kroner i norsk pensjonskapital. Selv små endringer i forvaltningen vil derfor kunne ha stor betydning for kapitaltilgangen til norske oppstarts- og vekstbedrifter.

Innspill fra intervjuer med livsselskaper tyder på at det finnes flere mulige forklaringer på det relativt lave omfanget pensjonskapital til PE og VC i Norge:

- Behov for høy kompetanse og analysekapasitet, løpende oppfølging og tilstrekkelig diversifiserte porteføljer (trenger minimumsskala i investeringene).
- Ulik solvensdekning, kapasitet til å ta risiko og å plassere i illikvide aktiva kan påvirke hvor mye som investeres.
- Livsselskapene og pensjonskassene har ulike vurderinger av forventet avkastning og kostnader i PE og VC generelt.
- Store deler av investeringene i PE og VC går til utlandet. Ofte foretas plasseringene hos forvaltere med globale eller nordiske mandater.
- Tjenestepensjon for ansatte i staten er ufondert, altså løpende finansiert i Statens pensjonskasse (SPK).

Selv om pensjonsordningene i seg selv legger noen grunnleggende begrensninger for hvor mye som kan investeres i illikvide aktiva, peker flere på at det finnes et ubenyttet handlingsrom innenfor disse rammene.