



Norsk Venturekapitalforening

Kartlegging av
pensjonskapitalens rolle i det
norske markedet for private
equity og venturekapital

oslo**economics**

Tittel: Kartlegging av pensjonskapitalens rolle i det norske markedet for private equity og venturekapital

Utarbeidet av: Oslo Economics

Oppdragsgiver: Norsk Venturekapitalforening

Publisert: April 2026

Rapportnummer: 2026-38

Kontaktperson: Rolf Sverre Asp

E-post: rsa@osloeconomics.no

Tel: +47 996 28 812

Innhold

Sammendrag	1
1. Innledning	4
1.1 Bakgrunn for oppdraget	4
1.2 Datagrunnlag	4
2. Hvor stor rolle spiller pensjonskapitalen i det norske PE- og VC-markedet?	6
2.1 Pensjonskapital relativt til andre kapitalkilder	6
2.2 Norsk og utenlandsk pensjonskapital i Norge	7
2.3 Pensjonskapital i ulike segmenter	8
3. Norge og sammenlignbare land	10
3.1 Andel pensjonskapital i ulike land	10
3.2 Andel unoterte investeringer blant pensjonsfond i ulike land	13
4. Den norske pensjonskapitalen og forvaltningen av ulike ordninger	17
4.1 Pensjonskapitalen i Norge	17
4.2 Beslutninger om forvaltning av pensjonskapital	19
4.3 Barrierer og muligheter i forvaltningen	21
5. Samlet vurdering	22
6. Referanser	23

Sammendrag

Vår kartlegging viser at tilførselen av pensjonskapital til norsk private equity og venturekapital både er lavere og mer ustabil enn i andre land. Den norske pensjonskapitalen utgjør hele 3000 milliarder kroner. Selv små endringer i forvaltningen vil derfor kunne ha stor betydning for kapitaltilgangen til norske oppstarts- og vekstbedrifter.

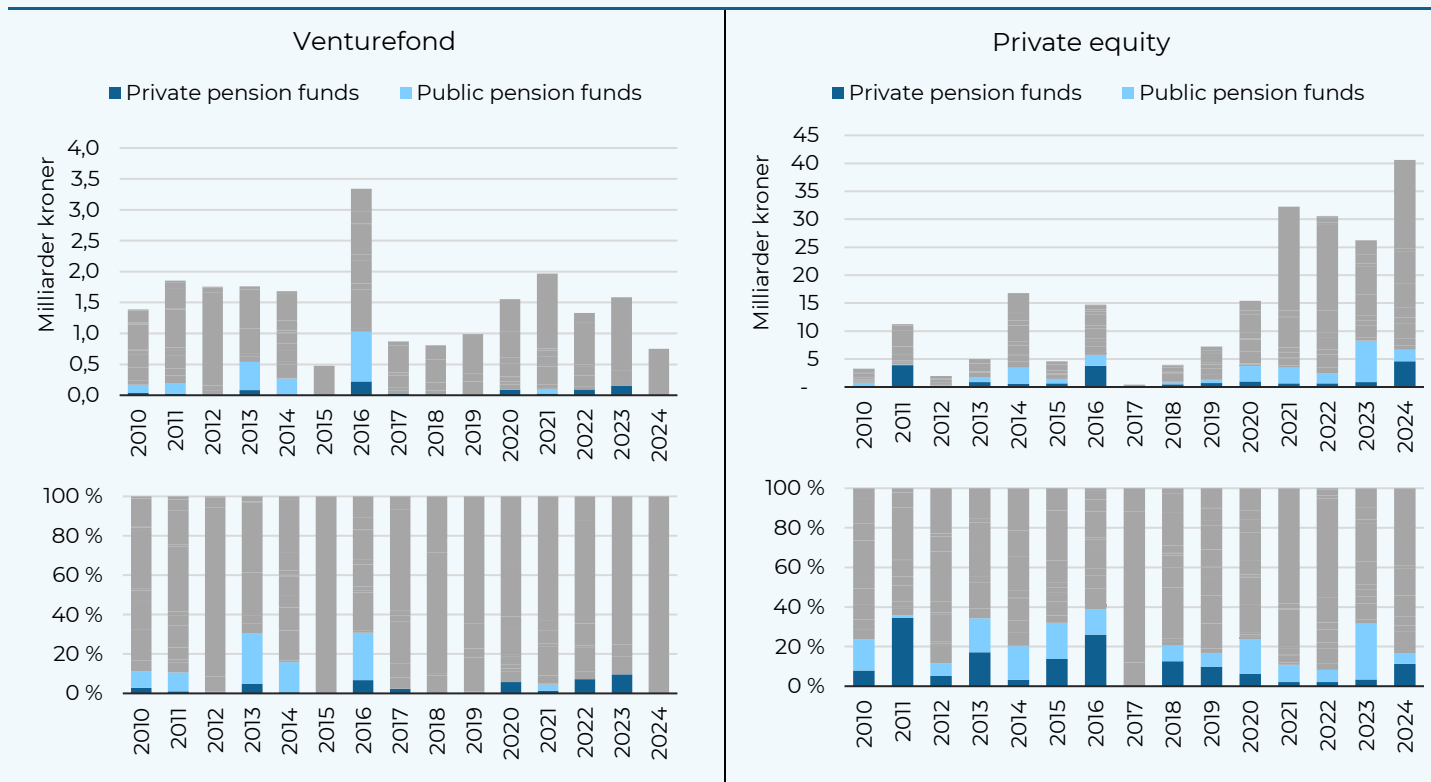
Vi finner at flere livselskaper og pensjonskasser har betydelige andeler i unoterte aktiva. Dette kan tyde på at det er mulig å øke omfanget av slike investeringer i Norge også innenfor dagens regulering og gitt behovet for likviditet og prising i pensjonsordningene.

Gjennomføring av kartleggingen

Oslo Economics har våren 2026 på oppdrag for Norsk Venturekapitalforening (NVCA) kartlagt pensjonskapital i norsk venture og private equity. Bakgrunnen for oppdraget er at det internasjonalt finnes indikasjoner på at pensjonsfond spiller en betydelig rolle som investorer i PE og VC, men at det er begrenset tilgjengelig kunnskap om situasjonen i Norge og hva som forklarer denne. Videre har flere, blant annet DNB, påpekt at tilgang på privat risikokapital i Norge begrenset, særlig sammenlignet med våre nordiske naboland.

Datagrunnlaget i rapporten stammer fra den europeiske statistikken for venturekapital og private equity som samles inn og forvaltes av Invest Europe gjennom dataplattformen *European Data Cooperative (EDC)*. I tillegg har vi hentet inn data om norsk pensjonskapital fra Finans Norge, SSB og årsregnskaper fra livsforsikringselskaper og pensjonskasser, samt internasjonalt fra OECD. Vi har også gjennomført intervjuer med KLP, DNB Livsforsikring, Storebrand Livsforsikring, Oslo Pensjonsforsikring og Swedish Private Equity & Venture Capital Association (SVCA).

Innhentet kapital til norske venture- og private equity-fond (buyout, growth og secondary)



Kilde: Invest Europe og NVCA. Grå søyler er alt utenom pensjonskapital, f.eks. family offices, ulike fond-i-fond-løsninger, banker, universitetsfond og så videre.

Lav og ustabil andel pensjonskapital til PE og VC i Norge

Generelt utgjør pensjonskapital en relativt liten og svært varierende andel av den samlede innhentede kapitalen i norsk private equity og venturekapital. Både omfanget og andelen av pensjonskapital svinger betydelig. Mengden pensjonskapital er relativt større i private equity enn i venturekapital,¹ der det i sistnevnte har vært lite tilførsel etter 2016, se nærliggende figur. I datagrunnlaget fremgår det videre at mesteparten av pensjonskapitalen til norsk PE og VC kommer fra utenlandske investorer.

Sammenlignet med andre nordiske land, har Norge en relativt lav andel pensjonskapital. I Norge har andelen i snitt vært 18 prosent gjennom årene, mens Danmark, Sverige og Finland har hatt henholdsvis 21, 26 og 28 prosent, se figuren til høyre. Videre er tilførselen til Norge mer ustabil fra år til år – særlig sammenlignet med Sverige og Finland. Aggregert i Europa er pensjonsfond en stabil kilde til kapital for PE- og VC-fond og utgjør om lag 21 prosent av den samlede kapitaltilgangen.

Pensjonskapitalen i Norge forvaltes av ulike aktører og på forskjellige nivåer

Forskjeller i pensjonssystemer på tvers av land vil ha betydning for hvor mye pensjonskapital som plasseres i PE og VC. Videre kan det være ulike ordninger innenfor hvert land, der forvaltningen foregår på ulike måter og aktivasammensetningen er ulik.

Det norske pensjonssystemet består av tre deler – folketrygden, tjenestepensjoner og individuell pensjonssparing. Fordi førstnevnte finansieres løpende over statsbudsjettet og sistnevnte utgjør en begrenset andel av systemet, anses det for denne kartleggingen at tjenestepensjon – altså pensjon opptjent gjennom arbeidsforhold – som er mest relevant.

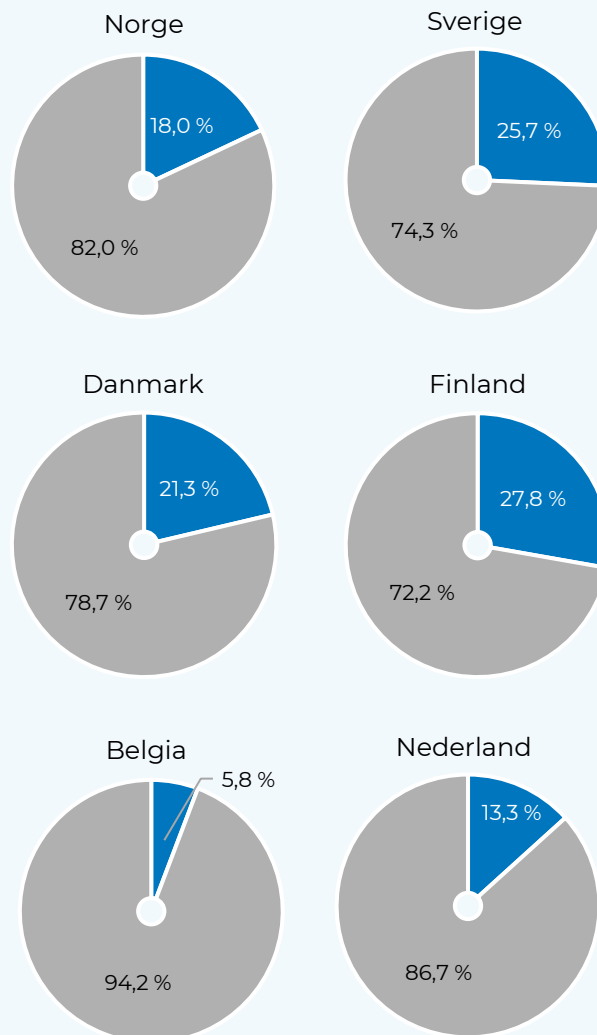
En annen avgrensning er at tjenestepensjon for ansatte i staten er løpende finansiert i Statens pensjonskasse (SPK).² Foruten dette er imidlertid ordningene i tjenestepensjon i hovedsak fonderte – altså forhåndsfinansierte gjennom premieinnbetalinger og midler til kapitalforvaltning. Det er fonderte ordninger som er av interesse i denne rapporten, og forvaltningskapitalen i disse ordningene er det vi definerer som «pensjonskapital». Dette omfatter imidlertid igjen mange ulike deler, og det er forskjeller både på tvers av årskull og for eksempel mellom offentlig og privat sektor.

Forvaltningen av pensjonskapital skjer i hovedsak av livselskaper og pensjonskasser. Beslutninger om eventuell kapitalforvaltning på tvers av aktivaklasser tas imidlertid på ulike nivåer, der kollektive ordninger forvaltes av pensjonskasser og/eller livselskaper (f.eks. KLP, Storebrand, DNB eller Oslo Pensjonsforsikring) mens innskuddspensjonsordninger har individuelt investeringsvalg.

Ulik allokering på tvers av ordninger og aktører

For livselskapene og pensjonskassene som forvalter kollektivporteføljer, er det få regulatoriske begrensninger i valg av aktiva, og vurderinger av kostnader og avkastning vil være det primære hensynet. I produkter med investeringsvalg, der det er behov for mer likviditet og jevnlig prising, kan det være noe flere begrensninger.

Gjennomsnittlig årlig andel pensjonskapital av total kapitalinnhenting til PE og VC



Kilde: Invest Europe og NVCA. Snitt for årene 2007–2024.

¹ Lavere andel pensjonskapital i venture enn i private equity er et funn i Europa generelt. Andelen i venture utgjør 6 prosent i snitt i Europa, mot 21 prosent for alle typer PE-fond.

² Samlede forpliktelser i SPK utgjorde om lag 750 mrd. ved utgangen av 2024.

Innenfor kollektive ordninger vil langsiktige forpliktelser og mindre behov for likviditet kunne gjøre investeringer i PE og VC mer aktuelt. Oslo Pensjonsforsikring er et illustrerende eksempel, som har en relativt høy andel unoterte investeringer. Også kommunale pensjonskasser i andre kommuner har betydelige andeler i private equity, vist i rapporten.

KLP er en viktig aktør i forvaltningen av kollektivporteføljer, med samlet forvaltningskapital på mer enn 1000 milliarder. Ifølge KLPs årsregnskap er cirka 54 milliarder kroner investert i private equity per utgangen av 2025. Også Storebrand og DNB har betydelige investeringer i segmentet. Felles for selskapene er imidlertid at mye av kapitalen i PE og VC ender opp i utlandet – fordi det plasseres i fond med ofte nordiske eller åpne mandater.

I individuelle ordninger med investeringsvalg er det i utgangspunktet også rom for å få eksponering i unoterte investeringer. Imidlertid er det i større grad behov for likviditet og daglig prising i disse ordningene, som begrenser mulighetene

noe. Markedsaktører har indikert en mulig grense for andelen illikvide investeringer til 10 prosent (som også omfatter eiendom og infrastruktur). Videre har det vært antydnet en mulig andel på 2,5 prosent i PE og/eller VC.

Konklusjon og samlet vurdering

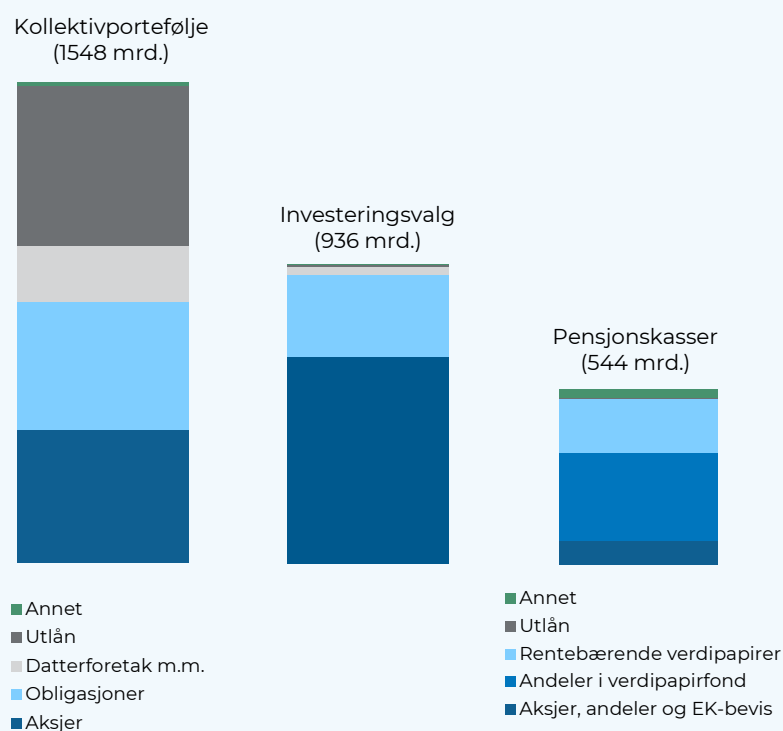
Totalt er det om lag 3000 milliarder kroner i norsk pensjonskapital tilknyttet ulike ordninger. Som vist i figuren over var det ved utgangen av 2025 i overkant av 1500 milliarder tilknyttet kollektivporteføljer, mens mer enn 900 milliarder var i ordninger med investeringsvalg. Mer enn 500 milliarder forvaltes i pensjonskasser (2024-tall). Det totale omfanget av pensjonskapital illustrerer at selv relativt små andeler til private equity og venturekapital vil utgjøre mye i kroner.

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

- Unoterte investeringer krever høy kompetanse og analysekapasitet, løpende oppfølging og evne til å bygge tilstrekkelig diversifiserte porteføljer over tid. Dette innebærer også et behov for en viss minimumsskala i investeringene. Disse forklaringene gjelder i særlig stor grad for venturekapital.
- Ulik solvensdekning, kapasitet til å ta risiko og å plassere i illikvide aktiva kan påvirke hvor mye som investeres
- Livselskapene og pensjonskassene har ulike vurderinger av forventet avkastning og kostnader i PE og VC generelt
- Store deler av de norske livselskapenes investeringer i PE og VC går til utlandet. Ofte foretas plasseringene hos forvaltere med globale eller nordiske mandater.
- Tjenestepensjon for ansatte i staten er ufondert, med andre ord 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 av informantene på at det finnes et ubenyttet handlingsrom innenfor disse rammene. Fordi pensjonsmarkedet er så stort, vil selv små endringer i forvaltning kunne ha stor betydning for kapitaltilgangen til norske oppstarts- og vekstbedrifter.

Samlet pensjonskapital til forvaltning



Kilde: Finans Norge og SSB-tabell 07493. Tallene for pensjonskasser er for 2024.

1. Innledning

1.1 Bakgrunn for oppdraget

Norsk økonomi kjennetegnes av høy sysselsetting, relativt stabile makroøkonomiske forhold og stor tillit i samfunnet. Samtidig peker flere langsiktige utviklingstrekk mot potensielle utfordringer for fremtidig verdiskapning og konkurransekraft (DNB, 2026). En aldrende befolkning vil gradvis øke de offentlige utgiftene, mens nedgangen i petroleumsaktivitet over tid innebærer at en stadig større del av verdiskapningen må komme fra fastlandsøkonomien. Samlet skaper disse utviklingstrekkene behov for ny vekst og omstilling i norsk økonomi.

I denne situasjonen er tilgangen på privat risikokapital av betydning. Nye bedrifter og vekstsektorer trenger kapital for å kunne innovere, skalere og bidra til fremtidig økonomisk vekst. Per i dag er tilgangen på slik risikokapital, særlig til tidligfase-bedrifter, relativt begrenset i Norge. Dette kan påvirke mulighetene for nyskaping og utvikling av nye vekstområder i økonomien. I denne sammenhengen fremhever flere aktører, blant annet Kapitaltilgangsutvalget (2018), betydningen av å mobilisere langsiktig privat kapital, herunder pensjonsmidler, til investeringer i unoterte markeder som private equity og venturekapital.

Pensjonskapitalen har typisk en lang investeringshorisont og utgjør i dag en betydelig del av nordmenns finansielle formue. Den norske pensjonsnæringen forvalter verdier for over 2 600 milliarder kroner (Finans Norge, 2026). Pensjonskapitalens store omfang og langsiktige investeringshorisont gjør den potensielt velegnet for investeringer i mindre likvide aktivaklasser som unoterte aksjer og fond, hvor investeringer vanligvis har lengre løpetid før avkastningen kan realiseres.

Samtidig har strukturen i kapitalmarkedene endret seg over tid. Både i Norge og internasjonalt skjer en økende andel av verdiskapningen i selskaper som ikke er børsnoterte (NOU 2018:5, 2018). Flere selskaper venter i dag lenger med å gå på børs enn tidligere, og ikke alle selskaper som er kvalifisert for børsnotering velger å gjøre det. I markedet for private equity og private debt forvaltes det i dag omtrent 15 000 milliarder USD, og dette er estimert at vil øke til mer enn 18 000 milliarder innen 2027.³ Utviklingen innebærer at en større del av fremtidige investeringsmuligheter og verdiskapning finner sted utenfor børs, og kan dermed ha betydning for hvilke avkastningsmuligheter investorer har tilgang til.

På bakgrunn av dette har Norsk Venturekapitalforening (NVCA) engasjert Oslo Economics til å gjennomføre en kartlegging av pensjonskapitalens rolle i det norske markedet for private equity og venturekapital. Formålet med oppdraget er å fremskaffe et helhetlig kunnskapsgrunnlag om omfanget og betydningen av norske pensjonsmidler i disse markedene. Dette inkluderer blant annet å belyse hvor stor andel av kapitalen i norske private equity- og venturekapital-fond som kommer fra pensjonsinvestorer, i hvilken grad norsk kontra utenlandsk pensjonskapital bidrar, samt hvordan Norges situasjon eventuelt skiller seg fra andre land. Oppdragets mandat har vært avgrenset til å beskrive status og utviklingstrekk, uten å gi anbefalinger om hvorvidt pensjonsselskapene bør investere mer i disse aktivaklassene. I arbeidet med prosjektet har det blitt tydelig at kunnskapsgrunnlaget på området er relativt begrenset, særlig når det gjelder systematiske oversikter over pensjonskapitalens bidrag til norske private equity- og venturefond.

1.2 Datagrunnlag

Kvantitative data

Tallgrunnlaget som benyttes i rapporten stammer fra den europeiske statistikken for venturekapital og private equity som samles inn og forvaltes av Invest Europe gjennom dataplattformen *European Data Cooperative (EDC)*. EDC er Invest Europes felles europeiske dataplattform, utviklet i

³ Private Markets | S&P Global

Tabell 1: Om statistikken

Fondsstrukturer inkludert i statistikken

Private equity-fond som gjør direkte PE-investeringer, cleantech- og energifond, continuation funds knyttet til PE/VC-fond, corporate venture-strukturer, fond-i-fond co-investment fond, mezzanine-fond, PE-enheter i banker, silent partnership, turnaroud- og redningsfond.

Fondsstrukturer ekskludert fra statistikken

Akseleratorer, business angels, distressed debt funds, hedgefond, holdingselskaper, inkubatorer, deltakende lån, primary og secondary funds og funds, private debt-fond, prosjektfinansiering, eiendomsfond, venture credit-ordninger.

Kilde: Invest Europe

samarbeid med nasjonale bransjeforeninger, og fungerer som en standardisert innrapporteringskanal for aktører i markedet.

EDC samler inn detaljerte data om kapitalinnhenting, investeringsaktivitet og økonomisk påvirkning innen venturekapital og private equity i Europa. Innrapporteringen skjer halvårlig direkte fra fondene, som rapporterer faktisk realiserte beløp for aktivitet i perioden.⁴

Innrapporteringen til EDC er frivillig, og selv om EDC er den mest omfattende og standardiserte datakilden for private equity og venturekapital i Europa, gir ikke svarene et fullstendig bilde. Invest Europe anslår at statistikken dekker om lag 91 prosent av samlet kapital under forvaltning i det europeiske private equity- og venturemarkedet.⁵ Denne dekningsgraden gjelder på aggregert europeisk nivå, og kan variere mellom enkeltland og markedssegmenter.

I analysene er oppkjøps-, vekst-, secondary- og venturefond inkludert. Dette betyr at corporate venture og infrastruktur er ekskludert fra alle analyser. For infrastruktur kan det observeres én stor kapitalinnhenting fra et norsk offentlig pensjonsfond i 2021 (14 mrd.). Ellers er det i datagrunnlaget ingen investeringer fra pensjonsfond i dette segmentet i perioden.

For å identifisere pensjonskapital benytter vi variabelen *type of investor into the fund*. Dette gjør det mulig å skille pensjonsfond fra andre investortyper, og videre å klassifisere pensjonskapitalen som enten offentlig eller privat, basert på investorens institusjonelle kjennetegn slik de rapporteres i datamaterialet. For om lag 5 prosent av observasjonene er investortypen ukjent. Disse observasjonene inkluderer enkelte store investeringer, og utgjør rundt 25 prosent av den totale innhentede kapitalen i perioden. Investeringer med ukjent investortype klassifiseres som andre enn pensjonsfond i analysen.

For å skille mellom norsk og utenlandsk pensjonskapital benytter vi informasjon om investorens opprinnelsesland. Investorer registrert med Norge som lokasjon klassifiseres som norske, mens investorer med lokasjon i andre land klassifiseres som utenlandske. Observasjoner der informasjon om investorens geografiske tilhørighet mangler, eller der lokasjon er oppgitt som ukjent, inngår ikke i denne inndelingen, omtrent 6 prosent av observasjonene.

Intervjuer

Som del av kunnskapsgrunnlaget er det gjennomført intervjuer med følgende aktører:

- KLP
- DNB Livsforsikring
- Storebrand Livsforsikring
- Oslo Pensjonsforsikring
- Swedish Private Equity & Venture Capital Association (SVCA)

Intervjuene har gitt innsikt i aktørenes erfaringer med og praksis for investeringer i private equity og venturekapital, herunder hvordan denne aktivaklassen inngår i deres samlede porteføljeforvaltning. Videre har intervjuene belyst aktørenes vurderinger og ambisjoner knyttet til investeringer i PE og VC, samt deres perspektiver på investeringer i Norge sammenlignet med internasjonale markeder.

⁴ European Data Cooperative (EDC) | Data Collection

⁵ Invest Europe | Annual Report 2024 | Industry Data & Research

2. Hvor stor rolle spiller pensjonskapitalen i det norske PE- og VC-markedet?

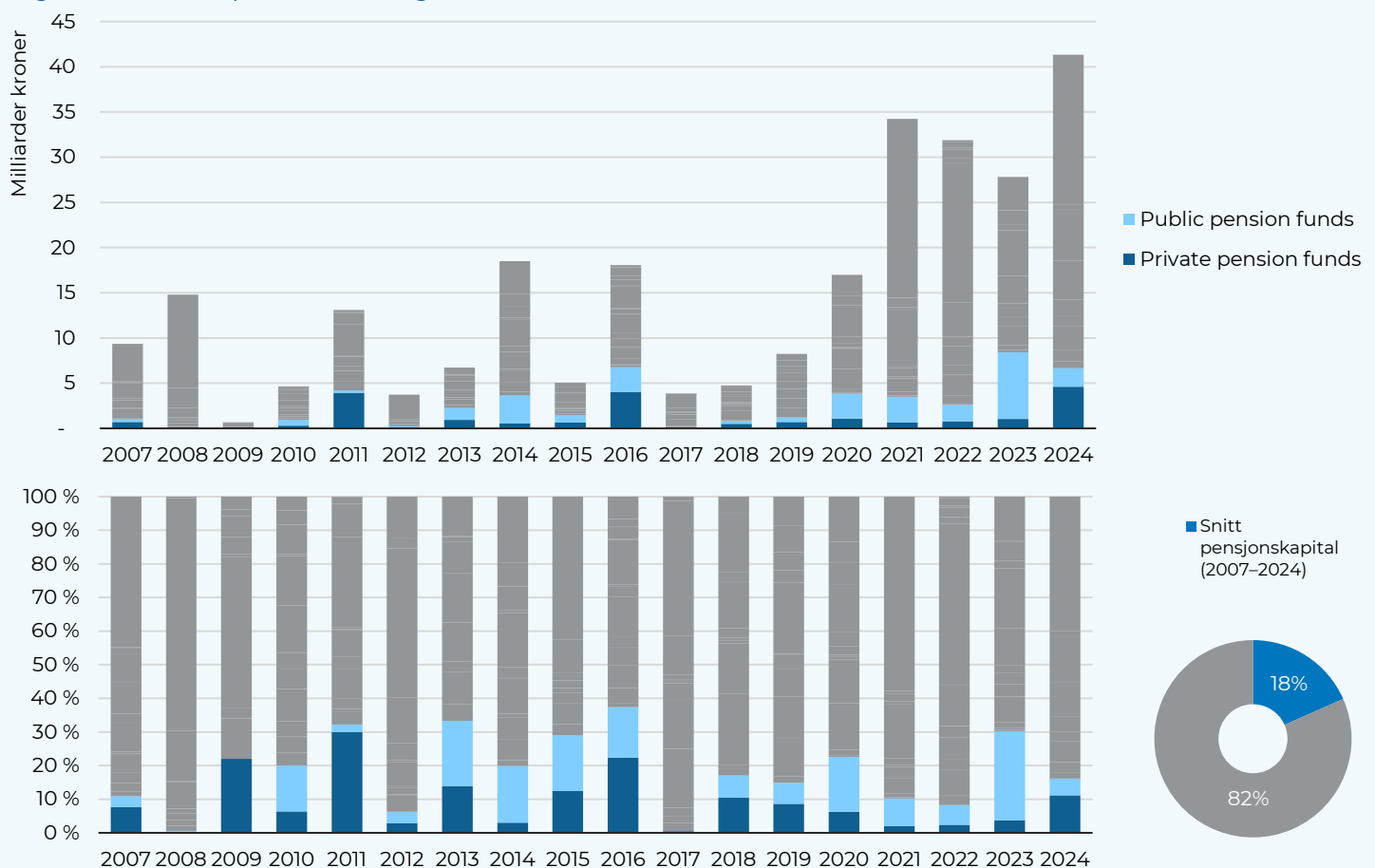
Generelt utgjør pensjonskapital en relativt liten og svært varierende andel av den samlede kapitalinnhenting i norsk private equity og venturekapital. Både omfanget og andelen av pensjonskapital svinger betydelig, og mesteparten av denne kapitalen kommer fra utenlandske investorer. Mengden pensjonskapital er relativt større i private equity enn i venturekapital, der det i sistnevnte har vært lite tilførsel etter 2016.

2.1 Pensjonskapital relativt til andre kapitalkilder

I snitt over perioden 2007 til 2024 har andelen pensjonskapital i norske PE og VC-fond utgjort 18 prosent. Andelen har imidlertid variert betydelig fra år til år. I figuren under er det vist at av cirka 30–40 milliarder kroner innhentet til private equity og venturekapital årlig siden 2021, har pensjonskapital utgjort rundt 10 prosent i 2021–2022, drøyt 30 prosent i 2023 og i underkant av 20 prosent i 2024.

Den store variasjonen mellom år må ses i lys av begrensninger i datagrunnlaget. Innrapporteringen til EDC er frivillig, som diskutert i delkapittel 1.2, og manglende observasjoner kan bidra til at enkelte år fremstår med særlig lav eller ingen kapitalinnhenting fra pensjonsfond, slik som i 2017. Resultatene er imidlertid ikke motstridende med innspill fra intervjuene med aktører i markedet, som peker på at pensjonskapital historisk har

Figur 1: Samlet kapitalinnhenting til norske PE/VC-fond*



Kilde: Invest Europe og NVCA. * Ekskl corporate venture og infrastrukturfond

utgjort en begrenset og varierende del av kapitalinnhenting til norske private equity- og venturefond. Dette indikerer at selv om enkeltobservasjoner kan mangle, er hovedtrekkene i analysen robust.

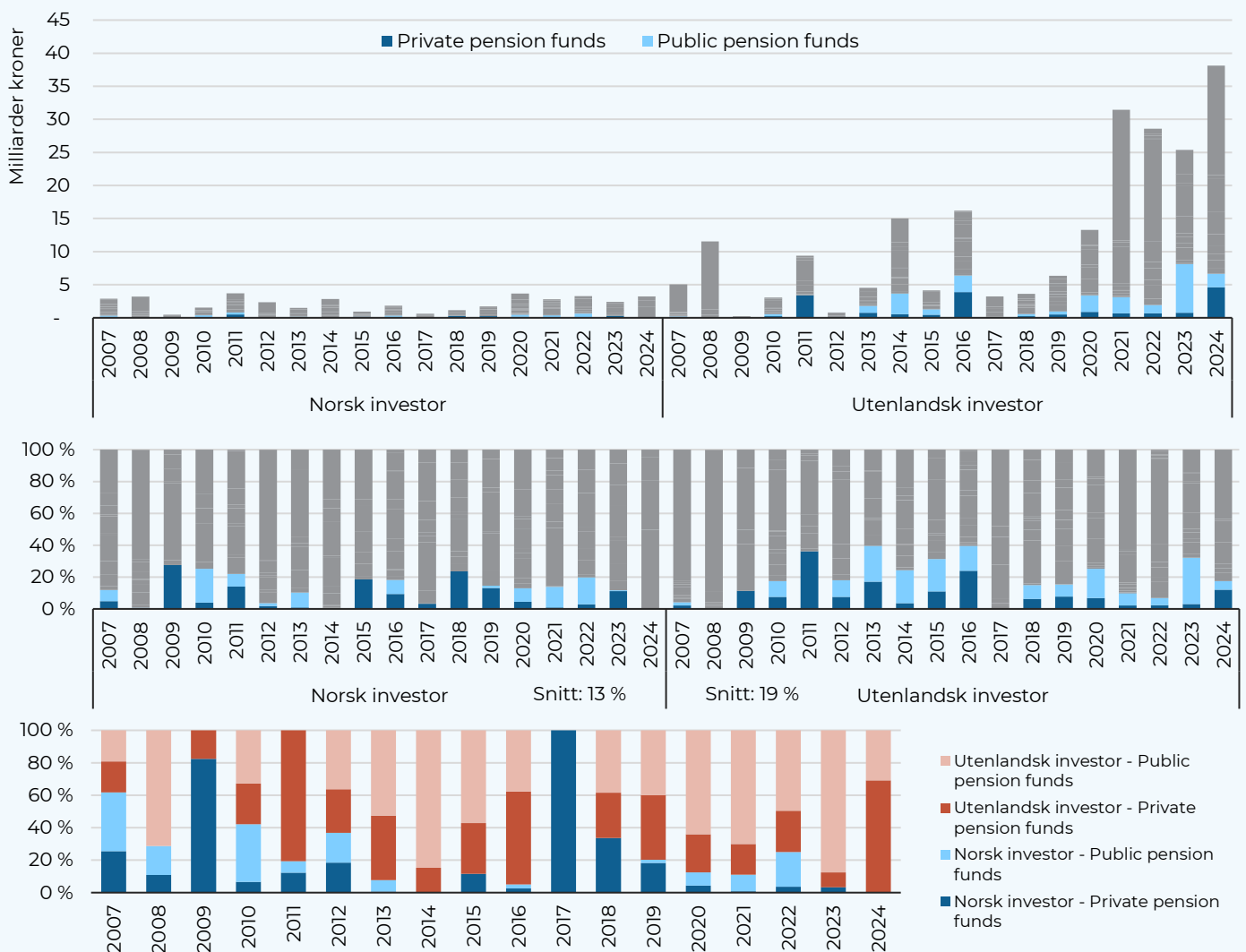
2.2 Norsk og utenlandsk pensjonskapital i Norge

Figur 2 viser fordelingen av kapitalinnhenting til norske private equity- og venturefond fordelt på norske og utenlandske investorer, og videre etter privat pensjonskapital, offentlig pensjonskapital og øvrige investorer. For både norske og utenlandske investorer dominerer andre investorgrupper, som private og offentlige fond-i-fond, familiekontorer og andre kapitalforvaltere.

For norske investorer utgjør pensjonskapitalen gjennomgående en begrenset andel av den samlede kapitalen, og bidragene varierer betydelig fra år til år. Det er i hovedsak privat pensjonskapital som bidrar, mens offentlig pensjonskapital forekommer mer sporadisk og i relativ små beløp. I gjennomsnitt over perioden utgjør pensjonsfond om lag 13 prosent av den årlige kapitalinnhenting fra norske investorer. I samtlige år i perioden utgjør øvrige investortyper mer enn 70 prosent av den totale kapitalinnhenting fra norske investorer.

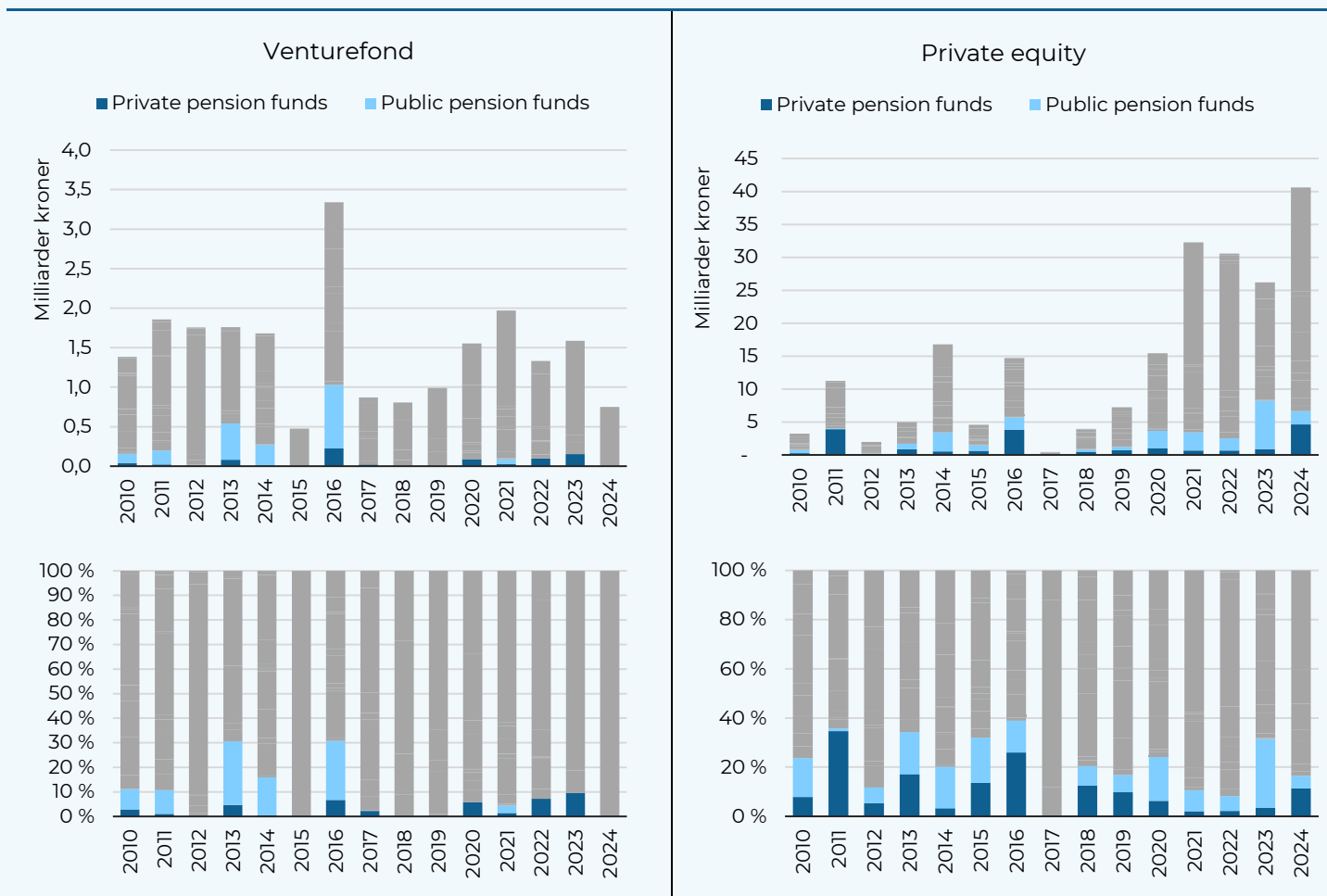
Fra utenlandske investorer er innhentet kapital samlet sett høyere, særlig de seneste årene. Også her dominerer øvrige investortyper, men pensjonskapital utgjør en større andel enn blant norske investorer i enkelte år. Samlet sett utgjør utenlandske pensjonsfond i gjennomsnitt om lag 19 prosent av den årlige kapitalinnhenting fra utenlandske investorer. Bidragene fra både private og offentlige utenlandske pensjonsfond varierer over tid, og det er ingen tydelig, stabil trend i kapitalinnhenting fra pensjonsfond, verken norske eller utenlandske.

Figur 2: Samlet kapitalinnhenting fra norske og utenlandske investorer til norske PE/VC-fond*



Kilde: Invest Europe og NVCA. * Ekskl corporate venture og infrastrukturefond

Figur 3: Samlet kapitalinnhenting til norske venturefond og private equity (buyout, growth og secondary)



Kilde: Invest Europe og NVCA

2.3 Pensjonskapital i ulike segmenter

Private equity kan deles inn i ulike segmenter basert på fondenes investeringsstrategi og fase i selskapenes utvikling. I Figur 3 forutsettes det at oppkjøpsfond (buyout), vekstfond (growth) og «secondary»-fond til sammen utgjør private equity-segmentet. Venturekapital analyseres samtidig som et eget segment, ettersom denne investeringsformen retter seg mot tidligere faser.

Inndelingen gjør det mulig å belyse hvorvidt pensjonskapitalens rolle varierer mellom ulike deler av det unoterte markedet, både når det gjelder omfang og stabilitet over tid. Samlet sett viser analysen at norsk pensjonskapital har hatt en begrenset rolle i kapitalinnhenting til norsk private equity- og venturefond gjennom perioden. I løpet av hele perioden sto norsk pensjonskapital for i underkant av 2 prosent av den samlede kapitalinnhenting til private equity-fond og rundt 3 prosent i venturefond. Til sammenligning viser tall fra Invest Europe at svenske pensjonsfond har hatt en større rolle i Sverige, med 2,5 prosent av total kapital til private equity og nær 11 prosent til venturefond.

Venturefond

Figur 3 viser samlet kapitalinnhenting til norske venturefond, fordelt på privat pensjonskapital, offentlig pensjonskapital og øvrige investortyper. Datagrunnlaget viser at det ikke var noen investeringer fra verken norske eller utenlandske pensjonsfond i årene 2012, 2015, 2018, 2019 og 2024. I disse årene består kapitalinnhenting derfor utelukkende av andre investortyper.

Som for private equity totalt dominerer øvrige investortyper over hele perioden. For venturefond utgjør pensjonskapitalen samlet sett en begrenset andel av den totale kapitaltilførselen. Investeringene varierer betydelig fra år til år, og fremstår i hovedsak som episodiske heller enn stabile over tid. Det varierer også hvorvidt det er private eller offentlige pensjonsfond som investerer.

Venturefond utgjør videre en begrenset andel av den samlede kapitalinnhenting til unoterte investeringer i perioden. Totalt går i underkant av 10 prosent av kapitalinnhenting i norske PE/VC-fond i perioden til venturosegmentet.

Private equity

Figur 3 viser også samlet kapitalinnhenting til norske private equity-fond (buyout, growth og secondary⁶), fordelt på privat pensjonskapital, offentlig pensjonskapital og øvrige investortyper. Som for venturefond dominerer øvrige investortyper kapitalinnhenting gjennom hele perioden.

Også for private equity utgjør pensjonskapitalen samlet sett en begrenset del av den totale kapitalinnhenting, men investeringene er gjennomgående større enn for venturefond. Det er samtidig betydelig variasjon i investeringene fra år til år. I enkelte år, for eksempel 2011 og 2016, står offentlige og private pensjonsfond for en merkbar andel av total kapitalinnhenting, mens det i andre år er svært begrenset eller ingen investeringer fra pensjonsfond til norsk private equity.

⁶ «Buyout, growth og secondary utgjør henholdsvis 62,4, 32,3 og 5,3 prosent av samlet kapitalinnhenting til private equity i perioden. Innen hvert av disse segmentene er det mest pensjonskapital til buyout. Noe pensjonskapital har gått til "growth", men ikke i alle år. For «secondary» er det i de fleste år ingen pensjonskapital.

3. Norge og sammenlignbare land

Sammenlignet med andre nordiske land, har Norge en relativt lav andel pensjonskapital til PE- og VC-fond. Videre er tilførselen til Norge mer ustabil fra år til år – særlig sammenlignet med Sverige og Finland. Aggregert i Europa er pensjonsfond en stabil kilde til kapital for PE- og VC-fond og utgjør om lag 20 prosent av den samlede kapitaltilgangen.

3.1 Andel pensjonskapital i ulike land

Figur 4 viser gjennomsnittlig andel pensjonskapital av samlet årlig kapitalinnhenting til private equity- og venturefond i perioden 2007 til 2024 for Norge og andre utvalgte europeiske land. Norge har i denne perioden en gjennomsnittlig andel på 18 prosent. Dette er lavere enn i de øvrige nordiske landene som inngår i sammenligningen, særlig Finland (27,8 prosent) og Sverige (25,7 prosent), men også Danmark (21,3 prosent). Samtidig ligger Norges andel høyere enn i Belgia og Nederland, hvor pensjonskapitalen i gjennomsnitt utgjør henholdsvis 5,8 og 13,3 prosent av innhentet kapital.

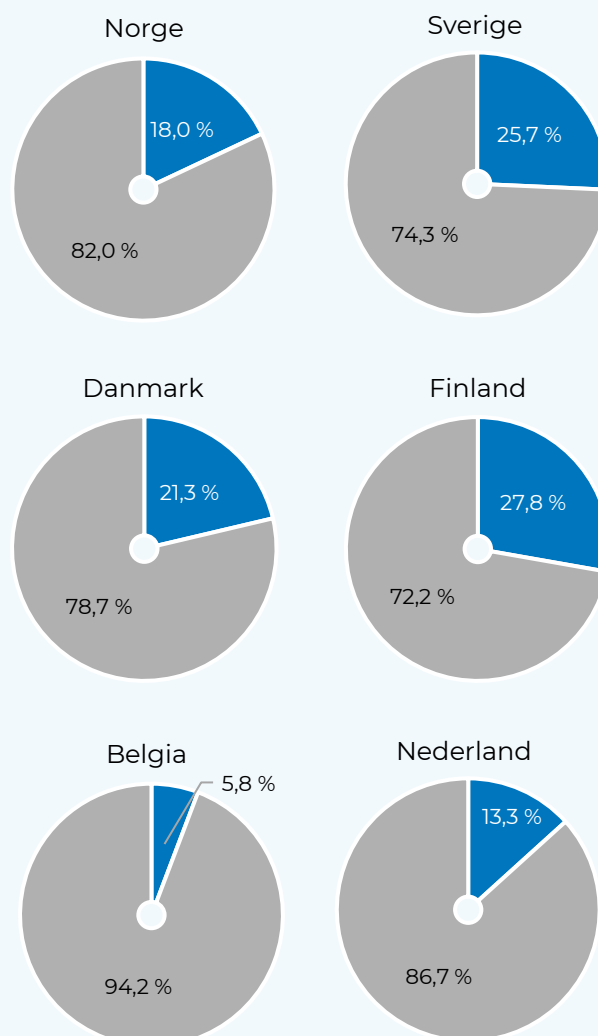
Figur 5 viser årlig kapitalinnhenting og andel fra pensjonsfond for Norge og sammenlignbare land. Betydningen av pensjonskapital varierer mellom landene både når det gjelder nivå, stabilitet og samspill med samlet kapitalinnhenting. Det kan observeres at Norge har en noe mindre andel fra pensjonsfond og en svært variabel andel år til år. Mens andelen i mange år har ligget rundt 10 prosent eller lavere, var andelen i for eksempel 2020, 2023 og 2024 i sjiktet 20–30 prosent.

I Danmark kjennetegnes utviklingen av at pensjonsfond enkelte år står for en betydelig andel av kapitalinnhenting, i noen år nær 60 prosent, samtidig som det i andre år er svært begrensede eller ingen investeringer fra pensjonsfond. Dette bidrar til å trekke ned gjennomsnittet over perioden, til tross for at pensjonskapital i enkelte år spiller en sentral rolle i investeringen i private equity- og venturekapital-markedet.

Belgia har tilsynelatende lite tilfang av pensjonskapital – i andel mindre enn de øvrige sammenligningslandene. Lave investeringsbeløp og lave andeler indikerer en generelt begrenset rolle for pensjonsfond i markedet, med flere år uten investeringer. I Nederland er den samlede kapitalinnhenting relativt høy, men pensjonsfondene gjennomgående utgjør en lav andel.

Sverige og Finland skiller seg ut med en jevnere og mer konsistent deltakelse fra pensjonsfond over tid. I Sverige kombineres dette med et høyt nivå på samlet kapitalinnhenting. Sverige har både langt mer innhentet kapital generelt, altså et mye større marked for unoterte investeringer, samt jevnere og betydelige beløp fra pensjonsfond. Grunnet Sveriges betydelige større marked, kan et spørsmål være om Danmark og Finland, samt for eksempel Belgia – er mer sammenlignbare med Norge.

Figur 4: Gjennomsnittlig andel pensjonskapital 2007–2024



Kilde: Invest Europe og NVCA.

Figur 5: Kapitalinnhenting (alle PE-fond): andel investortype pensjonsfond (i blått) – sammenlignbare land



Kilde: Invest Europe

Finland fremstår som et særlig interessant tilfelle. Selv om det årlige kapitalvolumet ofte er relativt lavt, og i flere år betydelig lavere enn i Norge, er pensjonsfondene gjennomgående en stabil og betydelig kilde til kapital. Dette indikerer at pensjonskapital spiller en viktig rolle i finansieringen av det finske private equity- og venturekapital-markedet.

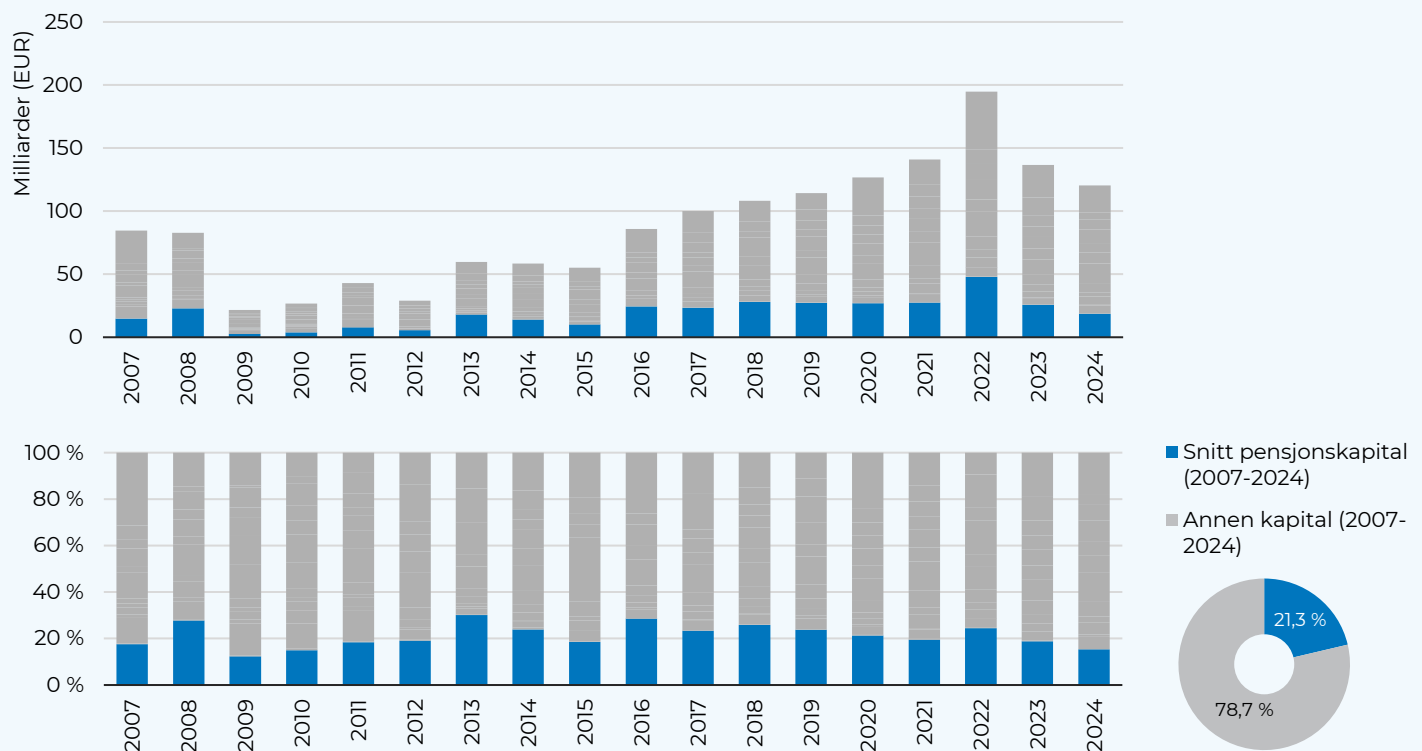
Den relativt stabile rollen som pensjonskapital spiller i det finske markedet kan blant annet ses i sammenheng med etablerte samarbeid mellom staten og institusjonelle investorer, særlig gjennom Tesi og tilknyttede fond-i-fond-strukturer, der pensjons- og forsikringsselskaper deltar samlet i private equity- og venturefond.⁷ Denne typen løsninger trekkes også frem i flere av intervjuene som mulige forklaringer på den jevnere deltakelsen over tid.

Figur 6 viser utviklingen i pensjonsfondenes andel av samlet innhentet kapital i private equity- og venturefond i Europa i perioden 2007 til 2024. Figuren indikerer at i Europa generelt utgjør pensjonsfond en betydelig kilde til kapital i alle år – varierende rundt 20 prosent. For kun venturefond er imidlertid andelen fra pensjonskapital betydelig mindre også i Europa generelt, se Figur 7.

Forskjellene mellom landene tyder på at pensjonskapitalens rolle i finansieringen av private equity- og venturemarkedene varierer betydelig, både i nivå og stabilitet. Variasjonen må ses i sammenheng med ulike institusjonelle innretninger av pensjonssystemene, herunder reguleringer, investeringsmandater og eksisterende ordninger for saminvesteringer mellom offentlige og private aktører, som gir ulike rammebetingelser for pensjonsfondenes deltakelse i PE og VC.

Hvis en kun ser til venturemarkedet spesifikt, i Figur 7, kan det observeres at andelen pensjonskapital her er betydelig lavere enn i private equity – også i landene som har mer stabil tilgang generelt. Også i Sverige er tilførselen av pensjonskapital til venture mer sporadisk. I Finland er tilførselen mer stabil, men relativt lav. Dette indikerer at den relativt begrensede tilgangen på pensjonskapital til norsk venture ikke er ulik en generell tendens i Europa.

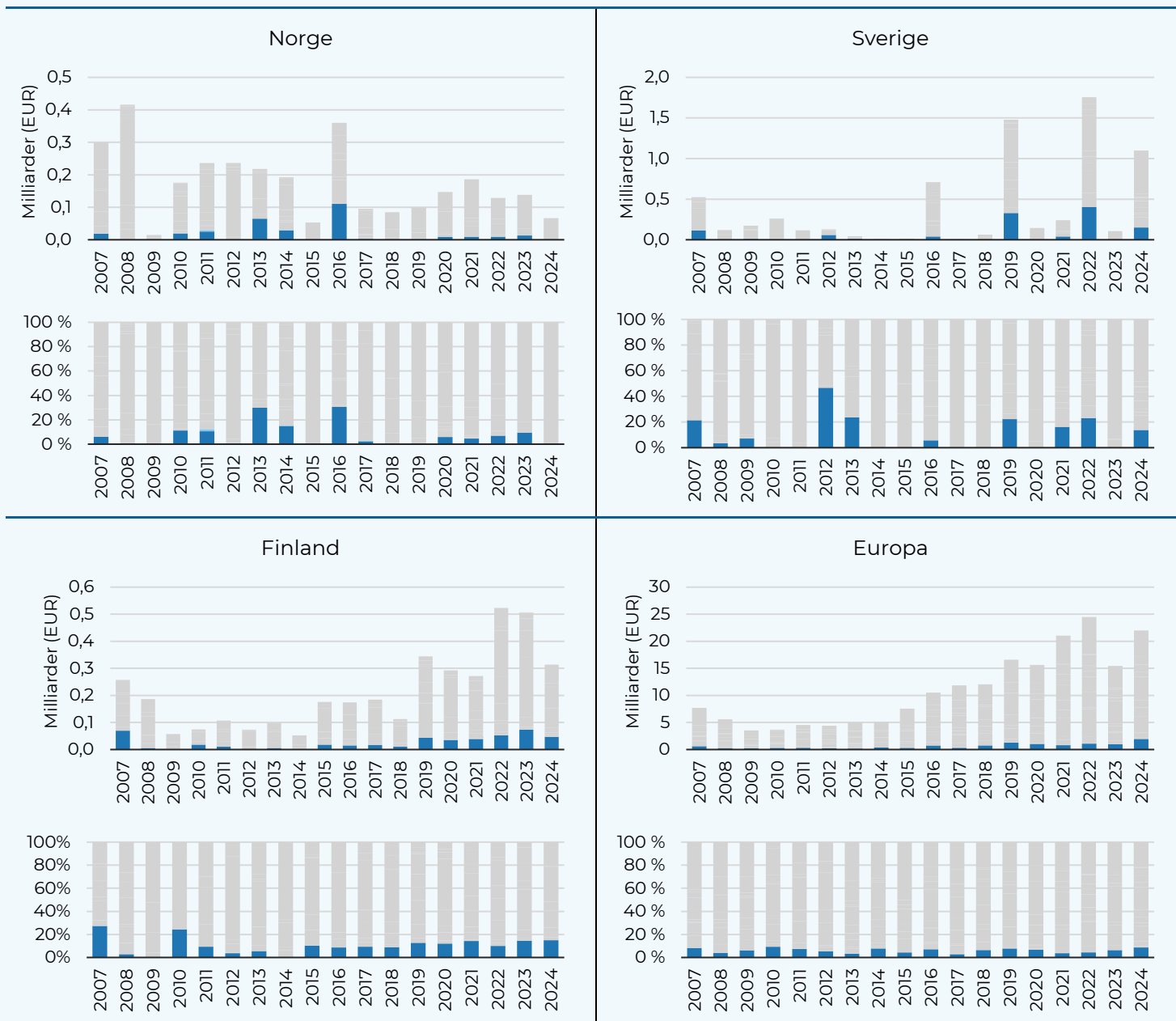
Figur 6: Kapitalinnhenting (alle PE-fond): andel investortype pensjonsfond (i blått) – Europa



Kilde: Invest Europe

⁷ Se Tesi's KRR funds-of-funds - tesi.fi og Tesi launches EUR150m fund-of-funds - Private Equity Wire

Figur 7: Kapitalinnhenting (kun venturefond): andel investortype pensjonsfond (i blått)



Kilde: Invest Europe

3.2 Andel unoterte investeringer blant pensjonsfond i ulike land

Pensjonsordninger og regulering av pensjonsfond varierer betydelig mellom land. Dette påvirker både organisering, investeringsmandat og i hvilken grad pensjonskapital kan allokere til ulike aktivaklasser, herunder unoterte investeringer. I flere land er det etablert ordninger som åpner for at pensjonsfond kan investere deler av porteføljen i unoterte aktiva, enten gjennom særskilte fondsløsninger eller innenfor ordinære pensjonsporteføljer:

- Som påpekt av DNB, allokere svenske pensjonsfond noe av investeringene til oppstartsselskaper og/eller risikokapital, og det finnes dessuten et dedikert svensk statlig pensjonsfond for unotert aksjekapital – Sjätte AP-fonden.

- I Danmark – Dansk Vækstkapital
- I Storbritannia har 17 pensjonselskaper forpliktet seg til å investere 10 prosent i infrastruktur, eiendom og private equity innen 2030, gjennom Mansion House Accord.⁸

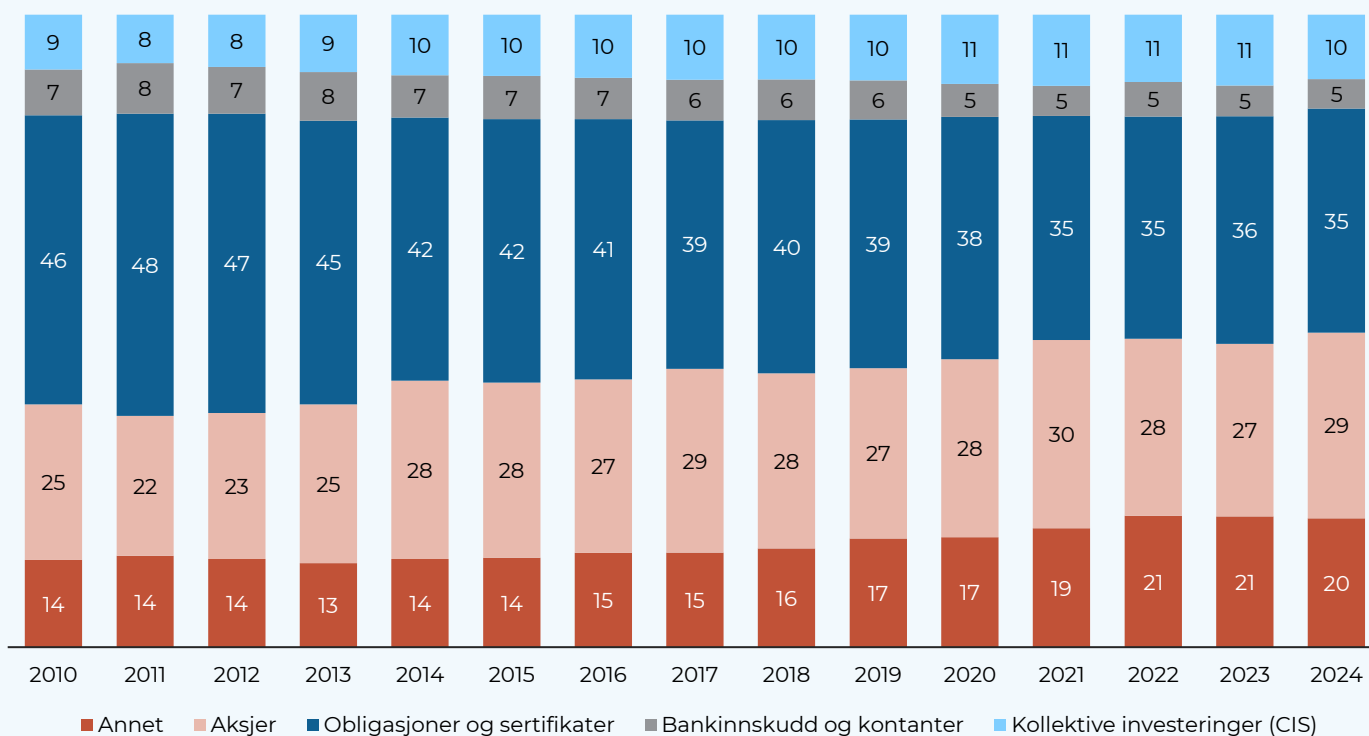
Som påpekt av Europakommisjonen (2025), er det i tillegg utbredt praksis å fastsette tak for investeringer i alternative aktiva. Et slikt tak ligger typisk i intervallet 5 til 15 prosent av samlet pensjonskapital, men høyere grenser forekommer også. Samtidig finnes det land med særlig strenge begrensninger, for eksempel i Bulgaria, hvor slike investeringer er begrenset til maksimalt 1 prosent av porteføljen, og i Polen, hvor alternative investeringer for pensjonsfond i praksis ikke er tillatt.

Det finnes ikke en komplett statistikk på andelen av pensjonskapital som investeres henholdsvis notert og unotert på tvers av land. OECD har imidlertid statistikk over pensjonsforvalteres aktivaallokeringer på tvers av en rekke OECD- og utvalgte ikke-OECD-land. Statistikken omfatter fonderte pensjonsordninger, både private pensjonsfond (herunder pensjonskasser, livsforsikringsselskap m.m.) og offentlige pensjonsreservefond (statlige fond avsatt til pensjonsformål). Ufonderte og pay-as-you-go-ordninger inngår ikke i statistikken (OECD, 2024). Statistikken er basert på rapportering fra hvert land i tråd med OECDs standarder.

OECD-statistikken grupperer pensjonskapitalen etter aktivaklasser og investeringsinstrumenter. Kategoriene er:

- Aksjer – egenkapitalinvesteringer, primært børsnoterte aksjer.
- Obligasjoner og sertifikater – inkludert statsobligasjoner, selskapsobligasjoner og andre rentebærende verdipapirer.
- Bankinnskudd og kontanter.
- Kollektive investeringsordninger (CIS) – fondsplasseringer som vises som egen kategori kun der underliggende aktivafordeling ikke er tilgjengelig i datagrunnlaget.⁹
- Annet – en samlekategori for alle øvrige aktivaklasser.

Figur 8: Utvikling i aktivaallokering over tid



Kilde: OECD – Pension Markets in Focus 2025 (EN)

⁸ Pension schemes back British growth - GOV.UK

⁹ CIS skal ikke tolkes som en egen aktivaklasse, men reflekterer manglende opplysninger i statistikken om underliggende investeringer.

For forståelsen av unoterte investeringer er særlig «Annet»-posten relevant. Kategorien inkluderer blant annet unoterte og alternative investeringer som fast eiendom, infrastruktur, direkte utlån, hedgefond, private equity- og venturekapitalfond. Med andre ord ligger pensjonsfondenes eksponering mot unoterte aksjer og fond som oftest i denne kategorien. Det er verdt å merke seg at disse unoterte investeringene, til tross for at de i statistikken er samlet under én kategori, kan spille ulike roller. For eksempel er eiendom ofte en betydelig post, mens private equity og venturekapital kan være relativt små. Dermed kan en høy andel «Annet» både indikere stor eiendomseksponering og/eller stor PE/VC-eksponering.

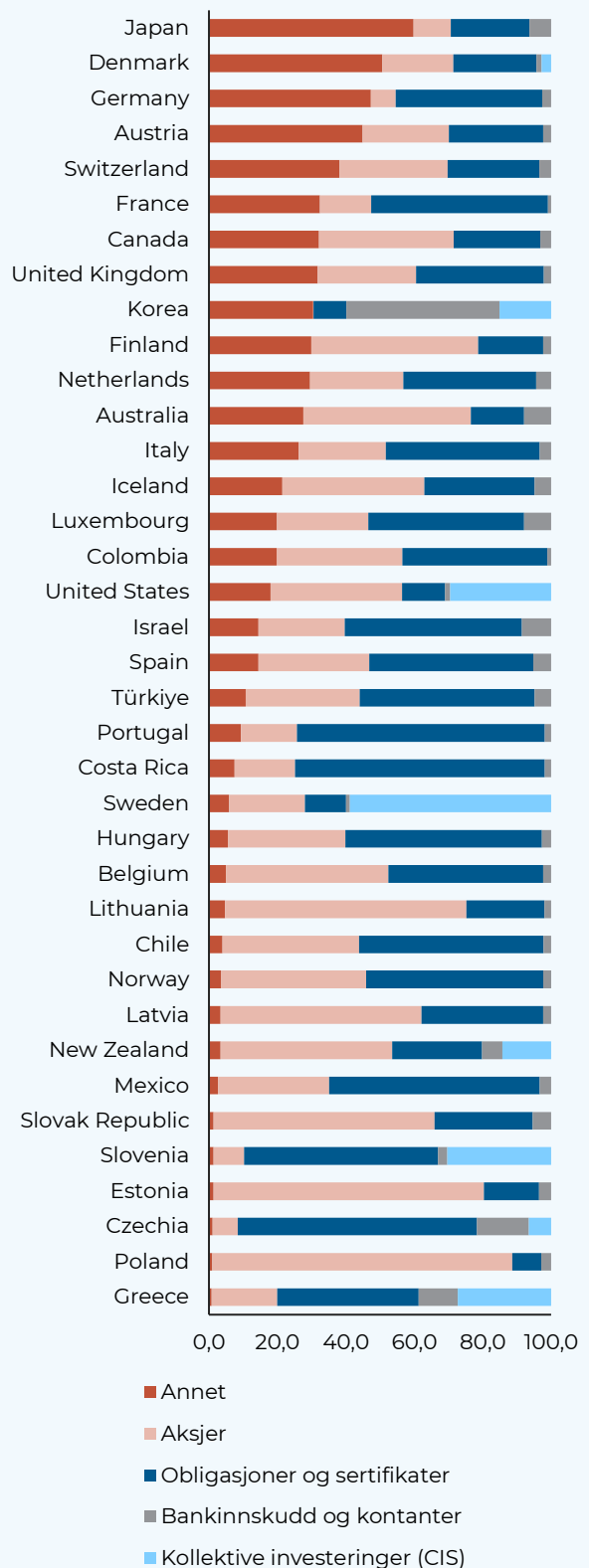
Figur 8 viser hvordan pensjonsfondenes gjennomsnittlige aktivaallokering har utviklet seg over tid i perioden 2010 til 2024, basert på statistikk fra 14 land: Østerrike, Tsjekkia, Danmark, Tyskland, Japan, Nederland, Norge, Polen, Slovenia, Sverige, USA, Bulgaria, Hong Kong og Peru. Det kan observeres en betydelig endring i perioden. Det har vært en gradvis reduksjon i andelen obligasjoner, samtidig som andelen alternative investeringer har økt. Samlet sett indikerer utviklingen en trend mot mer risikobasert og diversifiserte porteføljer.

Andelen obligasjoner og sertifikater har gått ned fra 46 prosent i 2010 til omtrent 35 prosent i 2024. Andelen kontanter og bankinnskudd har vært relativt lav gjennom hele perioden, og er redusert fra rundt 7-8 prosent tidligere i perioden til 5 prosent de siste årene. Dette kan reflektere blant annet vedvarende lave renter og et økt behov for avkastning, som kan ha ført til en omlegging av investeringsstrategi.

Aksjeandelen økte noe i første del av perioden og har deretter vært relativt stabil. Fra å ligge rundt 25 prosent i starten av 2010-tallet, har andelen de siste ti årene variert rundt 28-29 prosent. Dette kan henge sammen med lave renter og relativt svak forventet avkastning på obligasjoner og bankinnskudd, kombinert med god langsiktig utvikling i aksjemarkedene.

Investeringer i kategorien «Annet» har økt fra 14 prosent til over 20 prosent. Økningen kan ikke direkte tolkes som en tilsvarende økning i pensjonsfondenes eksponering mot private equity og/eller venturekapital. Samtidig kan utviklingen indikere en generell dreining mot alternative og i større grad unoterte investeringer i pensjonsporteføljene over tid. Økningen i denne kategorien kan også ses i sammenheng med en internasjonal trend der pensjonsforvaltere siden tidlig 2000-tallet har økt sitt engasjement i alternative og i større grad unoterte investeringer, herunder private equity og venturekapital. For eksempel økte amerikanske

Figur 9: Allokering av pensjonskapital i ulike land



Kilde: OECD – Pension Markets in Focus 2025 (EN)

offentlige pensjonsfonds eksponering mot private equity fra om lag 4 prosent av porteføljen i 2001 til 11 prosent i 2021, samtidig som samlede alternative investeringer økte fra under 10 prosent til nær 30 prosent.¹⁰

Figur 9 viser sammensetningen av pensjonsporteføljer i ulike land i 2024. Et gjennomgående trekk er at de fleste land har hovedtyngden av pensjonskapitalen i obligasjoner og aksjer, men at det samtidig er store forskjeller i «Annet»-andelen på tvers av landene. I enkelte land (Japan, Danmark, Tyskland og Østerrike) utgjør denne typen investeringer over 40 prosent av pensjonskapitalen. For Norge utgjør «Annet» kun 3,5 prosent av pensjonskapitalen, noe som er blant de laveste andelen illustrert i figuren. Dette nivået kan ses på som et øvre tak for hvor stor andel av pensjonskapitalen som i dag er investert i private equity og venturekapital, ettersom disse inngår i en bredere kategori sammen med andre illikvide aktiva. Dette indikerer at Norge skiller seg ut med lavere allokering til unoterte investeringer sammenlignet med flere andre sammenlignbare land, og at det kan eksistere potensial for økt kapitaltilførsel til alternative investeringer.

¹⁰ The Long-Run Performance of Public Pension Funds in the US - Richard M. Ennis

4. Den norske pensjonskapitalen og forvaltningen av ulike ordninger

Samlet er det om lag 3000 milliarder kroner i norsk pensjonskapital tilknyttet ulike ordninger. Beslutninger om hvor denne kapitalen plasseres, foretas på ulike nivåer. For livsforsikringselskapene og pensjonskassene som forvalter kollektivportefølje med langsiktige forpliktelser, er det få regulatoriske begrensninger i valg av aktiva, og vurderinger av kostnader og avkastning vil være det primære hensynet. I produkter med investeringsvalg, der det er behov for mer likviditet og jevnlig prising, kan det være noe flere begrensninger.

4.1 Pensjonskapitalen i Norge

Det norske pensjonssystemet består av tre deler – folketrygden, arbeidsmarkedsbaserte pensjoner (i hovedsak tjenestepensjoner) og individuell pensjonssparing.¹¹ Denne rapporten vil i hovedsak handle om tjenestepensjon, som omfatter mange ulike ordninger og forvaltes delvis av livsforsikringselskaper og pensjonskasser. Folketrygd og individuell pensjonssparing er beskrevet kort i tekstboksene.

Et viktig prinsipp i analysen er at pensjonskapital i Norge ikke er én størrelse – og beslutninger om kapitalforvaltning tas på ulike nivåer. Det er videre betydelige forskjeller i pensjonsordninger på tvers av land, som begrenser muligheten for direkte sammenligninger. I det følgende skiller vi mellom ulike kilder til pensjonskapital og tydeliggjør hvilken kapital som eventuelt kan plasseres i unoterte aktiva.

Pensjonsforpliktelser og forvaltningskapital

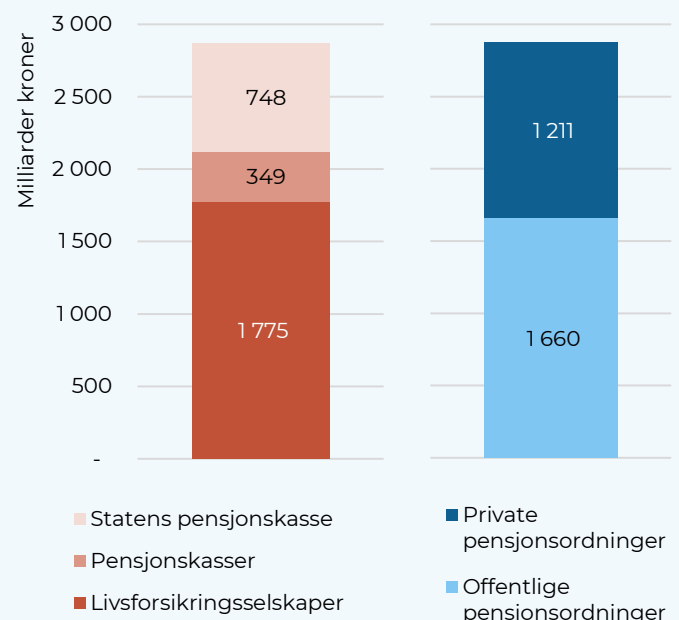
Arbeidsmarkedsbaserte pensjoner opptjenes i arbeidsforhold og omfatter i hovedsak tjenestepensjon (og dels AFP¹²). Ifølge SSB er samlede pensjonsforpliktelser i tjenestepensjon cirka 2900 milliarder. Ordningene forvaltes av henholdsvis Statens pensjonskasse (for ansatte i staten), livsforsikringselskaper og pensjonskasser. Inndelingen mellom disse tre er vist i Figur 10.

Utenom Statens pensjonskasse (der nesten alt finansieres løpende) er ordningene i tjenestepensjon i hovedsak fonderte – altså forhåndsfinansierte gjennom premieinnbetalinger og midler til kapitalforvaltning. Det er fonderte ordninger som er av interesse i denne rapporten, ettersom det er her midlene investeres for å skape avkastning som skal finansiere senere pensjoner. I det følgende er det midlene til forvaltning i fonderte ordninger som omtales som *pensjonskapital*.

Av mest relevans for vår analyse med andre ord hvordan allokeringen av forvaltningskapitalen i hhv. livsforsikringselskaper og pensjonskasser foregår. Denne vil i stor grad være forholdsmessig til pensjonsforpliktelsene i disse ordningene.

I Figur 10 kan det også observeres at i underkant av 60 prosent av de samlede pensjonsforpliktelsene i Norge

Figur 10: Pensjonsforpliktelser i tjenestepensjon – ulike forvaltere og sektorer (mrd. NOK)



Kilde: SSB tabell 09746, 2024-tall.

¹¹ NOU 2022:7, s. 30.

¹² I denne rapporten avgrensner vi oss i hovedsak bort fra AFP. Det kan imidlertid merkes at Fellesordningen for AFP i privat sektor er en betydelig aktør innen kapitalforvaltning og forvaltet ved utgangen av 2023 69,5 milliarder kroner. I ordningen er det ingen investeringer i unoterte aktiva. AFP-fondet har en referanseportefølje med 60 prosent aksjer, 26 prosent obligasjoner, 10 prosent eiendom og 4 prosent pengemarked.

er i offentlig sektor. Som vist til venstre i figuren, er 748 milliarder av disse i Statens pensjonskasse (hvorav igjen nesten alt ikke fondert). Mer enn 900 milliarder i pensjonsforpliktelser i offentlig sektor gir dermed tilsvarende midler som må forvaltes i fonderte ordninger (herunder i livsforsikringselskaper (726 mrd.) og pensjonskasser (187 mrd.)). Dette er i hovedsak kommunal tjenstepensjon. For de private tjenstepensjonsordningene er rundt 1050 milliarder i livsforsikringselskaper og 160 milliarder i pensjonskasser.¹³

For problemstillingen i dette oppdraget går et relevant skille mellom pensjonskapital i produkter med og uten investeringsvalg. I førstnevnte kan enkeltpersoner bestemme selv over allokering mellom aktiva (f.eks. aksjeandel), mens i sistnevnte er det et livsforsikringselskap eller en pensjonskasse som tar disse beslutningene. Forvaltningskapitalen i disse to variantene, som i stor grad er forholdsmessig til forpliktelsene i innskudds- og ytelsespensjon, er vist i Figur 11.

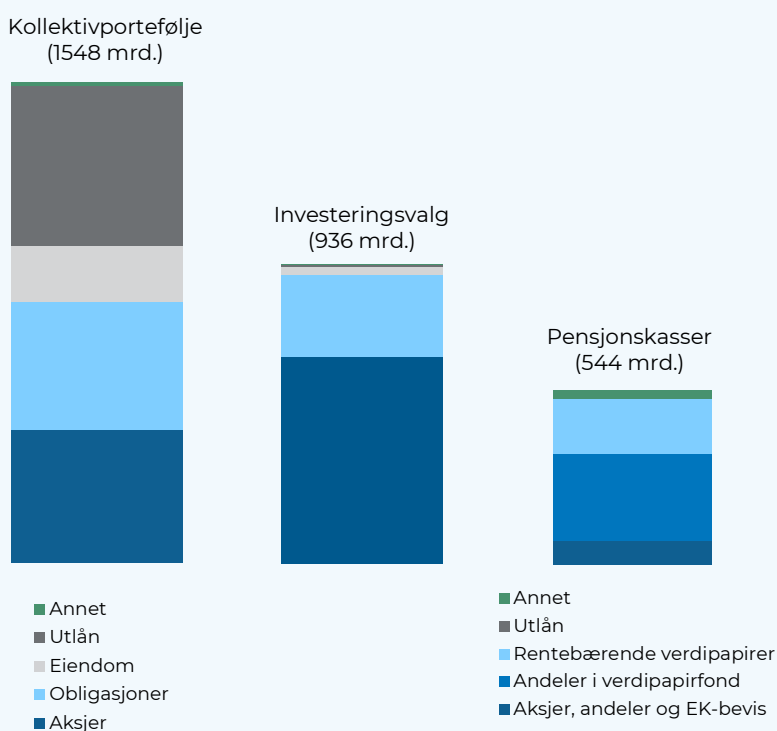
I tillegg til at livselskapene hadde 1548 milliarder i kollektivporteføljer og 936 milliarder i produkter med investeringsvalg ved utgangen av 2025, forvaltes mye pensjonskapital i pensjonskasser. Disse er også delvis investert i private equity, beskrevet nærmere under.

Markedsaktører og andeler

Markedsandeler blant livsforsikringselskapene som forvalter pensjonskapital er vist i Figur 12. Andelene, som er basert på pensjonsforpliktelser, omfatter både produkter med og uten investeringsvalg. Statistikken inkluderer ikke pensjonskasser.

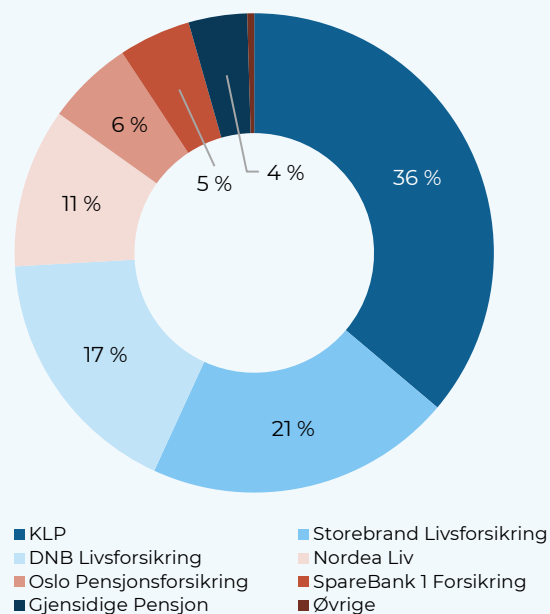
KLP er den største aktøren i markedet og bikket nylig 1000 milliarder i forvaltningskapital.¹⁴ KLP er følgelig en viktig aktør i beslutninger om hvor den norske pensjonskapitalen plasseres. Det kan merkes at KLP forvalter ordninger uten investeringsvalg¹⁵ – ettersom selskapet leverer kommunal tjenstepensjon for ansatte i kommunene, helseforetak etc. – der pensjonen er forhåndsbestemt og forvaltningen skjer for å kunne finansiere denne. Følgelig er det forvalterne i KLP som tar beslutninger om allokering mellom aktiva –

Figur 11: Samlet pensjonskapital til forvaltning



Kilde: Finans Norge og SSB-tabell 07493. Tallene for pensjonskasser er for 2024.

Figur 12: Markedsandeler (produkter med og uten investeringsvalg)



Kilde: Finans Norge. Inkluderer ikke pensjonskasser. (2024-tall)

¹³ En annen dimensjon er skillet mellom innskudds- og ytelsespensjon. Innskuddspensjon er i sin helhet i privat sektor og er stadig vanligere her. Samlet pensjonsforpliktelse i innskuddspensjon utgjør 641 milliarder. Samlet pensjonsforpliktelse i ytelsespensjon utgjør 2230 milliarder (cirka 1500 mrd. ekskl. Statens pensjonskasse). Innenfor innskuddspensjon har det blitt mer vanlig at individet selv kan ta beslutninger om aksjeandeler og annet, gjennom egen pensjonskonto. For ytelsespensjon er det livsforsikringselskapene eller pensjonskassene som tar disse beslutningene.

¹⁴ KLP bikker en billion.

¹⁵ Ifølge statistikken er 800 av 803 milliarder i pensjonsforpliktelser knyttet til produkter uten investeringsvalg.

herunder eventuelle beslutninger om å investere i unoterte aksjer.

Storebrand Livsforsikring, DNB Livsforsikring og Nordea Liv er andre store aktører i pensjonsmarkedet. Storebrand og DNB har ganske jevn fordeling i produkter med og uten investeringsvalg, mens Nordea har cirka 80 prosent i produkter med investeringsvalg. DNB og Nordea er kun pensjonsleverandører i privat sektor, mens Storebrand også er leverandør i kommunal tjenestepensjon (men kun ca. 24 milliarder av pensjonsforpliktelsene i dette markedet – KLP har som nevnt over 800 milliarder).

Den femte største aktøren er Oslo Pensjonsforsikring, som forvalter kommunal tjenestepensjon for ansatte i Oslo kommune. Denne ordningen er sammenlignbar med KLP og forvaltes følgelig uten investeringsvalg.

I tillegg finnes det en rekke pensjonskasser i andre større kommuner, for eksempel Bergen, Trondheim, Bærum, Kristiansand og Drammen.¹⁶ Forvaltningen i noen av disse er beskrevet nærmere under.

4.2 Beslutninger om forvaltning av pensjonskapital

I en vurdering av hvilke beslutninger som tas i forvaltningen av den norske pensjonskapitalen, bør det skilles mellom

- kollektive ordninger som forvaltes av pensjonskasser og/eller livsforsikringsselskaper (uten investeringsvalg)
- innskuddspensjonsordninger som er mer individuelle der risikoen bæres av den enkelte kunde (med investeringsvalg)

Kollektive ordninger

For kollektive, fonderte ordninger, som i dag i hovedsak omfatter kommunal tjenestepensjon, er forpliktelsene ofte langsiktige, og det er relativt høy fleksibilitet i aktivassammensetningen. Det er derfor til dels ulike investeringsstrategier på tvers av pensjonskasser og livselskaper.

I utgangspunktet er det lite som hindrer livselskapene eller pensjonskassene fra å investere i unoterte aktiva (i kollektivporteføljene). Oslo Pensjonsforsikring (OPF) kan være et illustrerende eksempel, som forvalter kommunal tjenestepensjon på vegne av ansatte i Oslo kommune og har en relativt høy andel unoterte investeringer. Av OPFs samlede aksje- og andelsinvesteringer utgjør private equity om lag 22 prosent av de norske investeringene og 24 prosent av de utenlandske investeringene, målt i virkelig verdi. Dette utgjør 1,8 og 10,7 milliarder i henholdsvis norsk og utenlandsk private equity.¹⁷

Også KLP har en viss andel unoterte aksjer – både private equity og såkorn.¹⁸ KLP har pekt på at selskapets eiere i stor grad ønsker at pensjonsmidlene også bidrar til lokal og regional verdiskaping, og at investeringer i norske oppstarts- og såkornsselskaper inngår som en del av dette. I 2023 investerte KLP nær 640 millioner kroner i norske såkornbedrifter.¹⁹ Ifølge KLPs årsregnskap er cirka 51 milliarder kroner investert i private equity per utgangen av 2024.²⁰

Videre finnes det en rekke kommunale pensjonskasser som forvalter pensjonskapital og som delvis er investert i private equity. Ifølge pensjonskassenes årsrapporter, er for eksempel forvaltningen slik i de tre største kommunene (utenom Oslo, se over) med egen pensjonskasse:

- Bergen kommunale pensjonskasse hadde balanseført cirka 1,2 milliarder i private equity ved utgangen av 2024 (samlet verdi av kollektivporteføljen var i overkant av 26 milliarder)
- Trondheim kommunale pensjonskasse hadde 5,6 prosent av sin kollektivportefølje investert i private equity ved utgangen av 2024 – tilsvarende om lag 1,1 milliarder (samlet kollektivportefølje rundt 20 milliarder)
- Bærum kommunale pensjonskasse hadde 5 prosent av sin kollektivportefølje i private equity ved utgangen av 2024 (samlet verdi på kollektivportefølje 13,8 milliarder)

Ordninger med investeringsvalg

Det vanligste valget for hver enkelt med innskuddspensjon (egen pensjonskonto) er aksjeandel, men det er også i utgangspunktet rom for å få eksponering i unoterte investeringer. I Figur 11 er det vist at om lag 69 prosent er

¹⁶ Se oversikt her: Medlemmer - Pensjonskasseforeningen.

¹⁷ Se Årsrapport 2025 Finansiell informasjon – Oslo Pensjonsforsikring

¹⁸ Se f.eks. KLP har satset tungt i venture – venter på gevinstene | Finansavisen og Investeringer i Norges lokalsamfunn - KLP.no.

¹⁹ Årsrapport 2023

²⁰ Årsrapport 2024

investert i aksjer, 27 prosent investeres i obligasjoner og cirka 2,7 prosent investeres i «datterforetak», i hovedsak eiendom. Aksjeandelen har vært økende over tid (var f.eks. 63 prosent i 2020).

Markedet for innskuddspensjon og egen pensjonskonto har de senere årene blitt mer konkurranseutsatt. Innføringen av egen pensjonskonto i 2021 har gjort det enklere for den enkelte arbeidstaker å flytte pensjonskapital mellom leverandører, noe som i praksis har senket byttekostnadene, førte til fremvekst av nye aktører og skjerpet konkurransen mellom pensjonsselskapene (Forbrukerrådet, 2021). Ifølge statistikk fra Finans Norge (2026) hadde om lag 180 tusen personer selvalgt leverandør per februar 2026, og disse kontoene omfattet i overkant av 80 milliarder kroner i forvaltningskapital. Antallet selvalgte pensjonskontoer og volumet av kapital flyttet ut av arbeidsgivers standardløsning har økt jevnt over tid.

Økt valgfrihet og hyppigere flytting bidrar også til at enkeltindivider i større grad enn tidligere forholder seg aktivt til avkastning, risiko og forvaltningskostnader. Samtidig har pensjonsleverandørene i større grad utviklet digitale løsninger der kundene kan følge utviklingen i pensjonskapitalen løpende. I denne konteksten blir dermed spesielt to egenskaper ved ordninger med investeringsvalg særlig viktig for utformingen av investeringsporteføljene.

For det første er det krav om daglig prising av pensjonskapitalen, og Finanstilsynet (2025) legger til grunn at det skal sikres forsvarlig daglig verdivurdering siden porteføljen kan ha daglige transaksjoner initiert av kundene.²¹ Individuelle pensjonsprofiler er i hovedsak bygget opp av verdipapirfond og andre likvide instrumenter som kan verdsettes løpende, og der kundene har mulighet til å endre risikoprofil eller leverandør uten vesentlige forsinkelser. Dette begrenser bruken av aktivaklasser der verdsettelse skjer sjeldnere eller er forbundet med betydelig usikkerhet, slik som unoterte investeringer.

For det andre stilles det høye krav til likviditet i disse produktene. Pensjonskapitalen skal kunne flyttes mellom leverandører innen relativt korte frister, og leverandørene må derfor kunne realisere eller overføre underliggende investeringer. Dette likviditetsbehovet er en sentral forklaring på hvorfor eksponering mot illikvide investeringer er begrenset i produkter med investeringsvalg, sammenlignet med kollektive ordninger uten investeringsvalg.

I praksis innebærer dette at pensjonsleverandørene ofte opererer med interne rammer for hvor stor andel av innskuddsporteføljen som kan investeres i illikvide aktiva, der eiendom og infrastruktur som regel utgjør hoveddelen. Eventuell eksponering mot private equity og venturekapital må derfor konkurrere om den samme «illikvide kvoten», og blir ofte begrenset til små andeler. For eksempel tilbyr DNB i flere av sine pensjonsprofiler med aktiv forvaltning en andel på 10 prosent i illikvide investeringer. Av dette utgjør næringseiendom og infrastruktur henholdsvis 5 og 2,5 prosent, mens private equity står for de resterende 2,5 prosentene.²²

Samlet sett innebærer disse strukturelle egenskapene at ordninger med investeringsvalg har mindre rom for direkte investeringer i private equity og venturekapital enn kollektive, fonderte ordninger. Selv om regelverket i utgangspunktet åpner for eksponering i PE og VC, er det produktets grunnleggende egenskaper, som konkurranse om kundene, flyttbarhet, daglig prising og likviditetskrav, som i praksis setter de viktigste begrensningene.

Folketrygd

Folketrygden utgjør for de fleste den største delen av samlet alderspensjon. I nasjonalbudsjettet for 2026 er det estimert at nåverdien av opptjente rettigheter til alderspensjon i folketrygden utgjør 11 500 milliarder kroner.¹ Folketrygden finansieres årlig over statsbudsjettet (pay-as-you-go) og er dermed ikke en fondert pensjonsordning. Dette gjør at folketrygd faller utenfor avgrensningen for denne rapporten.*

Individuell pensjonssparing

Den tredje komponenten i pensjonssystemet er individuell pensjonssparing, som kan avgrenses til de skattefaviserte ordningene, utgjør en begrenset del av pensjonssystemet i Norge. De samlede forsikringsforpliktelsene i individuelle pensjoner var 68 mrd. kroner ved utgangen av 2021, og vi holder disse utenfor avgrensningene i denne rapporten.

**) Folketrygdfondet (Statens pensjonsfond Norge), som ikke har noe med finansieringen av folketrygd å gjøre, utgjør om lag 417 milliarder kroner ved utgangen av 2025, men ligger utenfor avgrensningen for pensjonskapital benyttet i denne rapporten. Heller ikke Statens pensjonsfond utland (Oljefondet), som i skrivende stund er på litt over 20 000 milliarder, vil forstås som pensjonskapital i vår rapport.*

²¹ Her kan det merkes at kapitaltilgangsutvalget i 2018 anbefalte at «innskuddspensjonsordninger bør liberaliseres ved at man lempet på kravet til daglig prising og likviditet på underliggende fond».

²² Se oversikt her: Aktiv forvaltning | Pensjonsprofiler | Pensjon fra A til Å - DNB

4.3 Barrierer og muligheter i forvaltningen

Selv om eksponering mot private equity og venturekapital typisk er begrenset til lave prosentandeler av porteføljen, bør det merkes at dette likevel kan utgjøre betydelige beløp i absolutte kroner. For eksempel er den samlede forvaltningskapitalen i innskuddspensjon og egen pensjonskonto rundt 900 milliarder kroner ved utgangen av 2025 og raskt voksende. En allokering på for eksempel 2-3 prosent i private equity eller venturekapital i disse ordningene vil tilsvare flere milliarder kroner i investeringer. Pensjonssektoren kan dermed bli en viktig kilde til kapital for norske private equity- og venturekapital-fond, selv under konservative rammer.²³

Samtidig viser gjennomgangen av pensjonsleverandørenes investeringer at en betydelig andel av eksponeringen mot private equity og venturekapital kanaliseres til utenlandske fond og prosjekter. Dette henger blant annet sammen med størrelsen på det globale private equity-markedet og etablerte fondsinfrastrukturer. Informantene peker på at valg av forvaltere og geografisk eksponering delvis formes av eksisterende samarbeidsrelasjoner og etablerte kontaktflater mot internasjonale fondsmiljøer, og at dette kan bidra til at en stor del av eksponeringen kanaliseres til utenlandske fond.

Enkelte leverandører tilbyr i praksis kun globale eller brede internasjonale unoterte fond i sine pensjonsprofiler, mens andre opererer med eksplisitte begrensninger på hvor stor andel som kan investeres i Norge eller Norden. For eksempel fremgår det av pensjonsprofilene til DNB at eksponering mot unoterte investeringer i hovedsak er global, med en øvre ramme for investeringer i Norden, mens Storebrand sin private equity-eksponering i all hovedsak rettes mot utenlandske fond. Forskjeller i geografisk allokering reflekterer dermed både investeringsstrategiske valg og hvordan det enkelte selskap har utformet sitt mandat for illikvide aktivklasser. Dette innebærer at selv om pensjonssektoren samlet forvalter betydelige beløp i private equity og venturekapital, tilfaller en stor del av kapitaltilførselen internasjonale markeder fremfor norske og nordiske fond.

En annen barriere for pensjonsinvesteringer i private equity og venturekapital er ressurs- og kompetanseinnsatsen som kreves for å lykkes i markedet. Private equity krever dyptgående analyse og forståelse for å gjøre gode investeringsvalg. Å evaluere og velge de beste private equity- og venturekapital-fondene er tidkrevende, og risikoen ved uheldige valg kan være høy. For pensjonsleverandørene kan dette innebære at det må avsettes betydelige interne ressurser til due diligence og porteføljeforvaltning. Særlig for mindre aktører kan mangel på nødvendig kapasitet og erfaring utgjøre en terskel som begrenser viljen til å øke eksponering i private equity- og venturekapital-markedet.

For å redusere fonds- og selskapsrisiko må pensjonskapitalen spres på mange fond, forvaltere og årganger, noe som krever en viss minimumsskala på midlene til forvaltning. Mindre pensjonskasser og livselskaper kan slite med å oppnå tilstrekkelig spredning dersom de kun kan gjøre et begrenset antall investeringer, og de faste kostnadene og risikoen per investering kan da bli uforholdsmessig høy. Her kan fond-i-fond-strukturer være en løsning. Ved å gå inn i fond-i-fond får investoren en bredere portefølje av underliggende private equity- og venturekapital-fond. Dette kan redusere risikoen og senke kompetansekravene for den enkelte aktør.

Solvenskapitaldekningen, altså størrelsen på pensjonsleverandørens kapitalbuffer, spiller potensielt en viktig rolle for muligheten til å foreta illikvide investeringer. Aktører med høy solvensgrad har et større handlingsrom til å tåle langsiktige plasseringer som private equity og venture, fordi de har mer egenkapital å sette av uten å komme i konflikt med kapitalkrav og bufferkrav. En pensjonsleverandør med høy kapitaldekning vil lettere kunne akseptere lavere likviditet og høyere volatilitet i en del av porteføljen, og dermed utnytte pensjonskapitalens lange horisont til potensielt høyere avkastning. På den andre siden vil aktører med svakere solvens muligens måtte utøve større forsiktighet og prioritere mer likvide aktiva for å oppfylle kapitalkravene til enhver tid.

²³ Bør pensjonsselskaper investere mer eller mindre i Private Equity?

5. Samlet vurdering

Vår kartlegging viser at selv om regulering i liten grad hindrer livselskaper og pensjonskasser fra å investere mer i private equity og venturekapital, er tilførselen av norsk pensjonskapital i disse markedene både lavere og mer ustabil enn i andre land. Samtidig utgjør den norske pensjonskapitalen 3000 milliarder kroner, som gjør at relativt små endringer i forvaltningen vil kunne ha stor betydning.

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 i 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 relativt større i private equity enn i venturekapital,²⁴ der det i sistnevnte har vært lite tilførsel etter 2016. I datagrunnlaget fremgår det videre at mesteparten av pensjonskapitalen til norsk PE og VC kommer fra utenlandske investorer.

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

- Unoterte investeringer krever høy kompetanse og analysekapasitet, løpende oppfølging og evne til å bygge tilstrekkelig diversifiserte porteføljer over tid. Dette innebærer også et behov for en viss minimumsskala i investeringene. Disse forklaringene gjelder i særlig stor grad for venturekapital.
- Ulik solvensdekning, kapasitet til å ta risiko og å plassere i illikvide aktiva kan påvirke hvor mye som investeres
- Livselskapene og pensjonskassene har ulike vurderinger av forventet avkastning og kostnader i PE og VC generelt
- Store deler av de norske livselskapenes investeringer i PE og VC går til utlandet. Ofte foretas plasseringene hos forvaltere med globale eller nordiske mandater.
- Tjenestepensjon for ansatte i staten er ufondert, med andre ord løpende finansiert i Statens pensjonskasse (SPK)

Samlet er det om lag 3000 milliarder kroner i norsk pensjonskapital – tilknyttet ulike ordninger. Det totale omfanget illustrerer at selv relativt små andeler til private equity og venturekapital vil utgjøre mye i kroner. Dersom andelen av samlet pensjonskapital som plasseres i PE og VC øker med ett prosentpoeng, innebærer dette økt tilgang på kapital på 30 milliarder.

Variierende andeler i PE og VC på tvers av de norske livselskapene og pensjonskassene tyder på at det ikke er regulering i seg selv som hindrer aktørene fra å foreta flere slike investeringer. Selv om pensjonsordningene legger noen grunnleggende begrensninger for hvor mye som kan investeres i illikvide aktiva, peker flere av informantene på at det finnes et ubenyttet handlingsrom innenfor disse rammene. Fordi pensjonsmarkedet er så stort, vil selv små endringer i forvaltning kunne ha stor betydning for kapitaltilgangen til norske oppstarts- og vekstbedrifter.

²⁴ Lavere andel pensjonskapital i venture enn i private equity er et funn i Europa generelt. Andelen i venture utgjør 6 prosent i snitt i Europa, mot 21 prosent for alle typer PE-fond.

6. Referanser

DNB, 2026. *Vekstlandet Norge 2026. Konkurranseskraft i en ny global virkelighet*, Oslo: DNB-konsernet.

European Commission, 2025. *Study of barriers to, and drivers of, the scaling-up of funds investing in innovative and growth companies*, Brussels: European Commission.

Finans Norge, 2026. *Nøkkeltall for pensjon og sparing*. [Internett]
Available at: <https://www.finansnorge.no/tema/statistikk-og-analyse/pensjon-og-sparing/nokkeltall/#part0>
[Funnet 01 04 2026].

Finans Norge, 2026. *Tall og fakta om egen pensjonskonto (EPK)*. [Internett]
Available at: <https://www.finansnorge.no/tema/statistikk-og-analyse/pensjon-og-sparing/egen-pensjonskonto/>
[Funnet 01 04 2026].

Finanstilsynet, 2025. *Kapitalforvaltning i innskuddspensjonsordninger*, Oslo: Finanstilsynet.

Forbrukerrådet, 2021. *Egen pensjonskonto har ført til lavere kostnader*, Oslo: Forbrukerrådet.

Invest Europe, 2016. *Guide to Private Equity and Venture Capital for Pension Funds*, Belgium: Invest Europe.

NOU 2018:5, 2018. *Kapital i omstillingens tid*, s.l.: Nærings- og fiskeridepartementet.

OECD, 2024. *Pension Markets in Focus 2024*, Paris: OECD Publishing.

oslo**economics**

www.osloeconomics.no

E-post og telefon:
post@osloeconomics.no
+47 21 99 28 00

Besøksadresse:
Klingenberggata 7A
0161 Oslo

Postadresse:
Postboks 1562 Vika
0118 Oslo