

## SpaceX-børsnotering sett fra et systematisk investeringsperspektiv

En **børsnotering**, ofte kalt en **IPO** på engelsk, skjer når et selskap bestemmer seg for å «gå på børs». Det betyr at selskapets aksjer blir notert på en aksjebørs, slik at investorer kan kjøpe aksjer og dermed bli deleiere i selskapet.

Den kommende børsnoteringen av **SpaceX** har fått mye oppmerksomhet, særlig i aviser og finansmedier. Grunnen er at selskapet ventes å bli svært stort når det noteres på børs, og potensielt det største selskapet som noen gang har blitt børsnotert. **Anthropic Labs** og **OpenAI** ventes å følge senere i år.

Selv om en stor børsnotering kan virke svært viktig, avhenger den faktiske betydningen for en investeringsportefølje av flere forhold. Blant annet handler det om:

- hvor stor del av selskapet som faktisk blir tilgjengelig for kjøp og salg på børsen, ofte kalt **fri flyt**
- hvilke regler indeksleverandører bruker for å inkludere nye selskaper i markedsindekser
- hvordan fondsforvaltere velger å håndtere børsnoteringer

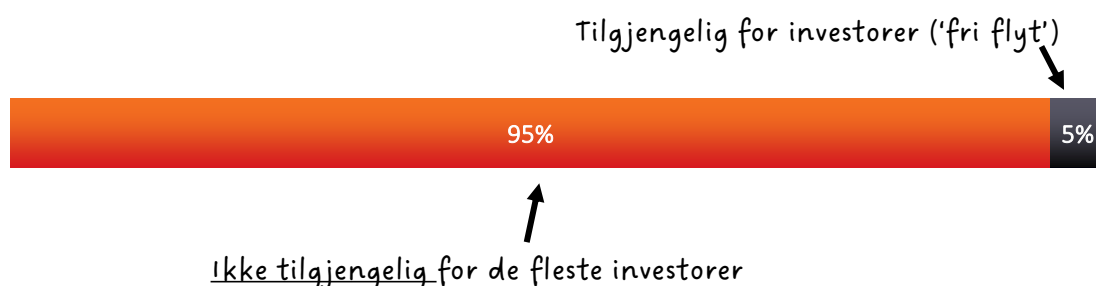
I praksis kan selv svært store selskaper i starten bare gjøre en liten andel av aksjene tilgjengelig for vanlige investorer. Det betyr at mengden aksjer som faktisk kan kjøpes ved børsnoteringen, kan være ganske begrenset. For eksempel ventes SpaceX å gjøre rundt **5 %** av selskapet tilgjengelig for handel ved børsnoteringen.

Enkelt forklart er **fri flyt** den delen av aksjene i et selskap som investorer faktisk kan kjøpe og selge på markedet. Noen selskaper legger ut nesten alle aksjene sine for offentlig handel. **Microsoft** er et eksempel på dette. Andre selskaper velger å legge ut bare en liten andel av aksjene, mens resten fortsatt eies av for eksempel gründere, ansatte eller andre eiere.

Dette skillet er viktig fordi de fleste markedsindekser – og fondene som følger disse indeksene – vektet selskaper basert på **markedsverdi justert for fri flyt**. Det betyr at et selskap kan ha en svært høy total markedsverdi, altså være veldig stort, men likevel få en mye mindre plass i en indeks dersom bare en liten andel av aksjene faktisk kan handles fritt.

Med andre ord: Et selskap kan være enormt i teorien, men få relativt liten betydning i en portefølje dersom få av aksjene er tilgjengelige for markedet.

**Figur 1: Illustrasjon av aksjer i fri omsetning sammenlignet med totalt antall utestående aksjer (5 % i fri omsetning)**



**Kilde:** Albion Strategic Consulting

Det er verdt å merke seg at dette ikke er første gang noe slikt skjer. I 2019 gjorde **Saudi Aramco** mindre enn 2 % av aksjene sine tilgjengelige for handel. Verdsettelsen gjorde selskapet til verdens største børsnoterte selskap. Likevel, fordi så få aksjer var tilgjengelige, var det få investorer som ville se denne aksjen som en av de største enkeltpostene i porteføljen sin.

Det er også viktig å forstå at dette kan endre seg over tid. Børsnoteringer kan ha såkalte **bindingstider** eller **lock-up-perioder**. Dette er regler som hindrer eksisterende aksjonærer, som gründere, ansatte eller tidlige investorer, fra å selge aksjene sine i en bestemt periode etter børsnoteringen.

Når slike bindingstider utløper, kan flere aksjer bli lagt ut for salg i markedet. Da øker den frie flyten gradvis, og selskapet kan etter hvert få større vekt i markedsindekser og porteføljer.

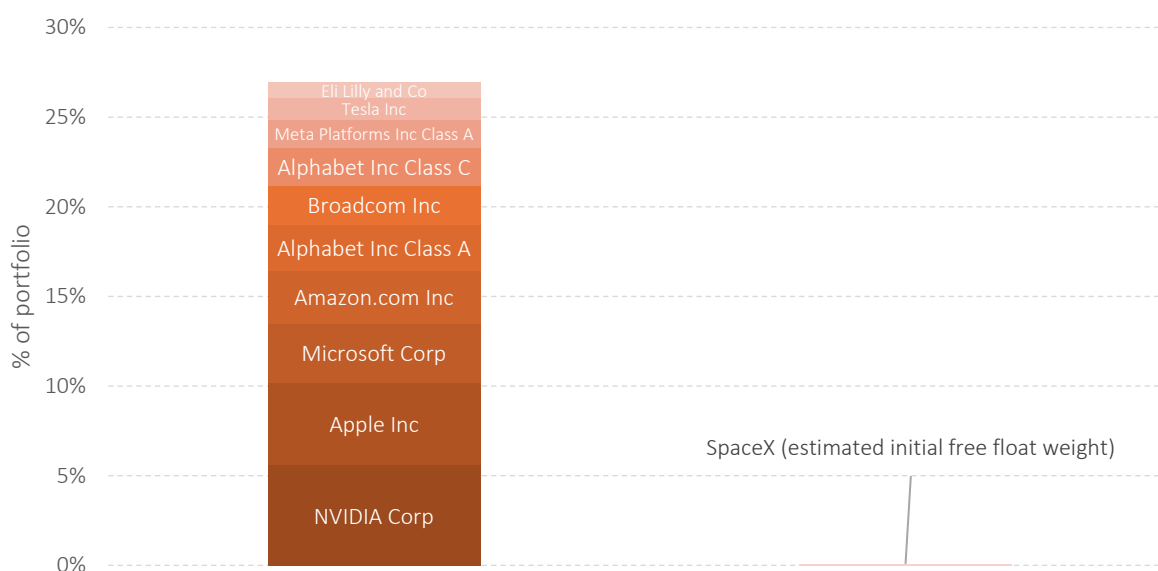
Det er heller ikke sikkert at et nytt børsnotert selskap blir inkludert i store indekser med én gang. Store indeksleverandører har egne regler for hvilke selskaper som kan tas inn, og når det skjer. I noen tilfeller kan indeksleverandører ta inn svært store selskaper raskere enn normalt. Men vektingen i indeksen vil som regel fortsatt baseres på hvor stor andel av aksjene som er i fri flyt. Dette kan begrense hvor stor betydning selskapet får i porteføljer i starten.

Slike regler kan for eksempel omfatte:

- minimumskrav til total markedsverdi og markedsverdi justert for fri flyt, for eksempel over 10 milliarder dollar
- minimumskrav til fri flyt, for eksempel minst 10 % av selskapet, eller en fri flyt med verdi over 2 milliarder dollar

Andre fondsforvaltere kan jobbe på andre måter og ha mer fleksible regler for når de kan investere. I praksis vil noen investeringsstrategier vente med å kjøpe aksjen. Årsaken kan være at prisen rett etter børsnoteringen fortsatt er usikker, fordi markedet trenger tid til å finne et mer stabilt prisnivå.

**Figur 2: Andel i topp 10-beholdninger i et markedsindeksfond, og forventet innledende størrelse på SpaceX' frie flyt**



**Kilde:** Albion Strategic Consulting. Kun ment som illustrasjon og eksempel. Anslaget for SpaceX er basert på en forventet innledende vekt i fri flyt på rundt 0,1 %. Flere kilder anslår den første

børsnoteringen til å være rundt 75 milliarder dollar. Det amerikanske aksjemarkedet er for tiden verdt over 75 billioner dollar.

Det er verdt å merke seg at i porteføljen din, slik det også er for alle systematiske investorer, er utgangspunktet at markedsprisene raskt gjenspeiler all tilgjengelig informasjon. Det betyr at det er vanskelig å finne og utnytte feilpriser i markedet over tid. Få profesjonelle investorer klarer dette konsekvent.

Systematiske investeringsstrategier kan likevel velge å vekte porteføljen mot godt dokumenterte risikofaktorer, som for eksempel **verdiaksjer** og **små selskaper**. Det kan gjøre at eksponeringen mot børsnoteringer blir annerledes enn i et vanlig markedsindeksfond.

Den nøyaktige eksponeringen vil avhenge av selskapets egenskaper. Dersom SpaceX, eller et annet selskap, prises som et **vekstselskap**, kan en strategi med vekt på verdiaksjer føre til at porteføljen har lavere eksponering mot aksjen enn markedet generelt. Dersom selskapet derimot får mer **verdi-preg**, for eksempel ved at aksjen handles til en lavere pris sammenlignet med selskapets inntjening eller andre fundamentale forhold, kan det få en høyere vekting.

Over tid kan denne forskjellen bli tydeligere. Dersom selskapet utvikler seg, for eksempel gjennom økt fri flyt, sterk investorinteresse eller en kombinasjon av begge deler, kan selskapets egenskaper endre seg. Det gjelder både vurderingen av verdi og størrelse. Dette kan igjen føre til større forskjeller mellom ulike typer porteføljer.

Til syvende og sist vil aksjemarkedet raskt ta hensyn til ny informasjon i prisene.

Selv om børsnoteringene av **SpaceX**, **Anthropic** og **OpenAI** kan virke svært betydningsfulle i overskriftene, kan effekten på porteføljer i starten være relativt beskjeden. Begrenset fri flyt spiller en viktig rolle, indeksinkludering styres av regler og terskler, og systematiske forvaltere er ikke nødvendigvis tvunget til å kjøpe aksjen ved børsnoteringen.

Over tid, etter hvert som flere aksjer blir tilgjengelige og verdsettelsen endrer seg, kan slike selskaper få større betydning. Men dette vil trolig skje gradvis, heller enn umiddelbart.

Vår investeringskomité vil fortsette å følge saken og utviklingen tett før, under og etter børsnoteringen.

### **Viktige merknader**

Dette dokumentet er kun ment som opplæring og informasjon, og tar for seg generelle temaer knyttet til investeringer. Det utgjør ikke investeringsrådgivning og innebærer heller ikke tilrettelegging eller formidling av investeringer.

Informasjonen er kun ment for informasjonsformål. Eventuelle vurderinger i dokumentet er forfatterens meninger og kan endres uten varsel.

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidige resultater.

### **Produkter omtalt i dette dokumentet**

Dersom konkrete produkter omtales i dette dokumentet, er det kun for å gi pedagogisk innsikt i temaet som diskuteres.

Eventuelle analyser som er gjort, utgjør ikke en grundig vurdering eller anbefaling av noe produkt under noen omstendigheter, og bør heller ikke forstås som dette.