

# Avkastning i Private Equity fond

*Investors rasjonale bak investeringer i Private Equity*

**Jo Bruvik Isaksen & Kristoffer Biørnstad**

**Veileder: Thore Johnsen**

Siviløkonomutredning, Institutt for Foretaksøkonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

---

# Innhold

<b>INNHold .....</b>	<b>2</b>
<b>1. INTRODUKSJON.....</b>	<b>4</b>
1.1 HVA ER PRIVATE EQUITY .....	5
1.2 HISTORIEN BAK PRIVATE EQUITY MARKEDET .....	8
1.3 ORGANISERING AV PRIVATE EQUITY FOND .....	10
1.4 OM INVESTERINGER I PRIVATE EQUITY .....	11
1.5 DET NORDISKE PRIVATE EQUITY MARKEDET .....	13
1.6 MULIGE FREMTIDIGE UTFORDRINGER.....	14
<b>2. TEORI.....</b>	<b>16</b>
2.1 INTERNRENTE SOM MÅL PÅ AVKASTNING .....	16
2.2 OPTIMAL KAPITALSTRUKTUR .....	17
2.2.1 <i>Modigliani-Miller</i> .....	17
2.2.2 <i>Skatt</i> .....	18
2.2.3 <i>Oppsummering av optimal kapitalstruktur</i> .....	19
<b>3. METODE .....</b>	<b>20</b>
3.1 DATAKILDER .....	20
3.2 DATAINNSAMLING .....	20
3.3 KILDEKRITIKK .....	21
<b>4. AVKASTNING I PRIVATE EQUITY FOND.....</b>	<b>23</b>
4.1 VERDISKAPNING I PRIVATE EQUITY FOND.....	23
4.2 HONORARER VED INVESTERINGER I PRIVATE EQUITY FOND.....	25
4.3 INTERNASJONAL LITTERATUR OG RAPPORTER .....	29

---

4.4	OPPSUMMERING AV INTERNASJONAL LITTERATUR OG RAPPORTER .....	43
4.5	AVKASTNING I NORDISKE PRIVATE EQUITY FOND.....	44
<b>5.</b>	<b>RASJONALE FOR INVESTERING I PRIVATE EQUITY .....</b>	<b>46</b>
5.1	INTERNASJONAL LITTERATUR .....	46
5.2	INTERVJU MED INSTITUSJONELLE INVESTORER.....	47
5.2.1	<i>Norges Banks vurdering av Private Equity.....</i>	<i>53</i>
5.3	OPPSUMMERING.....	55
<b>6.</b>	<b>OPPSUMMERING .....</b>	<b>57</b>
<b>7.</b>	<b>FORSLAG TIL VIDERE UTREDNINGER .....</b>	<b>59</b>
	<b>LITTERATURLISTE .....</b>	<b>60</b>
	<b>APPENDIKS .....</b>	<b>62</b>

# 1. Introduksjon

Investeringer i Private Equity (PE) fond har økt kraftig det siste tiåret. I perioden 1994-2004 har det blitt kommitert € 254,836 milliarder til PE investeringer i Europa (EVCA Yearbook, 2005). Fondene bidrar til industriell nyskapning og innovasjon (Venture sektoren) og restrukturering av modne selskaper (Buyout sektoren). Således kan PE bidra til økt verdiskapning og er dermed en viktig nyskapning i det finansielle markedet. Artikler i media gir inntrykk av avkastning oppimot 30 % p.a. fra PE fond (Kapital, 2006). Flere akademiske artikler hevder på den annen side at avkastningen fra fondene er lavere enn avkastningen fra S&P500 over tilsvarende tidshorisont. Vi har ønsket å finne ut mer om PE markedet og hva avkastningen fra fondene faktisk er med spesielt fokus på det nordiske markedet. I lys av dette ønsket vi videre å finne ut mer om hvorfor investorer velger å investere i PE, hvordan de selekterer fondene de investerer i og hvor høy avkastning de forventer.

I første del av utredningen vil vi diskutere hva PE er, historien bak PE, hvordan fondene opererer samt beskrive bransjen med hovedvekt på det europeiske og nordiske markedet. I neste del vil vi presentere nødvendig teoretisk fundament for avkastningsmål i PE fond og optimal kapitalstruktur. I del tre presenterer vi metoden vi har benyttet i våre undersøkelser og hvordan vi har gått frem. I fjerde del diskuterer vi først hvordan PE fondene skaper verdi gjennom sine investeringer og hvilke honorarer de tar for å forvalte pengene til investorene. I fjerde del går vi videre igjennom viktige akademiske artikler og rapporter som omhandler avkastningen i PE fond. Disse studiene er i stor grad basert på data fra det amerikanske markedet. Tilslutt, i del fire ser vi på detaljerte avkastningsdata fra et nordisk PE fond. I del fem studerer vi investors rasjonale for investeringer i PE fond; først vil vi diskutere hva internasjonal litteratur mener om dette, deretter presenterer vi resultatene fra våre intervjuer med aktører på investorsiden. Del seks oppsummerer hovedfunnene i denne utredningen og del syv kommer med forslag til videre utredninger.

## 1.1 Hva er Private Equity

European Venture Capital Association (EVCA) definerer PE investeringer generelt som ”investering i verdipapirer gjennom en forhandlingsprosess”. Majoriteten av PE investeringer er i unoterte selskaper. Investeringene fondene gjør er drevet av en transformasjonsprosess gjennom aktivt eierskap i investeringsobjektet for å tilføre ny verdi. Investeringene har som regel en tidshorison på 5-10 år. Fondene går ut av investeringene sine enten ved å børsnotere investeringsobjektet, selge det til andre finansielle aktører eller likvidere selskapet.

PE fond regnes som en alternativ eller komplementær plassering til aksjeinvesteringer:

<b>Alternative Investments</b>			
<b>Private Equity</b>	<b>Hedge fond</b>	<b>Real estate</b>	<b>Physical Commodities</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Venture capital</li> <li>• Buyout</li> <li>• Mezzanine Capital</li> <li>• Special Situations</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Long/short</li> <li>• Global Makro</li> <li>• Event Driven</li> <li>• Market Neutral</li> <li>• Arbitrage</li> <li>• Emerging Markets</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Office</li> <li>• Retail</li> <li>• Residential</li> <li>• REITs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Currencies</b></li> <li>• <b>Interest Rates</b></li> <li>• <b>Natural Resources</b></li> </ul>

**Tabell 1.1** Tabellen viser ulike alternative kapitalinvesteringer (Kilde: EVCA, 2006)

PE investeringer innebærer et mer aktivt eierskap enn investeringer i noterte verdipapirer. Eierandelen er ofte en majoritetsandel eller 100 % eierskap som gjør det mulig å foreta omfattende kontroll og endringer i selskapet uten krav til å måtte rapportere gode kvartalstall til børsen og andre investorer. Fondene har som mål å tilføre selskapene de investerer i en spesiell kompetanse gjennom det aktive eierskapet for dermed å tilføre verdi. Kompetansen som kreves avhenger av hvilken fase selskapet er i. Dette er også med på å bestemme betegnelsen av fondet.

Venture fond fokuserer på selskaper som utvikler nye produkter eller har en produktide som de ønsker å utvikle. De er også inne i fasen hvor ferdigutviklede produkter skal

kommersialiseres og lanseres i markedet. Buyout fond fokuserer på mer modne selskaper som for eksempel går med underskudd og kan ha en stor oppside i en restrukturering eller spinoff av ulike deler av virksomheten. Dette krever en annen kompetanse enn utvikling av produkter og markedsføring. Det kan være vanskelig å gjennomføre en stor restrukturering så lenge selskapet er børsnotert fordi man må levere kvartalstall til markedet. Mens en restrukturering pågår vil dette kunne påføre selskapet svekket lønnsomhet på kort sikt som bidrar til en lavere aksjekurs. I tillegg vil et majoritetseierskap føre til at fondene har makt til å gjennomføre det de ønsker.



**Figur 1.1 PE fond spesialisere seg på ulike faser av bedriftens livssyklus. Venture fond spesialisere seg på de fire første fasene, mens Buyout fond fokuserer på modne selskaper som har behov for restrukturering.** (Kilde: EVCA, 2006)

De ulike fasene av Private Equity investeringer kan inndeles etter bedriftens 5 faser:

*Såkorn:* Investeringer i forskning og konseptutvikling før man kommer over i en oppstartsfase.

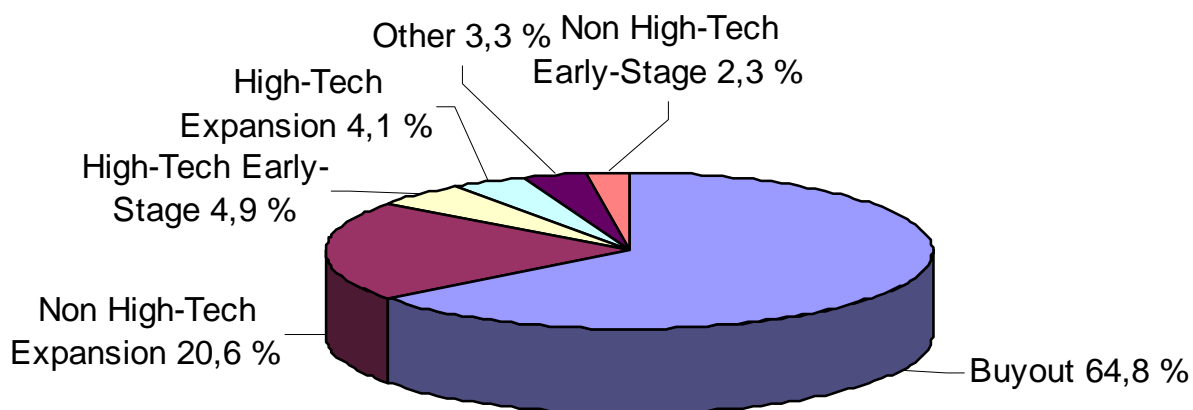
*Oppstart:* Finansiering av produktlansering og markedsføring. Selskapene i denne fasen har ikke kommersialisert produktene sine enda og går som regel med underskudd.

*Ekspansjon:* Finansiering for videre vekst. Selskapet er gjerne i break-even. Kapital blir ofte benyttet til å utvide produksjonskapasitet, markedsføre produktet eller videre produktutvikling.

*Refinansiering:* Kjøp av aksjer fra en annen investor eller reduksjon av gearingen via refinansiering av gjeld.

*Buyout*: Kjøp av større andeler av selskap eller majoritetsandel som medfører en endring av kontrollen over et selskap. Buyout fokuserer på modne virksomheter med etablerte forretningsmodeller. Kontrollen blir benyttet til videre ekspansjon, konsolidering, restruktureringer eller salg av virksomheter. Investeringsstilen varierer fra vekst til verdi og fra tidlig til sent stadie.

### Fordeling av kommitert kapital mellom de ulike sektorene som ble startet i 2004



**Figur 1.2** Diagrammet ovenfor viser fordelingen av europeiske fond mellom de ulike sektorene som ble startet i 2004. Buyout sektoren fikk størst andel av kommitert kapital i 2004 med 64,8 %. (Kilde: EVCA/Thomson Venture Economics/PricewaterhouseCoopers)

Grafen ovenfor viser at Buyout er den største investeringssektoren innenfor PE. Dette er også naturlig i og med at denne sektoren fokuserer på modne selskaper som har en større markedsverdi enn selskaper i startfasen som Venture fond fokuserer på. På grunn av markedsverdien til modne selskaper vil også investeringen som er nødvendig for å få en kontrollerende aksjepost bli relativt stor sammenlignet med nyoppstartede selskaper som Venture fond investerer i. Ventureinvesteringer innebærer også mye høyere risiko enn Buyout. Modne selskaper har gjerne et fungerende forretningskonsept, men behov for restruktureringer. Investeringer i nye forretningsideer innebærer større grad av usikkerhet og asymmetrisk informasjon enn i modne selskaper. Gründere besitter førstehåndskunnskap om produktene de selv har utviklet og opptrer vanligvis som opportunistiske selgere ved kapitalinnhenting.

## 1.2 Historien bak Private Equity markedet

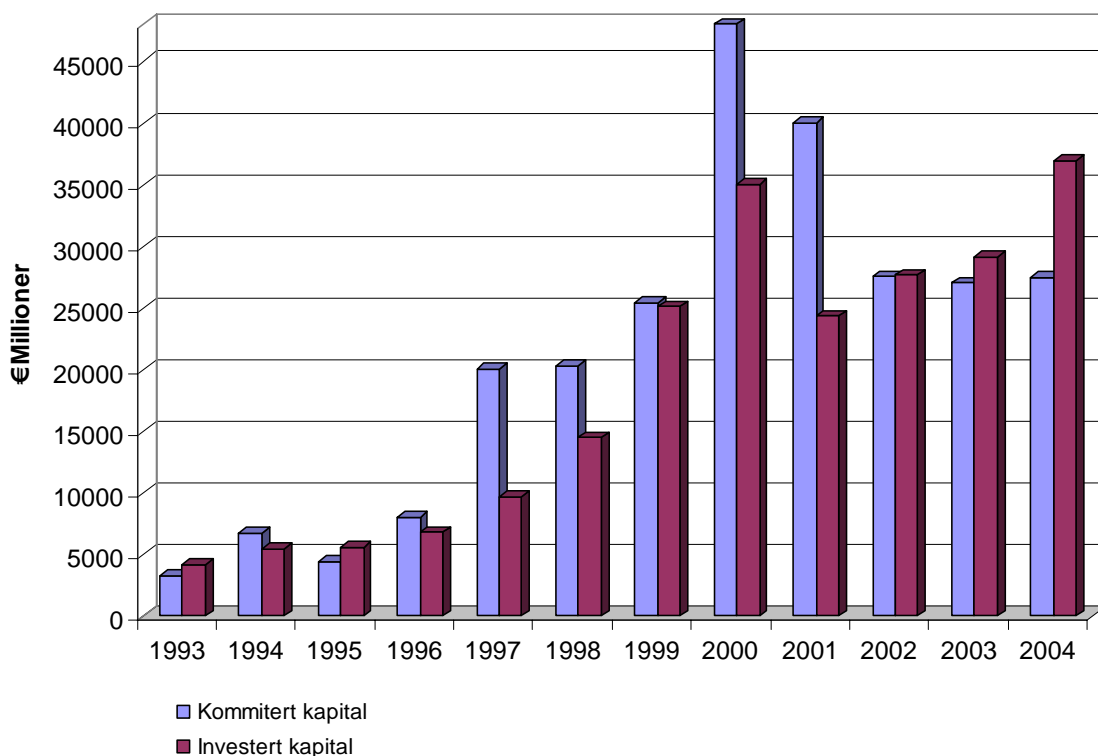
Historien til PE markedet startet med at selskapene Charterhouse Development Capital og 3i ble startet i henholdsvis 1934 og 1945. I USA ble det første PE forvaltningsselskapet, American Research and Development Corporation (ARD), startet i 1946. 3i har sin opprinnelse i Finansselskapsindustri (FCI) og Industriell & Kommersiell Finansindustri (ICFC) som igjen ble startet av engelske oppgjørsbanker og Bank of England. Navnet ble til 3i da FCI og ICFC fusjonerte i 1983. 3i ble startet for å dekke behovet for mindre selskaper til langsiktig kapital til utvikling. ARD arbeidet med å kommersialisere ny teknologi som hadde blitt utviklet under krigen. Begge selskapene skiftet fokus fra finansielle investeringer i verdipapirer til aktivt industrielt eierskap.

PE markedet bestod i sin opprinnelse stort sett av private individer som investerte i selskaper i en tidlig fase. Digital Equipment, Federal Express og Apple Computer er eksempler på selskaper som var støttet av venture kapital. Institusjonelle investorer var ikke aktive i dette markedet før mot slutten av 1970 tallet. Ny lovgivning i Storbritannia fra 1971 gjorde det mulig for bankene å investere i denne typen investeringer. Arbeidsdepartementet i USA kom i 1978 med en klargjøring av ”prudent man” prinsippet i Employee Retirement Income Security Act (ERISA) som gjorde det mulig for pensjonsfond å investere andeler i illikvide aktivaklasser. Samtidig ble skattene på kapital gevinster redusert som også ga en positiv effekt.

Den lave inflasjonen på slutten av 1990 tallet ga ytterligere vekst i PE investeringer. Dette skapte et behov for investeringer i vekstselskaper. På begynnelsen av 1990-tallet startet en kraftig vekst innen PE investeringer som resulterte i en topp i år 2000 med €200 milliarder kommitert kapital.



### Kapital kommitert og investert i PE i perioden 1995-2004



**Figur 1.3** Figuren viser kapital kommitert og investert av PE fond i Europa i perioden 1995-2004. Toppåret for investering var i år 2004 med €36.920 mill mot €34.986 mill i 2000. Toppåret for kommitering var i år 2000 med € 48.023 mill. (Kilde: EVCA/Thomson Venture Economics/PricewaterhouseCoopers)

I dag har mange av de mest kjente institusjonelle investorene investert i PE fond. Internasjonalt har flere store pensjonsfond investert i PE, blant andre pensjonsfondet til California, CalPERS i USA. Fondet til Yale University i USA, var en av de første som begynte med strukturerte investerteringer i PE. Fondet har en total forvaltningskapital på 15.2 milliarder USD. Gjennom illikvide investeringer har Yale oppnådd en meget høy avkastning og har senere blitt en rollemodell for andre fond. Yale har allokert 17 % av fondet til PE investeringer. Fondet til universitet er eksponert i PE-fondene som er regnet som de beste i verden og som i stor grad er lukket. Disse inkluderer venture fondene Greylock, Kleiner Perkins, Sequoia og Sutter Hill, og buyout fond som Bain Capital, Berkshire Partners, Clayton Dubilier & Rice og Madison Dearborn Partners. Over de siste ti årene har fondets PE investeringer generert 39 % i årlig avkastning og hele 168,5 % i 2000. Yale har en forventning på 11,4 % avkastning fra sine PE investeringer. Yale har investert i selskaper som blant andre Google hvor de investerte \$ 300.000 og fikk tilbakebetalt \$ 75

millioner ved børsnoteringen av selskapet. Den eventyrlige avkastningen kan i stor grad tilskrives Yales tilgang på de aller beste fondene. I de senere år har de også investert i Europa og Asia hvor de nå ser flere attraktive muligheter. (Kilde: Yale Endowment, 2005)

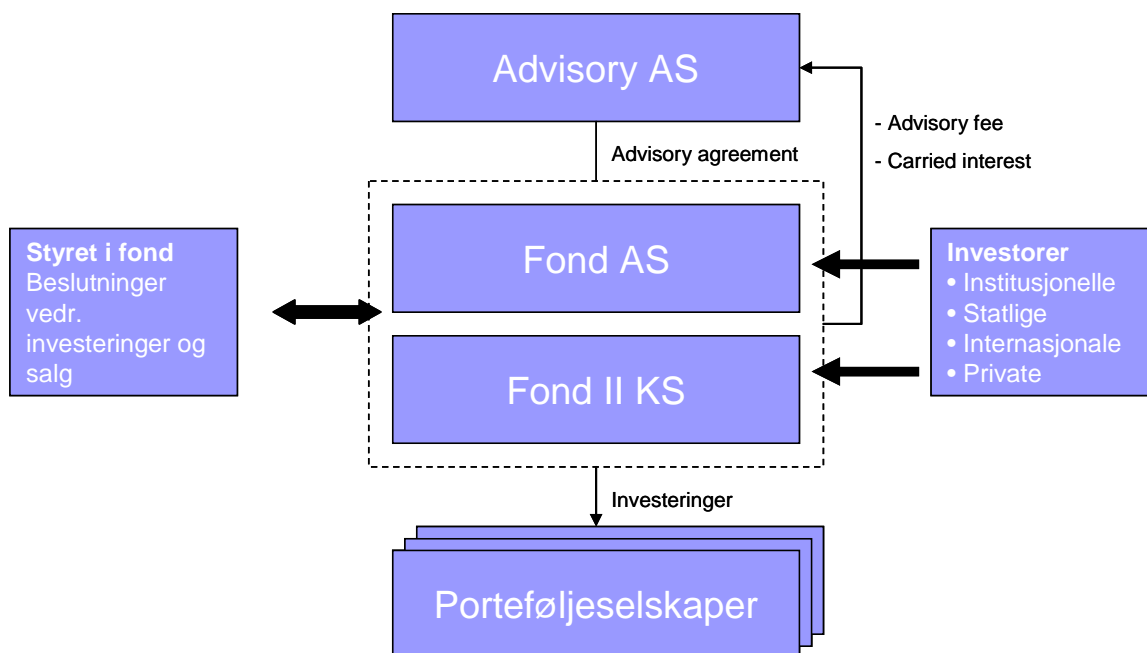
Enkelte aktører, for eks. innen pensjonsforvaltning, kan vanskelig kopiere Yales investeringsprofil fordi de står ovenfor lovmessige begrensninger i forhold til hvor mye de kan allokere til illikvide investeringer.

I Norden har institusjoner som Storebrand, KLP, AP6 pensjonsfond i Sverige, Skandia Liv og Argentum investert i PE. Dette viser at PE markedet har begynt å bli modent, også i Norden.

### 1.3 Organisering av Private Equity fond

PE selskapene forvalter fondene ved at de kartlegger investeringsmuligheter og foreslår disse for styret i fondet. Styret i fondene består av representanter fra forvalterselskapet og også ofte investorene. Fondet fatter investerings- og exitbeslutninger (Exit innebærer realisering av en investering) basert på råd fra PE selskapet. De utfører også forhandlinger angående avtaler i forbindelse med investeringer. Forvalterselskapet bistår porteføljeselskapene med rådgivning og ved at de sitter i styret. Forvalterne vurderer når det er på tide å gjøre exit og alternativene for dette, samt rapporterer jevnlig om utviklingen til investorene.

Forvaltermiljøet besitter spesialkompetanse om bransjen og livsfasen til porteføljeselskapene fondet er inne i. Venture virksomhet krever kompetanse på markedsføring, produktutvikling og forskning mens buyout på den annen side krever kompetanse innen restrukturering, strategi eller videre vekst. Verdier skapes ved aktivt eierskap i porteføljeselskapene. Exit foretas når investeringsobjektet har blitt attraktivt for andre investorer og eller når tidsbegrensningen for fondet er nådd. Investor får løpende utbetalinger når fondet gjør exits, enten i form av kontanter eller aksjer i investeringsobjektet etter børsnotering. Grunnet liten konkurranse i markedet var det tidligere lettere å skape verdi gjennom rene finansielle transaksjoner, for eksempel ved å splitte opp selskaper og selge delene hver for seg eller å øke gjeldsgraden. Nå er det større fokus på operasjonelle forbedringer og aktivt eierskap for å tilføre porteføljeselskapene verdi.



**Figur 1.4 Organisasjonsstrukturen i PE fond: Fondet administreres av et forvaltningsselskap. Fondet investerer videre i porteføljeselskaper. Investerings- og salgsbeslutninger tas i styret av fondet som består av representanter fra forvaltningsselskapet og investorene.** (Kilde: NVCA, Høringsnotat 2005)

Den aktive eierskapsrollen er svært arbeidsintensiv og gjør at et fond har en begrensning i antall selskaper de har kapasitet til å følge opp til enhver tid. Det er vanlig at hver ansatt i PE selskapet har ansvar for 3-5 selskaper hver. De ansatte har ofte også en egen eierandel i fondene for å skape ekstra motivasjon til å lykkes.

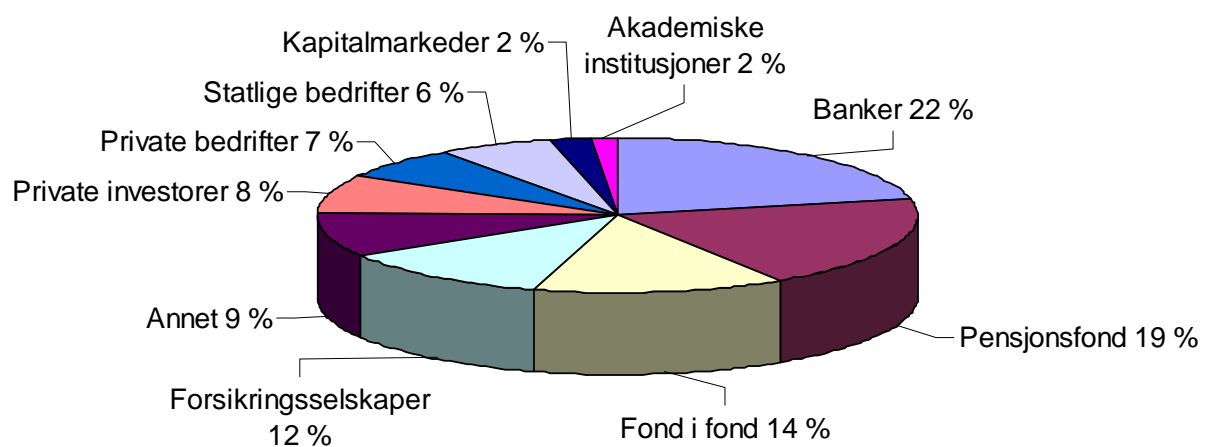
Fondene opprettes som regel som aksjeselskap, kommandittselskap eller indre selskap.

## 1.4 Om investeringer i Private Equity

Investorer i PE er, målt i investert kapital, i all hovedsak institusjonelle investorer som pensjonsfond, banker og forsikringsselskaper. Fremfor å administrere direkteinvesteringer på egenhånd investerer de i fond som har spesialisert seg på denne typen virksomhet. På denne måten får man spesialiserte miljø av en viss størrelse som har mulighet og kompetanse til å administrere flere direkteinvesteringer. Den senere tid har investeringer i PE fond vokst i rekordfart, og etter en topp i 2000 ser man på 2004-tallene at markedet er tilbake mot nye høyder. Investorene kommitterer ønsket investeringsbeløp til selskaper som videre forvalter

investeringene, heretter kalt forvalterselskap. Når forvalterselskapet finner investeringsobjekter ber de investorene om å gjøre innbetalinger fra den kommitterte kapitalen. Dette skjer oftest i fondets tre til fem første leveår. Kapitalen må ofte innbetales på 2 ukers varsel. Kontantstrømmen fra disse investeringene er dermed vanskelig å forutsi på forhånd. Varigheten på investeringen er også vanskelig å predikere på forhånd. Den mest vanlige levetiden til et fond er imidlertid omlag ti år.

### Ulike grupper investorer i fond som ble startet i 2004



**Figur 1.5 Ulike typer investorer i europeiske PE fond som ble startet i 2004. Banker er den største type investor i PE.** (Kilde: EVCA/Thomson Venture Economics/PricewaterhouseCoopers)

Banker er i henhold til grafen ovenfor den største investor i europeiske PE fond. Deretter kommer pensjonsfond og fond-i-fond. Totalt kan nær 80 % regnes som institusjonelle investorer. Dette er altså et marked dominert av institusjonelle markedsaktører.

---

## 1.5 Det Nordiske Private Equity markedet

Norsk Venturekapitalforening (NVCA, 2005) gjennomførte en undersøkelse i første halvår 2005 en undersøkelse for å kartlegge den norske aktiviteten innenfor PE. Pr. 30.06.2005 var forvaltningskapitalen NOK 24,1 milliarder. NOK 14,3 milliarder var allokert innenfor Venture kapital og NOK 9,8 milliarder innenfor Buyout. Forvalterne hadde til sammen ca NOK 9,6 milliarder i ledig kapital. I Norge var private selskaper den største investorgruppen i 2004 med 46,2 %. Forsikringselskap investerte 19,1 % og pensjonsfond 14,8 %. Svensk Riskokapitalforening (SVCA, 2005) rapporterer i sin 3. kvartalsrapport for 2005 at forvaltningskapitalen til svenske PE fond er SEK 236 milliarder. 62 milliarder SEK var innenfor Venture og SEK 174 milliarder innenfor Buyout. Til sammen har forvalterne i Sverige investert 133 milliarder SEK. Det svenske markedet er dermed nærmere ti ganger så stort som det norske målt i forvaltningskapital. Felles for begge markedene er at fondene har en stor grad av kapital som ikke har blitt investert. I Danmark ble det kommitert € 536 millioner i 2004 mot € 211 millioner i 2003. I Danmark er andelen allokert til Venture 83,9 % (forventet allokering av kapital kommitert i 2004) og 59,3 % i Norge (av total forvaltet kapital i PE). I Finland ble det kommitert 221 millioner Euro i 2004, hvor av andelen til Venture capital er forventet å være 85,4 %. Tallene for Norge er € 560 millioner i kommitert kapital og 69,2 % er forventet allokert til Venture kapital. I Sverige ble det kommitert € 3.650 millioner og 25,8 % forventet allokert til Venture kapital. For Europa totalt sett er andelen venture kapital 35,2 %. Det som er spesielt med det norske, danske og finske markedet er at andelen av Venture investeringer er høyere enn snittet for Europa. Det er spesielt Storbritannia som trekker opp Buyoutandelen med 79,6 % av kommitert kapital forventet allokert til Buyout. Størrelsen til det britiske markedet er også mye større enn de nordiske landene med hele € 10.056 millioner kommitert kapital i 2004. (EVCA, 2005).

Procuritas ble etablert som det første PE selskapet i Norden i 1986. Industri Kapital ble etablert i 1989. Det finske fondet CapMan ble også etablert i 1989. Blant de første norske aktørene var Norvestor som ble etablert i 1993. Reiten & Co ble etablert i 1996. Norgesinvestor ble etablert i 1996 med en forvaltningskapital på 300 millioner NOK.

## 1.6 Mulige fremtidige utfordringer

PE markedet har forandret seg betraktelig siden markedet begynte å ekspandere kraftig på 1980 tallet. Konkurransen har økt betraktelig. Flere PE selskaper har blitt etablert og kommitert kapital har vokst betraktelig. Fondene har store midler tilgjengelig i form av kommitert kapital som enda ikke har blitt investert. Dette fører til større konkurranse om investeringsobjektene. På 1980 tallet og på begynnelsen av 1990 tallet var etterspørselen etter PE investeringer større enn tilbudet og PE selskapene hadde mulighet til å investere i prosjektene med størst potensial. Dette har imidlertid endret seg. Nå er det overskuddstilbud på PE kapital. PE fondene leter etter investeringskandidater og det er større konkurranse gjennom åpne budrunder. Tidligere var det vanlig at forvalterne fant investeringsobjekter gjennom nettverk og relasjoner. I dag er det mer vanlig at selskaper omsettes gjennom en auksjonsprosess. Dette fører til at prisene på investeringsobjektene presses oppover og man kan oppleve en negativ effekt av ”vinnerens forbannelse”, altså at prisen på oppkjøpsobjektet blir så høy at gevinstpotensialet blir helt marginalt. I enkelte auksjonsprosesser kan det være et flersifret antall PE fond som konkurrerer.

Mulighetene for exit i porteføljeselskaper har også forandret seg. I begynnelsen av 1990 var det et sterkt aksjemarked som gjorde det mulig for buyout fond å børsnotere selskapene og selge deres andel. Etter 2000 har dette vært vanskelig, men dette har det siste året snudd. Like fullt har det ført til at fondene eier investeringene lenger enn tidligere eller selger til andre PE fond.

Enkelte buyout fond har åpnet for at investorer kan investere i enkeltprosjekter. Dette gir fondet større fleksibilitet siden fondet ikke har et press på å investere kommitert kapital raskt. I tiden fremover vil trolig flere ulike typer strukturer vokse frem og dette vil øke konkurransen om transaksjonene ytterligere.

Tiden hvor det var mulig å tjene rask profitt ved å kun fokusere på finansielle operasjoner og øke gjelden i selskapene for derigjennom å dra nytte av skattefordeler er forbi. Fokus vil ligge på å bygge kompetanse innenfor spesifikke bransjer, restrukturering og annen funksjonell ekspertise. De fleste fondene bygger nå opp denne typen kompetanse eller søker allianser med tredjeparts leverandører. Suksess vil komme i form av å tiltrekke seg talenter innenfor disse områdene. Fond som spisser seg innenfor spesifikke bransjer og geografi vil i større grad også kunne få fremtidig suksess.

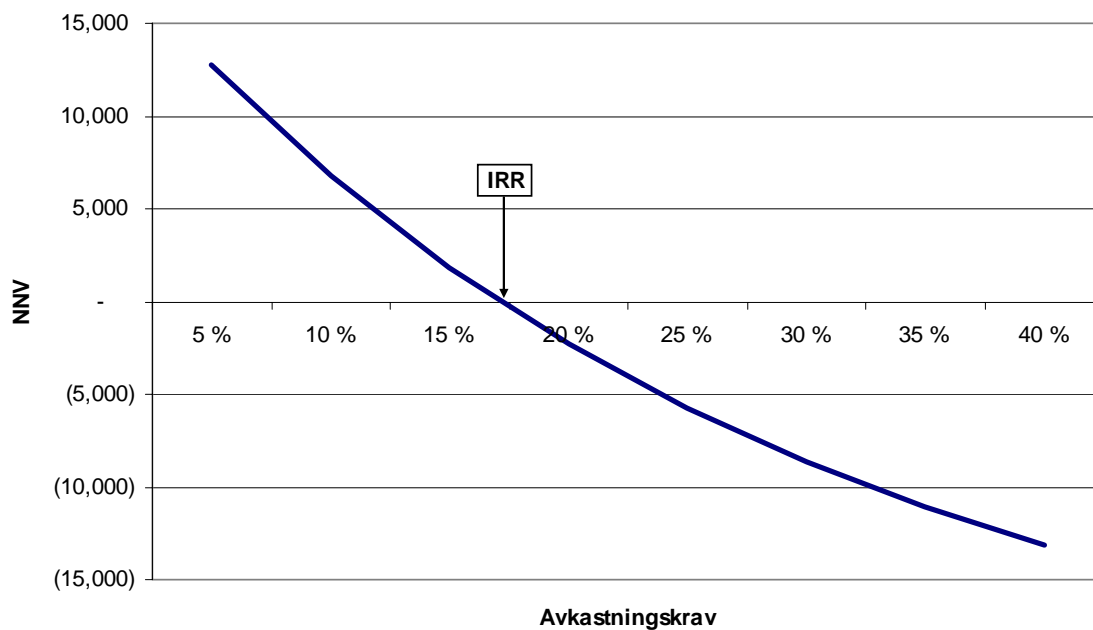
Fondene vil i fremtiden også investere mer i due diligence. Tidligere har man vært restriktiv med å investere på forhånd for å virkelig kartlegge hvilke muligheter som ligger i investeringsobjektet. Honorarstrukturen i fondene gjør at dette ikke har blitt gjort i så stor utstrekning tidligere. Dette fordi det koster penger å gjennomføre og gir en mindre kapitalbase som honorarene blir regnet ut ifra.

## 2. Teori

For å beregne avkastningen fra PE fond benyttes internrente på kontantstrømmene til og fra fondet. Dette er den anbefalte metoden fra EVCA og er dominerende i de akademiske artiklene. For å øke verdien av selskapene PE fondene investerer i tilpasses kapitalstrukturen optimalt. Ved å øke gjeldsgraden får selskapene økt skatteskjerming.

### 2.1 Internrente som mål på avkastning

Internrente er definert som det avkastningskravet som gir netto nåverdi (NNV) lik 0. Internrenten angir avkastningen investor oppnår på en kontantstrøm som måler innbetalinger og utbetalinger fra et investeringsprosjekt.



**Figur 2.1** IRR er den diskonteringsraten som gir netto nåverdi lik 0

$$NPV = CF_0 + \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

(BMA, 2006) CF = Kontantstrøm, IRR = Intern rente, T = Sluttidspunkt for investering



## 2.2 Optimal kapitalstruktur

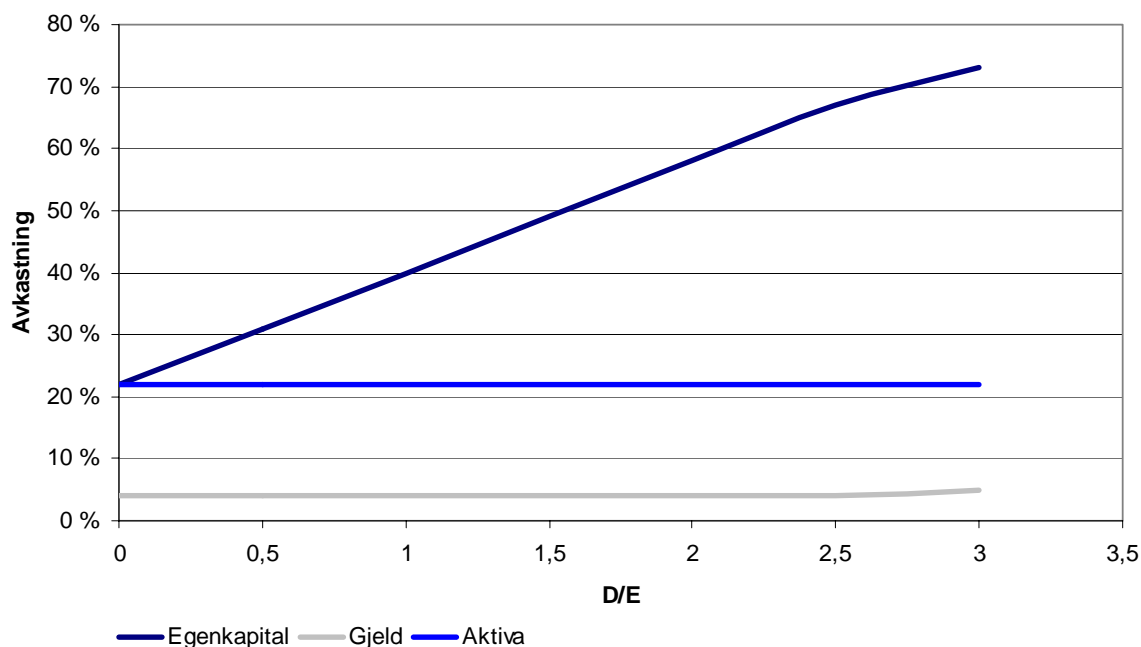
Tilpasning mot optimal kapitalstruktur i investeringsobjektene er en mye brukt metode for å skape verdi. Det finnes ulike teoretiske tilnærminger til hva som er optimal kapitalstruktur. Målet er å få skatteskjerming samtidig som man unngår høye konkurskostnader som igjen gir høyere rentekostnad på gjelden.

### 2.2.1 Modigliani-Miller

Modigliani-Millers første teorem er at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen. Dette bygger på et grunnleggende prinsipp om at nåverdien av to kontantstrømmer er like stor som summen av nåverdien deres. Verdien av et selskap bestemmes av aktivasiden av balansen. Forutsetningen for at Modigliani-Miller teoremet gjelder er at det er perfekte kapitalmarkeder.

Modigliani-Millers andre teorem sier at økt gjeld fører til økt forventet avkastning på egenkapitalen fordi risikoen til investeringen øker.

#### Forventet avkastning på egenkapital, gjeld og aktiva: Effekten av gearing



**Figur 2.2** Økt avkastningskrav til egenkapitalen er resultatet av økt risiko som følge av økt gjeldsgrad. (Kilde: Forelesning i Corporate Finance v/NHH, Våren 2006)

Oppsummert medfører Modigliani-Miller at ved perfekte kapitalmarkeder betyr kapitalstrukturen ingenting for investorene da de kan omgjøre strukturen på egenhånd. Kapitalstrukturen påvirker dermed ikke totalverdien av selskapet eller aksjonærenes verdi. De totale kostnadene ved finansiering er også uforandret av gearing. Imidlertid er disse argumentene ugyldige dersom man tar med i beregningen: skatter, konkurskostnader, kontroll og konsekvensene for lederes atferd.

(Kilde: Forelesninger i Corporate Finance v/NHH, Våren 2006)

### **2.2.2 Skatt**

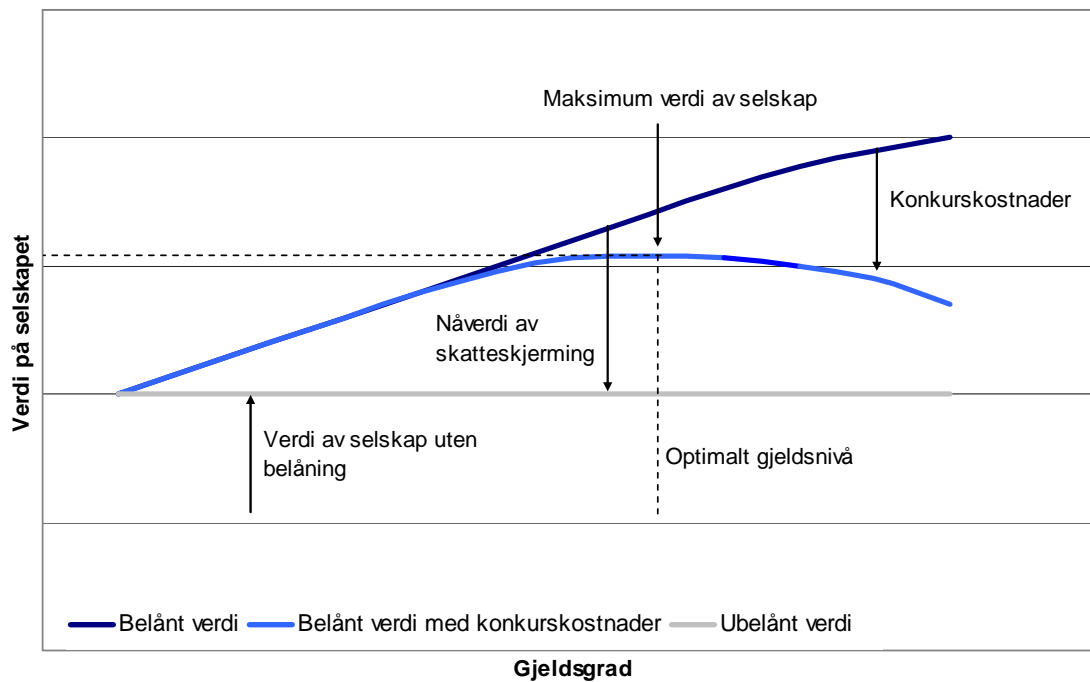
Gjeldsfinansiering har en fordel ved at man får fratrukk i skatten som følge av gjeldsrenter. Hvis man justerer Modigliani-Millers første teorem ut i fra dette vil man få:

Verdi av selskapet = Verdi hvis egenkapital-finansiert + Nåverdi(Skatteskjerming)

Verdien av selskapet vil dermed øke ettersom man øker gjeldsgraden i selskapet. Dette medfører at det vil være optimalt å låne 100 %, noe som selvsagt ikke er reelt i den virkelige verden. Det må imidlertid være faktorer som ikke gjør det lønnsomt å maksimere gjeldsgraden. Dette kan være personlig skatt og kostnader ved finansiell ustabilitet. Dersom man justerer for de sistnevnte kostnadene får man:

Verdien av selskapet = verdi hvis egenkapital-finansiering + Nåverdi(Skatteskjerming) – Nåverdi(Kostnader ved finansiell ustabilitet)

### 2.2.3 Oppsummering av optimal kapitalstruktur



**Figur 2.3 Optimal kapitalstruktur er en avveining mellom konkurskostnader og skatteskjerming.** (Kilde: Forelesning i Corporate Finance, NHH, Våren 2006)

Det vil altså være optimalt å tilpasse kapitalstrukturen til en gjeldsgrad som gir maksimal verdi av selskapet. I tillegg har gjeld en disiplinerende effekt på ledelsen i selskapet. Gjelden må betjenes og begrenser dermed muligheten til at ledelsen kan benytte bedriftens ressurser på en uforsvarlig måte. Det er imidlertid verdt å merke seg at den optimale gjeldsgraden vil forandre seg gjennom selskapets levetid. For eksempel hvis selskapet går med underskudd vil man ikke kunne utnytte skatteskjermingen av gjeldsrentene. Enkelte bransjer og selskaper i høy vekst kan imidlertid være tjent med å velge egenkapitalfinansiering fremfor gjeld fordi konkurskostnadene er veldig store.

### 3. Metode

Det er lite offentlig tilgjengelig informasjon fra de ulike PE fondene. Vi har basert oss på informasjon vi har fått presentert ved forespørsel til fondene, internasjonal litteratur og databasen Thomson VentureXpert. Vi har i tillegg kontaktet selskaper både på forvaltersiden og investorsiden for å få et innblikk i hva som er historisk avkastning og hva aktørene forventer fremover. Videre har vi undersøkt grundigere på investorsiden hva som ligger til grunn for beslutningen om hvilke fond de investerer i. De internasjonale undersøkelsene som har blitt gjennomført er av kvantitativ karakter mens undersøkelsene vi har gjort er mer kvalitative for å finne ut mer om rasjonale til investorene.

#### 3.1 Datakilder

Vår hovedkilde er internasjonale studier som har blitt gjennomført for å finne avkastningen fra PE fond. Disse artiklene benytter seg av Thomson VentureXpert som datakilde i tillegg til data samlet inn fra en amerikansk institusjonell investor. Vi har også benyttet oss av databasen Thomson VentureXpert for å hente inn avkastningsdata og statistikk for nordiske fond. I tillegg har vi pr. telefon kontaktet senior personell i PE fond og forvaltere på investorsiden. Vi har forsøkt å få tilgang til kontantstrømmer, men dette er sensitiv informasjon som kildene i liten grad har kunnet dele med oss grunnet restriksjoner i avtalene med fondene. Vi har imidlertid fått tilgang til kontantstrømmer på investeringsnivå fra et realisert fond. For å få innsikt i investors rasjonale for PE investeringer har vi intervjuet fem større institusjonelle aktører som har et profesjonelt forhold til PE investeringer. Vi intervjuet disse basert på et standardisert spørreskjema (se appendiks).

#### 3.2 Datainnsamling

Intervjuene ble gjennomført over telefonen i tidsperioden mars – juni 2006. Vi kontaktet først alle aktørene vi ønsket dialog med for deretter å gjennomføre et strukturert intervju på et senere tidspunkt. En av investorene valgte å svare skriftlig. Alle svar ble registrert i et

---

spørreskjema som var utformet på forhånd (se appendiks). Data fra Thomson VentureXpert ble innhentet i perioden 10.mai til 18. mai 2006.

### 3.3 Kildekritikk

I og med at vi kun har vært i kontakt med et begrenset antall markedsaktører kan ikke resultatene regnes som statistisk signifikante, men vil likevel kunne vise tendensen i markedet og hvilke vurderinger som gjøres av toneangivende nordiske PE investorer. Aktørene vi har vært i kontakt med er imidlertid store anerkjente institusjonelle investorer. Disse investorene er i en særstilling når det gjelder tilgang på fond og begrenset tilgang har ikke vist seg å være et problem for disse.

Det er også flere usikkerhetsmomenter ved de internasjonale studiene. De fleste forfatterne har benyttet Thomson VentureXpert som datakilde. En vesentlig svakhet ved alle studiene som har blitt gjennomført er at datamengden er begrenset. Rapporter fra fondene om avkastning er konfidensielle og er svært vanskelig tilgjengelige for utenforstående. Thomson VentureXpert er derfor en mye brukt kilde. Hit innrapporterer fondene kvartalsvis internrente, kumulativ total verdi i forhold til innbetalt kapital (TVPI – Total value to paid-in-capital), distribuert totalverdi i forhold til innbetalt kapital (DPI – Distributed Value to Paid-in Capital) og kontantstrømmer. IRR beregnes netto, dvs. fratrukket forvaltningshonorar og PE fondets del av overskuddet. Identiteten til de ulike fondene er anonymisert, men databasen gir oversikt over hvilket nummer i rekken det aktuelle fondet er fra det spesifikke PE selskapet. Innrapporteringen til Thomson gjøres av både investorene og PE fondene selv, men skjer på frivillig basis. Litteraturen mener derfor at dette gir liten mulighet for at rapporteringen er inkonsistent. Fond som gjør det godt har imidlertid et større insentiv til å rapportere enn fond som gjør det dårlig. Dette fører til et skjevt utvalg som resulterer i høyere avkastningstall for PE fond. Personer vi har snakket med i bransjen har derimot et annet syn. Fond med høy avkastning kan ha et insentiv for ikke å rapportere. Dersom disse fondene rapporterer vil dette øke gjennomsnittsavkastningen for bransjen og dermed føre til at avkastningen til fondet blir dårligere i forhold til resten av bransjen. Avkastningstallene som rapporteres før investeringene er realisert er også veldig usikre da investeringene er private og ikke noterte. Det er flere måter å beregne verdien av investeringene på: 1) En del av investeringsobjektet er børsnotert, 2) Transaksjon av en post

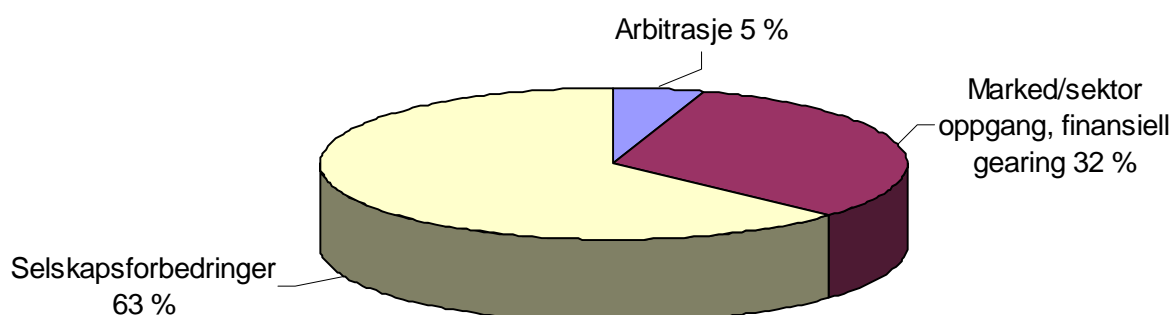
i selskapet og 3) Historisk kostpris. Det er ingen regler for hvordan denne typen rapportering skjer, men EVCA har utgitt retningslinjer. Dermed er muligheten fullt ut til stede for at fond foretar den rapportering de anser som mest fordelaktig, men riktignok er fondet avhengige av revisorens godkjenning.

VentureXpert databasen har en stor overvekt av amerikanske fond. Venture fond er overrepresentert i de internasjonale studiene. De nordiske fondene er dårlig representert i databasen. Et søk på antall registrerte nordiske PE fond uavhengig av sektor gir 186 treff. Dette betyr imidlertid ikke at de rapporterer data. Datagrunnlaget for nordiske fond er dermed begrenset og påliteligheten til at dataene er representative er liten. Vi har likevel hentet ut noen eksempler fra databasen for å vise hvilke muligheter som eksisterer.

## 4. Avkastning i Private Equity fond

### 4.1 Verdiskapning i Private Equity fond

Verdiskapningen PE fondene generer danner grunnlaget for avkastningen til investorene. Det er flere måter PE fondene arbeider i selskapene de investerer i for å skape verdi. Tidligere var det finansielle i fokus. PE fondene kjøpte opp selskaper til under markedspris, økte gjeldsgraden og solgte de videre igjen som en enhet eller i deler. I mange tilfeller er fortsatt ikke gearingen optimal i selskapene og PE fondene justerer denne for å maksimere verdien. Av teoripresentasjonen ovenfor ser vi at gjeldsfinansiering kan gi verdi som følge av skatteskjerming. Operasjonelle endringer i selskapene er imidlertid blitt viktigere for å skape verdi i investeringsobjektene. Marginforbedringer gir det største utslaget, deretter gearing, arbitrasje, vekst og arbeidskapitalforbedring. Marginforbedringer kan oppnås gjennom kostnadsutt og restrukturering. Her vil forvaltermiljøets aktive eierskapsrolle spille en sentral rolle. Kompetanse innen selskapets bransje og stadie vil være avgjørende for å kunne bidra til positiv utvikling. Arbitrasjegevinster kommer som følge av at PE fondet betaler en pris under markedsverdien av selskapet. Bankene, slik markedet er i dag, er villige til å låne ut penger i større grad enn tidligere til PE fondene og dette gjør at gearingen er høyere nå enn tidligere. Heel & Kehoe (HK, 2005) mener 63 prosent av fondenes avkastning skyldes selskapsforbedringer i form av at selskapet gjør det bedre enn sammenlignbare selskaper, 32 prosent kommer fra markeds- og sektoroppgang eller finansiell gearing mens de resterende 5 prosent kommer fra arbitrasjegevinster. Arbitrasje var i større grad mulig tidligere enn i dag. Da fikk PE selskapene tilgang til unike kjøpsmuligheter gjennom personlige nettverk. Nå gjennomføres salg av selskaper i større grad gjennom åpne anbudsrunder



---

**Figur 4.1 Diagrammet viser hva som fører til avkastning i PE investeringer** (Kilde: HK, 2005)

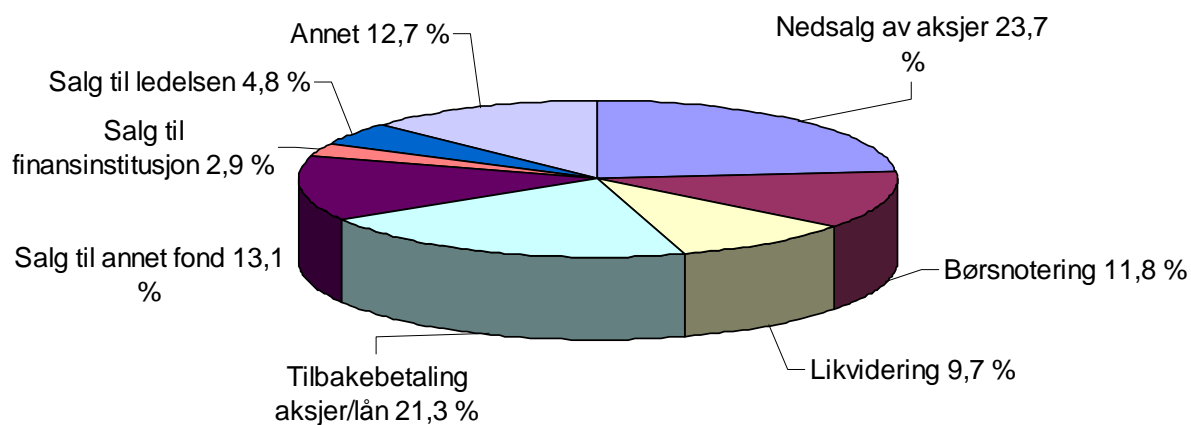
Forfatterne har kontaktet elleve PE selskaper med høy avkastning som har gitt dem tilgang til å gå gjennom fem til seks transaksjoner fra hvert selskap for å analysere hva de gjør for å skape maksimal verdi. HK fant fem virkemidler disse selskapene benytter i investeringsobjektene for at de skal gjøre det bedre enn andre tilsvarende selskaper i samme bransje. 1) I 83 prosent av de mest suksessfulle investeringene var det første steget til PE selskapet å skaffe seg førstehåndskunnskap fra investeringsobjektet. Dette gjør de ved å snakke med styremedlemmer, ledelsen eller bruke ekstern ekspertise. 2) Etter oppkjøpet er gjennomført benyttes fokuserte insentivordninger til nøkkelpersonell som et viktig verktøy for å skape motivasjon for ledere i investeringsobjektet. En intensivordning inneholder ofte 15 til 20 prosent av aksjene i selskapet. De aller beste fondene krever også at adm. dir. i selskapet personlig investerer. 3) Fondene med høyest avkastning utvikler planer og styringssystemer for verdiskapning. Indikatorer blir utviklet for å sørge for at utviklingen skjer i tråd med eierne ønsker for å sikre verdiutviklingen i selskapet. I 92 % av de beste investeringene ble et system for å følge opp ytelsen til selskapet utviklet. 4) De beste forvalterne benytter også mest dedikert tid til selskapet i starten av investeringsfasen. De beste partnerne benytter over halvparten av sin tid på investeringsobjektet i de første 100 dagene og utvikler sammen med ledelsen omforente mål og planer. 5) I majoriteten av de beste investeringene ble også ledelsesteamet forsterket før realisering av investeringen. I de fleste tilfeller skjedde dette i starten av investeringen. Mot slutten av investeringen er det mer vanlig å benytte ekstern kompetanse til å støtte eksisterende ledelse.

PE selskaper som har industrirettet kompetanse vil kunne bidra mer aktivt i strategiske beslutninger og påvirke verdiskapningen utover den generelle ledelseskompetansen.

Alle tiltakene PE selskapene setter i gang i investeringsobjektene vil realiseres når selskapet gjør exit. Ofte gjøres dette ved en børsnotering av selskapet. Andre alternativer er salg til andre finansielle eller industrielle aktører eller nedleggelse av selskapet. Timingen for børsnoteringen vil ha mye å si for prisen fondet oppnår for sin andel av selskapet. Er det gode tider i markedet vil man oppnå en høyere pris og bedre avkastning. I 2005 var det i henhold til NVCA i Norge flest exits via salg av børsnoterte aksjer innenfor buyout



segmentet. Industrielt salg var den nest mest brukte exit-metoden og børsnotering den tredje mest brukte.



**Figur 4.2** Diagrammet viser fordelingen mellom ulike metoder europeiske PE fond benytter for å gjøre exit fra investeringer. Salg av aksjer er mest brukt. (Kilde: EVCA, 2005)

## 4.2 Honorarer ved investeringer i Private Equity fond

For at aktører i PE bransjen skal overleve på lang sikt kreves det at de leverer en solid meravkastning på sine investeringer. Årsaken er den provisjonen selskapene tar seg betalt for å forvalte investors kapital. Vanligvis er det en grunnkompensasjon på 2 % årlig av den kommitterte kapitalen for å forvalte pengene. Utover dette er det ulik praksis fra fond til fond med tanke på fordelingen av avkastning mellom forvalter og investor. Normalt settes det en hurdle rate, ofte på 8 %, og den avkastning som overstiger dette fordeles med en fastsatt prosent. Bransjestandarden er en fordelingsnøkkel på 20:80 for avkastning over hurdle rate. Det vil si at dersom et fond genererer inntekter som overstiger 8 % årlig på investert kapital vil fondsforvalterne ta ut 20 % mens 80 % går tilbake til investorene. For at nettoavkastningen skal tilfredsstille forventningene til investor må følgelig grunnavkastningen være atskillig bedre enn markedsavkastningen. Utbetalingene med grunnlag i hurdle raten betales ikke ut løpende hvert år, men kommer som første del av tilbakebetaling til investorene så fort fondet genererer en positiv kontantstrøm. Når så fondet eventuelt passerer en aggregert årlig avkastning på 8 % begynner man å dele på meravkastningen. Tatt i betraktning at forvalterselskapet sitter med en garantert inntekt på 2 % av den kommitterte

kapitalen i tillegg til en stor oppside dersom fondet skulle lykkes er det opplagt at risikoen i største grad ligger hos investor. Imidlertid vil PE selskapet løpe en risiko for ikke å få inn kapital i påfølgende fond dersom investeringene de foretar ikke genererer tilstrekkelig god avkastning.

Det er heller ikke uvanlig at PE fond opererer med en såkalt claw back struktur. Det vil si at dersom de oppnår en avkastning på mer enn 8 % betales 20 % av all avkastning, ikke bare av det som overstiger hurdle rate i et spesifikt år, som honorar til forvalterselskapet. En slik fordelingsstruktur vil øke fondsforvalternes oppside ytterligere.

For å tiltrekke seg investorer til nye fond er det nødvendig for PE selskapene å kunne vise til en god historisk avkastning på tidligere investeringer. Sannsynligheten for å oppnå høy avkastning øker, i motsetning til andre aktivaklasser, signifikant med graden av tidligere vellykkede investeringer (Kaplan & Schoar; KS, 2005). Dette er en av de viktigste grunnene for en investor som vurderer ulike alternativer for å plassere sin kapital i PE markedet. Dermed vil PE selskaper som ikke klarer å tilfredsstille investorenes forventinger til høy avkastning ha problemer med å hente kapital til fremtidige fond.

Det er også flere andre typer kostnader investor må ta hensyn til ved investering i PE. Større institusjonelle investorer har gjerne kostnader ved å tilrettelegge investeringer i PE fond. Mange benytter seg av konsulentselskaper til å vurdere ulike fond. Dersom investoren ønsker å trekke seg fra fondet før det er avtalt må de betale en kompensasjon for å gjøre dette. Noen investorer benytter seg av fond-i-fond for å øke eksponeringen mot PE. Dette fører til enda et lag med transaksjonskostnader og honorarer. Videre krever enkelte fondsavtaler at ytterligere kostnader dekkes av investorene, for eks. kostnader i forbindelse med børsnotering av selskaper fondet har investert i.

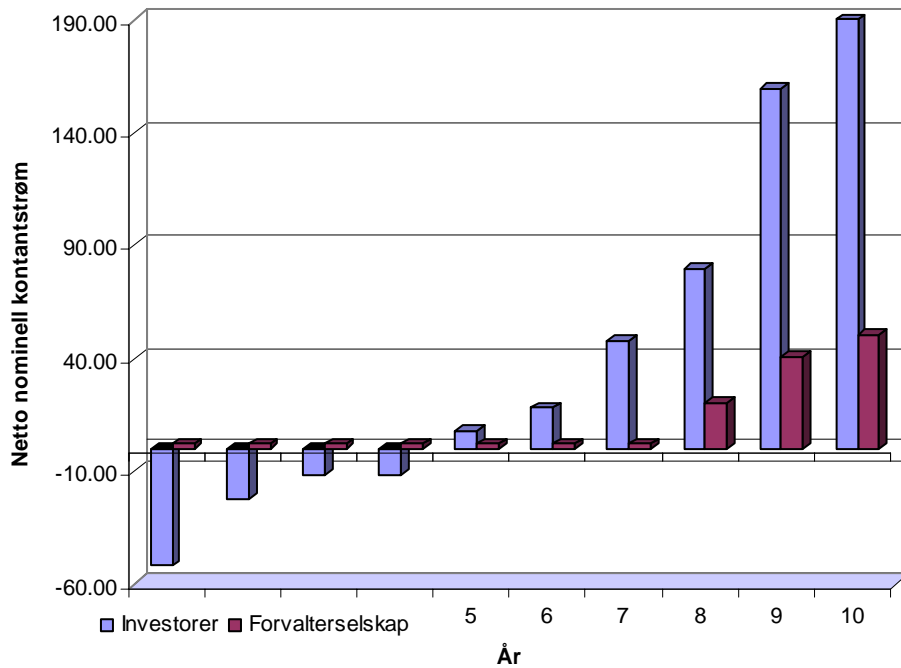
For å gi en antydning om hvor store honorarene egentlig er, har vi utviklet et eksempel som er tilnærmet realistisk.

År	Kommitert	Akk. investert	Honorar	KS Til investor	Carry (20 %)	Brutto KS	Thonorar	Netto KS
0	100	0	0	0	0.00	0	0	0
1		50	2	0	0.00	-50.00	2.00	-52.00
2		70	2	0	0.00	-20.00	2.00	-22.00
3		80	2	0	0.00	-10.00	2.00	-12.00
4		90	2	0	0.00	-10.00	2.00	-12.00
5		100	2	20	0.00	10.00	2.00	8.00
6		100	2	20	0.00	20.00	2.00	18.00
7		100	2	50	0.00	50.00	2.00	48.00
8		100	2	100	18.40	100.00	20.40	79.60
9		100	2	200	38.40	200.00	40.40	159.60
10		100	2	250	48.40	250.00	50.40	199.60
					105.20	540.00	125.20	414.80
					IRR	32 %	27 %	

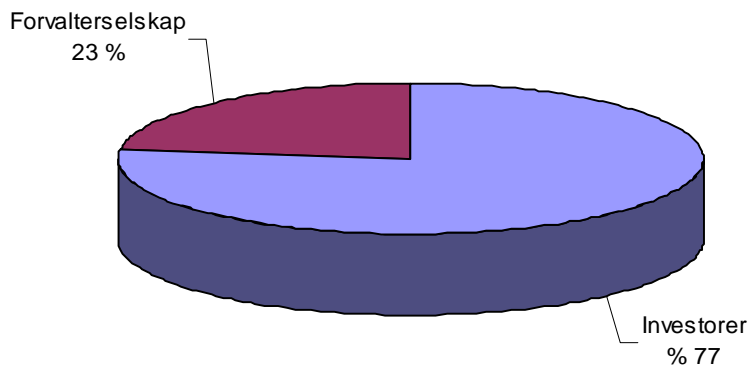
**Tabell 4.1** Tabellen viser et eksempel på kontantstrøm til og fra et PE fond fra investors ståsted. Investoren kommitterer 100 millioner og må deretter gjøre innbetalinger ettersom fondet finner investeringsmuligheter. Kolonnen ”Akk. Investert” viser det akkumulerte innbetalte beløp til fondet. Investor betaler forvaltningshonorar på 2 % av kommitert kapital og 20 % suksesshonorar på avkastning over 8 %. Netto KS er investors nettokontantstrøm. Brutto KS er investors bruttokontantstrøm. Thonorar er forvalterselskapets kontantstrøm. Carry er suksesshonoraret på 20 % som betales på kontantstrøm over hurdle raten.

Eksempelet ovenfor gir en beregnet brutto IRR på 32 % og fratrukket honorarer får man en internrente på 27 %.

Eksempelet gir følgende fordeling av kontantstrømmen mellom forvalterselskapet og investoren:



**Figur 4.3 Grafen viser kontantstrømmene til forvaltningsselskapet og til investor. I de første årene hvor fondet ikke realiserer noen investeringer må investor betale inn honorarer. Etter hvert som investeringene realiseres får investor positiv kontantstrøm**



**Figur 4.4 Diagrammet viser total fordeling av udiskontert nominell kontantstrøm til investor og til forvaltningsselskapet basert på eksempelet ovenfor.**

PE fondet får altså 23 % av kontantstrømmen, mens investoren får 77 %. Honorarene utgjør altså en stor andel av kontantstrømmen og er viktig å ta med i beregningen før man investerer i PE.

---

## 4.3 Internasjonal litteratur og rapporter

Da investeringene som PE fondene utfører er i private selskaper som ikke er børsnoterte er det vanskelig å gi investorene løpende informasjon om avkastningen i fondene. Mot slutten av fondets levetid eller når fondet er fullstendig avviklet er det imidlertid mulig å beregne en internrente på kontantstrømmen som er betalt inn til fondet og penger som har blitt betalt ut. Fondene utarbeider likevel rapporter over verdiutviklingen i fondene. EVCA har utarbeidet retningslinjer for denne rapporteringen. Disse rapportene bygger på interim tall og har store svakheter. Foreløpig er det ikke lovpålagte standarder, men de fleste selskaper i bransjen har likevel innrettet seg etter de metoder vi vil se nærmere på her.

EVCA påpeker tre hovedelementer som bør være med i rapportene som gis til fondets investorer: 1) Oversikt over deres individuelle investeringer. 2) Informasjon om utviklingen av fondets prestasjoner. 3) Konsistent rapportering over tid.

(EVCA Reporting Guidelines)

I tillegg til størrelsene på kapitalpostene i fondet bør også PE selskapene gi en oversikt over status i de selskapene det er investert i. Herunder kommer endringer som er foretatt i ledelse, styret og driftsmessige forandringer som er gjort siden man gikk inn på eiersiden.

En viktig del av EVCA sine retningslinjer for hvordan PE selskap skal rapportere til sine investorer er hvordan avkastningen skal beregnes. Det mest sentrale avkastningsmålet vil i de aller fleste tilfeller være internrenten (IRR) til investeringen. I tillegg til dette er det vanlig å operere med ulike multippelverdier som forklarer hvor stor andel av investorenes innbetalte kapital som er blitt betalt tilbake til investorer og hvor mye som er igjen som gjenstående verdi i portefølje.

For at investorene i størst mulig grad skal klare å holde oversikt over sine investeringer bør PE selskapene inkludere både multipeltall og internrente i sine rapporter. Hvorfor internrenten alene ikke kan gi et riktig bilde av en porteføljes utvikling er fordi internrenten ikke kan beregnes med riktighet før en portefølje er fullstendig realisert. I tillegg kan internrente gi et skjevt sammenligningsgrunnlag på grunn av ulik investeringslengde og størrelse på investeringene. Dermed kan man ikke aggregere tall for investeringer som er avsluttet med de som fortsatt er aktive i porteføljen. For at PE selskapene allikevel skal kunne gi finansiell informasjon om porteføljens løpende avkastning deler man opp internrente i tre ulike nivåer. EVCA har utarbeidet en oversikt over hva som bør inkluderes i de forskjellige nivåene:

**1. Netto avkastning til investor:** Porteføljens avkastning etter at alle investeringer realisert og kapitalen er tilbakebetalt og fratrukket alle honorarer, suksessbonuser og administrasjonskostnader.

**2. Brutto avkastning for realiserte og urealiserte investeringer:** For realiserte investeringer skal man kalkulere inn alle ut- og innbetalinger som er foretatt mellom fondet og det realiserte prosjektet. For delvis realiserte investeringer skal alle utbetalinger dateres slik at man på mest mulig oversiktlig vis kan allokere de aktuelle utbetalingene til den delen av prosjektet som har gitt en positiv kontantstrøm til fondet. For urealiserte investeringer skal man kalkulere alle inn- og utbetalinger som kan vektas i forhold til fondets totale finansielle bevegelser. En vurdering av investeringens verdi skal også komme frem for de gjenstående investeringene i porteføljen. Delvise ned- og avskrivninger skal tas med på dette nivået.

**3. Brutto avkastning for alle investeringer:** Ved beregningen av brutto avkastning for alle investeringer inkluderer man alle inn- og utbetalinger som er foretatt mellom fondet og alle dets investeringer, uavhengig av om det er realiserte eller urealiserte prosjekter. I tillegg kommer en verdivurdering av hele porteføljen.

Thomson utarbeider årlig en undersøkelse av avkastningen i pan-europeiske fond i samarbeid med EVCA. Den siste undersøkelsen ble offentliggjort 27. oktober 2005 og inneholder data fra 956 fond som til sammen representerer omtrent € 160 milliarder. I undersøkelsen regnes avkastningen i bransjen ut ved å aggregere alle kontantstrømmer til et

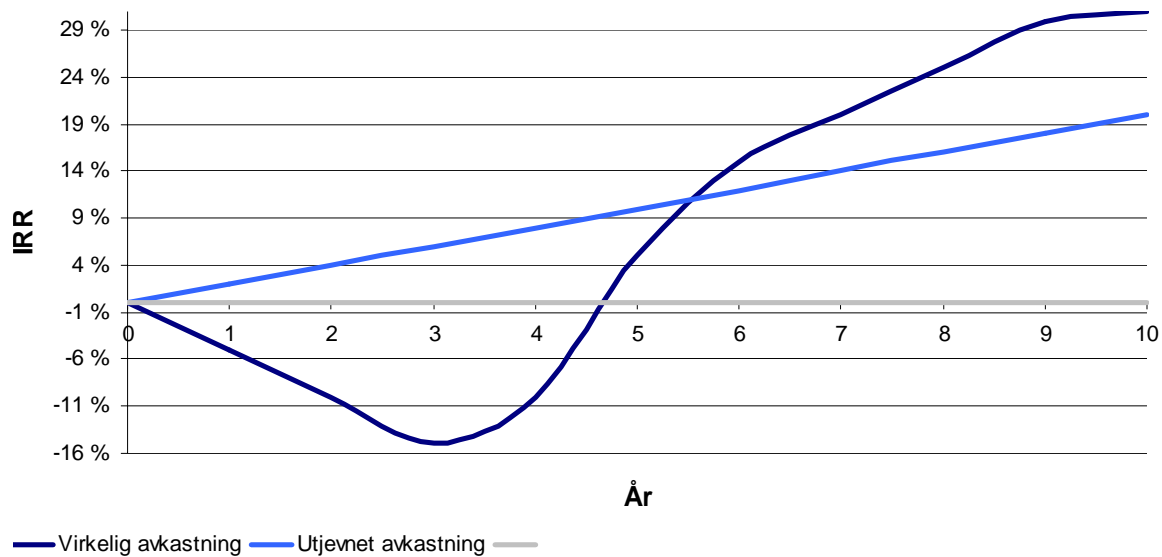
---

felles fond for hele bransjen. Dette gjøres istedenfor å bruke et snitt fordi små investeringer med stor avkastning ville påvirket resultatet. Resultatet av undersøkelsen viser 6 % avkastning for venture fond og 12,3 % avkastning for buyout fond fra de ble opprettet til 31. desember 2004. Samlet sett var avkastningen 9,5 %. Til sammenligning har avkastning for S&P500 i tiårsperioden 1995 – 2004 vært på 10,25 % (tiår er en vanlig investeringsperiode i et PE fond). Buyout fond gjorde det altså marginalt bedre enn S&P500.

I denne undersøkelsen kommer de største fondene best ut. Dette er venturefond som har en størrelse på mellom € 100 millioner og € 250 millioner og buyoutfond med størrelse på mellom € 500 millioner og € 1 milliard for buyout. 20,4 % av buyout fondene og 8 % av venture fondene kommer innenfor betegnelsen store fond. Avkastningen for median fondet i undersøkelsen er nær 0 % (0,3 %) og avkastningen på den dårligste halvdel er nær negativ. Dette vil altså si at kun halvparten av fondene klarte å skape en positiv avkastning. Den samlede avkastningen for fondene med positiv avkastning er 14,7 %.

Undersøkelsen til Thomson påpeker J-kurve effekten. Siden fondene har en levetid på opptil 10 år vil de gi positiv avkastning først når man nærmer seg slutten av fondets levetid og investeringene realiseres. I starten av fondets levetid har fondet en negativ avkastning fordi investorene betaler forvaltningshonorar uten at verdiene i fondet øker. Etter tre til fem års investering vil internrenten gi en indikasjon på hvor den endelige internrenten vil ligge.

Fondene med den laveste avkastningen i undersøkelsen er de som ble opprettet i 2000-2004. Disse har en samlet avkastning på 2,1 %. Dette er som ventet grunnet J-kurve effekten, fordi disse ikke har kommet i en fase hvor investeringene realiseres og tilbakebetales til investor. I tillegg vil fond realisert rundt tusenårsskiftet trekke avkastningen opp fordi exit-tidspunktet for disse var særlig gunstige i forhold til markedet. Fondene med høyest avkastning er følgelig de som ble opprettet i 1990-1994 med en samlet avkastning på 15,5 %. Dette er naturlig i og med at disse fondene nå i stor grad har blitt realisert. Dersom Thomson kun hadde inkludert avsluttede fond ville avkastningen for PE fond derfor vært større.



**Figur 4.6 Grafen viser en illustrasjon på J-kurve effekten ved investeringer i PE (den mørkeblå linjen). De første årene må investor betale ut honorarer til fondet uten å få noe igjen. Investeringene blir verdsatt til historisk kost og man får dermed en negativ avkastning. Etersom fondet starter å betale tilbake vil avkastningen bli positiv.**

Alternativ beregningen til Thomson og EVCA tar ikke hensyn til at investoren kommitterer investeringer på tidspunkt 0. Når de regner ut alternativavkastning tar de kun hensyn til den faktiske kontantstrømmen. Det kan imidlertid diskuteres hvorvidt det er riktig å se bort fra alternativkostnaden av å ha bundet opp kapital gjennom PE-kommitering. På den annen side vil investorer som har kapital tilgjengelig i likvide investeringer kunne frigjøre kapital på meget kort tid. I PE fond er det som regel store institusjonelle investorer som er inne på eiersiden. Disse vil ha en diversifisert portefølje med flere ulike typer investeringer. Nær 80 % av investorene i PE er institusjonelle. PE utgjør ofte en mindre andel av porteføljen (norske Argentum og svenske AP6 er unntak). Samtaler med større institusjoner viser at de ikke gjør noen spesielle avsetninger av kapital etter at de har kommitert et beløp til et PE fond (se del 6). Investorene frigjør beløpet ved innbetaling til fondene ved å selge seg ut av rentebærende papirer og andre likvide plasseringer. Dette er ikke et signifikant funn, men like fullt tyder dette på at det er riktig metode å kun se på alternativ avkastning på det innbetalte beløp fremfor kommitert kapital, i det minste dersom man ser på PE fra en større institusjons ståsted.



---

I takt med at PE mot slutten av 90-tallet fikk større og større oppmerksomhet har også den akademiske litteraturen på området blitt mer og mer omfattende. En rekke artikler har rettet fokus på avkastning i PE fond. Litteraturen har angrepet problemstillingen på to ulike måter. Den ene typen dokumenterer avkastningen i individuelle investeringer hos PE fondene. Den andre typen ser på investors kontantstrømmer til og fra PE fondene. Dersom man skal sammenligne PE investeringer med investeringer i aksjemarkedet bør man sammenligne investeringene på et likt grunnlag. Det vil derfor være mest naturlig å benytte de faktiske kontantstrømmene til og fra investor, dvs. fratrukket alle honorarer til selskapene som forvalter kapitalen og deretter sammenligne avkastningen på denne kontantstrømmen med avkastning på tilsvarende kontantstrøm investert i en aksjeindeks over en tilsvarende tidsperiode.

Nyere litteratur (Ljungqvist & Richardson, LR, 2003) har fått tilgang på kontantstrømmene en amerikansk institusjonell investor har hatt i forbindelse med investeringer i PE. To andre studier gjennomført av Kaplan & Schoar (KS, 2005) og Phallipou & Zollo (PZ, 2005) benytter seg av data fra Thomson VentureXpert. Disse artiklene vil vi i det videre gå igjennom og kommentere de viktigste resultatene i forhold til avkastning:

KS benytter data hentet inn fra Thomson VentureXpert fra perioden 1980 til 2001. De har kun sett på fond som enten har blitt realisert fullstendig eller som har uforandret avkastning de siste seks kvartalene. Dette sikrer at fondene de har med er realiserte og at avkastningen er basert på faktiske kontantstrømmer til investorer fremfor PE fondets rapportering. KS har også ekskludert fond som har mindre enn \$5 millioner i kommitert kapital målt i 1990-dollar for å kunne fokusere på fond som har en viss betydning. Datasettet består dermed av 746 fond som i stor grad ble startet før 1995. De har også benyttet et datasett med fond som enten er realisert eller ble startet før 1997. Dette datasettet inneholder 1090 fond. Noen av disse fondene er ikke realisert med sikkerhet, derfor er beregningene på dette datasett gjort med utgangspunkt i rapportert IRR til Venture Economics. De har også gjort noen beregninger på offentlige data fra 150 fund.

Datasettet, som består av 746 fond, inneholder av 78 % venture kapital fond og 22 % buyout fond. Gjennomsnittlig størrelse var \$172 millioner (1990-dollar). Venture fondene er betydelig mindre enn buyout fondene. \$103 millioner mot \$416 millioner. 41 % av fondene er første fond PE selskapet starter, 23 % er andre fond og 14 % er tredje fond. De resterende 22 % har et høyere sekvensnummer (nummeret i rekken fondet er for forvaltningsselskapet). 50 % av buyout fondene er første fond og dermed blir disse overrepresentert i datasettet.

KS sammenligner avkastningen i PE med S&P500. Dette er et naturlig sammenligningsgrunnlag i og med at alternativet for institusjonelle investorer er å investere i noterte selskaper, men risikoen forbundet med PE investeringer må kunne antas å være høyere enn en diversifisert indeks. Avkastningen har blitt beregnet på tre måter: 1) IRR fra fondet rapportert fra Venture Economics, 2) IRR som KS selv har beregnet ut i fra kontantstrømmene, 3) Tilsvarende investering i noterte aksjer (PME – Public Market Equivalent). PME er et mål om utbetalingen fra PE fondet er høyere enn avkastningen på S&P500 over tilsvarende periode. Hvis man for eksempel 1) investerer \$50 millioner i PE fond i mars 1997 og realiserer \$100 millioner (fratrasket alle honorarer) i mars 2000 og 2) investerer \$50 millioner i S&P500 i mars 1997 og realiserer \$103,5 millioner i mars 2000, får man en PME på 0,97 (100/103,5). Dette vil si at S&P500 har gitt en høyere avkastning over samme periode. Dersom PME er høyere 1 har PE fondet gitt høyere avkastning enn S&P500.

Utvalg	Likevektet			Størrelsesvektet		
	Alle fond	Venture fond	Buyout fond	Alle fond	Venture fond	Buyout fond
IRR	0.12	0.11	0.13	0.14	0.14	0.15
VentureXpert	0.17 (0.32) [0.04;0.20]	0.17 (0.34) [0.03;0.19]	0.19 (0.27) [0.06;0.24]	0.18 (0.19) [0.08;0.22]	0.18 (0.19) [0.05;0.22]	0.19 (0.19) [0.09;0.23]
IRR	0.12	0.11	0.13	0.12	0.13	0.13
Kontantstrøm	0.17 (0.31) [0.03;0.22]	0.17 (0.30) [0.03;0.22]	0.18 (0.22) [0.05;0.22]	0.18 (0.26) [0.04;0.23]	0.17 (0.31) [0.03;0.23]	0.18 (0.26) [0.06;0.20]
PME	0.74 0.96 (0.81) [0.45;1.14]	0.66 0.96 (0.69) [0.43;1.13]	0.80 0.97 (0.52) [0.62;1.12]	0.82 1.05 (0.70) [0.67;1.11]	0.92 1.21 (0.74) [0.55;1.40]	0.83 0.93 (0.65) [0.72;1.03]
Observasjoner	746	577	169	746	577	169

**Tabell 4.2 Tabellen viser IRR (VE er fra Venture Economics og CF er beregnet direkte fra kontantstrømmene av KS), PME, som er definert som et mål om utbetalingen fra PE fondet er høyere enn avkastningen på S&P500 over tilsvarende periode. De røde rektanglene indikerer gjennomsnittlige tall for Buyout fond. (Kilde: KS, 2005)**

Verdiene for det gjennomsnittlige Buyout fond er markert med rødt. Både likevektet og størrelsesvektet PME er under 1 for disse fondene. Dette viser at avkastningen i Buyout fondene i datasettet til KS har vært mindre enn tilsvarende investering i S&P500 over samme tidsperiode. Alle fondene samlet sett har gjennomsnittlig gjort det bedre enn S&P500. Dette fordi venture fondene trekker opp. Fjerde rekke i hver celle i tabellen ovenfor angir verdiene for nedre kvartil og øvre kvartil av fond. Dette viser at øvre kvartil har høyere avkastning enn S&P500.

KS har også gjort undersøkelser for fond etter hvilket år de ble startet opp i (vintage). Venture kapital fond hadde en PME under 1 på mesteparten av 80-tallet, men har nå PME over 1. Trenden er motsatt for Buyout fondene (se tabell nedenfor). Disse hadde en PME over 1 i første halvdel av 1980-tallet og har hatt en negativ utvikling i første halvdel av 1990 tallet. På 1990 tallet har PME kun vært over 1 i et år, 1990. Dette kan tyde på at konkurransen i markedet har økt og at det er færre muligheter for profitt i markedet.

År	Alle fond			Buyout fond		
	Obs	IRRFCF	PME	Obs	IRRFCF	PME
1983	54	0.15	0.71	6	0.30	1.06
1984	63	0.16	0.89	6	0.29	1.30
1985	49	0.23	1.24	12	0.18	1.00
1986	52	0.14	0.91	16	0.18	1.13
1987	85	0.16	0.84	22	0.16	0.84
1988	63	0.14	0.90	21	0.13	0.79
1989	67	0.16	1.01	22	0.14	1.00
1990	36	0.22	1.18	14	0.20	1.05
1991	15	0.16	0.95	6	0.14	0.87
1992	35	0.23	0.99	17	0.09	0.79
1993	56	0.21	1.09	11	0.18	0.84
1994	55	0.38	1.45	6	0.19	0.89
1995	52	0.20	1.14	7	0.07	0.62

**Tabell 4.3 Tabellen viser antall fond, internrente og PME for alle fond og for spesifiserte Buyout fond fra ulike oppstartsår. PME måler avkastning vs. S&P500. At PME over 1 betyr at avkastningen fra PE investeringen har vært høyere enn S&P500 over tilsvarende periode. (KS, 2005)**

KS undersøker videre forklaringsgraden for størrelsen på fondet har og hvilket sekvensnummer fondet har. Funnene som gjøres tilsier at større fond og et høyere sekvensnummer har en signifikant høyere avkastning. Når fondene imidlertid blir veldig store synker avkastningen. Fondenes evne til å få inn kapital er avhengig av deres historiske

avkastning. KS finner også bevis for at PE selskaper som har blitt etablert i tider med boom har mindre sannsynlighet for å etablere et fond nummer to.

Phalippou & Zollo (PZ, 2005) benytter et utvidet datasett i forhold til KS sitt datasett på 746 fond. PZ har 1399 fond i tillegg. De benytter fond som har blitt etablert i perioden 1980 til 2003. Dataene kommer også i denne artikkelen fra Thomson Venture Economics. PZ mener internrente (IRR) er et feilaktig mål på avkastningen. For det første antar de, at kapitalfordelingen som skjer før likvidering ikke kan bli reinvestert til fondets IRR. Dette er et problem fordi penger ikke investeres i nye fond umiddelbart. En annen årsak til at PZ mener IRR er et dårlig mål er at PE fondene kan manipulere IRR ved å rapportere en liten residual verdi inntil likvidering og flytte realiseringen av dårlige investeringer mot slutten av fondets levetid. Dette vil da påvirke IRR i mindre grad. Den tredje grunnen PZ peker på er at kapital- innstrømning og – utstrømning ikke har samme risiko. Dette fordi PZ hevder at investorene må plassere kommitert kapital i kortsiktige rentebærende verdipapirer fordi kapitalen som er kommitert må betales inn på svært kort tid. Istedenfor IRR beregner PZ et mål de kaller PI – Profitability Index. Dette målet innebærer at man diskonterer kapitalutstrømning med 30-dagers Treasury-bill yield. Kapitalinnstrømning blir diskontert med en verdivektet portefølje av gjennomsnittsavkastningen til aksjer på NASDAQ/NYSE/AMEX (CRSP-indeks). Dersom PI er større enn 1 har investering i Private Equity slått investering i aksjer. PI er omtrent det samme målet som PME med unntak av at det er CRSP-indeksen som blir benyttet istedenfor S&P500 og at kapitalutstrømning blir diskontert med 30-dagers Treasury-bill yield.

#### **Profitability index for Private Equity investeringer:**

	<b>Alle</b>	<b>Venture</b>	<b>Buyout</b>
Første kvartil	1.01	0.95	1.05
Andre kvartil	0.69	0.64	0.81
Tredje kvartil	0.42	0.40	0.59
Likevektet snitt	0.86	0.81	0.99
Verdivektet snitt	0.99	0.88	1.08

**Tabell 4.4 Tabellen viser relativ avkastning på Private Equity investeringer i forhold til aksjeinvesteringer. Det verdivektede snittet for Buyout er 1.08 og har dermed slått**

---

**gjennomsnittet for aksjer over en tilsvarende periode. At det verdivektede snittet er høyt viser at de beste fondene også er de største.** (Kilde: PZ, 2005)

Tabellen ovenfor viser PI for realiserte fond som var i PZs datasett. De beste buyout fondene gjorde det bedre enn CRSP-indeksen. Det verdivektede snittet av buyout fond gjorde det også bedre enn denne indeksen. Dette kan tyde på at buyout fondene som gjør det godt også har mer kapital investert. Dette er også i tråd med KS sine funn. I denne undersøkelsen gjør buyout fondene det bedre enn venture fondene. Det er verdt å merke seg at det likevektede snittet er under 100 %, og PE som aktivaklasse har dermed gjort det dårligere enn indeksen. Verdivektet snitt er 99 % og har dermed omtrent gjort det like godt. PZ påpeker at resultatene er oppsiktsvekkende sett i lys av at PE investeringer blir sett på som risikable, har høy illikviditet og utregningene er basert på en forutsetning om at betaen er 1.

PZ finner også at PE avkastningen er høyere når investeringer er realisert i tider med høy prising av offentlige aksjemarkeder. PE fond leverer signifikant høyere tap i nedgangstider enn de gir høyere avkastning i oppgangstider. PZ finner bevis for at PE fond er pro-syklisk som er en negativ egenskap med tanke på diversifisering. De dokumenterer også at fond som leverer dårligere avkastning enn gjennomsnittet er små, europeiske og ledet av uerfarne PE selskaper. I fremtiden burde vi altså se flere fond som har opparbeidet erfaring og som overlever med god avkastning. På den annen side vil disse slite med større konkurranse i markedet. PZ har også funnet indikatorer på at fond som har blitt etablert i 1998, 1999 og 2000 får en lavere avkastning enn andre fond. Fondene som ble reist i denne tidsperioden hadde også store mengder kapital kommitert. PZ finner også bevis for at nystartede fond gjør det dårligere enn fond med større erfaring. Et erfarent fond har i snitt en PI som er 0,15 høyere enn nyetablerte fond. PZ påpeker at Kaplan & Schoar fant at nyetablerte fond gjerne ble etablert i perioder med høy avkastning i PE industrien. Dette gjør det mulig for uerfarne forvaltere å tiltrekke seg uerfarne investorer som vil ha en del av de gode tidene i PE. PZ finner også at fond hvor PE selskapet selv er den største investoren gir høyere avkastning. Det er også en sammenheng mellom all kapital kommitert til PE fond i et spesifikt år og avkastningen. Investorene kan dermed forutsi avkastningen og investere i PE fond hvor det er gode utsikter.

Ljungqvist og Richardson (LR, 2003) var de første som så på avkastningen til venture capital og buyout fond basert på kontantstrømmer direkte fra en investor. LR analyserer kontantstrøm, avkastning og risikokarakteristikk for PE bransjen. Ved å se på de faktiske innbetalinger fra investorer og tilbakebetaling av kapital til disse kommer forfatterne frem til at det tar mange år før kommitert kapital faktisk er investert og mellom åtte og ti år før investeringer høster en meravkastning, når kapitalkostnaden for å holde en illikvid investering er kalkulert inn. Konklusjonen fra deres analyse er at PE genererer en meravkastning på omkring fem prosent per år, etter at hele porteføljen er realisert, sammenliknet med det åpne aksjemarkedet.

Datasettet LR benytter er en aggregert samling av fond som er etablert i perioden 1981-2001, og dette er samlet inn fra en av de største institusjonelle investorene i PE markedet i USA. I perioden 1981 til 1993 ligger 73 fond til grunn i analysen. 28,9 % er førstegangsfond, 20,6 % er andregangsfond, 11,9 % tredjegangsfond og resten er fond nummer fire eller senere for de aktuelle PE selskapene. 91,1 % av fondene er styrt fra USA, 7,4 % fra Europa og 1,5 % fra Latin-Amerika. Både venture capital og PE fond er inkludert i analysen, hvor venture utgjør 14,1 % av den forvaltede kapitalen for hele perioden, noe som avviker markant fra Venture Economics sin datasamling, der venture fond står for 41,5 % av den investerte kapitalen.

LR påpeker at ikke all kapital som kommitteres blir investert i løpet av fondets levetid. Ved utløpet av år 10, som er den forventede levetiden til fondene, hadde gjennomsnittsfondet investert 93,6 % prosent av den kapitalen som var til deres disposisjon. I snitt tok det i overkant av 6 år for fondene som ble etablert mellom 1981 og 1993 å investere 90 prosent av den kommitterte kapitalen

Kapitalkostnaden ved å investere i PE blir av LR målt mot Moody's BAA bond index og S&P 500 Index. De sammenlikner også hvor fort kommitert kapital blir investert opp mot disse to indeksene. I den sammenheng kommer det frem at investeringsmulighetene er signifikant positiv med avkastningen på foretaksobligasjoner, noe som indikerer at fondene

investerer mindre når det er dyrt å ta opp lån. Dette er ikke overraskende med tanke på den betydning lånefinansiering spiller i PE markedet. På den annen side finner de det også bevist at avkastningen på S&P 500 ikke har noen effekt på hvor mye av kommitert kapital som investeres, noe som indikerer at utviklingen i aksjemarkedet generelt ikke har noen påvirkning på PE selskapenes muligheter til å finne investeringer.

For fondene som er etablert mellom 1981 og 1993 var den gjennomsnittelige tilbakebetalingsgraden 2,59 ganger investert kapital og 2,44 ganger kommitert kapital. Da det i snitt tok 7 år å få tilbake det kommiterte beløpet for en investor viser dette hvor sent i fondsperioden kapitalgevinstene blir realisert gjennom utbytte og realisering av prosjekter. Det er i den sammenheng viktig å se på når i løpet av fondets levetid inn- og utbetalingene blir foretatt mellom investor og forvalter. Jo senere investor trenger å betale inn kommitert kapital, og jo raskere de klarer å generere avkastning som kan betales tilbake, desto bedre er fondets prestasjon.

Investor benytter internrente på investert kapital som mål for fondets avkastning over hele dets levetid. På denne måten kan de ta hensyn til den eksakte tidsprofilen for når inn- og utbetalinger mellom investorer og fondet foregår. Forfatterne beregner internrenten etter at alle honorarer, administrasjonskostnader og suksessbonuser er kalkulert inn i kontantstrømmen. På denne måten vil internrenten i størst mulig grad vise den reelle avkastningen for investor. Som tidligere nevnt kan IRR alene gi et galt sammenligningsgrunnlag. IRR må ses i sammenheng med andre nøkkeltall og multipler (se side 30).

Årgang	Antall fond	Antall fond med IRR data	Snitt	Vektet snitt	Standard avvik	Første kvartil	Median	Tredje kvartil
<b>Panel A: Alle fond</b>								
1981-2001	*	*	-14.59	-30.78	60.25	18.66	-3.73	-56.68
<b>Panel B: Modne fond - Realisert eller opptjent majoritet av avkastning</b>								
1981-1993	73	73	19.81	18.13	22.29	28.59	18.66	9.85
1981-1992	59	59	20.46	17.67	22.42	28.59	18.73	10.6
1981	1	1	23.43	23.43				
1983	2	2	27.82	21.19	18.74	41.07	27.82	14.57
1984	5	5	33.67	32.21	37.72	32.52	16.74	13.45
1985	4	4	33.69	31.19	21.36	45.24	24.43	22.14
1986	6	6	21.54	20.61	10.91	26.19	20.52	13.27
1987	8	8	16.87	7.69	12.1	27.1	18.69	6.9
1988	12	12	12.65	13.55	10.25	17.73	14.13	9.72
1989	11	11	20.38	21.35	12.1	28.93	21.1	18.09
1990	4	4	21.41	24.02	24.75	36.18	17.96	1.48
1992	6	6	16.33	39.48	50.1	57.77	20.04	15.77
1993	14	14	17.08	20.07	22.35	33.41	12.15	-5.98
<b>Panel C: Ikke-avsluttede fond</b>								
1994-2000	*	*	-34.06	-45.63	66.06	-0.24	-41.58	-80.03
1994	*	*	-1.57	8.92	34.87	20.14	2.78	-10.6
1995	*	*	-0.24	-8.6	37.53	26.49	-4.45	-26.97
1996	*	*	-22.14	-48.25	47.77	8.88	-19.47	-58.04
1997	*	*	-37.85	-32.82	41.3	-14.21	-42.93	-65.33
1998	*	*	-32.98	-58.84	118.35	-31.33	-52.06	-88.72
1999	*	*	-69.53	-60.23	28.43	-41.42	-77.45	-98.04
2000	*	*	-60.72	-55.21	45.82	2.51	-80.69	-98.97
2001	*	*						

**Tabell 4.5 Tabellen viser avkastningsdata for fondene i LR sitt datasett. De modne fondene er avsluttede fond. Disse har et snitt på 18,13 % i IRR. 1. Kvartil har 28,9 %. De ikke-avsluttede fondene har negativ IRR med – 45,63 %. (Kilde: LR, 2003)**

Som tabellen viser er avkastningen atskillig dårligere for "Panel" A og C, der ikke avsluttede fond er inkludert. Dette skyldes at fremtidige kontantstrømmer fra aktive plasseringer i disse fondene i LRs beregninger er satt til null fordi det ikke finnes noen sikkerhet for fremtidig inntjening på disse. I "Panel" B er summen av fond som LR har kategorisert som modne. Det vil si fond som er mer enn 9 år gamle og enten har avsluttet alle sine prosjekter eller som regner med at all potensiell gevinst er realisert.

LR mener at de har hensyntatt en viktig faktor som er ikke er kalkulert inn i beregningene i artikkelen til Kaplan og Schoar. Dette er relatert til at dataene som stammer fra Venture



---

Economics ikke har inkludert tidsverdien ved å ha kapital tilgjengelig. Ved at LR har hatt muligheten til å datere alle kontantstrømmer for å deretter regne inn en kostnad ved å holde kapital kommitert mener forfatterne at deres beregninger gir et mer virkelighetsnært bilde av den virkelige avkastningen for investor. Man skulle imidlertid tro at denne justeringen skulle gi seg utslag i at LR sine beregninger ville vise en enda dårligere lønnsomhet ved å investere i PE fond. Dette viser seg ikke å stemme, da LR sin artikkel, i motsetning til de andre artiklene vi har sett på, konkluderer med at PE fond i snitt slår markedet over en ti års investeringsperiode. Rasjonalen for å beregne en kostnad på ikke investert kapital som er kommitert har vi allerede diskutert, og forklart hvorfor vi mener er av mindre relevans.

I tillegg til å måle absolutt avkastning i PE markedet forsøker LR også å gi et bilde på den relative avkastningen i forhold til alternative aktuelle investeringer. De ser på meravkastning for PE porteføljens internrente i forhold til avkastningen i to ulike markedsindekser, S&P 500 og Nasdaq. Svakheten med denne sammenlikningen er at de antar at all kommitert kapital plasseres i markedet ved fondets start.

Som følge av at LR har fullstendig oversikt over inn og utbetalinger i PE-fondene beregner de også markedsavkastningen ved at de tenker seg investeringer i indeksene med de samme beløp som det overføres verdier fra kommitert kapital til investeringer i PE fondene. I denne beregningen ser de på netto nåverdi på investeringene for realisert kontantstrøm, diskontert ved risikofri rente for kommitert kapital og diskontert ved kapitalkostnad for tilbakebetalt avkastning.

	Relativt til S&P500 (i %)					Relativt til Nasdaq Composite (i %)				
	Snitt	stdev	1. kvartil	Median	3. kvartil	Snitt	stdev	1. kvartil	Median	3. kvartil
<b>Panel A: Meravkastning fra Private Equity over indeks</b>										
Meravkastning = Fond IRR - Avkastning ... der avkastningen er fra ..kjøp indeks når fond lukkes, selg i år 10	8.06	22.54	15.01	6.04	-2.34	6.28	23.01	13.73	4.01	-4.16
..invester \$1 på snitt fondets innbetalingstidspunkter og selg i år 10	7.17	22.93	15.17	4.74	-2.51	4.78	23.74	11.59	2.85	-6.34
..invester \$1 på snitt fondets innbetalingstidspunkter og selg til snittverdi for indeks i år 10	7.48	22.69	16.03	5.63	-2.23	5.39	23.11	13.31	3.32	-5.02
..invester \$1 på fondets faktiske innbetalingstidspunkter og selg i år 10	5.71	22.67	13.82	4.06	-4.21	2.63	23.34	9.69	0.92	-7.24
..invester \$1 på fondets faktiske innbetalingstidspunkter og selg til snittverdi for indeks i år 10	5.93	22.57	14.23	3.94	-4.49	2.62	23.16	8.59	1.51	-8.9
<b>Panel B: Profitability Index</b>	25.07	80.65	48.03	12.18	-23.65	9.96	79.39	38.37	-9.93	-39.18

**Tabell 4.6 Tabellen sammenligner avkastningen fra Private Equity investeringer med investering i S&P500 og Nasdaq under fem ulike forutsetninger. Stdev angir standardavvik. (Kilde: LR- tabell 7, 2003)**

I tabellen kan man se at dersom alle fonds tilgjengelige kapital ble plassert i S&P 500 og gjort opp ved år 10 vil en plassering i PE fond i snitt gi en årlig meravkastning på 8,06 prosent. Mens den samme meravkastningen er på 6,28 prosent om man sammenlikner med Nasdaq. Panel B vil likevel være det mest relevante målet på meravkastning da man her har tatt hensyn til at ikke all kommitert kapital investeres i markedet, men settes av til risikofri rente inntil det tidspunktet kapitalen benyttes på et prosjekt av PE fondet. Denne viser at LRs utvalg gjennomsnittlig ga en meravkastning på 25,07 % over en ti-års periode målt i nåverdi, sammenliknet med S&P 500.

En ting som er verdt å legge merke til er den store spredningen i avkastning mellom de dårligste fondene (-23,65 % for tredje kvartil) og de beste (48,03 % for første kvartil). Dette underbygger påstanden om at PE investeringer er meget attraktivt for de som klarer å plukke de beste i markedet, mens taperne vil ha vanskeligheter med å hente kapital til senere fond på grunn av dårlig "track record". Videre kan dette også være med å forklare hvorfor PE bransjen er så lite åpen med tanke på informasjon om avkastning for hvert enkelt fond. I et marked der det er mulig å høste store gevinster ved å holde informasjon eksklusivt

---

tilgjengelig for sine investorer vil incentivet for å gå offentlig ut med avkastningsdata være minimalt.

Ved å kjøre regresjonsanalyser på datasettet har LR kommet frem til noen uavhengige variabler som påvirker avkastningen i PE fond. Regresjonen er kjørt med utgangspunkt i tabell 7 på foregående side. Det er flere variabler som synes å påvirke avkastningen, men de eneste som er signifikante er størrelsen på fondet og mengden kapital som blir investert i PE i samme år som et fond blir reist. Maksimal meravkastning kommer fra fond som er i størrelsesorden 1,1 – 1,2 mrd dollar. Denne størrelsesvariabelen er dog ikke signifikant hvis man skiller ut venture kapital og kun ser på buyout segmentet. Når det kommer til tilgangen på kapital i markedet viser det seg at fond som er etablert i perioder med stor kapitaltilgang presterer dårligere enn andre. Dette kan forklares ved at når kapitaltilgangen er stor øker konkurransen om oppkjøpsaktuelle foretak og prisene for relevante investeringer stiger. Dermed vil det være en mindre oppside på de respektive investeringer.

#### 4.4 Oppsummering av internasjonal litteratur og rapporter

Studiene vi har gått igjennom viser varierende resultater, men at de beste fondene slår aksjeavkastning. Det verdivektede snittet til PZ viser også meravkastning for buyout fond, men dårligere avkastning for PE samlet sett. I studien til KS gir derimot buyout en dårligere avkastning enn aksjemarkedet, men verdivektet snitt for PE er noe høyere enn aksjemarkedet. Forskjellene i resultatet til de ulike forfatterne må i stor grad tilskrives valg av datasett. LR benytter seg av et datasett samlet inn fra en institusjonell investor. KS og PZ benytter data samlet inn av Thomson gjennom databasen VentureXpert og justerer noe ulikt for utvalg. Dersom hypotesen om at avkastningen fra PE investeringer er en funksjon av teamseleksjon og årgang vil LRs datasett som benytter faktiske investeringer fra en investor være et resultat av at investoren har tatt et begrunnet valg av fond og dermed om potensiell avkastning fra fondet. Det kan dermed ikke regnes som en gjennomsnittlig investering for PE som en aktivaklasse. De andre artiklene tar utgangspunkt i Thomson databasen og har et større univers å regne data på. PZ har utvidet dette datasettet med offentlige tilgjengelige datasett (blant annet fra Calpers) for å justere for utvalgsfeil. Selv om kvaliteten i Thomson er varierende, må resultatet fra disse artiklene regnes som mer representative enn en tilfedig

investor. Det er imidlertid usikkert om gjennomsnittlig avkastning for aktivaklassen er det interessante for investor. Dette kommer vi tilbake til i del 6.

## 4.5 Avkastning i nordiske Private Equity fond

Det er få nordiske fond som har operert lenge nok til at de har fond som har blitt realisert fullstendig. Industri Kapital, CapMan og Procuritas har alle tre realiserende fond. Et nordisk fond som ble startet i 1989 leverte en investeringsmultipl på 6 ganger investert beløp og en internrente på 60 % brutto. Fondet var på 764 millioner SEK. Forvalterselskapet har også et fond fra 1994 som er realisert. Dette leverte en multipl på 4 ganger investert beløp. Brutto internrenten i dette fondet var 66 %.

Procuritas rapporterer om brutto internrente på over 100 % for sitt første fond (PMIC) som ble etablert i 1990. Multipelen var 7 ganger investert beløp og netto internrente over 70 %. Disse avkastningstallene befinner seg i øvre kvartil i forhold til undersøkelsene gjort i KS. Dette er selvfølgelig ikke stort nok datagrunnlag til å tjene som et signifikant undersøkelse for nordisk PE, men tjener som et eksempel.

Vi har fått tilgang til data fra et fond på investeringsnivå. Fondets navn, investeringsobjektene, tidspunkt og beløp er anonymisert etter ønske fra fondet. Det ble gjennomført 7 investeringer over en fireårsperiode og fondet leverte en brutto IRR på 124 % når fondet ble fullstendig realisert i 1998. Netto IRR var 73 %. Dette fondet oppnådde dermed også en avkastning langt over S&P500. Det var kun en investering som ikke klarte å slå S&P500 over en tilsvarende investeringsperiode. Internrenten på investeringsnivå er beregnet på brutto kontantstrøm. Se tabell på neste side.

<b>Deal</b>	<b>IRR</b>	<b>S&amp;P500</b>	<b>Investeringsmultipl</b>
A	44 %	19,96 %	6
B	70 %	16,58 %	9
C	815 %	14,11 %	12
D	113 %	19,07 %	8
E	80 %	22,88 %	9
F	8639 %	18,48 %	15
G	17 %	37,74 %	2

**Tabell 4.7 Tabellen viser internrente på brutto kontantstrøm og multipel på deal nivå i et nordisk fond sammenlignet med avkastning fra S&P500 over en tilsvarende investeringsperiode. S&P500 er beregnet under forutsetning av at investering gjøres i begynnelsen av året og salg gjøres i slutten av året. Investeringsmultipel angir det tilbakebetalt beløp i forhold til investert beløp. (Kilde: Nordisk PE fond, Standard & Poor's 2006)**

Følgende tabell angir avkastning fra nordiske buyout fond pr. 31.12.2005. Totalt var det registrert avkastningsdata fra 53 fond fra oppstart til rapporteringsdatoen i denne sektoren for Norden. Tilsvarende tall for det amerikanske markedet er 625 fond.

År	Antall fond	Snitt	Vektet snitt	Max	1. Kvartil	Median	3. Kvartil	Minimum
1993	3	-15.40	-40.30	10.40	4.00	-2.30	-28.30	-54.30
1994	7	0.70	-8.10	13.30	8.60	2.70	0.10	-28.40
1995	9	14.30	22.20	31.40	21.90	12.60	7.80	-3.60
1996	10	18.60	57.90	106.80	13.10	8.20	1.10	-4.60
1997	18	7.80	22.60	88.00	12.30	4.90	0.00	-39.70
1998	24	47.70	212.90	816.20	18.50	4.20	-5.90	-36.20
1999	28	51.70	95.90	545.20	41.20	13.10	5.00	0.00
2000	36	18.80	7.50	139.80	26.10	11.30	0.30	-71.80
2001	36	21.80	22.80	136.00	22.90	11.80	0.90	-35.10
2002	44	7.20	12.50	133.80	13.60	3.60	-1.50	-99.30
2003	48	9.20	12.00	133.60	11.20	2.70	-4.80	-35.20
2004	51	8.00	-16.80	133.10	11.20	4.90	-2.60	-100.00
2005	53	13.70	9.00	133.00	14.60	5.10	0.00	-19.00

**Tabell 4.8 Tabellen viser avkastningsdata for nordiske buyout fond (også ikke-avviklede fond) fra Thomson VentureXpert. Alle tall angir IRR. Vektet snitt er beregnet med fondets kapital som vekt. (Kilde: Thomson VentureXpert)**

Tabellen viser svært varierende resultater med kapitalveiet gjennomsnittlig avkastning som svinger fra -40,3 % i 1993 til 212,9 % i 1998. I 1998 er den høyeste avkastningen som har blitt registrert 816,2 % IRR. Denne høye enkeltregistreringen kan skyldes tilfeldige årsaker, for eksempel at en investering har blitt realisert på et svært tidlig og gunstig tidspunkt. Det er mange feilkilder i datagrunnlaget og utvalget er lite. Dette gjør det vanskelig å feste lit til tallene. Fondet vi har benyttet som eksempel ble avsluttet i 1998. Dette betyr at de plasserte seg i øvre halvdel av fondene i datagrunnlaget og godt over snittet på 47,7 %. Det er lite trolig at vårt eksempelfond er med i datagrunnlaget da det første året med registreringer av nordiske fondsdata i Thomson er 1993. Eksempefundet hadde da allerede operert i noen år.

## 5. Rasjonale for investering i Private Equity

Med bakgrunn i litteraturen som viser at PE investeringer gir lavere avkastning enn sammenlignbare aksjeindekser ønsket vi å finne ut mer om rasjonale bak investeringer i PE. Det virker ulogisk å betale høye forvaltningshonorarer for en avkastning som er lik eller dårligere sammenlignet med S&P500 og som i tillegg gir svært lav likviditet. I lys av de akademiske artiklene kan det virke som at aktiva klassen er feilpriset.

### 5.1 Internasjonal litteratur

Phalippou & Zollo (PZ, 2005) påpeker at investorene kan ha ulike grunner til å investere i PE fond. Det er oppsiktsvekkende at investorer deltar i nyetablerte fond som viser seg i snitt å ha dårligere avkastning enn etablerte. Det kan være flere årsaker til at investorene likevel velger å investere i nyetablerte fond eller PE generelt:

- Mulighet til å delta i et senere fond på et senere tidspunkt hvor forvalterselskapet har bygd erfaring og kompetanse og tilgangen til å investere er begrenset
- Incentiv til å bygge relasjon til fondene for å kunne tilby konsulenttenester eller finansielle tjenester i forbindelse med oppkjøp
- Noen investorer ønsker å bidra til å stimulere den lokale økonomien eller bygge nasjonale kapitalforvaltningsmiljøer
  - EU har investert mye i PE fond gjennom EIF – European Investment Fund
  - Argentum ønsker å bidra til å bygge opp nasjonale kapitalforvaltningsmiljøer
- Investorene vurderer i liten grad honorarene tilknyttet fondene. Barber m.fl. (2003) mener at investorene har liten oppmerksomhet på honorarer fordi de sjelden utbetaler honorarer. De blir trukket fra utbetalinger fra fondene. Fondene rapporterer også i stor grad avkastningen i bruttotall
- Investorene kan få feil inntrykk av avkastningen gjennom rapporteringen fra fondene. Hvis et fond investerer i 10 millioner i et selskap i januar 1981 og i 1986

---

innser at investeringen er verdt kun 2 millioner uavhengig av hvor lenge investeringen blir beholdt. Hvis investeringen blir realisert på dette tidspunktet gir dette -15 % i negativ avkastning. Hvis fondet i tillegg investerte 10 millioner i et annet selskap i januar 1981 som nå er verdt 40 millioner, kan denne realisere med en avkastning på 15 %. Dersom investorene beregner et gjennomsnittlig avkastning i de to investeringene vil det lønne seg å vente med å realisere den dårlige investeringen. Hvis derimot investorene beregner internrente på den totale kontantstrømmen ville det lønne seg for PE fondet å realisere investeringen tidlig.

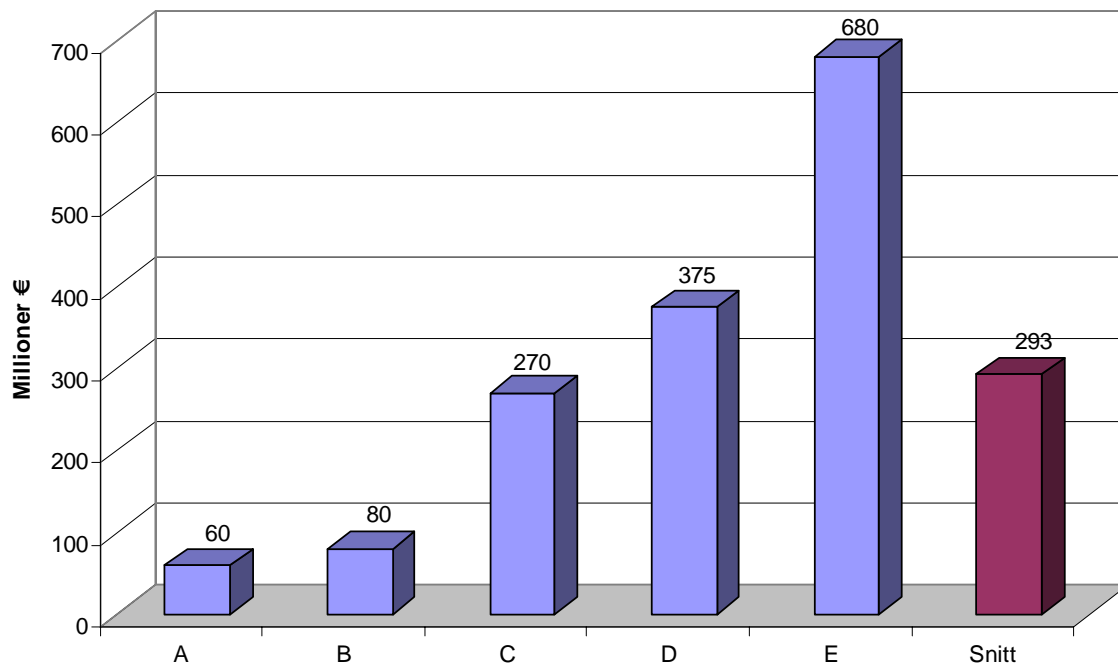
## 5.2 Intervju med institusjonelle investorer

I våre samtaler med aktører i bransjen har vi testet ut følgende hypoteser:

1. Investor vurderer i liten grad gjennomsnittlig avkastning for PE og ser dermed ikke på PE som en aktivaklasse
2. Rasjonale for å investere i PE er høyere avkastning enn aksjemarkedet
3. Operasjonell kompetanse er den viktigste kompetansen i PE fondene for å skape større verdier
4. Investorene har likvide plasseringer og trenger ikke plassere kommitert kapital kortsiktig før kapitalen innbetales til fondet
5. Avkastning fra PE fond er en funksjon av teamet og oppstartsåret på fondet

Investorene vi har intervjuet har en samlet allokert kapital til PE på ca. € 1,5 milliarder som gir et et snitt på i underkant av € 300 millioner pr. investor. Den største investoren vi har snakket med har nærmere € 700 millioner i PE. Den minste investoren har € 80 millioner i PE, men har planer om å øke dette i tiden fremover så snart de finner gode muligheter.

## Forvaltningskapital i PE



**Figur 4.7** Diagrammet viser hvor stor forvaltningskapital hver investor har allokert til PE investeringer. Beløp oppgitt i millioner €. Den lille søylen viser gjennomsnittsinvestoren i vår undersøkelse.

Investorene har samlet en overvekt i buyout med 60 % - 80 % allokering av PE investeringene innenfor denne sektoren. Tre av fondene har vekting 60 % i buyout, mens de to siste har rundt 80 %. Vektingen mot buyout er høyere for de investorene vi har vært i kontakt med enn snittet for de nordiske landene. I våre samtaler har det kommet frem at de større institusjonene ser buyout som en mer sikker investeringssektor innenfor PE og at færre ting kan gå galt. Avkastningen i buyout påvirkes i større grad av kompetansen til forvaltermiljøet enn i venture hvor man har flere tilfeldige faktorer som kan påvirke avkastningen.

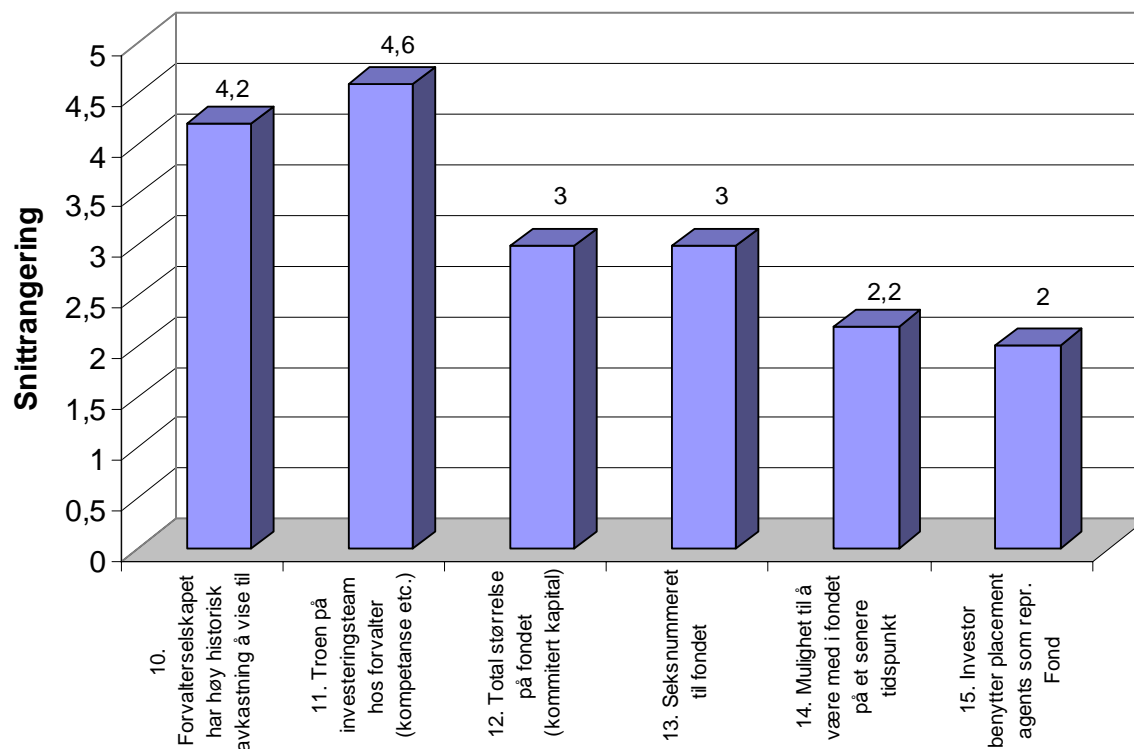
De fleste aktørene har en lang historikk med investeringer i PE. En av aktørene drev selv direkte investeringer i IT selskaper mot slutten av 90-tallet før de i 2005 startet et investeringsprogram i fond. Gjennomsnittlig oppstartsår for PE investeringer er 1994. Et av fondene startet i 2002 mens to andre startet opp i 1983. Dette innebærer at selskapene har lang erfaring innenfor investeringsområdet.



Den viktigste grunnen til at investor velger å investere i PE er forventningen om høyere avkastning enn i aksjeindeks. Den nest viktigste grunnen er diversifiseringseffekten PE investeringer har på porteføljen. To av fondene oppgir også at de ønsker å bidra til lokal verdiskapning og kompetanseutvikling i forvaltermiljøene. Disse fondene hadde enten et politisk insentiv for å gjøre dette eller dette som grunn for at de har blitt opprettet. Det politiske insentivet som ble nevnt av en av disse aktørene er at man ønsker å bygge gode relasjoner til myndighetene og vise kundene at man benytter forvaltet kapital til noe som har nytte for hele samfunnet.

Det viktigste kriteriet forvalterne oppgir for valg av fond er troen på investeringsteamet hos forvalterselskapet. Dette inkluderer kompetansen til forvalterne og at de virker dyktige. Høy historisk avkastning og en track rekord hos forvalter er også viktig. Selv om sekvensnummer har en lav rangering sier en av forvalterne at de aldri investerer i det første fondet forvalterselskapet starter. Troen på teamet virker til å være viktigere enn historikken. Mulighet til å investere i fondet på et senere tidspunkt når det er lukket er ikke så viktig. Dette kan være fordi investorene vi har vært i kontakt med er store strukturerte institusjoner som ikke vil ha problemer med å komme inn i de fondene de ønsker. Bruk av placement agents er foreløpig lite utbredt i Norden. En av aktørene opererer innenfor livforsikring og må offentliggjøre kostnadene i forbindelse med forvaltning. De ønsker derfor å kutte ut alle unødvendige mellomledd. En annen aktør vurderer prospektene agentene har opp i mot ryktet til agenten og deres historie for å levere gode muligheter. Den generelle holdningen til placing agents er at de er på selgers side og forsøker av og til å selge dårlige fond. I fremtiden er de fleste av aktørene av den oppfatning at placement agents kan få en viktigere rolle i verdikjeden.

## Kriterer for valg av PE fond



**Figur 4.8** Diagrammet viser oversikt over gjennomsnittlig rangering på ulike kriterer for valg av PE fond fra 1-5 hvor 5 var meget viktig og 1 svært lite viktig. Troen på det spesifikke investeringsteamet er den viktigste faktoren ved valg av fond.

Investorene vi pratet med var av en helt annen oppfatning hva gjelder avkastning på PE investeringer enn konklusjonene i de internasjonale studiene. Det var en gjennomgående enighet om at dette i stor grad kan forklares av geografiske årsaker. Fond i Norden er fortsatt ikke utsatt for den samme konkurransen som eksisterer i amerikanske markeder, og de var alle overbevist om at deres evne til å plukke riktige fond var så god at netto avkastning på deres investeringer burde ligge på 15-20 prosent. Imidlertid var det et sprik hos flere av aktørene i uttalt forventet avkastning og hva de virkelig regnet med å få. Dette forklarte de med at de ikke ønsker å gi falske forhåpninger om avkastning til sine kunder. Videre hadde de et høyere krav til avkastning i investeringer i venture enn i buyout på grunn av større risikoeksponering. Det er også en generell oppfatning om at gjennomsnittsavkastning er et mindre relevant mål for PE investeringer fordi en investor i markedet ikke lager en diversifisert investeringsportefølje, men velger kun å investere når de anser fondene som meget attraktive.

Hva alternativkostnad forbundet med forvaltning av kommitert kapital angår var det som ventet liten fokus på dette hos investorgruppene. Særlig var dette et ikke eksisterende tema hos de store fondene, fordi kapital til enhver tid er tilgjengelig fra andre likvide plasseringer. Dette er altså med på å underbygge våre antakelser om at kommitert kapital som ennå ikke er investert ikke medfører noen alternativkostnad for de store institusjonelle investorene i PE-markedet. For de som selv forvalter den kommiterte kapitalen blir pengene plassert i rentebærende papirer og obligasjoner. En annen ting som sier noe om hvor liten betydning dette har er at forvalterne hos investorene blir målt på bakgrunn av avkastning til investert kapital, mens hvor mye av den kommiterte kapitalen som står ubenyttet ikke har noe å si overhodet.

Det var bred enighet om at rapportene fra forvalterselskapene må anses som troverdige. Likevel var det også en allmenn oppfatning at fondene er opportunistiske og opptrer som selgere under kapitalinnhentingsperioden. Hvis man ikke har kjennskap til PE gruppen fra før er det all grunn til å være spesielt oppmerksom på at den informasjonen man blir presentert for kan være i overkant positiv. Men de rapportene som kommer fra fondene det er plassert kapital i blir i sin helhet brukt til intern rapportering. Forvalterne rapporterer både historisk kost og "fair value" som er revisorgodkjent. Historisk kost er inngangsverdien for hver enkelt investering, mens "fair value" er forvalternes løpende verdivurdering. En av investorene mente at den oppdaterte verdivurderingen hadde en tendens til å bli skrevet noe opp når det var 12-18 måneder igjen til neste kapitalinnhenting, og at man derfor måtte være oppmerksom på dette. Det er også viktig å merke seg at flere investorer selv bruker mye ressurser på å gjøre egne løpende verdivurderinger og analyser av investeringene fondene gjør. Dette er med på å begrense investors mulighet til å justere opp verdien på pågående investeringer nevneverdig. I tillegg har fondene et insentiv til å være konservative i sine verdivurderinger for å unngå å overrapportere verdien og skuffe investorene på et senere tidspunkt. De har også et insentiv til å bygge tillitt til investorene for å sikre et langsiktig forhold.

Alle investorene var av den oppfatning at det i Norden er svært sjelden investorer har problemer med å få tilgang til å plassere pengene i de fondene de ønsker. Det nordiske

markedet er foreløpig relativt åpent og ”alle kjenner alle”. En av aktørene vi har intervjuet mente at media hadde overfokusert på fondenes begrensede tilgjengelighet og at dette ikke var noe problem pr. dags dato. Imidlertid hadde de fått henvendelser vedrørende salg av deres eierandeler i enkelte av fondene de hadde investert i. Aktørene vi har vært i kontakt med er store anerkjente aktører med høy forvaltningskapital. Det er god markedsføring for fondene å ha disse institusjonene med som investorer ved at de tiltrekker seg andre aktører. Institusjonene har gjerne definerte og langsiktige PE investeringsprogrammer kombinert med at de er drevet profesjonelt. Dersom fondet leverer god avkastning og investor er fornøyd er det meget stor sannsynlighet for at investoren skyter inn penger også i påfølgende fond. Forvalterselskapet vil dermed spare tid i forbindelse med å finne investorer til nye fond. De største investorene er oppført på EVCA sitt register og andre ”radar screens” som benyttes av forvalterselskapene når de ser etter investorer ved kapitalinnhenting til sine fond. Ellers er det av betydning med personlige relasjoner da tillit til forvaltergruppen er særdeles viktig ved valg av fond. Derfor mente de fleste at hvorvidt de hadde kjennskap til personene i forvaltermiljøet eller ikke var av stor betydning. En annen ting vi ble overrasket over var at en mindre andel av investorene uttrykte skepsis mot å investere i fond som var store. Rasjonalen bak denne skepsisen var at for store fond kunne stå i fare for å ikke vurdere investeringer av mindre størrelse og dermed gå glipp av gode prosjekter. Dette er i strid med funnene i de internasjonale studiene som viser at de største fondene gjør det bedre. En av aktørene påpeker imidlertid at de ikke investerer i veldig små fond. Dette fordi de må være av en viss størrelse for å ha tilstrekkelig med ressurser og dyktige ansatte.

Når det kommer til hvilke egenskaper hos fondsforvalterne investorene ser etter uttrykker alle at finansiell kompetanse er et minimumskrav og må kunne forventes hos alle aktører. Det er ikke lenger muligheter til å tjene penger på PE basert på kun finansielle grep i form av arbitrasje ved kjøp og økt gearing. Hvis forvaltningsteamet ikke har andre kvaliteter som skiller dem fra andre PE selskaper mener alle at de vil ha problemer med å hente kapital ved fondsetablering. Både operasjonell og strategisk kompetanse er sentrale egenskaper investorene vurderer ved hvert enkelt team og som må være tilstede for at det skal være aktuelt å plassere kapital i akkurat det fondet. Dette kommer også til uttrykk gjennom responsen på spørsmål 22, der de blir spurt om å si i hvilken grad ulike faktorer påvirker avkastningen til fondene de er involverte i. Alle hadde kompetanse hos investorgruppe som

---

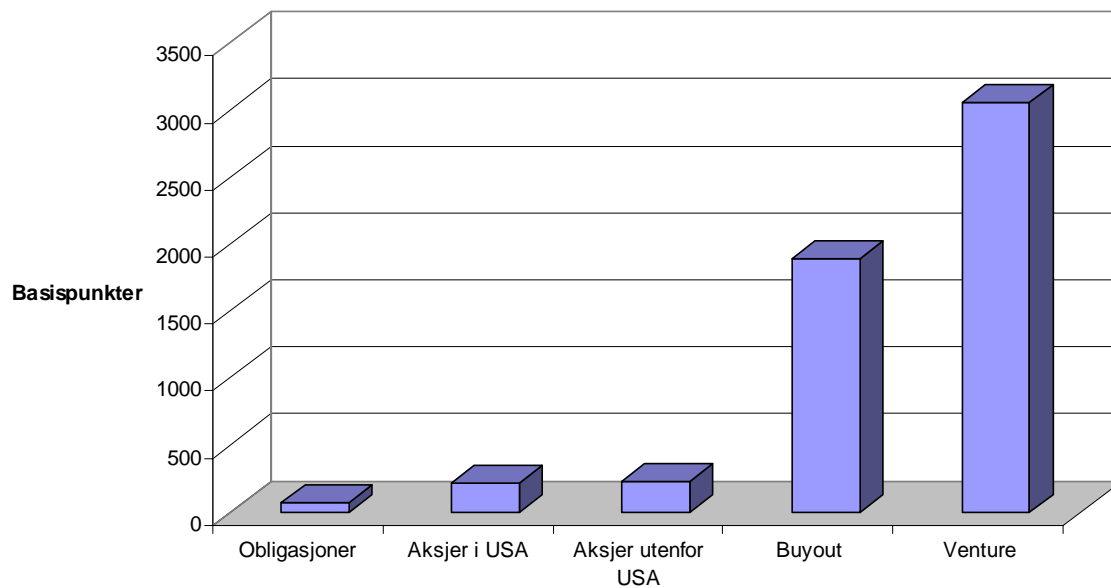
et av de to viktigste elementene. Noe som ikke overrasker i og med at både buyout og venture krever aktivt eierskap og i hvilken grad investeringen kaster godt av seg eller ikke vil avhenge av hvor dyktige eierne er til å styre selskapene de har kjøpt opp. Andre faktorer som blir gjennomgående høyt rangert er betydningen av å skape organisk vekst samt fokus på å bedre driftsmarginene i investeringsobjektene. Ingen av investorene legger spesielt vekt på oppstartsåret for fondet som en faktor for avkastning. De fleste investerer jevnt og forsøker ikke å time gode årganger.

### **5.2.1 Norges Banks vurdering av Private Equity**

Norges Bank har i brev til Finansdepartementet datert 21.3.2002 uttalt seg om å utvide investeringsuniverset i Petroleumsfondet til å omfatte illikvide investeringer. Brevet diskuterer også Norges Banks syn på PE investeringer. Petroleumsfondet har nå en fordeling på 40 % i børsnoterte aksjer og 60 % i nominelle obligasjoner. Tilsvarende i fond i andre land har innlemmet også andre aktivaklasser. Eksempelvis amerikanske CalPERS som har 58 % i børsnoterte aksjer, 6 % i ikke-børsnoterte aksjer og 8 % i eiendom. Det danske fondet ATP har 45 % i børsnoterte, 43,5 % i nominelle obligasjoner, 1,5 % i ikke-børsnoterte papirer, 4 % i eiendom og 6 % i inflasjonssikrede obligasjoner.

Norges Bank opererer med annualisert gjennomsnittlig avkastning for PE fond basert på data fra Thomson Venture Economics. På 10 års sikt regner de 12,7 % for Buyout og 27,4 % for Venture fond basert på amerikanske data. Norges Bank viser også til en analyse fra London Business School (UK Venture Capital and PE as an Asset Class for Institutional Investors) som viser at ikke-børsnoterte aksjemarkeder kun har en marginal høyere avkastning enn investering i børsnoterte markeder.

Videre i brevet skriver Norges Bank at ”gjennomsnittlig avkastning på ikke-børsnoterte aksjer ikke bør avgjøre eventuelle investeringer i markedet”. De mener at forvaltervalget er avgjørende og at det avgjørende er å velge en forvalter som har størst sannsynlighet til å få høyere avkastning enn aksjeindeksen. Dette blir understreket med en figur som viser spredningen mellom øvre kvartils forvalter og median forvalteren i Buyout og Venture.



**Figur 5.3.1** Diagrammet ovenfor viser forskjellen i avkastning mellom øvre kvartils forvalter og median forvalter i obligasjoner, aksjer (USA og utenfor USA) og PE. Forskjellen mellom en god forvalter og median forvalteren er mye høyere i både Buyout og Venture enn i andre aktivaklasser. (Kilde: Norges Bank, 2002)

Sentralbanken mener det er viktig å fokusere på kvalitetene hos forvaltningsselskapet som fører til høy avkastning:

- Unik informasjon om investeringsmuligheter
- Bred og bransjespesifikk operativ erfaring fra ledelse av lignende bedrifter som inngår i investeringsuniverset
- Tilgang til nettverk (ekstern kompetanse, potensielle kunder etc) som det ikke vil være enkelt for andre å oppnå samme adgang til
- Veldokumentert struktur for utøvelse av strategisk eierskap
- Velprøvd strategi for hvordan høyest mulig pris oppnås når investeringene realiseres

Norges Bank poengterer også at det er viktig med en diversifisert PE portefølje, både med tanke på forvaltningsselskaper og investeringstidspunkt. Da kan man få balansert eksponering

## 5.3 Oppsummering

### **1. Investor vurderer i liten grad gjennomsnittlig avkastning for PE og vurderer ikke PE som en aktivaklasse**

Felles for alle aktørene vi har snakket med er at den gjennomsnittlige avkastningen i fondene ikke er interessant da man ikke investerer i en indeks av PE fond. De forventer alle en meravkastning for PE investeringer gjennom tro på sin egen team-seleksjon i øvre kvartil. Investorene benytter ulike kjennetegn ved suksessfulle PE fond til å identifisere gode investeringsmuligheter. PE anses altså ikke som å være en aktivaklasse av investorene, men snarere en form for opportunistisk investering dersom mulighetene skulle være gode. Hvis mulighetene ikke er gode vil man heller avstå fra å investere.

### **2. Rasjonale for å investere i PE er høyere avkastning enn aksjemarkedet**

De internasjonale studiene antydte at investorene kunne ha andre grunner til å investere i PE enn høy avkastning. I våre samtaler har høy avkastning vært den viktigste grunnen.

### **3. Operasjonell kompetanse er den viktigste kompetanse i PE fondene for å skape verdier**

Investorene oppgir operasjonell og strategisk kompetanse som det viktigste. Finansiell kompetanse er en forutsetning.

### **4. Investorene har likvide plasseringer og trenger ikke plassere kommitert kapital kortsiktig før kapitalen innbetales til fondet**

Investorene vi har intervjuet er store institusjoner og kan reallokere likviditet på kort varsel. Dette kan imidlertid være et problem for andre typer investorer.

### **5. Avkastning fra PE fond er en funksjon av teamet og oppstartsåret på fondet**

Investeringene baserer seg på team-seleksjon, dvs. valg av team de mener vil skape høy avkastning og har en historie for å gjøre dette. Ingen av aktørene vi har snakket med forsøker seg på årgangstiming, dvs å velge ut spesifikke investeringsår hvor de tror PE kommer til å få en gunstig avkastning. De investerer isteden jevnt etter som mulighetene dukker opp. De internasjonale studiene har også pekt at større fond gjør det bedre enn mindre. Det er derfor noe overraskende at investorene vi har intervjuet i liten grad

vektlegger dette. Større aktører kan oppnå stordriftsfordeler og delta i større investeringer.



## 6. Oppsummering

PE investeringer har hatt en enorm vekst de siste ti årene. De har blitt en viktig kapitalkilde for selskaper i vekst og en muliggjørere for restrukturering av modne selskaper. Internasjonale studier har ulike konklusjoner på om PE gir en meravkastning sammenlignet med andre investeringer. Artiklene som har det største datasettet og det vi anser for å mest representativt viser en underperform av PE fond versus aksjeinvesteringer. Men det som er felles for artiklene er at øvre kvartils forvaltere i buyout sektoren gjør det bedre enn aksjeinvesteringer. Datagrunnlaget bak disse studiene kunne imidlertid vært bedre. Det er overvekt av amerikanske venture fond som ikke er like representativt for å vurdere nordiske buyout investeringer.

Investorene vi har intervjuet krever en premium på 3-6 % på PE investeringer i forhold til aksjeinvesteringer, men har enda høyere forventninger. Denne premien må kunne tilskrives illikviditeten i investeringene. Om denne premien er stor nok til å forsvare disse investeringene må avgjøres av den individuelle investors krav til likviditet. Grunnen til at disse investorene velger PE er at de ønsker høyere avkastning enn aksjemarkedet.

Spredningen mellom avkastningen til øvre kvartils forvaltere og gjennomsnittet er stor og konsistent over fondene forvalterselskapene oppretter. Dette tyder på at det er en oppside i PE. Dette underbygges også gjennom våre intervjuer med bransjeaktører og den eventyrlige avkastningen aktører som Yale University har oppnådd. Disse aktørene investerer kun i fond med forvalterteam som har unik kompetanse eller som har en god historikk å vise til. Etter vår mening kan ikke PE regnes som en aktivaklasse, men investeringsmulighetene må vurderes separat. Dersom man ikke får tilgang til å investere i de beste fondene bør man heller velge andre plasseringer som da gir høyere avkastning. De beste fondene lar seg identifisere ved å se på ulike kriterier – historikken til forvaltermiljøet, kompetansen til forvaltermiljøet og sekvensnummeret til fondet.

Problemet med å investere i de beste fondene kan være begrenset tilgang. Markedsaktørene vi har intervjuet er store og anerkjente og vil ha små problemer med å få tilgang til nordiske fond. Imidlertid kan dette være et problem for andre mindre aktører og kan øke i fremtiden.

PE må anses som individuelle opportunistiske investeringer og ikke en indeks av fond hvor gjennomsnittlig avkastning er av betydning.

## 7. Forslag til videre utredninger

- Denne undersøkelsen burde gjenopptas om 3-5 år. Pr. dags dato er markedet i Norden, og spesielt i Norge såpass ungt at det er vanskelig å få tak i data fra realiserte investeringer. Dersom man skal gjøre undersøkelser om den faktiske avkastningen fra PE investeringer er man avhengig av fullstendige kontantstrømmer fra starten av fondets levetid til likvidering og tilbakebetaling til investorer. Først om noen år vil man kunne svare på hva avkastningen faktisk har vært i nordiske PE fond som i stor grad ble startet mot slutten av 90-tallet. Dataene som finnes i aggregerte databaser er for dårlig og gir ikke et godt bilde av hvordan bransjen faktisk er.
- Det bør utredes mulighetene for å opprette en nøytral database med rapportering av avkastningsdata fra nordiske Private Equity fond til forskningsbruk. Databasen kan opprettes ved Norges Handelshøyskole med samarbeid med andre handelshøyskoler i Norden.
- I denne utredningen har vi hatt fokus på avkastningen. Risiko er et annet viktig aspekt ved investeringer i PE. Således kan videre utredninger rette fokus på risiko.
- Undersøke om det finnes alternative måter å rapportere verdiutviklingen i PE fond til investorer slik at man får mer realistisk rapportering.

## Litteraturliste

Kaplan, Steven & Schoar, Antoinette (2005): PE Performance: Returns, Persistence and Capital Flows (I: The Journal of Finance, Vol LX, no 4)

Ljungqvist, Alexander & Richardson, Matthew (2003): The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity (<http://www.nber.org/papers/w9454>)

Phalippou, Ludovic & Zollo, Maurizio (2005): Performance of PE Funds: Another puzzle?

Mellbye, Morten & de la Forest, Morten (2006): Provisjonsfest i de rikes lekegrind (I: Kapital Nr. 7 2006)

Barber, B.M., T. Odean & L. Zheng (2003): Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows (I: Journal of business forthcoming 2003)

EVCA (2005): Pan-European Survey of Performance – From Inception to 31. December 2004 ([http://www.evca.com/pdf/performance\\_2004.pdf](http://www.evca.com/pdf/performance_2004.pdf))

EVCA (2006): EVCA Yearbook 2005

NVCA (2005): En oppsummering av aktivitetsnivået i bransjen ([http://www.nvca.no/userfiles/NVCA\\_1\\_halvr\\_2005.pdf](http://www.nvca.no/userfiles/NVCA_1_halvr_2005.pdf))

NVCA (2005): Høringsuttalelse vedr. forslag om regulering av ”Spesialfond” [http://www.nvca.no/userfiles/150405\\_Norsk\\_Ventures\\_hringsut.\\_om\\_spesialfond.pdf](http://www.nvca.no/userfiles/150405_Norsk_Ventures_hringsut._om_spesialfond.pdf)

SVCA (2005): Riskkapitalbolagens aktiviteter 3. kvartal 2005 ([http://www.svca.se/common/load\\_ext\\_file.asp?Source=ext\\_pagesx&ContainerID=5818&id=2](http://www.svca.se/common/load_ext_file.asp?Source=ext_pagesx&ContainerID=5818&id=2))

Harper, Neil & Schneider, Anton (2004): Private Equity's new challenge (I: McKinsey Quarterly august 2004)

Brealey, Richard, Myers, Stewart & Allen, Franklin (2006): Corporate Finance (Eighth edition)

Heel, Joachim & Kehoe, Conor (2005): Why some Private Equity firms do better than others (I: The McKinsey Quarterly, no. 1 2005)

Ôstberg, Per (2006): Forelesning i Corporate Finance, FIE 402 ved Norges Handelshøyskole våren 2006

---

Norges Bank (2006): Brev til Finansdepartementet – “Bredere investeringsunivers i Petroleumsfondet” (21.03.2006)

Standard & Poor’s (2006): Monthly total returns - <http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/IndicesIndexPg&l=EN&b=4&f=1&s=6&ig=48&i=56&r=1&xcd=500&fd=EquityTotalReturn>

Yale (2005): Yale Endowment - [http://www.yale.edu/investments/Yale\\_Endowment\\_05.pdf](http://www.yale.edu/investments/Yale_Endowment_05.pdf)

Vi retter en stor takk til følgende markedsaktører som har villig bidratt til vår utredning:

Argentum	SVCA
Statoil Kapitalforvaltning	Artesia Capital
Storebrand Alternative Investments	Cubera
Skandia Liv	Northzone Venture
FSN Capital Partners	AP6
Norvestor	Thomson Venture Economics
Capman	Procuritas
EQT	Industri Kapital
European Venture Capital Association	Norsk Venturekapitalforening
KLP	unQuoted Nordic
Finansdepartementet	

Vi takker også vår veileder, Professor Thore Johnsen, for meget god hjelp under hele prosessen

## Appendiks

### Undersøkelse om rasjonale bak PE investeringer

#### PEs rolle i den totale portefølje

Størrelse på total forvaltningskapital hos investor:

1. \_\_\_\_\_ millioner €
2. \_\_\_\_\_ % er allokert til PE
3. \_\_\_\_\_ % av PE investeringer i Venture
4. \_\_\_\_\_ % av PE investeringer i Buyout
5. Når begynte investor med investeringer i PE (årstall): \_\_\_\_\_

#### Avkastning fra PE investeringer

6. Internasjonal litteratur antyder avkastning som er 3,3 % dårligere enn S&P500 over samme tidshorisont. Hvordan er investors forventning i forhold til dette?

6a.  Høyere  Samme  Lavere

Angi i IRR p.a. netto (fratrukket honorarer til PE fond) forventning

6b. \_\_\_\_\_ % IRR p.a.

#### Grunnlaget for investering i PE

Ranger mulige årsaker til at investor deltar i PE fond fra 1 – 5, hvor 1 er minst viktig og 5 er mest viktig

	1	2	3	4	5
7. Oppnå høyere avkastning enn aksjeindeks	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

- 
8. Diversifisere porteføljen i forhold til andre plasseringer
9. Lokal verdiskapning, kunnskaps- og kompetanseutvikling

### Kriteria for valg av PE fond

Ranger de ulike kriterier å velge PE investering fra 1 – 5, hvor 1 er minst viktig og 5 er mest viktig

	1	2	3	4	5
10. Forvalterselskapet har høy historisk avkastning å vise til	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
11. Tro på investeringsteam hos forvalterselskapet	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
12. Total størrelse på fondet (kommitert kapital)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
13. Sekvensnummeret til fondet (hvilket nummer i rekken fondet er til det spesifikke forvalterselskapet)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
14. Forventninger til den økonomiske utvikling i etableringsåret	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
15. Mulighet til å være med i fondet på et senere tidspunkt når fondet har bygget opp erfaring	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**Forventning til fremtidig avkastning i PE fond**

16. Hvor stor avkastning forventes fra en gjennomsnittlig investering i PE fond investert i 2006?

Angi i IRR p.a. netto (fratrasket honorarer til PE fond)

Venture:

16a. \_\_\_\_\_ % IRR p.a.

Buyout:

16b. \_\_\_\_\_ % IRR p.a.

**Plassering av kommitert kapital fra kommiteringstidspunkt til investering**

17. Hvordan plasseres kommitert kapital fra kommiteringstidspunkt til investering i PE fondet?

- Kortsiktige rentebærende papirer       Aksjemarkedet       Bankinnskudd
- Ingen spesielle disposisjoner       Annet, spesifiser \_\_\_\_\_

**Fondets rapportering av avkastning til investor**

Ranger de ulike svarene fra 1-5, hvor 1 er i liten grad og 5 er i stor grad.

18. Hvor stor tillitt har investor til fondets rapportering?

- |                          |                          |                          |                          |                          |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>1</b>                 | <b>2</b>                 | <b>3</b>                 | <b>4</b>                 | <b>5</b>                 |
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |



---

19. I hvor stor grad benyttes rapportene fra PE fondene? (for eks. intern rapportering, videreformidling i årsrapporter osv.)

**1      2      3      4      5**

### **Tilgang til PE fond**

20. Hvordan har investor fått tilgang til å investere i PE fondene de pr. dags dato er representert?

- Tidligere investeringer i samme PE selskapet (forvalterselskapet)
- Personlige relasjoner med ansatte som arbeider i PE selskapet (forvalterselskapet)
- Størrelsen på forvaltningskapitalen har gjort at vi har fått tilgang (størrelse til investor)
- Annet, spesifiser: \_\_\_\_\_

### **Kompetanse i forvaltningsselskap**

21. Hva er den viktigste kompetansen investor ser etter ved vurdering av forvaltermiljøet?

- Finansiell kompetanse
- Operasjonell kompetanse
- Strategisk kompetanse
- Annet, spesifiser: \_\_\_\_\_

---

**Faktorer til avkastning**

Velg fem av de viktigste faktorene for avkastning og ranger disse fra 1-5, hvor 1 er i liten grad og 5 er i stor grad. Gi kun en av faktorene rangering 1, kun en rangering 2 osv.

23. Hva fører til avkastning i PE fond?

	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
23a. Arbitrasje	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23b. Årgang for oppstart av fond	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23c. Totalt kommitert kapital i oppstartsår	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23d. Vilkår for exit ved salg/børsnotering	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23e. Kompetansen til forvaltermiljø	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23f. Økt gjeldsgrad	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23g. Bedret drift (marginer) av investeringsobjektene	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23h. Vekst i investeringsobjektene	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23i. Arbeidskapitalforbedring	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23j. Ny ledelse av investeringsobjektene	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>