

# **Valg av selskapsform for aktive eierfond i Norge**

*Implikasjoner for De Norske Sårkornfondordningene*

**David Torvik Tønne og Magnus Bugge**

**Veileder: Guttorm Schjelderup**

Utredning i fordypningsområdet finansiell økonomi

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag 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.

## Sammendrag

Den norske stat har i to omganger bidratt til etablering av aktive eierfond gjennom De Norske Såkornfondordningene. Denne utredningen viser konsekvensene av at fondene underlagt ordningene er organisert som Aksjeselskap, og vurderer om andre selskapsformer kan bidra til bedre måloppnåelse.

Først presenteres en undersøkelse gjennomført blant 25 norske forvaltningsmiljøer som viser at Såkornfondordningene valgte tilsvarende selskapsform som private aktører har valgt for sammenlignbare fond. På den andre siden viser også undersøkelsen at de mest profesjonelle aktørene av flere årsaker nå i større grad velger andre selskapsformer enn Aksjeselskap for sine fond.

Videre presenteres kvantitative beregninger som viser at valg av selskapsform for aktive eierfond betydelig påvirker investorenes forventede avkastning og forvalternes mulighet for suksesshonorar. Dette gjelder både tradisjonelle private aktive eierfond og fond underlagt De Norske Såkornfondordningene.

## Forord

Denne utredningen er skrevet som en del av en mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole innenfor hovedprofilen finansiell økonomi. Vårt arbeid med utredningen har vært drevet av et sterkt ønske om å tilføre verdi til en bransje som vi finner svært spennende. Ideen bak problemstillingen ble sådd av Eirik Sørgård, Administrerende direktør i KapNord Fond, og hans bidrag til utredningen har vært uvurderlig.

Under arbeidet har vi vært så heldige å komme i kontakt med mange sentrale aktører i bransjen og vi finner det på sin plass å takke dem for deres bidrag. Uten dere hadde ikke utredningen vært mulig å gjennomføre:

- Leo Grünfeldt - Menon Business Economics
- Stein Jodal - Innovasjon Norge
- Peter Hammerich - Partner i Advokatfirmaet Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen
- Kjetil Hardeng og Amund Fougner Bugge – Partnere i Advokatfirmaet Haavind AS
- Thomas Reppe Wetting – Partner i Advokatfirmaet Selmer DA
- Alexander Lund og Fred Arthur Andersen – Partnere i Advokatfirmaet CLP DA
- Norske forvaltningsmiljøer – 25 ledende forvaltningsmiljø for aktive eierfond.

Til slutt vil vi gjerne rette en stor takk til vår veileder Professor Guttorm Schjelderup for hans oppfølging og støtte.

## Oppsummering og anbefalinger

De Norske Sårkornfondordningene (DNS) består av 15 delvis statlig finansierte aktive eierfond som skal investere i tidligfasebedrifter med stort vekstpotensial. For at slike fond skal tiltrekke seg private investorer, og på sikt overleve uten statlig inngripen, er det nødvendig at fondene organiseres på en måte som bidrar til at investorene kan tilbys en tilfredsstillende avkastning.

En teoretisk gjennomgang av bransjen for aktivt eierskap og potensielle norske selskapsformer viser at Aksjeselskap, Kommandittselskap og Indre Selskap er de mest aktuelle selskapsformene for aktive eierfond registrert i Norge. Kommandittselskap, og særlig Indre Selskap, har større grad av avtalefrihet enn Aksjeselskap og kan ses på som mer komplekse i en fondsstruktur.

For å avdekke hensynene forvalterne av private aktive eierfond legger vekt på ved valg av selskapsform er det gjennomført en omfattende undersøkelse blant 25 norske forvaltningsmiljøer. Denne viser at DNS valgte tilsvarende selskapsform som private aktører har valgt for sammenlignbare fond. Videre viser undersøkelsen at det viktigste argumentet for å organisere fond som Aksjeselskap er fondsstrukturens popularitet blant norske investorer.

I senere tid observerer man likevel at erfarne private forvaltningsselskap og deres investorer i større grad velger mer avanserte fondsstrukturer basert på Indre Selskap eller utenlandske Limited Partnership. Kommandittselskap har tidligere vært brukt, men er av mange ikke lenger ansett som optimalt siden dets rammebetingelser gjør at selskapsformen faller mellom Aksjeselskap og Indre selskap.

Hovedargumentet forvaltningsmiljøene har for å velge fondsstrukturer basert på Indre selskap eller Limited Partnership er at de, i motsetning til strukturer basert på Aksjeselskap, er skattetransparente og har god kapitalmobilitet. I tillegg er Limited Partnership preferert av internasjonale investorer. På den andre siden ønsker ikke en del norske investorer å investere i en fondsstruktur basert på Indre Selskap. En årsak er at mangelfull erfaring og dårlig oppfatning av selskapsformen fører til uønsket merarbeid og usikkerhet knyttet til investeringene.

Skattetransparens innebærer at et fond ikke er et eget skattesubjekt, slik at investorene skattlegges for fondets resultat. I norsk skatterett er dette kjent som deltakerligning. Kapitalmobilitet er i fondssammenheng en betegnelse på hvor enkelt og tidkrevende det er å flytte kapital mellom investorene og fondet. De ulike norske selskapsformene har rammebetingelser som regulerer dette.

De økonomiske konsekvensene av ulik skattetransparens og kapitalmobilitet har i liten grad tidligere blitt kvantifisert. I denne utredningen presenteres lønnsomhetsberegninger som tydelig viser at manglende skattetransparens og begrenset kapitalmobilitet kan betydelig redusere investorenes forventede avkastning, samt svekke forvalternes mulighet for suksesshonorar. Beregningene er basert på gjennomsnittsfond simulert med bakgrunn i bransjetall. I tillegg er det også utført en regnskapsanalyse av de fem første fondene underlagt DNS for å teste realismen til resultatene basert på simulerte fond.

Det er gjennomført separate beregninger for tradisjonelle fond og fond underlagt DNS. På den måten kan en konstatere i hvor stor grad de økonomiske konsekvensene er sammenlignbare for ulike fond, og dermed være sikrere på at hensynene private aktører tar ved valg av selskapsform kan generaliseres for fond underlagt DNS.

Begrenset kapitalmobilitet utsetter utbetalinger fra et fond til investorene etter realiseringer. Dette medfører lavere internrente (IRR) og lavere nåverdi på en investering i fondet. IRR er et av de mest brukte avkastningsmålene i bransjen for aktive eierfond, og forvalters suksesshonorar blir som regel bestemt basert på den. Høy IRR gjør det også lettere for forvalter å tiltrekke seg investorer til eventuelt nye fond.

Et aktivt eierfonds skattemessige resultat er ofte negativt. Dette er fordi fondets forvaltningskostnader er fradragsberettigede, mens inntektene gjennom salg av eierposisjoner i andre selskap er tilnærmet skattefrie. Investorene i en skattetransparent fondsstruktur får årlig fradragsføre fondets skattemessige underskudd mot øvrig inntekt. Dette betyr at investorene får det man kan kalle indirekte kontantstrømmer fra fondet i form av skattefradrag.

Fond underlagt DNS har mye ansvarlige lån, og kapitalmobiliteten vil derfor ikke i så stor grad være avhengig av valgt selskapsform. Kapitalstrukturen medfører derimot høye rentekostnader, og kombinert med fondenes lange levetid fører dette til at konsekvensen av manglende skattetransparens blir desto mer betydelig. Våre estimater viser at IRR justert for

skattefradrag i et gjennomsnittlig fond underlagt ordningene, kan økes fra 6,22 prosent til 8,82 prosent dersom fondene organiseres i en skattetransparent struktur. Hvis investorene kan nyttiggjøre seg alle skattefradragene tilsvarer dette en forbedret avkastning på over 15,5 millioner kroner per 100 millioner privat kommittert kapital. Disse resultatene støttes også i stor grad av regnskapsanalysen av de fem første fondene underlagt DNS.

På bakgrunn av dette konkluderer vi med at DNS bør åpne for at eventuelle nye fond underlagt ordningen får mulighet til å organisere seg som skattetransparente strukturer, fortrinnsvis med god kapitalmobilitet. Dette vil ha betydelig konsekvens for investorenes forventede avkastning på en investering i fondene og forvalternes mulighet for suksesshonorar.

Vi anbefaler en fondsstruktur basert på Indre Selskap ettersom dette er den eneste norske selskapsformen som per i dag både er skattetransparent og har god kapitalmobilitet. Videre anbefaler vi DNS og de tilknyttede forvaltningsselskapene å fremme informasjon om Indre Selskap for å øke investorenes kunnskap og forståelse for fondsstrukturen. Til sammen vil dette vil på sikt bidra til bedre måloppnåelse for ordningene.

---

# Innholdsfortegnelse

<b>Sammendrag</b> .....	<b>1</b>
<b>Forord</b> .....	<b>2</b>
<b>Oppsummering og anbefalinger</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Innledning</b> .....	<b>10</b>
<b>1.1 Bakgrunn for oppgaven</b> .....	<b>10</b>
<b>1.2 Formål og avgrensning</b> .....	<b>11</b>
1.2.1 Formål .....	11
1.2.2 Avgrensning .....	11
1.2.3 Definisjoner.....	12
<b>1.3 Utredningens struktur</b> .....	<b>13</b>
<b>2. Aktivt eierskap og fondsstrukturer</b> .....	<b>14</b>
<b>2.1 Aktivt eierskap</b> .....	<b>14</b>
2.1.1 Ulike faser av aktivt eierskap .....	14
2.1.2 Tradisjonell organisering og drift av aktive eierfond.....	15
2.1.3 Optimale egenskaper ved en fondsstruktur .....	19
<b>2.2 De Norske Såkornfondordningene</b> .....	<b>21</b>
2.2.1 Organisering.....	22
2.2.2 Målsetninger .....	23
<b>2.3 Selskapsrett – Norske selskapsformer</b> .....	<b>25</b>
2.3.1 Vurderte selskapsformer .....	25
2.3.2 Ansvar .....	27
2.3.3 Organisering.....	28
2.3.4 Kapitalforhold .....	30
2.3.5 Skatt .....	32
2.3.6 Oppsummering av sentrale forskjeller mellom norske selskapsformer .....	33
<b>2.4 Norske fondsstrukturer</b> .....	<b>34</b>
2.4.1 Aktive eierfond etablert som Aksjeselskap.....	34
2.4.2 Aktive eierfond etablert som Kommandittselskap.....	39
2.4.3 Aktive eierfond etablert som Indre selskap.....	43
2.4.4 Oppsummering av sentrale forskjeller mellom fondsstrukturene .....	46
<b>3. Metode</b> .....	<b>49</b>
<b>3.1 Kvalitativ undersøkelse</b> .....	<b>50</b>

3.1.1	Design og utforming .....	50
3.1.2	Respondenter.....	51
3.1.3	Diskusjon av representativitet, gyldighet og pålitelighet.....	53
<b>3.2</b>	<b>Kvantitative beregninger .....</b>	<b>54</b>
3.2.1	Hensikt og design.....	55
3.2.2	Kvantitative beregninger og analyser .....	55
3.2.3	Diskusjon av representativitet, gyldighet og pålitelighet.....	60
<b>4.</b>	<b>Valg av selskapsform for aktive eierfond i Norge.....</b>	<b>62</b>
<b>4.1</b>	<b>Utbredelse av selskapsformer .....</b>	<b>62</b>
4.1.1	Generell fordeling av selskapsformer .....	62
4.1.2	Fordeling basert på kommittert kapital .....	65
4.1.3	Fordeling basert på fase .....	67
4.1.4	Fordeling basert på type investor.....	68
<b>4.2</b>	<b>Betraktninger bak valg av selskapsform .....</b>	<b>68</b>
4.2.1	Aktive eierfond etablert som Aksjeselskap.....	69
4.2.2	Aktive eierfond etablert som Kommandittselskap.....	71
4.2.3	Aktive eierfond etablert som Indre selskap .....	73
<b>4.3</b>	<b>Implikasjoner for De Norske Såkornfondordningene.....</b>	<b>75</b>
<b>5.</b>	<b>Økonomiske konsekvenser av selskapsform.....</b>	<b>81</b>
<b>5.1</b>	<b>Innledning.....</b>	<b>81</b>
5.1.1	Suksesshonorar, hurdle rate og catch-up .....	81
5.1.2	Kapitalmobilitet .....	82
5.1.3	Skattetransparens – selskapsligning kontra deltakerligning .....	83
<b>5.2</b>	<b>Konsekvenser for tradisjonelle private venturefond .....</b>	<b>84</b>
5.2.1	Parametre og antagelser .....	84
5.2.2	Beregninger.....	86
5.2.3	Resultater og analyse .....	87
<b>5.3</b>	<b>Konsekvenser for fond underlagt De Norske Såkornfondordningene .....</b>	<b>91</b>
5.3.1	Endrede antagelser og parametre .....	91
5.3.2	Beregninger.....	92
5.3.3	Resultater og analyse .....	92
<b>5.4</b>	<b>Begrensninger i kvantitative beregninger .....</b>	<b>95</b>
<b>5.5</b>	<b>Regnskapsanalyse .....</b>	<b>97</b>
5.5.1	Fremgangsmåte og antagelser.....	97
5.5.2	Resultater og analyse .....	99
<b>5.6</b>	<b>Kapitalmobilitetens effekt på forvalters suksesshonorar.....</b>	<b>100</b>



---

5.7 Konklusjoner fra kvantitative beregninger .....	102
6. Konklusjon.....	105
Ordlister og forkortninger .....	108
Litteraturliste.....	110
Vedlegg 1: Alternative KS-strukturer.....	114
Vedlegg 2: Intervjuguide .....	115
Vedlegg 3: Kapitalmobilitets innvirkning på NPV .....	116

## Figuroversikt

Figur 1: Faser av aktivt eierskap (NVCA 2010; Jørstad og Risholm 2009) .....	15
Figur 2: Tradisjonell organisasjonsstruktur i aktive eierfond .....	16
Figur 3: Kapitalstruktur i fond underlagt De Norske Såkornfondordningene (MENON 2009 s. 41)..	22
Figur 4: Fondsstruktur basert på AS. ....	35
Figur 5: Fondsstruktur basert på KS. ....	39
Figur 6: Fondsstruktur basert på IS. ....	44
Figur 7: Realiseringsdistribusjon og kapitalflyt i et gjennomsnittlig venturefond.....	87
Figur 8: Fordeling av avkastning mellom investor og forvalter i et gjennomsnittlig venturefond ....	101
Figur 9: Fond organisert som KS med to aksjeklasser i komplementaren.....	114
Figur 10: Fond organisert i en KS i KS-struktur .....	114
Figur 11: Kapitalmobilitets innvirkning på NPV (i prosent av kommittert kapital).....	116
Figur 12: Kapitalmobilitets innvirkning på NPV (i prosent av privat kommittert kapital).....	116

## Tabelloversikt

Tabell 1: Sentrale forskjeller mellom norske selskapsformer .....	34
Tabell 2: Sentrale forskjeller mellom norske fondsstrukturer.....	48
Tabell 3: Netto utvalg i kvalitativ undersøkelse.....	53
Tabell 4: Fordeling av selskapsformer blant norske forvaltningsselskapers aktive eierfond .....	63
Tabell 5: Mest sannsynlig selskapsform forvaltningsselskapene velger for sitt neste fond.....	65
Tabell 6: Statistisk fordeling av kapital.....	66
Tabell 7: Fordeling av kapital basert på forvalters valg av selskapsform for sitt siste fond.....	66
Tabell 8: Valg av selskapsform fordelt etter investeringsfase .....	67
Tabell 9: Sentrale styrker og svakheter ved norske fondsstrukturer .....	79
Tabell 10: Effekten av begrenset kapitalmobilitet på et venturefonds IRR og NPV .....	88
Tabell 11: Effekten av manglende skattetransparens på et venturefonds IRR* og NPV.....	89
Tabell 12: Samlet effekt av begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens på et venturefonds IRR* og NPV .....	90
Tabell 13: Effekten av begrenset kapitalmobilitet på IRR og NPV til fond underlagt DNS .....	93
Tabell 14: Effekten av manglende skattetransparens på IRR* og NPV til fond underlagt DNS.....	94
Tabell 15: Samlet effekt av begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens på IRR* og NPV til fond underlagt DNS .....	95
Tabell 16: NPV av indirekte kontantstrømmer for fond underlagt DNS .....	99
Tabell 17: Implikasjonen av redusert kapitalmobilitet for forvaltningsselskap og investor .....	102

# 1. Innledning

## 1.1 Bakgrunn for oppgaven

*“For lovgiver er selskapsretten en måte å regulere næringsvirksomhet ved å lage rammebetingelser. Valg av selskapsform er derfor ikke en juridisk spissfindighet, men har høyst reelle konsekvenser. (...) Ingen selskapsform er generelt, for alle formål, bedre enn andre.”*

*(Gjems-Onstad 2001 s17)*

De Norske Såkornfondordningene (DNS) har i to omganger bidratt til etablering av aktive eierfond. Disse fondene forvalter til sammen 3,1 milliarder kroner. Fondene skal på kommersielt grunnlag stimulere til realisering av nyutviklingsprosjekter med stort vekstpotensial gjennom å øke tilgangen på kompetent kapital. Ordningene administreres i dag av Innovasjon Norge og skal korrigere for markedssvikt i form av finansieringsproblemer for vekstforetak. Fondene finansieres med både privat og offentlig kapital, der den offentlige kapitalen er gitt som ansvarlige lån, tapsfond og administrasjonsstøtte. En viktig ambisjon med ordningen er at det på sikt skal dannes levedyktige forvaltningsmiljøer som kan drives uten statlig støtte.

Den offentlige kapitalen i DNS fører med seg en rekke begrensninger. Blant annet skal fondene organiseres som Aksjeselskap. Internasjonalt organiseres tradisjonelt aktive eierfond som Limited Partnership. Dette er en selskapsform som ikke eksisterer i Norge, og med rammebetingelser som skiller seg vesentlig fra det norske Aksjeselskapet.

## 1.2 Formål og avgrensning

### 1.2.1 Formål

Formålet med denne utredningen er:

*Å vise konsekvensene av at fond underlagt De Norske Sårkornfondordningene er organisert som Aksjeselskap og vurdere om andre norske selskapsformer i større grad vil bidra til bedre måloppnåelse.*

Utredningen retter søkelys mot et aktivt eierfonds grunnmur. Organisering er pilaren driften av fondet skal bygge på, og et fundament som ikke er optimalt tilpasset formålet kan ha negative konsekvenser for måloppnåelsen.

### 1.2.2 Avgrensning

Utredningen har ikke som formål å redegjøre for alle juridiske aspekter vedrørende valg av selskapsform, og forsøker heller ikke å erstatte juridisk bistand ved etablering av aktive eierfond. Målet med utredningen er å avdekke valg av selskapsforms praktiske konsekvenser for aktive eierfond, og da spesielt for fond underlagt DNS. På bakgrunn av dette vil juridiske bestemmelser uten større praktisk betydning for slike fond ikke bli drøftet. En diskusjon om hvorvidt dagens lovgivning og rammebetingelser vil vedvare er utenfor utredningens formål. Analyser og betraktninger gjennomført er derfor basert på dagens selskaps- og skattelovgivning.

Utredningen fokuserer på fondsstrukturer basert på norske selskapsformer, men drøfter også disse opp mot sentrale kjennetegn ved tradisjonelle internasjonale strukturer. Hensikten er å sette fokus på norske selskapsformers egnethet til foretningmessig drift gitt de spesielle forutsetninger som aktive eierfond opererer under. I tillegg anser vi det som svært usannsynlig at fond underlagt en statlig norsk støtteordning vil ønske/få lov til å registrere seg i utenlandske jurisdiksjoner. Dette ville blant annet gitt et signal til bransjen om at norske selskapsformer ikke egner seg for aktive eierfond og på denne måten skadet den norske bransjens utvikling. I tillegg er de utenlandske jurisdiksjonene som det best egner seg for aktive eierfond (og som oftest er brukt) klassifisert som skatteparadis av OECD. Dette

gjelder for eksempel Kanaløyene Jersey og Guernsey eller Cayman Islands (Schjelderup 2009; Norden 2009). Selv om en registrering fond i disse jurisdiksjonene ofte ikke er skattemotiverte<sup>1</sup> må man anta at signaleffekten av at en statlig støtteordning registrerer fondene sine i et skatteparadis er negativ. Vi utelukker derfor herved utenlandske selskapsformer som alternativ for fond underlagt DNS.

### 1.2.3 Definisjoner

Tradisjonelt etableres og forvaltes fond av et forvaltningsselskap. Benevnelsene fond og forvaltningsselskap brukes om flere typer fond<sup>2</sup> og deres forvaltningsselskap, men er i denne utredningen avgrenset til å betegne aktive eierfond og deres forvaltningsselskaper.

Det vil i utredningen skilles mellom aktive eierfond underlagt De Norske Sårkornfondordningene (DNS) og det vi kaller private aktive eierfond. Vi definerer private aktive eierfond som alle aktive eierfond som ikke er underlagt DNS.

Ofte vil investorer i aktive eierfond, både internasjonalt og i Norge, enten være selskaper eller privatpersoner som investerer gjennom egne selskaper (NVCA 2010; Metrick 2007). På bakgrunn av dette er det unnlatt å diskutere konsekvenser av at privatpersoner investerer direkte i aktive eierfond. Det antas derfor at alle som investerer i aktive eierfond enten er selskaper eller privatpersoner som investerer gjennom selskaper. Dette gjøres i hovedsak for å forenkle drøftningen rundt skattespørsmål og vil ikke ha signifikant påvirkning på utredningens konklusjoner.

---

<sup>1</sup> Jf. kapittel 4.1.4

<sup>2</sup> Som for eksempel aksjefond, eiendomsfond og aktive eierfond

## 1.3 Utredningens struktur

For at utredningen best mulig skal oppfylle sitt formål har vi valgt å dele den inn i seks kapitler. I kapittel to introduseres markedet for aktivt eierskap, hva som kjennetegner aktive eierfond og hva som er spesielt med DNS. Deretter gjennomgås de mest relevante aspektene ved norsk selskapsrett. På bakgrunn av dette redegjøres det så for hovedforskjellene mellom ulike norske fondsstrukturer.

I kapittel fire presenteres resultatene av en omfattende undersøkelse gjennomført blant 25 norske forvaltningsmiljø som forvalter fond utenfor DNS. Undersøkelsen hadde som hensikt å finne ut hvordan private aktører organiserer sine fond og hvorfor. Mange private aktører har lang erfaring og vet hva som skal til for å kunne drive fond på kommersielt vilkår. Hensynene de tar ved valg av selskapsform burde derfor være en god indikator for hvilke hensyn DNS burde vektlegge når de legger rammer for fondene underlagt ordningen.

I undersøkelsen ble det påpekt av flere at valg av selskapsform kan ha økonomiske konsekvenser for aktive eierfond. I kapittel fem er disse kvantifisert ved bruk av simulerte data basert på bransjetall. Siden fond underlagt DNS opererer under en del spesielle vilkår er det valgt å lage to separate analyser; en for tradisjonelle fond og en for fond underlagt DNS. Hensikten med å lage to analyser er for å kunne si i hvor stor grad de økonomiske konsekvensene er like for private aktører og for fond underlagt DNS. På denne måten kan man være sikrere på om hensynene private aktører tar ved valg av selskapsform er generaliserbare for fond underlagt DNS. For å underbygge at beregningene basert på simulerte data er realistiske presenteres det også en regnskapsanalyse av fem såkornfond underlagt DNS. Deretter drøftes de økonomiske konsekvensene av selskapsform opp mot forvalters mulighet for suksesshonorar.

Metodikken bak undersøkelsen og de kvantitative beregningene er gjennomgått i detalj i kapittel tre, mens kapittel seks presenterer utredningens konklusjoner og anbefalinger.

## 2. Aktivt eierskap og fondsstrukturer

### 2.1 Aktivt eierskap

I følge Norsk Venturekapitalforening betegner Aktivt eierskap (private equity) risikokapitalinvesteringer i private selskaper med potensial for høy vekst (NVCA 2010). Investeringene inngår i aktivaklassen alternative investeringer sammen med hedgefond og eiendomsinvesteringer (Johnsen 2009). Investeringsfond innenfor aktivt eierskap investerer i en portefølje med selskaper (porteføljeselskaper). Slike fond omtales på norsk som aktive eierfond. Ett av de viktigste kjennetegnene ved aktive eierfond er at fondets forvaltere bidrar aktivt i porteføljeselskapenes drift (Berlin 1998). Per høsten 2009 forvalter aktive eierfond i Norge rundt MRD NOK 61,4<sup>3</sup> (NVCA 2009a). På verdensbasis forvaltes det aktivt eierskap over MRD NOK 6000 (Metrick og Yasuda 2008).

#### 2.1.1 Ulike faser av aktivt eierskap

Det er vanlig å dele aktivt eierskap inn i to hovedkategorier. Venture relaterer seg til tidligfaseinvesteringer, mens buyout er oppkjøp av modne eller børsnoterte selskaper som så tas av børs. Venturefond spesialisere seg på investeringer i potensielle vekstselskaper, i motsetning til buyoutfond som kjøper opp, restrukturerer og effektiviserer godt etablerte selskaper. Både venturefond og buyoutfond bidrar til verdiskapning gjennom at forvaltningsselskapet deltar aktivt i porteføljeselskapenes drift, gjerne gjennom overvåkning, rådgivning og styreplass (Metrick 2007). I tillegg vil forvaltningsselskapets nettverk i næringslivet ofte være en ressurs som porteføljeselskapene kan dra nytte av.

Venture deles gjerne videre inn i såkorn, oppstart og ekspansjon/internasjonalisering. Inndelingen illustreres i Figur 1 og har sin bakgrunn i at fondene spesialisere seg etter forvalternes ekspertiseområde (NVCA 2010).

---

<sup>3</sup> Milliarder norske kroner. Tall er omregnet fra henholdsvis Euro (EUR) og Amerikanske dollar (USD). Følgende kurser er da brukt; 1 EUR = 8 NOK, 1 USD = 6 NOK



Figur 1: Faser av aktivt eierskap (NVCA 2010; Jørstad og Risholm 2009)

Såkorn er den tidligste fasen av en bedrifts liv, gjerne bare er en idé om et produkt. I denne fasen er det størst risiko og kun et fåtall av porteføljeselskapene overlever. Det er derfor vanlig i vestlige land at staten bidrar aktivt med kapital i denne fasen (NVCA 2010). Forvaltere i denne fasen har ofte vært vellykkede entreprenører selv og innehar stor kompetanse rundt oppstart av bedrifter. I de senere fasene av venture endres fokuset litt og risikoen blir noe lavere siden teknologien/produktene er mer utviklet i markedet. Fokuset til forvalterne ligger da for eksempel på ekspansjon og markedsutvikling. Selv om det kreves ulik kompetanse investerer gjerne fond på tvers av fasene i venture. Dette er imidlertid avhengig av hvert enkelt fond og forvaltningsselskapet strategi og kompetanse.

Ettersom porteføljeselskapene modnes øker ofte deres verdi, og det blir da dyrere å kjøpe større posisjoner i selskapene. Dette kan være en av forklaringene på hvorfor forskning viser at buyout fond ofte har større kapitalbase enn venturefond (Schoar et al. 2005). Av total kapital forvaltet i aktivt eierskap globalt, forvalter buyoutfond omtrent 2/3 (Metrick og Yasuda 2008).

## 2.1.2 Tradisjonell organisering og drift av aktive eierfond

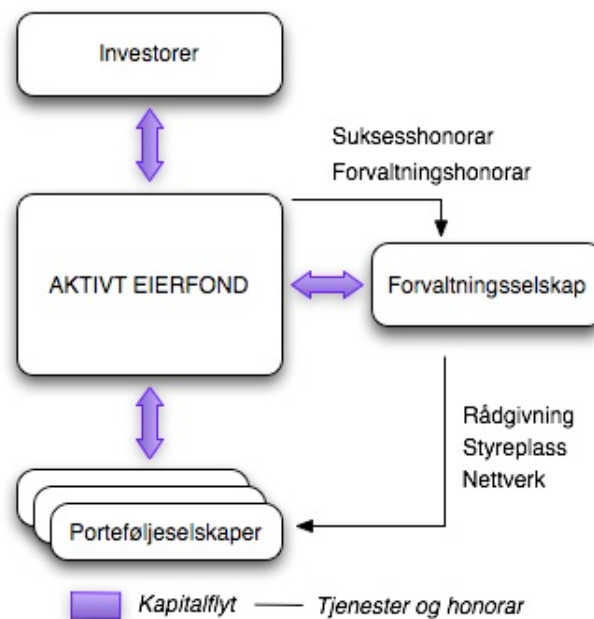
### *Etablering*

Etableringen av et aktivt eierfond blir normalt initiert av et forvaltningsselskap. Forvaltningsselskapet danner et fond med en forhåndsbestemt levetid på typisk 10 – 12 år, og innhenter så kapital fra eksterne investorer (Fenn 1995). Investorene kommitterer (forplikter) seg for et beløp (heretter kalt kommittert kapital) som blir betalt inn i transjer etter hvert som fondet gjør sine investeringer. Det er vanlig at forvaltningsselskapet eller nøkkelpersoner i forvaltningsselskapet (heretter omtalt under fellesbetegnelsen forvaltningsselskapet) også selv investerer i fondet, normalt gjerne rundt 1 prosent av fondets totale kapital (Sahlman 1990, BA-HR 2009).



## Drift

Fondet har sjeldent egne ansatte og betaler i stedet forvaltningsselskapet et løpende forvaltningshonorar for å forvalte fondets kapital. Generelt innebærer forvaltningen tre typer aktiviteter; investering, overvåkning og realisering (Metrick 2007). Forvaltningsselskapets aktive rolle i fondets porteføljeselskaper skjer gjennom det som her betegnes som overvåkning. Dette inkluderer blant annet rådgivning og styrerepresentasjon. Sammen med kapital er hensikten at dette skal bidra til vekst og verdiskapning i porteføljeselskapene. Målet er at fondet etter hvert skal kunne selge seg ut med gevinst og skape tilfredsstillende avkastning til sine investorer. Dersom det lykkes med dette er det vanlig at forvaltningsselskapet mottar en del av fondets avkastning. I bransjen kalles dette for suksesshonorar (carried interest) (Metrick 2007). Figur 2 gir en grafisk fremstilling av organisasjonsstrukturen i et tradisjonelt aktivt eierfond.



Figur 2: Tradisjonell organisasjonsstruktur i aktive eierfond

## Forvaltningsavtalen

Mellom forvaltningsselskapet og fondet foreligger det en forvaltningsavtale. I denne er rammene mellom fondet og forvalterne satt. De vanligste betingelsene internasjonalt er at fondet betaler forvaltningsselskapet et årlig forvaltningshonorar på 2 prosent<sup>4</sup> av fondets

<sup>4</sup> Dette er median. Vanligvis noe høyere forvaltningshonorar for venturefond og fond med liten kapitalbase, samt lavere forvaltningshonorar for buyoutfond eller fond med mye kapital

---

kommitterte kapital (Metrick og Yasuda 2008). Dette kan gjøres som en fast årlig prosent over fondenes levetid, en avtakende prosent etter hvert som investeringsfasen til fondet avsluttes, eller en fast prosent av kommittert kapital i investeringsfasen og deretter av netto investert kapital.

I tillegg til et fast forvaltningshonorar er det vanlig at forvaltningsselskapet har rett på suksesshonorar. Dette fungerer som regel slik at dersom avkastningen på fondet overstiger en fastsatt årlig minimumsavkastning (heretter kalt hurdle rate), vil meravkastningen på fondet deles mellom investorer og forvalterne. De vanligste betingelsene internasjonalt er en 80/20 deling, der investorene får 80 prosent og forvaltningsselskapet 20 prosent av all avkastning over en hurdle rate på 8 prosent. Videre er det vanlig med en såkalt catch-up klausul. Dette er en klausul som gir forvaltningsselskapet rett til en større del av avkastningen så snart investorene har mottatt sin hurdle rate. Det mest vanlige for fond som har en hurdle rate er å ha 100 prosent catch-up (Metrick og Yasuda 2008). Dette vil si at når investorene har fått avkastning tilsvarende hurdle raten, så vil forvaltningsselskapet motta all avkastning inntil det har mottatt 20 prosent (suksesshonoraret) av total avkastning. Avkastning utover dette igjen deles med 20 prosent til forvaltningsselskapet og 80 prosent til investor.

Definisjonen av suksesshonorar, hurdle rate og catch-up klausul gjør at selve hurdle raten kan betraktes som en lånerente fondet betaler på investorenes kapital. Det opparbeides "renters rente" og ved realisasjoner blir "lånet" og "rentene" tilbakebetalt til investor. Når investor har fått tilbake all sin investerte kapital med "renter" vil forvalter, på grunn av catch-up klausulen, motta resterende avkastning frem til han har 20 prosent av den totale avkastningen. Overskytende avkastning vil deretter fordeles med 20 prosent til forvalter og 80 prosent til investor.

### ***Investeringer og realiseringer***

Normalt investerer et aktivt eierfond i mellom 10 og 30 porteføljeselskaper, med et 3-10 år langt perspektiv per investering. Investeringer foretas som regel i løpet av de 5 første årene av fondets levetid, deretter investeres det ikke i nye selskaper (Metrick og Yasuda 2008). Det er vanlig å opprette et eget investeringsstyre som tar beslutninger rundt investeringer og realiseringer basert på forslag fra forvaltningsselskapet. Investeringsstyret kan bestå av

nøkkelpersoner fra forvaltningsselskapet, investorer og/eller eksterne fagpersoner. Det kan være flere grunner til at investeringsstyrer opprettes, blant annet er det med på å skape en viss uavhengighet mellom rådgivningen og investeringene.

Når fondet investerer i porteføljeselskaper gjøres dette gjerne ved bruk av egenkapital, konvertible lån eller mer avanserte egenkapitalinstrumenter. Dette varierer mellom ulike fond og den enkelte investering, og er blant annet avhengig av hvilke insentivinnretninger man ønsker mellom fondet og porteføljeselskapet (Berlin 1998, Metrick 2007). Investeringer realiseres som regel enten ved salg av enkeltstående aksjeposter til privat oppkjøper, salg av samtlige aksjer til et industrielt selskap, børsnotering med etterfølgende salg av aksjer, fusjon med andre selskaper eller salg tilbake til gründer (NVCA 2010, Bienz 2008). Siden fondet har en spesifisert levetid og porteføljeselskapene gjerne er lite likvide vil andeler i fondet normalt ikke kunne innløses.

Avkastningen til aktive eierfond kalkuleres når fondene avvikles. Det vanligste avkastningsmålet er internrenten (IRR – *Internal rate of return*) på investorenes kontantstrømmer (Bienz 2009). Dette er et gunstig avkastningsmål siden kapital under forvaltning varierer veldig i løpet av fondets levetid. IRR måles fra det tidspunktet investor betaler inn kapital til fondet til han får den tilbake. Realisert, ikke utdelt, kapital plasseres som regel på rentebærende bankkonto ettersom fondet vanligvis ikke har lov til å reinvestere kapitalen. Ideelt sett vil derfor utbetalinger fra fondet til investorene finne sted så snart investeringer realiseres. Dette gir fondet høyest mulig IRR (jf. kapittel 3.2.2)<sup>5</sup>.

Forvaltningsselskapene etablerer som regel et nytt fond etter at investeringsfasen i forrige fond er over. På denne måten øker de kapital under forvaltning og dermed sine egne faste inntekter. Samtidig posisjonerer de seg til å kunne utnytte nye investeringsmuligheter. En tommelfingerregel er at investeringsfasen til et fond er på 5 år og at forvaltningsselskapet etter dette starter et nytt fond (Berlin 1998).

---

<sup>5</sup> IRR vil reduseres så lenge ikke fondets avkastning er lavere enn bankrenten.

---

### 2.1.3 Optimale egenskaper ved en fondsstruktur

Internasjonalt er aktive eierfonds virksomhet gjennomgående lik. På bakgrunn av dette eksisterer det kjennetegn vedrørende hvordan en fondsstruktur optimalt bør tilpasses innenfor det enkelte lands selskapsrett. Norden (2009) har analysert hvilke rettslige rammebetingelser profesjonelle investorer ser på som viktig når de skal investere i nordiske aktive eierfond. Spesielt påpekes fire elementer som sentrale:

- (1) Skattetransparent fondsstruktur
- (2) Gode muligheter for skreddersydde løsninger angående organisering, herunder ingen rettslige begrensninger for flyt av kapital mellom investor og fond (god kapitalmobilitet)
- (3) Forvaltningshonorar skal være fritatt merverdiavgift
- (4) Stabile skatte- og lovgivningssystemer

BA-HR (2009) påpeker også investors krav til fondsstrukturer. Sentrale elementer er, i samsvar med Norden (2009), krav om god kapitalmobilitet og skattetransparens.

#### *Skattetransparens*

Investorer ønsker at fond skal være skattetransparente. Dette innebærer at fondet i seg selv ikke skal være et eget skattesubjekt, men at fondets eiere skal skattelegges i eget hjemland i henhold til hjemlandets skatteregler (Norden 2009). At fondet ikke opptrer som et eget skattesubjekt vil si at alle skattemessige disposisjoner skjer på den enkelte investors hånd, på samme måte som om investor selv skulle investert direkte i porteføljeselskapene. Investorene foretrekker dette blant annet fordi skattemessige underskudd i fondet årlig kan fradragføres mot investorenes øvrige inntekt. Det eksisterer begrensninger tilknyttet internasjonale skatteregler som medfører at utenlandske investorer kan bli skattlagt i Norge selv ved investeringer i strukturer som ikke er egne skattesubjekt. Dette medfører at ingen norske selskapsformer vil være helt skattetransparent for alle investorer. Av hensyn til utredningens omfang har vi valgt å ikke gå nærmere inn på de begrensninger dette kan medføre. I det følgende vil betegnelsen *skattetransparent* bli brukt for å omtale juridiske enheter som ikke er egne skattesubjekt, jf. videre diskusjon i kapittel 2.3.5.

### ***Kapitalmobilitet***

Kapitalmobilitet betegner ofte flyten av kapital mellom land. I bransjen for aktivt eierskap brukes derimot ordet *kapitalmobilitet* for å betegne hvor enkelt og tidkrevende det er å flytte kapital mellom et fond og dets investorer. Det er bransjens forståelse av begrepet som brukes i denne utredningen. Begrensninger i lovgivningen med tanke på innhenting av kommittert kapital, bunden kapital og utdelinger er alle elementer som gir redusert kapitalmobilitet. Investorer foretrekker god kapitalmobilitet siden fondene som oftest ikke har lov til å reinvestere kapital. Kapitalen plasseres derfor ofte på rentebærende konto til relativt lav avkastning inntil fondet får utbetalt den til investorene.

### ***Merverdiavgift***

Forvaltningshonorar er unnlatt merverdiavgift i Norge (Merverdiavgiftsloven §3-6), og er ikke avhengig av selskapsform (Merverdiavgiftsloven §1-1). Merverdiavgift vil derfor ikke være et tema for denne utredningen.

### ***Stabile skatteregler***

Levetiden til aktive eierfond er vanligvis 10 til 12 år. Fondene trenger derfor stabile rammebetingelser for å skape mest mulig forutsigbarhet for investorene. De norske skattereglene har blitt endret flere ganger de siste årene<sup>6</sup>. Denne utredningen forholder seg, som nevnt i kapittel 1.2, til eksisterende lovgivning og tar ikke sikte på en drøftelse av muligheten for endringer eller stabiliteten til norske skatte- og rettsregler.

### ***Limited Partnership***

Internasjonalt er Limited Partnerships (LP) den mest brukte organiseringsformen for aktive eierfond. LP er ikke en norsk selskapsform, og fond organisert som LP er ofte registrert på Kanaløyene Jersey eller Guernsey (Norden 2009). I en fondsstruktur basert på LP er/eier forvaltningsselskapet den såkalte *General Partner*. I kraft av å være General Partner forvalter forvaltningsselskapet fondets kapital med tilnærmet full beslutningsmyndighet.

---

<sup>6</sup> Større endringer er skattereformen av 1992 (Gjems-Onstad 2001) og av 2006 (Boye et al. 2008)

---

Andre investorer opptrer som *Limited Partners* og bidrar i stor grad kun med kapital. Et fond organisert som LP er skattetransparent, samt at det er ingen juridiske restriksjoner som begrenser kapitalflyten mellom fondet og dets investorer (god kapitalmobilitet). Stabil lovgiving over en lang tidsperiode og frihet til å lage skreddersydde løsninger har skapt en trygghet rundt LP for både investorer og forvaltere (Norden 2009). I sum medfører dette at organisering som LP per i dag er ansett som den mest optimale organisasjonsformen for aktive eierfond.

Flere norske forvaltningsselskaper som forvalter private aktive eierfond velger å registrere fondene sine som LP (jf. kapittel 4.1.4). Dette må gjøres i utenlandske jurisdiksjoner ettersom selskapsformen ikke eksisterer i Norge. Som nevnt i kapittel 1.2.2 anses ikke LP eller andre utenlandske selskapsformer som aktuelle for fond underlagt DNS, men nevnes her for å gi en referanse til hva som anses som den mest optimale fondsstrukturen.

## 2.2 De Norske Såkornfondordningene

For å stimulere til at flere nyutviklingsprosjekter med stort vekstpotensial blir realisert ble det på bakgrunn av vedtak i stortinget etablert 5 regionale og ett landsdekkende såkornsfond med statlig støtte i perioden 1998-2000 (Menon 2009). Disse fondene (heretter kalt bølge 1) hadde en maksimal levetid på 15 år med intensjon om å være organisert og drevet på lik linje som private kommersielle aktive eierfond. I 2003 gjennomførte Wassum (2003) en evaluering av denne såkornfondordningen. Konklusjonen var at ordningen hadde fungert etter sin hensikt og at det fortsatt var behov for statlig engasjement. I perioden 2006-2008 ble det etablert ytterligere 9 fond, hvor fem er distriktsrettede og fire er landsdekkende (heretter kalt bølge 2). I det kommende vil *De Norske Såkornfondordningene (DNS)* bli brukt som en fellesbetegnelse på ordningene disse til sammen 15 fondene er organisert under.

## 2.2.1 Organisering

Fondene underlagt DNS har både statlig og privat kapital, noe som klassifiserer de som hybridfond (OECD 1997). De regionale fondene i bølge 1 har kommittert kapital i størrelsesorden MNOK<sup>7</sup> 60-126, og det landsdekkende har en kapitalbase på MNOK 320. I bølge 2 er kommittert kapital i de distriktsrettede fondene MNOK 216-272 (foruten to fond etablert i 2008 på henholdsvis MNOK 75 og 179), mens de fire landsdekkende har MNOK 333 – 341. Totalt forvalter fond underlagt DNS MRD NOK 3,1. Staten har bidratt med 50 prosent av kapitalen (70 prosent i de regionale/distriktsrettede fondene) som ansvarlig lån. Av dette er 1/4 tapsfond som kan avskrives i takt med egenkapitalen hvis porteføljeselskaper fullstendig nedskrives. Tapsfondet fungerer dermed som en risikoavlastning for de private investorene. De private investorene har bidratt med resterende 50 prosent av kapitalen (30 prosent i de regionale/distriktsrettede fondene), der som regel 3/4 er ansvarlig lån og 1/4 egenkapital<sup>8</sup>. De statlige og de private lånene er gitt på samme betingelser, og rentene betales ved fondene avvikling<sup>9</sup>. Den dominerende finansieringsmodellen i DNS er illustrert i Figur 3.



Figur 3: Kapitalstruktur i fond underlagt De Norske Sårkornfondordningene (MENON 2009 s. 41)

Forvaltningen av fondene foretas av eksterne forvaltningsselskaper og er regulert av en detaljert forvaltningsavtale (MENON 2009). Forvaltningsselskapene utfører den daglige driften av fondet, mens fondenes styre tar endelige beslutninger om investeringer, investeringsstrategi og realiseringer. Styrene består som regel av representanter fra investorene.

<sup>7</sup> Millioner norske kroner

<sup>8</sup> Fordelingen mellom private lån og egenkapital kan variere mellom fondene.

<sup>9</sup> Lån i bølge 1 er gitt med rente på NIBOR<sup>9</sup> + 3 prosentpoeng, mens de i bølge 2 har rente på NIBOR + 0,5 prosentpoeng (distriktsrettede) eller NIBOR + 2 prosentpoeng (landsdekkende).

---

Det er vanlig at også forvaltningsselskapet investerer en liten del av kapitalen i fondet. Forvaltningsselskapet mottar et årlig forvaltningshonorar i størrelsesorden 2 prosent av kommittert kapital etter nærmere bestemte regler. I tillegg får selskapet en eventuell gevinst på sin andel av investert kapital og et suksesshonorar på 20 prosent over en avtalt hurdle rate (MENON 2009). Det er bekreftet at flere av forvaltningsselskapene ikke har catch-up klausuler. Det er likevel usikkert i hvilke grad dette gjelder alle da catch-up kan ha blitt avtalt individuelt mellom investorene og forvaltningsselskapene. Fire av de distriktsrettede fondene i bølge 2 mottar en offentlig administrasjonsstøtte på MNOK 0,9 per år. Administrasjonsstøtten skal være en kompensasjon for de ekstra kostnadene ved å drive denne type fond i distriktene.

### 2.2.2 Målsetninger

Hovedmålsettingen til DNS er å ”medvirke til et mangfold av innovative, kunnskapsbaserte nyskappingsprosjekter ved å sikre økt tilgang til relevant, kompetent privat kapital, som på sikt kan gi investorene god avkastning” (Menon 2009, s 8). DNS har også en rekke andre målsetninger, blant annet:

- Å tilføre ikke-børsnoterte små og mellomstore bedrifter (SMB) innen investeringsområdet egenkapital, kompetanse og nettverk som kan være utløsende for å realisere bedriftenes vekst- og lønnsomhetspotensial.
- Å få utløst privat kapital fra investorer som fortrinnsvis har relevant bakgrunn/erfaring
- Å utvikle et godt nettverk opp imot medinvestorer. Særlig gjelder dette private investorer som har ambisjon om å delta aktivt i styrer og generelt i utviklingen av porteføljebedrifter.
- Å knytte til seg/bygge opp et profesjonelt og levedyktig forvaltningsmiljø
- Å oppnå et godt renommé i det regionale kapitalmarkedet og bidra til å skape større forståelse for behovet for et finansielt og profesjonelt eierskap blant vekstbedrifter i investeringsområdet.
- Å oppnå høyest mulig avkastning på investeringsvirksomheten innenfor ordningens rammebetingelser



Ved diskusjon med Innovasjon Norge og representanter fra DNS er det også kommet frem at en svært viktig målsetning med ordningene er å bygge opp levedyktig norsk forvaltningskompetanse innen såkornkapital, som på sikt kan være konkurransedyktig uten offentlig inngripen.

Det er innbefattet en del begrensninger i tilknytning til DNS. Disse er gitt av Nærings- og Handelsdepartementet, Innovasjon Norge og EU/EFTA gjennom ESA (*EFTA Surveillance Authority*). Begrensningene knytter seg til bransjene det ikke kan investeres i, regionene det kan investeres i, kjennetegn ved porteføljeselskap (eks størrelse), årlig investeringsbeløp i hvert porteføljeselskap, hvor stor andel av kapitalen som kan investeres i et porteføljeselskap, samt eierintensiteten i fondene (MENON 2009). I tillegg er det fastsatt at fondene skal være registret som Aksjeselskap. Begrensningene reduserer derfor både organiserings- og investeringsmulighetene til fondene.

I diskusjon med Innovasjon Norge, Nærings- og Handelsdepartementet og andre tilknyttet DNS er det ikke funnet argumentasjon som støtter kravet til selskapsform. Det antas derfor at organiseringen ble vedtatt i gjensidig enighet mellom sentrale investorer, Innovasjon Norge og forvaltningsselskapene.

I 2009 gjennomførte MENON (2009) en ny evaluering av måloppnåelsen til DNS som en oppfølging av Wassum (2003). De konkluderte med at bølge 1 fondene trekker i retning av lav avkastning og få porteføljeselskaper med høy vekst. På den andre siden ser de likevel positive forbedringstrekk ved bølge 2 som kan bidra til bedre måloppnåelse. I hovedsak påpeker de at høyere forvaltningskapital gir mulighet for å bygge større og bedre forvaltningsteam, samt mulighet for større investeringer i hvert porteføljeselskap. Dette vil gi potensial for høyere vekst og bedre lønnsomhet i porteføljeselskapene. MENON påpeker videre at et mulig forbedringstrekk er å bedre organiseringen av eventuelle nye fond ved å åpne for bruk av andre selskapsformer. De foreslår Ansvarlig selskap og Kommandittselskap som alternativer.

Sammenlignet med rent private aktive eierfond er fond underlagt DNS i en særstilling. Det er innlagt betydelige subsidier i ordningen i form av tapsfond, administrasjonsstøtte og gunstige lån<sup>10</sup>. Dette gir blant annet fondene en bransjeavvikende kapitalstruktur med et

---

<sup>10</sup> Gunstige lån gjelder hovedsakelig fondene i bølge 2. Fondene i bølge 1 hadde rente på NIBOR + 3 %, noe som ikke anses som spesielt gunstig (MENON 2009)

---

betydelig innslag av ansvarlige lån. På den andre siden medfører ordningen betydelige begrensninger tilknyttet investering, eierstruktur og organisering. Det er nettopp begrensningene knyttet til organisering, og da spesielt valg av selskapsform som er fokus for denne utredningen.

Målsetningene til DNS impliserer at fondene underlagt ordningene skal ha et kommersielt anliggende. Dette betyr at fondene må forsøke å tiltrekke seg kommersielle investorer ved å tilby så høy avkastning som mulig. Optimal organisering av fond underlagt DNS bør tilstrebes i den grad det kan bidra til dette eller generelt bedre måloppnåelse på andre måter.

Som nevnt i kapittel 2.1.3 anses LP som en optimal organisasjonsform for aktive eierfond internasjonalt. Å tillate at fond underlagt DNS registreres som LP i utenlandske jurisdiksjoner anses derimot ikke som et reelt alternativ (jf. kapittel 1.2.2). DNS burde imidlertid vurdere hvilke av de norske selskapsformene som vil bidra til best måloppnåelse.

## 2.3 Selskapsrett – Norske selskapsformer

*”Aksjeselskaper er næringslivets vanligste organisasjonsform. Med mindre man driver virksomhet av veldig liten karakter er tommelfingerregelen at man driver et AS. Det er valget av en annen organisasjonsform som trenger en særlig begrunnelse”*

*Gjems-Onstad (2001 s.26)*

Formålet med dette kapitlet er å klargjøre de juridiske forskjellene mellom ulike norske selskapsformer. Kapitlet legger grunnmuren for en vurdering om det finnes rasjonelle årsaker til å velge en annen selskapsform enn Aksjeselskap (AS) for aktive eierfond underlagt DNS. Det fokuseres på de juridiske forskjellene som er mest relevante for aktive eierfond, og diskusjonen omfatter ikke selskapsformer som åpenbart er uegnet.

### 2.3.1 Vurderte selskapsformer

Både stiftelser og foreninger er selveiende, noe som gjør at investorene ikke vil ha eiendomsrett til selskapets formue (Ask et al. 2002). Å etablere aktive eierfond som en

forening eller stiftelse er derfor ikke hensiktsmessig. I Samvirkelag/Andelslag innehar man vanligvis ikke retten til å realisere verdistigningen på sin andel. I tillegg er det heller ikke mulighet å foreta utdelinger basert på medlemmenes kapitalandel (Woxhoth 2010). Denne organisasjonsformen er derfor heller ikke egnet for aktive eierfond. Enkeltpersonforetak har per definisjon bare en eier. Dette medfører at selskapsformen ikke er et alternativ siden tradisjonelle aktive eierfond og fond underlagt DNS ønsker å tiltrekke seg et flertall eksterne investorer.

Forskjellen mellom et Ansvarlig selskap (ANS) og et Ansvarlig selskap med delt ansvar (DA) er i hovedsak knyttet til ansvarsformen (Ask et al. 2002). Deltakerne i et ANS har et ubegrenset solidarisk ansvar for selskapets nåværende og potensielle forpliktelser. Dette gjelder også et eventuelt erstatningskrav (Aarbakke 2004). En deltaker med 1 prosent eierandel kan derfor i teorien bli krevd for hele selskapets samlede forpliktelser. I et DA vil deltakernes ansvar fortsatt være ubegrenset, men kreditorene kan kun kreve den enkelte for hans andel av de samlede forpliktelser, jf. Selskapsloven § 2-4.

Investorer i aktive eierfond ønsker å avgrense sin eksponering (mulighet for tap) til kommittert kapital (BA-HR 2009). En fondsstruktur basert på et ANS eller et DA tillater ikke dette uten spesielle tilpasninger. En mulig tilpasning er at hver investor investerer i fondet gjennom et Single Purpose Entity (SPE) organisert som AS. Et SPE er et selskap med et eneste formål (her å investere i det aktive eierfondet organisert som ANS eller DA). Dette vil begrense investorenes risiko til aksjekapitalen i SPE, men vil på den andre siden medføre organisatorisk medarbeid, redusert kapitalmobilitet og økte transaksjonskostnader for investorene<sup>11</sup>. Ingen av forvaltningsmiljøene kontaktet under arbeidet med denne utredningen har fond registrert som ANS eller DA. Den vanligste årsaken er at investorene ikke godtar muligheten for at det kan oppstå økonomiske forpliktelser utover kommittert kapital. I det følgende utelukkes derfor ANS og DA som alternativ selskapsform for tradisjonelle aktive eierfond generelt og fond underlagt DNS spesielt.

Reglene for Allmennaksjeselskaper (ASA) og AS er i hovedtrekk like. Ofte står AS fritt til å avtale betingelser som gir de samme rettigheter og plikter som ASA. (Bråthen 2008). Det er derfor ikke hensiktsmessig å drøfte AS og ASA hver for seg.

---

<sup>11</sup> Det vil være organisatorisk merarbeid og transaksjonskostnader knyttet til å opprette og drive et ekstra selskap for investor. Redusert kapitalmobilitet er et resultat av at kapital må gjennom et ekstra ledd når den flyttes mellom fondet og investor, jf. kapittel 2.1.3

Som konsekvens av diskusjonen ovenfor drøftes kun følgende selskapsformer: AS, Kommandittselskap (KS) og Indre selskap (IS). De mest sentrale rettsreglene som påvirker et aktivt eierfonds valg mellom disse selskapsformene finnes i Aksjeloven<sup>12</sup> og Selskapsloven<sup>13</sup>, og kan deles inn i følgende fire kategorier: ansvar, organisering, kapitalforhold og skatt. Hver av kategoriene drøftes separat nedenfor.

### **2.3.2 Ansvar**

Grad av ansvar for selskapets forpliktelser ovenfor kreditorene definerer i stor grad risikoen ved selskapsdeltakelsen og representerer kanskje den viktigste forskjellen mellom de ulike selskapsformene.

AS har begrenset deltakeransvar. Kort fortalt innebærer dette at deltagerne ikke har personlig ansvar overfor selskapets forpliktelser. Eierens økonomiske risiko begrenser seg derfor i utgangspunktet til innskutt aksjekapital jf. Aksjeloven § 1-2. KS har blandet deltakeransvar, jf. Selskapsloven § 1-2. Dette betyr at en av deltakerne har ubegrenset ansvar for selskapets samlede forpliktelser, mens de øvriges ansvar er begrenset til en fastsatt sum.

I et KS kalles deltakeren med ubegrenset ansvar for komplementar, og de med begrenset ansvar kalles kommandittister. I henhold til Selskapsloven § 3-1 må komplementarens eierandel være minst 10 prosent av selskapet.

I et IS kan man avtale blandet deltakeransvar (Wiik 2001). Da vil den såkalte hovedmannen ha ubegrenset ansvar, mens øvrige deltakere (kalt stille deltakere) har begrenset ansvar. Hovedmannens minimum eierandel er ikke spesifisert i selskapsloven.

I praksis vil nesten alltid komplementaren i et KS og hovedmannen i et IS være et AS (Gjems-Onstad 2001). Dette begrenser deltakeransvaret til samlet kapitalinnskudd i KS/IS og komplementaren/hovedmannen. Hvem som er komplementar og hovedmann i henholdsvis et KS og et IS avtales mellom deltakerne ved stiftelsen av selskapet.

---

<sup>12</sup> Lov av 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (Aksjeloven)

<sup>13</sup> Lov av 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (Selskapsloven)

### 2.3.3 Organisering

#### *Stiftelse, registrering og offentlighet*

Lovgivningens krav til fremgangsmåte ved stiftelse av et selskap varierer med selskapsform. Aksjeloven gir den mest omfattende reguleringen av stiftelsesprosedyrene (Gjems-Onstad 2001). Det er krav til revisor i et AS, og denne skal allerede være bestemt i stiftelsesdokumentet sammen med mer formalia, jf. Aksjeloven §§ 2-2 og 2-3.

Et KS stiftes ved at deltakerne lager en skriftlig, datert selskapsavtale i henhold til en rekke formelle krav, jf. Selskapsloven § 3-2. Et IS har ikke krav til skriftlig datert selskapsavtale, men hvis ikke selskapsavtalen tilfredsstiller minimumskravene etter selskapsloven vil neppe selskapet anses å ha blitt etablert (Ask et al. 2002). Rettspraksis tilsier at det må kunne etterprøves at en indre selskapsavtale er reell for at skatterettslige fordeler skal kunne oppnås (Fulford 2003). For alle praktiske formål vil det derfor også være hensiktsmessig med en skriftlig selskapsavtale for IS.

Aksjer i et AS er definert som omsettelige verdipapirer av Verdipapirhandelloven § 2-2. Det innebærer at dersom et tilbud om tegning av aksjer rettes til over 100 personer og gjelder et beløp på minst EUR 100 000 per person, skal det som hovedregel utarbeides et prospekt. Hvis et KS skal tilby en ubestemt krets av investorer til å tegne andeler i selskapet må det utarbeides en formell tegningsinnbydelse, jf. Selskapsloven § 3-4. Det er ingen prospektregler for tilbud om deltakelse i et IS (Haavind 2009).

Både AS og KS må registreres i Foretaksregisteret, jf. Foretaksregisterloven § 2-1. Hva som skal registreres varierer mellom selskapsformene. Et AS må blant annet registrere vedtektene, mens et KS må registrere innskuddsforpliktelser og hvor mye hver enkelt kommandittist har betalt inn. Kommandittistenes ansvar blir først begrenset ved denne registreringen. Begge selskapsformene plikter å melde fra om endringer i registrerte forhold, jf. Foretaksregisterloven § 4-1. Foretaksregisteret og dets opplysninger er offentlig informasjon og alle kan få innsyn, jf. Foretaksregisterloven § 8-1. Et IS har verken registreringsplikt i Foretaksregisteret eller enhetsregisteret.

AS, KS og IS plikter å føre regnskap, jf. Regnskapsloven § 1-2. Årsregnskapet (samt årsberetningen og revisorberetningen for de som har revisorplikt) er offentlige dokumenter og registreres i Regnskapsregisteret i Brønnøysund, jf. Regnskapsloven § 8-2. Det er likevel

---

vanskelig å etterse om et IS fører og rapporterer sitt regnskap siden eksistensen om selskapet ikke er registrert i Foretaksregisteret<sup>14</sup>.

### *Organisasjon*

Alle selskapsformene har ulike krav til organ. Et AS har de mest formelle kravene, med påbud om generalforsamling, styre og revisor. I tillegg er det krav om daglig leder hvis omsetningen til selskapet er over MNOK 3. Generalforsamlingen er selskapets øverste myndighet jf. Aksjeloven §§ 5-1, 6-1, 6-2, 7-1.

Et KS må bestå av en eller flere komplementarer og kommandittister. Det stilles krav til selskapsmøte, men det er ikke krav at selskapsmøtet skal ha den alminnelige beslutningsmyndigheten, jf. Selskapsloven § 3-6. Beslutningsmyndigheten kan avtales til å ligge hos komplementaren eller styret, men disse kan ikke endre selskapsavtalen. Hvis det har vært mer enn 30 ansatte i selskapet i snitt de siste tre årene må selskapet ha et styre, jf. Selskapsloven § 3-10. Revisor er påbudt dersom komplementaren er registrert som et AS, jf. Revisorloven § 2-1 annet ledd. Hvis et KS har en daglig leder/styre er dens opptreden regulert av selskapsloven.

Et IS består av en avtale mellom hovedmann og de stille deltakerne. IS skal ha selskapsmøte, men stille deltakere har ikke lov til å delta med stemmerett (Wiik 2001). IS opptrer ikke som selskap ovenfor tredjemann (Woxholth 2010). Det vil derfor være hovedmannen som opptrer utad, og alle formelle organer er lagt til han.

For å kunne binde selskapet til avtaler med tredjemann (tegne selskapets firma) må man ha representasjonsrett (Woxholdt 2010). I et AS er det styret i fellesskap som kan tegne selskapet. I et KS er det komplementaren som representerer selskapet utad såfremt det ikke er et eget styre i selskapet. I et IS er det hovedmannen som kan tegne selskapet. Dersom hovedmannen er et AS er det styret i hovedmannen som har representasjonsrett. Det kan gis firmategningsrett til andre enn nevnte organ slik at de kan tegne selskapet.

---

<sup>14</sup> For en utdyprning av regnskapspraksis for Indre Selskap se Wiik (2001)

### **2.3.4 Kapitalforhold**

#### *Minimumsinnskudd*

AS har et krav til innskudd på minimum NOK 100 000 ved registrering, jf. Aksjeloven § 3-1. KS har krav om at hver Kommandittist skyter inn NOK 20 000, men kun 1/5 av dette må være innbetalt ved registrering og ytterligere 1/5 innen 2 år, jf. Selskapsloven §§ 3-1 og 3-5. IS har ingen spesielle regler knyttet til minsteinnskudd.

#### *Bunden kapital*

Etter Aksjeloven § 3-6 kan utbetalinger til aksjonærene i et AS vanligvis bare skje i form av utbytte, kapitalnedsettelse, kontantvederlag ved fusjon/fisjon eller ved likvidasjon. Absolutt minstekrav for aksjekapitalen er NOK 100 000 og nedskrivning under denne terskelen er ikke tillatt. I tillegg til dette angir Aksjeloven § 3-4 at et AS til enhver tid skal ha en egenkapital som er forsvarlig ut i fra risikoen og omfanget av virksomheten i selskapet.

I et KS er 2/5 av selskapskapitalen bunden jf. Selskapsloven § 3-1. Selskapskapitalen består av deltakernes samlede innskuddsforpliktelse. Dersom selskapets egenkapital kommer under grensen for bunden kapital kan det ikke lenger foretas utbetalinger til deltakerne. Et IS har ingen regler for bunden kapital.

#### *Utbytte*

Reglene for utbytte i AS er noe kompliserte. Hovedregelen er at det kun er overskudd fra siste regnskapsårs resultatregnskap eller annen egenkapital som kan utbetales (Berge et al. 2007). I tillegg begrenses muligheten for utbytte av en rekke lovbestemte fradrag jf. Aksjeloven § 8-1. Beslutning om utdeling av utbytte treffes av generalforsamlingen etter forslag fra styret.

Før utdeling av utbytte kan finne sted i et KS må egenkapitalen i følge balansen for siste regnskapsår overstige de bundne 2/5 av selskapskapitalen jf. Selskapsloven § 3-16. Det er ingen restriksjoner på utbytte i et IS så lenge det ikke åpenbart skader selskapet eller kreditorenes interesser (Aarbakke 2004).

---

### ***Kapitalforhøyelser***

I AS innebærer en kapitalforhøyelse en aksjeemisjon. Emisjoner besluttes av generalforsamlingen med 2/3 flertall (samme som for vedtektsendringer), hvis ikke annet er spesifisert i vedtektene. Generalforsamlingen kan også gi styret fullmakt til å gjennomføre emisjoner innenfor et visst tidsrom, jf. Aksjeloven §§ 5-18, 10-1 og 10-14.

Kapitalforhøyelser i KS og IS innebærer en økning av selskapskapitalen utover kommittert kapital<sup>15</sup>. Dette betinger at selskapsavtalen endres og krever enstemmighet blant deltakerne dersom ikke annet er spesifisert i selskapsavtalen (Gjems-Onstad 2001).

### ***Kapitalnedsettelse***

I et AS besluttes en kapitalnedsettelse av generalforsamlingen. Dersom nedsettelsesbeløpet skal benyttes til utdeling til aksjonærene, sletting av egne aksjer eller fondsavsetning skal det etter nedsettingen være full dekning for den gjenværende aksjekapitalen og selskapets bundne egenkapital. Ved beregningen skal balansen for siste regnskapsår legges til grunn. Dersom ønskelig kan beregningen skje på bakgrunn av en mellombalanse som er utarbeidet og revidert som et årsregnskap. Hvis nedsettelsesbeløpet skal brukes som nevnt over skal selskapets kreditorer varsles. De har da to måneder på å komme med innsigelser mot kapitalnedsettelsen, jf. Aksjeloven §§ 12-1 til 12-6.

En kapitalnedsettelse i et KS er en endring av selskapskapitalen og besluttes av selskapsmøtet. Nedsettelsen kan ikke bryte med reglene om bunden kapital. Hvis nedsettelsen skal anvendes til tilbakebetaling til eierne skal kreditorene varsles. De har da tre måneder til å komme med innsigelser jf. Selskapsloven § 3-20. Kapitalnedsettelser er ikke regulert i IS og eierne kan fritt avtale betingelsene i selskapsavtalen.

### ***Salg av eierandel***

I AS krever salg av aksjeandeler samtykke fra styret, men kan bare nektes ved saklig grunn, jf. Aksjeloven §§ 4-15 og 4-16. I KS krever overdragelse av kommandittandel kun samtykke fra Komplementaren (eventuelt styret), mens overdragelse av komplementarandel

---

<sup>15</sup> I motsetning til aksjekapitalen i et AS inkluderer selskapskapitalen i et KS og IS også ikke innbetalt ansvarlig (kommittert) kapital.



krever godkjenning fra samtlige deltakere. Overdragelse kan kun nektes ved saklig grunn, jf. Selskapsloven §§ 2-28 og 3-21. Reglene for IS antas å være hovedsaklig lik reglene for Ansvarlige selskaper ettersom ikke annet er spesifisert i Selskapsloven. Det vil si at samtlige deltakere må godta overdragelse av selskapsandeler, jf. Selskapsloven § 2-28. Krav om samtykke kan fravikes i vedtektene/selskapsavtalen for alle ovennevnte selskapsformer.

### *Pantsetting av andeler*

Pantsetting av aksjer i et AS er tillatt så lenge ikke annet er spesifisert i vedtektene. Andeler i et KS kan pantsettes så lenge det er utstedt andelspapirer, og ikke annet er nevnt i selskapsavtalen. Det er ikke mulig å pantsette andeler i et IS (Norden 2009).

## **2.3.5 Skatt**

De skattemessige konsekvensene av selskapsform kan være betydelige. Faktorer som blant annet spiller inn er eiernes situasjon, virksomhetens driftsfase, og om virksomheten kommer til å gå med overskudd eller underskudd på kort, mellomlang, eller lang sikt (Bråthen 2008). En fullstendig gjennomgang av skattereglene for de ulike selskapsformene er utenfor denne utredningens rammer og det fokuseres derfor på de store linjene.

### *Fritaksmetoden*

Det er først verdt å merke seg at både AS, KS og IS berammes av den såkalte Fritaksmetoden. Dette innebærer at kun 3 prosent av gevinst ved salg av aksjer skattlegges med 28 prosent. Tap ved salg av aksjer og verdinnskivninger er ikke fradragsberettiget, jf. Skatteloven § 2-38.

### *Ligningsmetode*

Hovedskillet i skattereglene for ulike selskapsformer går mellom de selskaper som er egne skattesubjekter og de som ikke er det. KS og IS er ikke egne skattesubjekter og lignes med

---

deltakerligning. Et AS er derimot et eget skattesubjekt og lignes derfor ved selskapsligning, jf. Skatteloven § 2-2.

At et AS selskapslignes innebærer at selskapet beskattes for seg selv, og aksjonærene beskattes ikke for andel av overskudd. Tilsvarende får aksjonæren heller ikke fradrag for eventuelle underskudd. Et AS betaler ikke formueskatt, men aksjonæren betaler formueskatt for verdien av sine aksjer i selskapet (Brudvik 2009).

Ettersom KS og IS deltakerlignes leverer de ikke egen selvangivelse. Selskapet setter kun opp et eget skatteregnskap hvor nettooverskuddet fordeles på deltakerne etter eierandel (eller etter avtale). Selskapet sender så inn en selskapsoppgave med denne informasjonen til skattemyndighetene. Kort fortalt fører ligningsmetoden til at deltakerne beskattes for sin andel av selskapets overskudd. Tilsvarende får deltakerne fradrag for sin del av selskapets underskudd (Brudvik 2009).

For kommandittister i KS og Stille deltakere i IS angir skatteloven § 10-43 en begrensning i muligheten til å få fradrag for underskudd. Dette innebærer at fradragsretten er begrenset til det beløp deltakeren kan risikere å tape på investeringen (Wiik 2001). Dette kan noe forenklet beskrives som deltakerens andel av selskapets skattemessige verdier og skatteposisjoner, påplussset den resterende innskuddsforpliktelse og eventuell overkurs ved erverv av andelen (Gjems-Onstad 2001). I praksis vil fradragsrammen øke ved gevinst på investering og reduseres ved tap på investering, nedskrivninger, utbetalinger av egenkapital og eventuelle underskudd.

I det videre vil norske deltagerlignede selskapsformer (KS og IS) bli omtalt som skattetransparente. Norske deltakerlignede selskapsformer er likevel ikke nødvendigvis fullstendig skattetransparente på grunn av begrensninger knyttet til internasjonale investorer (jf. kapittel 2.1.3).

### **2.3.6 Oppsummering av sentrale forskjeller mellom norske selskapsformer**

Sentrale juridiske forskjeller mellom AS, KS og IS er reglene knyttet til ansvar, offentlighet, bunden kapital, utdelinger, ligningsmetode og organ. Tabell 1 gir en kort oppsummering av disse forskjellene.

	Aksjeselskap	Kommandittselskap	Indre Selskap
<b>Ansvar</b>	Begrenset	Blandet	Blandet
<b>Registrering i Foretaksregisteret</b>	Ja	Ja	Nei
<b>Bunden kapital</b>	NOK 100 000	2/5 av selskapskapitalen	Ingen
<b>Utbytte</b>	Godkjent årsregnskap	Godkjent årsregnskap	Fritt
<b>Kapitalnedsettelse</b>	Regnskap + kreditorvarsel	Regnskap + kreditorvarsel	Fritt
<b>Ligningsmetode</b>	Selskapsligning	Deltakerligning	Deltakerligning
<b>Påbudte organ</b>	Generalforsamling, styre, revisor	Komplementar, kommandittist, Selskapsmøte	Hovedmann, stille deltakere, Selskapsmøte
<b>Representasjon</b>	Styret	Komplementaren	Hovedmannen

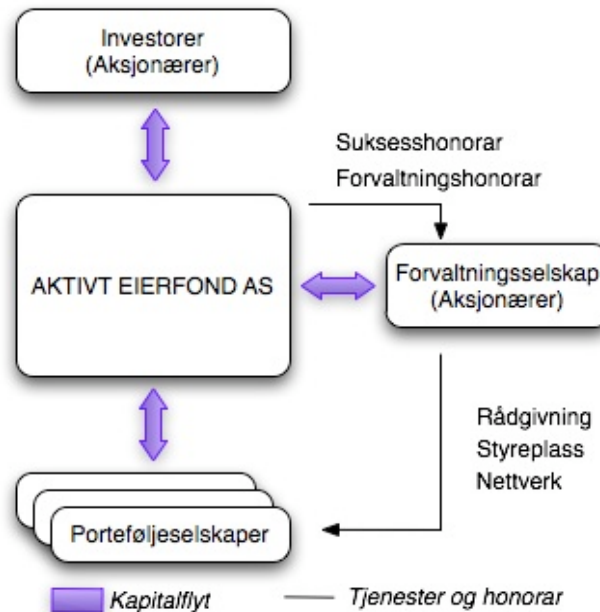
Tabell 1: Sentrale forskjeller mellom norske selskapsformer

## 2.4 Norske fondsstrukturer

Formålet med dette kapittelet er å illustrere hvordan fondsstrukturer basert på de ulike norske selskapsformene (AS, KS og IS) ofte vil se ut. Dette gjøres ved å knytte de generelle rettsreglene gjennomgått over sammen med teori fra kapittel 2.1 om hvordan tradisjonelle aktive eierfond opptrer. På denne måten klargjøres det hvordan valg av selskapsform påvirker et aktivt eierfonds struktur og handlingsrom. Betrachtingene i dette kapittelet er generelle og gjelder både for private aktive eierfond og for fond underlagt DNS.

### 2.4.1 Aktive eierfond etablert som Aksjeselskap

Aksjeloven regulerer aktive eierfond registrert som AS ved å gi klare rammer og omfattende begrensninger på fondets og investorenes handlings- og avtalefrihet. Reglene for AS er godt kjente og lett tilgjengelige (Gjems-Onstad 2001). En fondsstruktur basert på AS (AS-struktur) er derfor ofte oversiktlig, godt avklart og lettfattelig. Figur 4 gir en grafisk fremstilling av en AS-struktur.



Figur 4: Fondsstruktur basert på AS.

### ***Forklaring av fondsstruktur basert på AS***

Opprettelsen av det aktive eierfondet (i Figur 4 kalt Aktivt eierfond AS) er ofte initiert av et forvaltningsselskap. Fondet innhenter så kapital fra eksterne investorer som sammen med forvaltningsselskapet investerer i fondet. Forvaltningsselskapet bidrar som regel med minimum 1 prosent av total kapital. Fondet betaler så forvaltningsselskapet et årlig forvaltningshonorar for å aktivt forvalte fondets kapital. Dette inkluderer å investere i, overvåke og selge porteføljeselskaper. Overvåkningen skjer som nevnt typisk gjennom rådgivning og styredeltakelse i porteføljeselskapene. I tillegg vil forvaltningsselskapets nettverk ofte være en viktig ressurs for porteføljeselskapene. I tradisjonelle fond er vanlig at styret i hovedsak består av personer med tilknytning til forvaltningsselskapet. Øvrige investorers innflytelse begrenses ofte (men ikke alltid) til å stemme på generalforsamlingen (BA-HR 2009). Denne fordelingen av beslutningsmyndighet tilordnes ofte forvaltningsselskapet gjennom å etablere to aksjeklasser i fondet. Eksempelvis får eksterne investorer A-aksjer som gir rett til en avtalt minsteavkastning (hurdle rate), og forvaltningsselskapet får B-aksjer som gir beslutningsmyndighet og rett til suksesshonorar. Rettighetene til hver aksjeklasse vil være spesifisert i fondets vedtekter. Ingen aksjonær har personlig ansvar for fondets forpliktelser. Dette betyr i utgangspunktet at verken eksterne investorer eller forvaltningsselskapet risikerer å tape mer enn den til enhver tid innbetalte aksjekapitalen.

### ***Registrering og offentlighet***

Fondet må registreres i Foretaksregisteret. Investorenes rettigheter og plikter er regulert av vedtektene og en eventuell aksjonæravtale. Førstnevnte registreres og er offentlig.

### ***Innskudd av kapital***

Innhenting av kapital til fondet skjer normalt i transjer. Ved opprettelsen av fondet betaler investorene derfor bare inn en liten del av kommittert kapital som aksjekapital. I tillegg avtales det at investorene skal delta på fremtidige emisjoner begrenset oppad til totalt kommittert kapital. Emisjonene finner sted når fondet skal gjøre nye investeringer og må besluttes av generalforsamlingen, eller av styret etter fullmakt fra generalforsamlingen. Forvalterne forsøker å avtalefeste sanksjoner ved manglende deltakelse på fremtidige emisjoner. Man kan derfor hevde at investors tapsmulighet ligger et sted mellom den innbetalte aksjekapitalen og total kommittert kapital.

### ***Kapitalforhøyelser***

En kapitalforhøyelse i fondet innebærer en økning av kommittert kapital og er relativt uvanlig. En slik forhøyelse besluttes av generalforsamlingen og fungerer på samme måte som innhenting av kommittert kapital. Forskjellen er at eksisterende investorer kan velge å ikke delta i emisjonen og dermed bli ”vannet ut” av andre investorer. Det derfor relativt enkelt å endre eierstrukturen i fondet.

### ***Prospektplikt, konsesjon og omsettelighet***

Dersom tilbud om investering i fondet rettes til over 100 investorer med innskudd på minst EUR 100 000, skal det som hovedregel utarbeides et prospekt. Virkningen av dette er imidlertid ubetydelig da utarbeidelse av et omfattende prospekt vanligvis er et krav fra investorene (BA-HR 2009). Årsaken er at de fleste investorene ønsker så detaljert informasjon som mulig om fondet før de velger om de skal investere. Det er likevel verdt å merke seg at prospektplikten medfører at innholdet i prospektet blir lovregulert. Per tiden er

---

det konsesjonsplikt for å yte mellommannstjenester<sup>16</sup> til aktive eierfond registrert som AS. Konsekvensen er at forvaltningsselskapet kan bli konsesjonspliktig dersom det ikke er observant på hvilke tjenester som ytes til fondet (Haavind 2009).

For å omsette andeler i fondet trenger man i utgangspunktet kun godkjenning fra styret. Styret kan kun nekte omsetning ved saklig begrunnelse. Det vil være i både forvalters og øvrige investorers interesse at styret bruker denne muligheten til å forsikre seg om at eventuelle kjøpere har evne og vilje til å overta innskuddsforpliktelsene til selger.

### *Utdelinger*

Når fondet realiserer sine investeringer vil utdelinger enten skje i form av utbytte eller kapitalnedsettelse. Aksjeloven legger begrensninger på slike utdelinger og begge må blant annet gjøres på bakgrunn av et godkjent årsregnskap. Kapitalnedsettelse krever i tillegg et kreditorvarsel der kreditorene har 2 måneders innsigelsesfrist. Kapitalnedsettelse kan også gjøres på en ekstraordinær generalforsamling med bakgrunn i en godkjent og revidert mellombalanse. En slik mellombalanse skal utarbeides på samme måte som et årsregnskap. Kapitalnedsettelse basert på reviderte mellombalanser kan være både kostbare og tidkrevende. På bakgrunn av dette antas det at det sjelden gjennomføres i praksis.

Den praktiske konsekvensen av reglene for utdelinger er at dersom fondet ikke har hatt mulighet for utdeling basert på siste årsregnskap vil det ikke kunne distribuere kapital etter en realisasjon før neste reviderte årsregnskap er godkjent av generalforsamlingen. Dette vil ofte ikke finne sted før tidligst i slutten av mars påfølgende år. Dersom man legger til grunn at realiseringer skjer vilkårlig i løpet av året vil dette i praksis bety at distribusjoner fra fondet til investor gjennomsnittlig ikke finner sted før 9-12 måneder etter at en investering er realisert<sup>17</sup>.

Begrensningene knyttet til utdelinger kan reduseres noe ved at en del av kommittert kapital skytes inn som lån fra investorene i stedet for aksjekapital. Realiseringer kan dermed deles ut i form av tilbakebetaling av lån, noe som ikke setter krav til godkjent årsregnskap, kreditorvarsel eller vedtak på generalforsamling. Hvis fondet betaler rente på lån fra

---

<sup>16</sup> Med mellommannstjenester menes her *Investerings tjenester* som definert i Verdipapirloven § 2-1 (1).

<sup>17</sup> Realiseringer skjer i gjennomsnitt i måned 6 (Juni). Antar at godkjenning av revidert årsregnskap på generalforsamling finner sted minimum 3 og maksimum 6 måneder etter regnskapsårets slutt.

investorene, vil renten være skattepliktig hos den enkelte investor samt fradragsberettiget hos fondet.

### **Skatt**

Fondet er et eget skattesubjekt og vil derfor selskapslignes. Gevinst ved salg av aksjer (porteføljeselskaper) beskattes etter fritaksmetoden. I all hovedsak betyr dette at fondet skattlegges for 3 prosent av aksjegevinster med en sats på 28 prosent. Tap ved salg av aksjer eller nedskrivninger av verdien på porteføljeselskaper er ikke fradragsberettiget. Ettersom det er antatt at alle som investerer i aktive eierfond enten er selskaper eller privatpersoner som investerer gjennom selskaper, vil utdelinger fra fondet til investorene følge Fritaksmetoden som hovedregel (Haavind 2009).

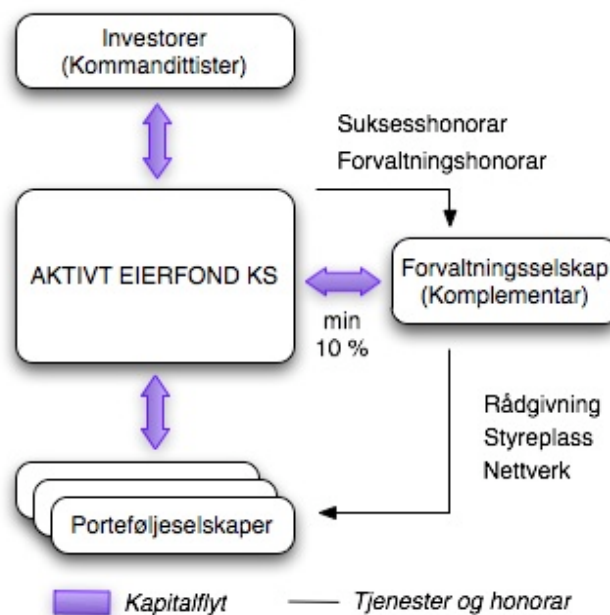
Konsekvensen av skattereglene er at fondet har driftsutgifter i form av betalte forvaltningshonorar, men ingen nevneverdige skattbare inntekter å føre dem mot. Dette medfører fondene år etter år går med skattemessig underskudd. Disse underskuddene vil akkumuleres over fondets levetid og ofte være ubenyttet når fondet avvikles. De akkumulerte underskuddene vil i tillegg bli større dersom fondet pådrar seg rentekostnader som følge av lån fra investorene.

En løsning på dette problemet kan være at fondet ”investerer” i porteføljeselskaper gjennom andre finansielle instrumenter enn innskudd av ren aksjekapital. Dette kan for eksempel være konvertible eller ansvarlige lån. Renteinntektene til fondet vil da være skattepliktige og kan føres mot forvaltningskostnadene. Porteføljeselskapene vil på sin side få fradragsført sine renteutgifter. Så lenge porteføljeselskapene i utgangspunktet går med overskudd og har positiv kontantstrøm kan dette være en hensiktsmessig løsning. For porteføljebedrifter i såkornfond og venturefond er dette dessverre ikke alltid tilfellet. I tillegg vil valg av kapitalstruktur i porteføljebedriftene også være avhengig av andre, ofte mer tungtveiende, hensyn enn skatteeffektivitet. Disse hensynene er utenfor temaet til denne utredningen.

Hvis en enkeltinvestor har en eierandel over 90 prosent av et fond organisert i en AS-struktur kan investoren samordne skattemessig resultat i mor og datterbedrift ved bruk av konsernbidrag, jf. skatteloven §§ 10-2 til 10-4. Dette vil bedre skattransparensen i AS-strukturer for fond med denne type eierstrukturer.

## 2.4.2 Aktive eierfond etablert som Kommandittselskap

Selskapsloven regulerer og legger rammene for aktive eierfond registrert som KS. Selskapsformen er relativt godt kjent i norsk næringsliv, men har tidligere hatt et noe dårlig omdømme (Gjems-Onstad 2001). Dette har blant annet bakgrunn i at selskapsformen forbindes med skattejuks før skattereglene for KS ble strammet inn ved Skattereformen 1992. En fondsstruktur basert på KS (KS-struktur) er litt mer avansert enn en AS-struktur, men åpner samtidig for flere tilpasningsmuligheter. Figur 5 gir en grafisk fremstilling av en KS-struktur.



Figur 5: Fondsstruktur basert på KS.

### Forklaring av fondsstruktur basert på KS

Opprettelsen av fondet (i Figur 5 kalt Aktivt eierfond KS) er ofte initiert av et forvaltningsselskap. Fondet innhenter kapital fra eksterne investorer som sammen med forvaltningsselskapet i forvaltningsselskapet investerer i fondet. Fondet betaler så forvaltningsselskapet et årlig forvaltningshonorar for å aktivt forvalte fondets kapital. Alt dette fungerer på samme måte for en KS-struktur som for en AS-struktur. KS-strukturen skiller seg derimot fra en AS-strukturen ved at den har to typer investorer; kommandittister og en eller flere komplementarer. Fondsstrukturen organiseres derfor ofte slik at det er forvaltningsselskapet som er/eier fondets eneste komplementar, og øvrige investorer er kommandittister. Dette medfører at beslutningsmyndigheten i fondet naturlig faller på



forvaltningsselskapet. Øvrige investorers innflytelse begrenses ofte gjennom selskapsavtalen til kun å stemme på selskapsmøtet. Etter selskapsloven må komplementaren eie minimum 10 prosent av fondet, samt påta seg ubegrenset ansvar for fondets forpliktelser. Kommandittistene har begrenset ansvar, og kan maksimalt eie 90 prosent. Ettersom forvaltningsselskapet ikke ønsker å påta seg et slikt ubegrenset ansvar oppretter de som regel et SPE organisert som AS for å være fondets komplementar. Siden aksjonærer i et AS ikke har et personlig ansvar for selskapets forpliktelser vil dette effektivt begrense forvaltningsselskapets potensielle økonomiske forpliktelse ovenfor fondets kreditorer til kapitalen de skyter inn i komplementaren.

### *Alternative strukturer*

Et sentralt moment med KS-strukturen er at komplementaren må eie minimum 10 prosent av fondet. Dette kan være mer enn hva de fleste forvaltningsselskaper selv ønsker å investere, og det er derfor vanlig å tilpasse KS-strukturen. Et alternativ er å opprette et SPE organisert som AS med to aksjeklasser som komplementar, og la øvrige investorer investere både i komplementaren og i fondet. På samme måte som i selve fondet i en AS-struktur har vanlige investorer en aksjeklasse i komplementaren og forvaltningsselskapet en annen. For eksempel kan da forvaltningsselskapets aksjeklasse gi beslutningsmyndighet og rett til suksesshonorar, mens øvrige investorers aksjeklasse gir rett til en minsteavkastning (Figur 9 i Vedlegg 1 gir en grafisk fremstilling av strukturen).

Et annet alternativ er å opprette en KS i KS-struktur. Forvaltningsselskapet vil da være/eie komplementaren i et KS, som igjen er komplementar i selve fondet. Vanlige investorer er da kommandittister i hver av de to KSene. Dersom strukturen utnyttes maksimalt for å redusere forvaltningsselskapets eierandel i fondet vil eierandelen komme ned i kun 1 prosent<sup>18</sup> (Figur 10 i Vedlegg 1 gir en grafisk fremstilling av strukturen).

---

<sup>18</sup> Forvaltningsselskapets minimum eierandel i første KS er 10 %. Første KS' minimum eierandel i andre KS (fondet) er 10 %. Forvaltningsselskapets minimum eierandel i fondet blir da 1 %.

### ***Registrering og offentlighet***

Fondet må registreres i Foretaksregisteret. Her registreres også en minimumsavtale med informasjon om blant annet total innskuddsforpliktelse og hvor mye hver enkelt kommandittist har innbetalt. Alle endringer må fortløpende registreres. Denne informasjonen er offentlig.

### ***Innskudd av kapital***

I en KS-struktur vil fondets kommitterte kapital være det samme som selskapskapitalen til KSet. Innhenting av kommittert kapital skjer i transjer, men i motsetning til AS-strukturen trenger man ikke emisjoner besluttet av generalforsamlingen for å gjøre dette. På den andre siden må 20 prosent av kommittert kapital (selskapskapitalen) innbetales i første transje, før fondet registreres i Foretaksregisteret. Ytterligere 20 prosent må så innbetales innen 2 år. Disse 40 prosent er såkalt bunden kapital og kan ikke fritt disponeres. Resterende kapital kan fritt innhentes etter behov og det eneste kravet er dette fortløpende registreres i Foretaksregisteret. Det er også verdt å merke seg at investorene i fondet er ansvarlig for hele sin andel av selskapskapitalen. Dette betyr at investorene ikke bare risikerer å tape innskutt kapital, men også utestående kommittert kapital (Gjems-Onstad 2001).

### ***Kapitalforhøyelser***

Kapitalforhøyelser tilsvarer en økning av kommittert kapital og krever at selskapsavtalen endres. Den deklatoriske regelen<sup>19</sup> er at dette krever enstemmighet blant alle deltakerne. For forvalterne kan det være gunstig å endre dette i selskapsavtalen slik at en eventuell kapitalforhøyelse kan gjennomføres noe enklere. Mange investorer vil vegre seg for å gi fra seg denne vetoretten da dette kan føre til uønsket ”utvanning” av investors eierandel dersom vedkommende ikke ønsker å investere mer kapital.

---

<sup>19</sup> Hvis en lovregel er deklatorisk innebærer dette at den kan fravikes gjennom avtale mellom partene (Gjems-Onstad 2001).

### *Prospektplikt, konsesjon og omsettelighet*

Hvis man ønsker å tilby en ubestemt krets av investorer å tegne andeler i fondet må det utarbeides en formell tegningsinnbydelse. Per tiden har Finansdepartementet også ute en høring vedrørende om andeler i ansvarlige selskaper og kommandittselskaper skal inkluderes i definisjonen av finansielle instrumenter i Verdipapirhandelloven (Finansdepartementet 2009). I fremtiden kan dette bety at KS-strukturer (på lik linje med AS-strukturer) får prospektplikt, samt at det blir konsesjonsplikt på å yte mellommannstjenester til fondet.

Andeler i et fondet er per dags dato ikke definert som omsettelige verdipapirer i Verdipapirhandelloven. Kommandittistenes andeler kan likevel omsettes, men det krever en godkjenning fra komplementaren (eventuelt styret). Det vil være i både forvalternes og investorenes interesse at komplementaren kontrollerer en slik omsetning for å sikre seg at eventuelle kjøpere har evne og vilje til å overta innskuddsforpliktelsen til selger. Det er sjelden aktuelt å omsette komplementarens andel ettersom komplementaren ofte er veldig tett tilknyttet forvaltningsselskapet. Omsetning kan likevel gjennomføres, men krever i utgangspunktet samtykke fra alle investorene. Reglene for omsetning av KS andeler er deklarasjonsplikt.

### *Utdelinger*

Utdelinger fra fondet kan kun finne sted dersom egenkapitalen overstiger de bundne to femtedeler fra siste årsregnskap. Dersom utdelingen også medfører en nedsettelse av selskapskapitalen kreves det i tillegg kreditorvarsel med innsigelsesfrist på hele 3 måneder. På samme måte som i en AS-struktur vil det derfor være en vesentlig forsinkelse fra en investering realiseres til utbetaling finner sted til investor dersom ikke siste års regnskap åpner for utdeling.

Begrensningene knyttet til utdelinger kan på samme måte som i en AS-struktur reduseres noe ved å hente inn en del av kommittert kapital som lån fra deltakerne. Utdelinger kan da gjennomføres som tilbakebetaling av lån og vil dermed ta kortere tid. Hvis fondet betaler rente på lån fra investorene, vil renten være skattepliktig hos den enkelte investor samt fradragberettiget hos fondet.

---

## **Skatt**

Fondet er ikke et eget skattesubjekt og vil derfor deltakerlignes. Dette innebærer at investorene lignes direkte for sine andeler i fondets netto inntekt og formue. Fondet omfattes av Fritaksmetoden og investorene skattlegges derfor for kun 3 prosent av aksjegevinster med en sats på 28 prosent. Tap ved salg av aksjer eller nedskrivninger av verdien på porteføljeselskaper er ikke fradragsberettiget. Utdelinger fra fondet til investorene vil som hovedregel følge Fritaksmetoden (Haavind 2009).

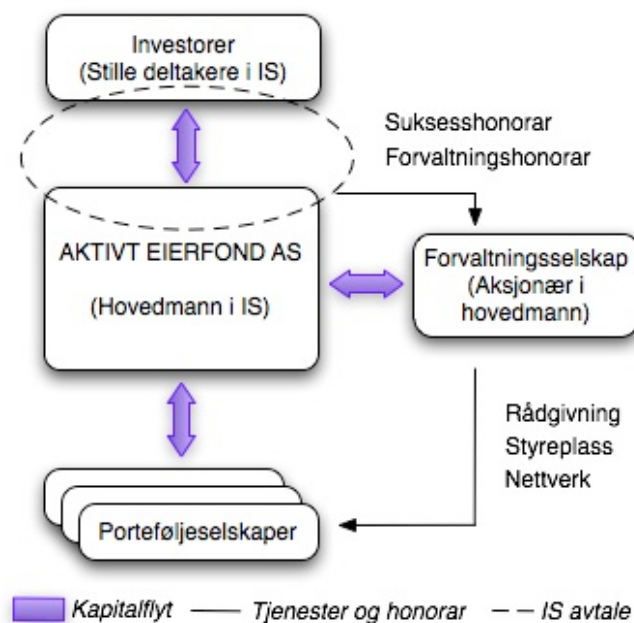
Det at fondet deltakerlignes medfører at det ikke opparbeider seg fremførbare underskudd slik det gjør i en AS-struktur. Skattemessige underskudd som følge av forvaltningshonorar og eventuelt rentekostnader vil gå til fradrag mot investorenes øvrige inntekt. Dette medfører at investorene reduserer sin skattekostnad. Det skattemessige resultatet av en KS-struktur blir at investorene årlig får fradrag for 90 prosent (99 prosent i en KS i KS-struktur) av samtlige fradragsberettigete kostnader fordelt etter eierandel. De resterende 10 prosent (1 prosent) fordeles på komplementaren (som ofte er et SPE organisert som AS eid av forvaltningsselskapet). Dersom dette SPE ikke har egne inntekter å føre fradragene mot kan et alternativt være at forvaltningsselskapet gir konsernbidrag til komplementaren for å få utnyttet av fradragene.

Investorene (kommandittistene) har som nevnt begrenset ansvar for fondets forpliktelser. Skattemessig sett medfører dette at de får etablert en fradragsramme ved beskatningen. Dette har bakgrunn i at man ikke skal oppnå skattemessig fradrag for større beløp enn det man har mulighet for å tape. Fradragsrammen tar utgangspunkt i investors andel av fondets skattemessige verdier og innskuddsforpliktelser. Dersom investorenes kapitalinnskudd byttes ut med lån for å øke fondets kapitalmobilitet vil dette redusere fondets skattemessige verdier. Dette kan igjen gå utover investors mulighet for fradrag for underskudd.

### **2.4.3 Aktive eierfond etablert som Indre selskap**

Selskapsloven regulerer og legger rammene for aktive eierfond etablert som IS. IS har fått en del negativ omtale de siste årene i lys av en rekke rettsvister mellom norske meglerhus og skattemyndighetene (Woxholth 2010). En fondsstruktur basert på IS (IS-struktur) er relativt lik en KS-struktur, men åpner for enda flere tilpasningsmuligheter. Generelt kan man si at

IS-strukturen er den norske fondsstrukturen som har egenskaper som ligner mest på en internasjonal LP struktur (Norden 2009). Figur 6 gir en grafisk fremstilling av en IS-struktur.



Figur 6: Fondsstruktur basert på IS.

### ***Forklaring av fondsstruktur basert på IS***

Fondet består av en indre selskapsavtale mellom en hovedmann (i Figur 6 kalt Aktivt eierfond AS) og stille deltakere (investorene). Det er kun hovedmannen som opptrer utad på vegne av fondet, og dette gjøres i eget navn. Hovedmannen er som regel heleid av det forvaltningsselskapet som også initierte opprettelsen av fondet. Investorene kommitterer en viss mengde kapital (kalt stille kapital) som stilles til disposisjon for hovedmannen. Hovedmannen betaler så forvaltningsselskapet et forvaltningshonorar for å forvalte fondet. Det vil si aktivt forvalte hovedmannens egenkapital og øvrige investorers stille kapital. Denne forvaltningen skjer på samme måte i en IS-struktur som i de andre norske fondsstrukturene.

Det finnes ingen klare juridiske regler for hvor stor andel av kapitalen i fondet hovedmannen må eie, men det er vanlig med en eierandel på minimum 1 prosent. Det betyr at minimum 1 prosent av kapitalen i fondet er egenkapital fra hovedmannen (investert fra forvaltningsselskapet), og maksimalt 99 prosent er stille kapital fra de øvrige investorene. Hovedmannen har etter loven ubegrenset ansvar for fondets forpliktelser, mens de stille

deltakerne har begrenset ansvar. Det er derfor vanlig at hovedmannen er et SPE organisert som AS. Alle eierne i fondet har dermed i realiteten begrenset ansvar.

Selskapslovens regler for IS er stort sett deklarasjonelle og man står derfor veldig fritt til å tilpasse fondsstrukturen etter eget ønske. Rettigheter og plikter er derfor omfattende regulert i den indre selskapsavtalen. Hovedmannen vil i utgangspunktet ha full beslutningsmyndighet over fondet, mens de øvrige investorene kun deltar med kapital. Dette innebærer at investorenes innflytelse og mulighet for å praktisere sine eierrettigheter er begrenset (Norden 2009). Det er derfor i investorenes interesse å etablere et avtaleverk som sikrer god eierstyring.

### ***Registrering og offentlighet***

Fondet skal ikke registreres i Foretaksregisteret. Dette innebærer at verken de stille deltakernes investering eller den indre selskapsavtalen er offentlig. Fondet vil likevel være pliktig til å levere inn et eget regnskap til regnskapsregisteret. Dersom hovedmannen er et AS vil han være pliktig til å følge reglene som nevnt for AS ovenfor.

### ***Innskudd av kapital***

Innskudd av kapital i fondet skjer i transjer. I motsetning til både KS- og AS-strukturer kan investorene i fondet fritt avtale hvordan dette skal foregå. Innkalling av kommittert kapital finner sted uten emisjoner og det finnes ingen regler for bunden kapital. Innskutt kapital fra stille deltakere fremkommer i fondets/Indre selskapets regnskap og i hovedmannens regnskap. I sistnevnte fremkommer den for eksempel som *stille kapital* eller *annen innskutt egenkapital* (Wiik 2001).

### ***Kapitalforhøyelser***

Kapitalforhøyelser som øker kommittert kapital innebærer at selskapsavtalen må endres. Dette krever i utgangspunktet enstemmighet blant investorene, men på samme måte som i en KS-struktur er dette en deklarasjonell regel.

### *Prospektplikt, konsesjon og omsettelighet*

Andeler i fondet er ikke definert som omsettelige verdipapirer i Verdipapirhandelloven. Det er derfor ikke prospektplikt eller krav til konsesjon for selskaper som yter mellommannstjenester til slike fond. Omsetning av andeler i annenhåndsmarkedet kan fritt reguleres i selskapsavtalen. Det er naturlig at salg av stille deltakerandeler krever en godkjennelse av hovedmannen for å sikre at nye stille deltakere har evne og vilje til å overta selgers innskuddsforpliktelser. På samme måte som for komplementaren i en KS-struktur er det sjelden aktuelt for hovedmannen å selge sin andel i fondet.

### *Utdelinger*

Fondet har ingen begrensninger knyttet til utdelinger så lenge disse åpenbart ikke skader selskapets eller kreditorenes interesser. Dette åpner for at fondet kan foreta utdelinger til investorene så snart en investering er realisert.

### *Skatt*

Fondet er ikke et eget skattesubjekt og vil derfor deltakerlignes. De skattemessige effektene vil i hovedsak være de samme som i en KS-struktur (BA-HR 2009). Investorene vil få fortløpende fradrag for skattemessige underskudd i fondet slik at det ikke akkumuleres fremførbare underskudd. I motsetning til fond i en KS-struktur vil investorene kunne få fradrag for mer enn 90 prosent av skattemessige underskudd siden det ikke er et krav at hovedmannen skal eie minimum 10 prosent av fondet (ser her bort i fra en KS i KS-struktur). Reglene for investors fradragssramme gjelder på samme måte for som for KS-strukturer (jf. kapittel 2.4.2).

## **2.4.4 Oppsummering av sentrale forskjeller mellom fondsstrukturene**

Mange av ulikhetene mellom fondsstrukturene følger naturlig av forskjellene i rettsreglene som regulerer dem. Likevel er det først når man ser rettsreglene i sammenheng med hvordan aktive eierfond tradisjonelt organiseres og drives at man ser hvilke forskjeller som er sentrale og har praktisk betydning.

---

Den kanskje mest åpenbare forskjellen mellom AS-strukturer på den ene siden, og IS- og KS-strukturer på den andre siden, er at de to sistnevnte har forskjellige typer investorer med ulik grad av deltakeransvar. Hovedmannen og komplementaren i henholdsvis IS- og KS-strukturer har ubegrenset ansvar for fondets forpliktelser, mens stille deltakere og kommandittister har begrenset ansvar. Dette har derimot ingen stor praktisk betydning for aktive eierfond ettersom ansvaret effektivt kan begrenses ved å opprette et SPE organisert som AS, og la dette være hovedmann/komplementar i fondene.

En forskjell med praktisk betydning mellom fondsstrukturene er derimot at AS-strukturer selskapslignes, mens IS- og KS-strukturer deltakerlignes. Etter vår definisjon vil dette si at IS- og KS-strukturer, i motsetning til AS-strukturer, er skattetransparente. Den praktiske konsekvensen er at det i AS-strukturer vil akkumuleres fremførbare underskudd ettersom aktive eierfond har driftsutgifter i form av forvaltningshonorar, men ingen nevneverdige skattbare inntekter. I KS- og IS-strukturer vil derimot de skattemessige underskuddene årlig kunne gå til fradrag mot investorenes øvrige inntekt slik at de i sum betaler mindre skatt. Dette betyr at IS- og KS-strukturer er mer skatteeffektive enn AS-strukturer. I kapittel 4 og 5 vises det at skattetransparentens noe som mange forvaltere er opptatt av, samt at manglende skattetransparentens AS-strukturer kan ha betydelige økonomiske konsekvenser for investorene.

Fondsstrukturene har også store forskjeller i reglene knyttet til innhenting og utdeling av kapital (kapitalmobilitet). Å innhente kommittert kapital i AS-strukturer krever at det gjennomføres emisjoner. Dette kan fort bli en tidkrevende prosess med mye formalia. I KS-strukturer er ikke emisjoner nødvendig, men loven krever derimot at 1/5 av kommittert kapital må innbetales ved registrering og 2/5 innen 2 år. Dette kan medføre at fond i KS-strukturer, spesielt de første årene, ikke klarer å investere all innhentet kapital. Resten av kapitalen blir da ofte stående på en bankkonto til en rente som er lavere enn forvalters hurdle rate. Konsekvensen av dette er at det blir vanskeligere for forvaltningsselskapet å skape høy nok avkastning slik at det har rett på suksesshonorar. IS-strukturer har ingen regler for når eller hvordan kapital skal innbetales. Dette betyr at de enkelt kan innhente kapital etter behov.

Utdelinger fra AS- og KS-strukturer krever at siste års regnskap åpner for utdeling. I tillegg kreves det kreditorvarsel med innsigelsesfrist dersom fondene skal gjennomføre en kapitalnedsettelse. I praksis medfører dette i gjennomsnitt en forsinkelse på 9-12 måneder fra en investering realiseres til utdeling til investor finner sted. IS-strukturer har ingen regler



som hindrer utdelinger og kan derfor dele ut kapital til investorene så snart realiseringer finner sted. Dette betyr at IS-strukturer har vesentlig bedre kapitalmobilitet enn AS- og KS-strukturer. Som vist i kapittel 4 og 5 er kapitalmobilitet noe som mange forvaltere er opptatt av og som kan ha betydelige økonomiske konsekvenser for både dem og investorene.

IS-strukturer skiller seg fra AS- og KS-strukturer ved at de ikke registreres som egne selskap. Et IS består av en indre selskapsavtale mellom en hovedmann og stille deltakere, og det er hovedmannen som representerer selskapet utad. I motsetning til AS- og KS-strukturer er derfor ikke informasjon om selve fondet og de stille deltakerne i en IS-struktur offentlig.

Generelt kan man oppsummere ved å si at rettsreglene legger opp til ulik grad av avtalefrihet og fleksibilitet i de ulike fondsstrukturene. Størst er den for IS-strukturer, mens rettsreglene er mest restriktive for AS-strukturer. KS-strukturer ligger et sted i mellom. Tabell 2 oppsummerer de sentrale forskjellene mellom de ulike norske fondsstrukturene.

	AS-struktur	KS-struktur	IS-struktur
<b>Skatteeffektivitet (skatte transparens)</b>	Akkumulering av fremførbare underskudd	Investor får fradragføre underskudd mot øvrig inntekt	Investor får fradragføre underskudd mot øvrig inntekt
<b>Utdelinger (kapitalmobilitet)</b>	Gjennomsnittlig 9-12 mnd. etter realisering	Gjennomsnittlig 9-12 mnd. etter realisering	Umiddelbart etter realisering
<b>Offentlighet</b>	Ja	Ja	Nei
<b>Grad av fleksibilitet</b>	Lav	Medium	Høy

Tabell 2: Sentrale forskjeller mellom norske fondsstrukturer

---

### 3. Metode

I all hovedsak er to vitenskapelige metoder anvendt for å vise konsekvensene av at fond underlagt De Norske Sårkornfondordningene (DNS) er organisert som Aksjeselskap (AS), samt vurdere om andre selskapsformer kan gi bedre måloppnåelse.

Først har vi gjennomført en omfattende kvalitativ undersøkelse der vi har intervjuet 25 norske private forvaltningsselskaper. Formålet med undersøkelsen var å kartlegge hvilke hensyn som ligger bak private aktørers valg av selskapsform for sine fond, for så å drøfte implikasjonene for fond i DNS i lys av de forskjellene som eksisterer mellom dem og private fond. Informasjon fra aktørene er anonymisert.

Deretter, på bakgrunn av resultatene fra den kvalitative undersøkelsen, har vi gjennomført omfattende kvantitative beregninger for å analysere de økonomiske konsekvensene valg av selskapsform har for aktive eierfond. Vi har valgt å fokusere på kapitalmobilitet og skattetransparens, som er de to mest nevnte årsakene til hvorfor valg av selskapsform betyr noe for aktive eierfond registrert i Norge. Beregningene er først gjort for et gjennomsnittlig privat venturefond og deretter tilpasset DNS. Dette er gjort for å illustrere om hensynene de private aktørene ser på som viktige også gjelder for fond underlagt DNS. Resultatene fra den kvalitative undersøkelsen og deres implikasjoner for fremtidige sårkornfondordninger blir presentert i kapittel 4. Resultatene fra de kvantitative beregningene blir presentert i kapittel 5.

I tillegg til ovennevnte undersøkelser og beregninger har vi også gjennomført samtaler med en rekke andre sentrale aktører innenfor aktivt eierskap. Disse ble i hovedsak kontaktet for å få flere perspektiver og en bredere plattform for våre analyser. Følgende aktører har bidratt med viktig innspill til utredningen: Fire av Norges ledende juridiske rådgivere på emnet<sup>20</sup>, Norsk Venturekapitalforening, Innovasjon Norge, Menon Business Economics, Argentum<sup>21</sup>, KapNord Fond og SINAS<sup>22</sup>. Disse vil i det videre omtales under fellesbetegnelsen *andre sentrale aktører*.

---

<sup>20</sup> De fire juridiske rådgiverne ble valgt på bakgrunn av informasjon vi fikk fra respondenter i den kvalitative undersøkelsen og andre bransjeaktører

<sup>21</sup> Argentum er et statlig investeringsselskap som på kommersielle vilkår investerer i aktive eierfond

<sup>22</sup> SINAS og KapNord Fond og er fond underlagt henholdsvis bølge 1 og 2 i DNS

## 3.1 Kvalitativ undersøkelse

Den kvalitative undersøkelsen består av intervjuer med 25 norske forvaltningsselskaper. De tre viktigste spørsmålene vi ønsket å få besvart med undersøkelsen var (1) hvilke selskapsformer private norske forvaltere velger for sine aktive eierfond, (2) om det finnes noen systematiske forskjeller blant de aktørene som velger ulike selskapsformer og (3) hvilke hensyn veier tyngst ved valget.

### 3.1.1 Design og utforming

Aktive eierfonds porteføljeselskaper er privateid og myndighetenes krav til rapportering for fondene er derfor begrenset. I tillegg har ikke Indre Selskap (IS) registreringsplikt i Foretaksregisteret, noe som gjør det vanskelig å vite omfanget av denne selskapsformen. På bakgrunn av utredningens tema valgte vi derfor å kontakte fondenes forvaltningsselskaper direkte og innhente primærdata ved bruk av strukturerte intervju. Denne intervjuformen ble valgt ettersom vi hadde konkrete problemstillinger vi ønsket å få besvart, samtidig som vi ønsket å gi respondentene muligheten til å uttrykke seg så fritt som mulig.

Intervju er betegnet som en god informasjonskilde hvis forskningsspørsmålene er (1) beskrivende spørsmål knyttet til konkrete hendelser eller handlinger, (2) fortolkende spørsmål om hvordan informantene oppfatter og fortolker hendelser og handlinger, eller (3) teoretiske spørsmål med sikte på å avdekke årsaker eller hensikter til handlinger og begivenheter (Johannesen et al. 2004). Forskningsspørsmålene i den kvalitative undersøkelsen er en kombinasjon av alle disse tre, og vi mener derfor valgt metodikk er passende. Temaets kompleksitet, svaralternativenes store mulighetsrom og mangel på tilfredsstillende sekundærdata underbygget valg av metodikk.

Personlige intervju ble vurdert, men siden respondentene er lokalisert over hele landet vurderte vi kostnaden som uforholdsmessig stor. Intervjuene ble derfor gjennomført per telefon. Kritikken til denne metodikken er at intervjuobjektene ofte kan ta for lett på intervjuet eller bli forstyrret, slik at informasjonen kan bli overfladisk og utbyttet av intervjuet redusert. (King og Horrocks 2010). Vi har prøvd å forebygge dette ved å avtale tidspunkt for intervjuene og tydelig informere om hvor lang tid det er beregnet. Hvert intervju varte typisk

---

i 15 til 45 minutter. Under intervjuene brukte vi aktivt en forhåndsutviklet intervjuguide (jf. vedlegg 2).

### **3.1.2 Respondenter**

#### *Populasjon*

Norske forvaltningsselskaper som forvalter private aktive eierfond står ovenfor et valg mellom ulike norske (og utenlandske) selskapsformer når de etablerer et nytt fond. Norske forvaltningsselskap defineres herved som forvaltningsselskap registrert i Norge og som driver sin forvaltning med utgangspunkt fra Norge. Dette inkluderer også forvaltningsselskaper som har avdelingskontor i andre land, har fond registrert i utenlandske jurisdiksjoner, investerer i utenlandske porteføljeselskaper og som har utenlandske ansatte.

Det er forvaltningsselskapene selv som kan gi mest informasjon om hvilke betraktninger de tar ved valg av selskapsform. Eksterne rådgivere behandler slik informasjon konfidensielt og vil ikke uttale seg om spesifikke selskap. Internt i forvaltningsselskapene er det som regel partnerne som sitter med mest kunnskap og beslutningsmyndighet rundt organisering. Vi anså derfor partnere i norske forvaltningsselskaper som de mest hensiktsmessige respondentene for vår undersøkelse.

#### *Utvalg*

For å få en oversikt over norske forvaltningsselskaper tok vi utgangspunkt i Norsk Venturekapitalforenings aktivitetsundersøkelse for første halvår 2009 (NVCA 2009). Aktivitetsundersøkelsen rapporterer om 52 norske selskaper som til sammen forvalter 102 fond. Disse fondene har samlet kommittert kapital på rundt MRD NOK 61,4. Ett av forvaltningsselskapene i aktivitetsundersøkelsen er nevnt med tre forskjellige navn og to av dem ble derfor strøket fra vårt utvalg. I tillegg avdekket vi ett annet forvaltningsselskap. Dette forvaltningsselskapet har rundt MNOK 100 i kommittert kapital, og er et resultat av et samarbeid mellom to andre selskaper i aktivitetsundersøkelsen. Vi valgte derfor å inkludere dette selskapet i vårt utvalg. Antall norske forvaltningsselskaper er derfor antatt å være 51. Disse forvalter til sammen 103 fond med samlet kommittert kapital på MRD NOK 61,5.

En nøye gjennomgang viser at en del av forvaltningsselskapene i aktivitetsundersøkelsen ikke er relevant for vår undersøkelse. Dette inkluderer forvaltere som kun har fond underlagt DNS, da disse ikke hadde et reelt valg når det gjaldt organisering. I tillegg var et av målene med undersøkelsen å sammenligne fond underlagt DNS med hvordan private aktører organiserer fondene sine. Vi har også valgt bort en rekke forvaltere som ikke driver fondene sine på det som vi karakteriserer som tradisjonelt vis (jf. kapittel 2.1.2). Dette kan være familieeide fond/investeringselskaper eller investeringselskaper til større industriselskap. Disse har ofte en spesiell eierstruktur og trenger ikke ta samme organisatoriske hensyn som mer tradisjonelle fond som i større grad ønsker å tiltrekke seg eksterne investorer. Det er verdt å merke seg at fondene til de forvaltningsselskapene vi har valgt bort i all hovedsak er organisert som AS. Som følge av utsilingen ble undersøkelsens utvalg redusert fra 51 til 29 forvaltningsselskaper. Disse forvalter til sammen 65 fond.

### ***Bortfall***

Vi har gjennomført intervju med 25 av de 29 forvaltningsselskapene i vårt utvalg. De siste 4 forvalter til sammen 13 fond, og hadde av forskjellige årsaker ikke mulighet til å la seg intervjuer innenfor vår tidsfrist.

### ***Netto utvalg***

Totalt antall forvaltningsselskaper intervjuet i denne undersøkelsen er 25. Disse forvalter 52 fond som til sammen har nærmere MRD NOK 40<sup>23</sup> i kommittert kapital. Fond underlagt DNS forvalter ca. MRD NOK 3,1. Dette betyr at vi i utredningen har oversikt over rundt MRD NOK 43,1 av totalt MRD NOK 65,1 kommittert kapital i aktive eierfond med norske forvaltningsselskaper. Dette tilsvarer rundt 70 prosent. Tabell 3 gir en oversikt over netto utvalg i undersøkelsen.

---

<sup>23</sup> Noen fond har kapital i Amerikanske Dollar (USD) eller Euro (EUR). Følgende kurser er da brukt; 1 EUR = 8 NOK, 1 USD = 6 NOK

	Forvaltningsselskaper	Fond	Kapital (MRD NOK)
Populasjon	51	103	61,5
Ugunstig utvalg	22	38	N/A
<b>Brutto utvalg</b>	<b>29</b>	<b>65</b>	<b>N/A</b>
Bortfall	4	13	N/A
<b>Netto utvalg</b>	<b>25</b>	<b>52</b>	<b>39,8</b>

Tabell 3: Netto utvalg i kvalitativ undersøkelse

### 3.1.3 Diskusjon av representativitet, gyldighet og pålitelighet

#### *Representativitet*

Undersøkelsens netto utvalg består av de fleste norske forvaltningsselskaper som forvalter det man kan kalle tradisjonelle aktive eierfond. Vi anser responsraten til undersøkelsen (25 av 29) som særdeles tilfredsstillende, og ser heller ingen karakteristika ved de 4 forvalterne som ikke deltok i undersøkelsen som skiller seg ut fra resten av utvalget. Vi mener derfor at vårt endelige utvalg er representativt for de aktørene som forvalter det vi definerer som tradisjonelle aktive eierfond, og at man derfor i stor grad kan generalisere av resultatene av undersøkelsen.

#### *Validitet*

Begrepsvaliditet dreier seg om relasjonen mellom det generelle fenomenet som skal undersøkes og de konkrete dataene (Johannesen et al. 2004). Vi mener innhentet data, så langt det er mulig, dekker kravene til validitet. Før intervjuene ble igangsatt gjennomførte vi to pilottester for å bekrefte at intervjuguiden var designet slik at alle sentrale sider ved vår problemstilling ble belyst.

Vi erkjenner at fond underlagt DNS til dels opererer under andre vilkår enn fullt ut private aktører. Overføringsverdien av undersøkelsen anses likevel som stor ettersom en ambisjon med ordningene er å etablere levedyktige forvaltningsmiljøer som på sikt kan drive på rent kommersielle vilkår. Det er derfor interessant for fond underlagt DNS å lære av erfaringer og ”best practice” fra private forvaltningsmiljøer.

### ***Reliabilitet***

Reliabilitet handler om dataenes pålitelighet (Johannesen et al. 2004). Innenfor hvert forvaltningsselskap har vi forsøkt å lete oss frem til de personene som har mest kunnskap om valg av selskapsform og som har bidratt i selve beslutningsprosessen. Dette har ofte vist seg å være Founding Partner eller Managing Partner. På denne måten har vi forsikret oss om at respondentene har hatt tilfredsstillende kunnskap om prosessen i eget selskap til å kunne gi riktig informasjon. Under intervjuene var vi også veldig bevisste på ikke å stille ledende spørsmål, samt faren for at spørsmål eller svar skulle misforstås. Dette gjorde at vi foretok flere kontroll- og oppfølgingsspørsmål for å sikre felles forståelse. Vi anser derfor innhentet data som pålitelig.

De aller fleste respondentene bruker eksterne rådgivere i form av advokat og revisor ved etablering av nye fond. Det er derfor naturlig å anta at kunnskapsnivået angående organisering i forvaltningsmiljøene er varierende ettersom mange betaler for å ikke være nødt til å besitte denne kunnskapen internt. Vi har derfor også gjennomført lengre samtaler med representanter fra fire norske advokatfirma som spesialiserer seg på juridisk rådgivning knyttet til organisering av aktive eierfond. På denne måten har vi sikret at viktige hensyn ved valg av selskapsform for aktive eierfond så langt det er mulig er kartlagt.

## **3.2 Kvantitative beregninger**

Beregningene i kapittel 5 har som hensikt å kvantifisere de økonomiske implikasjonene selskapsform har for et gjennomsnittlig fond underlagt DNS. Det er tatt utgangspunkt i to av de viktigste forskjellene mellom norske fondsstrukturer som ble avdekket i undersøkelsen i kapittel 4, skattetransparens og kapitalmobilitet. Det er laget separate kvantitative beregninger for et gjennomsnittlig tradisjonelt aktive eierfond og for et gjennomsnittlig fond underlagt DNS. Dette er gjort for å trekke frem hvordan de spesielle forutsetningene fond underlagt DNS påvirker betydningen av skattetransparens og kapitalmobilitet.

---

### 3.2.1 Hensikt og design

Vi har valgt å bygge opp kvantitative modeller i Microsoft Excel som simulerer 5 000 fond basert på historiske parametre og gitte antagelser. Hovedgrunnen til at vi har valgt å simulere fiktive fond er mangel på tilgjengelig empirisk data. Nødvendig data for å gjennomføre analysene er fondenes investeringstidspunkt, investeringsbeløp, realiseringstidspunkt og størrelse på realisering. Simulering av fond medfører at en også lettere kan endre input variablene til å passe med de spesielle betingelsene som DNS står ovenfor. Det er valgt å simulere tradisjonelle venturefond på grunn av mangel på data om tradisjonelle såkornfond. Antagelsene er så endret i den andre simuleringsrunden slik at forutsetningene til fond underlagt DNS på best mulig måte blir tatt hensyn til.

### 3.2.2 Kvantitative beregninger og analyser

Alle parametre og inputvariabler brukt i analysen blir presentert i kapittel 5, mens analyseverktøyene blir detaljert presentert i dette kapittelet. De kvantitative beregningene er gjort med følgende fremgangsmåte:

- (1) Tidspunkt og beløp for investeringer og realiseringer
  - a. Investeringstidspunkt og størrelse på investering hentes fra empirisk data (Metrick og Yasuda 2008).
  - b. Realiseringstidspunkt og realiseringsverdi estimeres ved hjelp av Monte Carlo simulering.
- (2) Lønnsomhetsberegninger tilknyttet redusert kapitalmobilitet
  - a. Kalkulerer innvirkningen utsatt tilbakebetaling av kapital til investor vil ha på avkastning til investorer og forvalter. Internrente, netto nåverdi og størrelse på sukseshonorar brukes som avkastningsmål.
- (3) Lønnsomhetsberegninger tilknyttet begrenset skattetransparens
  - a. Kalkulerer skattemessige forskjeller mellom AS og IS, og viser hvilken indirekte innvirkning dette har på investors avkastning.
- (4) Kalkulerer totale økonomiske implikasjoner
  - a. Samler de økonomiske konsekvensene tilknyttet skattetransparens og kapitalmobilitet



### Monte Carlo simulering:

Monte Carlo simulering er en fellesbetegnelse på algoritmer som baserer seg på tilfeldig utvalg for å finne resultatene (Metrick 2007). I beregningene i kapittel 5 er det benyttet tilfeldig utvalg som et ledd for å finne tidspunkt og verdi på realiseringene av investeringene til et aktivt eierfond.

Det er benyttet RAND() funksjonen i Microsoft Excel for å plukke tilfeldige tall i en uniform fordeling (mellom 0 og 1). For å finne realiseringstidspunkt er det tatt utgangspunkt i disse uniform fordelte tallene og transformert disse til å bli eksponentielt distribuerte tall med forventning lik forventet lengde på investeringer. Transformeringsmetodikken brukt for å endre distribusjonen fra uniform fordeling til eksponentiell fordeling er kjent som ”inverse transform sampling” (Devroye 1986), jf.

Formel 1.

$$T = \frac{-\ln(U)}{\lambda}$$

T = Eksponentielt fordelt tall, med forventning  $\lambda$

U = uniform fordelt tall

Formel 1: Transformering fra uniform til eksponentiell fordeling

For å finne realiseringsverdi er det tatt utgangspunkt i at verdien på investeringen følger en geometrisk Brownian motion, jf. Formel 2. Dette er antatt i samsvar med Metrick og Yasuda (2008).

$$V_t = V_0 e^{\left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right)t + \sigma\sqrt{t}\varepsilon}$$

V = verdi

t = lengde på investering

$\mu$  = forventet årlig avkastning

$\sigma$  = forventet årlig standardavvik

$\varepsilon$  = standard normalfordelt tilfeldig variabel

Formel 2: Verdi av investering etter t perioder

Geometrisk Brownian motion er en tidskontinuerlig stokastisk prosess som er et mye brukt for å illustrere prisutviklingen til blant annet aksjer, samt et sentralt element innen opsjonsprisinde metoder som for eksempel Black-Scholes sin fremgangsmåte (Hull 2009). Formelen sier at verdien av en investering på et gitt fremtidig tidspunkt er lik dagens verdi multiplisert med et ledd som tar hensyn til både forventning og varians til underliggende investering. Finansteori sier at geometrisk Brownian motion har flere kjennetegn som gjør at den på en god måte representerer aksjers verdiutvikling; blant annet at verdien bestandig er positiv og at avkastningen følger en lognormal fordeling.

De standard normalfordelte tilfeldige variablene er, på samme måte som for realiseringstidspunkt, transformert ut fra uniform fordeling. Det er brukt en Box-Müller transformering til dette (Devroye 1986), jf. Formel 3.

$$\varepsilon = \sqrt{-2\ln(U_1)}\sin(2\pi U_2)$$

$\varepsilon$  = standard normalfordelt tall

$U_1$  og  $U_2$  = uavhengige uniform fordelte tall

Formel 3: Box-Müller transformering

### *Cholesky dekomponering*

For å ta hensyn til at investeringene innad i et fond i følge Metrick og Yasuda (2008) ofte er korrelert har vi valgt å manipulere de standard normalfordelte tilfeldige variablene som er brukt for å beregne investeringenes verdi på realiseringstidspunktet. Valgt fremgangsmåte er å multiplisere de standard normaldistribuerte variablene trukket til hvert enkelt fond med en Cholesky dekomponert varians-kovarians matrise. Variansen til en standard normaldistribuert variabel er lik 1. Dette gir at kovariansen mellom to standard normalfordelte variabler blir lik korrelasjonen<sup>24</sup>. Med lik korrelasjon mellom alle investeringer i et fond gjør dette at varians-kovarians matrisen blir symmetrisk rundt prinsippal diagonalen<sup>25</sup>, der diagonalen er lik 1 og alle andre tall er lik korrelasjonen. Den transponerte Cholesky dekomponerte varians-kovarians matrisen multiplisert med matrisen med standard normalfordelte variabler gir korrelerte standard normalfordelte variabler (Haugh 2004).

Siden vi gjennomfører analyser på et gjennomsnittlig fond, og dermed aggregerer kontantstrømdata på tvers av fond, vil effekten av den innlagte korrelasjonen i stor grad utvannes. Vi har likevel valgt å inkorporere korrelasjon ettersom dette er anbefalt av Metrick og Yasuda (2008), samt gjør kontantstrømdistribusjonen til hvert enkelt simulert fond mer realistisk.

<sup>24</sup>  $\text{Kovarians}_{X,Y} = \text{Korrelasjon}_{X,Y} \times \sigma_X \times \sigma_Y$

<sup>25</sup> Diagonalen fra øverst i venstre hjørne til nederst i høyre hjørne i en todimensjonal matrise

## Internrente

Et mye brukt prestasjonsmål for aktive eierfond er kontantstrømmenes internrente (IRR) (Bienz 2009). Dette er brukt for å se hvor godt forvalterne har investert kapitalen, samt for å kalkulere forvalternes suksesshonorar. Etersom IRR er et mye brukt prestasjonsmål vil IRR på tidligere fond ha stor betydning for hvor lett det er for forvaltningsselskapet å tiltrekke seg investorer til eventuelle nye fond. IRR kan ses på som den annualiserte effektive renten investorene får på den kapitalen de har til en hver tid investert i fondet. Grunnen til at dette er et mye brukt mål er fordi det effektivt vekter hver krone investert likt, i motsetning til gjennomsnittlige årlige avkastninger som ikke tar hensyn til at penger under forvaltning varierer gjennom et fonds levetid (Metrick 2007). IRR gir derfor en god indikasjon på investorenes avkastning på en investering i aktive eierfond. Formelt er IRR den diskonteringsrenten som må brukes på kontantstrømmene for å få en nåverdi tilsvarende 0, jf. Formel 4.

$$0 = \sum_{n=0}^N \frac{CF_n}{(1+r)^t}$$

CF = kontantstrøm  
t = tidsperiode  
r = internrente

Formel 4: Internrenten til en kontantstrøm

Av definisjonen ser en at IRR er påvirket av to elementer, størrelsen og tidspunktet til kontantstrømmene. Skatt påvirker størrelsen, mens kapitalmobilitet påvirker tidspunktet. IRR er avtakende ved en utsettelse av positive kontantstrømmer og ved en reduksjon av kontantstrømmene. For å optimalisere IRR i et aktivt eierfond er det derfor viktig at utbetaling til investor etter en realisering skjer så snart som mulig, samt at utbetalingene er størst mulig.

I finanstoretisk sammenheng er betydningen av utsatte kontantstrømmer ikke like relevant, da realiserte gevinster ikke har noen nevneverdig risiko (vi antar at ikke utdelt kapital plasseres i på bankkonti) og derfor ikke har samme avkastningskrav som kapital investert i porteføljebedrifter. Siden utredningen fokuserer på de praktiske implikasjonene er det likevel valgt å kvantifisere effekten av utsatte utbetalinger. Grunnen er at dette er måten IRR blir målt i praksis.

Mange fond regner IRR basert på månedlige eller kvartalsvise tall, for så å annualisere disse, jf. Formel 5. Denne metodikken er også benyttet i utredningens beregninger av IRR.

$$IRR_{\text{Annualisert}} = (IRR_p + 1)^t - 1$$

$IRR_p$  = IRR basert på periodevise kontantstrømmer

$t$  = Antall perioder per år

Formel 5: Annualisert IRR

Annualisering kan føre til at i perioder med høy avkastning vil den årlige IRR overvurderes siden metodikken implisitt antar reinvestering selv om dette ikke skjer (Metrick 2007). Det er valgt å bruke kvartalsvis IRR som annualiseres i denne utredningen fordi det i større grad kan vise implikasjonene av ulik grad av kapitalmobilitet og skattetransparens i forskjellige fondsstrukturer.

Ettersom analysene tar utgangspunkt i et gjennomsnittlig fond, er det valgt å gjennomføre beregninger på aggregerte data for de 5000 simulerte fondene. Det vil si at vi summerer kontantstrømmene på tvers av de simulerte fondene og gjennomfører IRR beregninger som om det var ett eneste stort fond. Denne metodikken kalles *Pooled IRR* og er blant annet anbefalt av en rekke aktører dersom man skal gjøre IRR beregninger på industri nivå eller finne den sentrale tendensen til et utvalg fond (Burgel 2000; EVCA 2010; Investment benchmark reports 2009).

IRR har en svakhet med at avkastningsbegrepet ikke er sammenlignbar med periodevise avkastningstall. Begrepet vil heller ikke gi noen mening før langt ut i et fonds levetid siden man må vite størrelse og tidspunkt for hver utbetaling før en kan kalkulere IRR. Av den grunn er IRR ikke et like velegnet mål på prestasjon tidlig i et fonds levetid.

### **Netto Nåverdi**

IRR kan bli et relativt abstrakt begrep ved diskusjon av avkastningens størrelse siden små endringer i IRR kan gi til dels store svingninger i pengeverdi. Det er derfor valgt å også belyse de økonomiske implikasjonene ved netto nåverdi (NPV). NPV gir en indikasjon på dagens verdi av en investering ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer med en gitt diskonteringsrente, jf. Formel 6. Generelt kan man si at NPV forteller om et prosjekt er verdt mer enn det koster, og en enkel leveregel for ledelsen av et firma er å maksimere NPV (Brealey et al. 2008).

$$NPV = \sum_{n=0}^N \frac{CF_n}{(1+d)^t}$$

CF = kontantstrøm

t = tidsperiode

d = diskonteringsrente

Formel 6: Netto Nåverdi

I praksis blir det ofte brukt et risikojustert avkastningskrav som diskonteringsrente ved utregning av NPV. Denne utredningen vil bare påpeke økonomiske forskjeller ved selskapsform for aktive eierfond og kontantstrømindringene vil dermed være antatt tilnærmet risikofrie. Det er derfor valgt å bruke en diskonteringsrente på 4 prosent for å kunne ta hensyn til tidsverdien av penger når tilnærmede risikofrie kontantstrømmer diskonteres. Mer spesifikt gjelder dette investorenes skattebesparelse som følge av skattetransparens.

Når effekten av begrenset kapitalmobilitet på NPV skal illustreres kan ikke 4 prosent diskonteringsrente brukes, ettersom dette også er renten vi antar at ikke utdelt kapital forrenter seg med i banken. Dersom diskonteringsrenten er lik bankrenten vil effekten på NPV være null. Vi har derfor valgt å bruke en diskonteringsrente som gir en investering i det simulerte fondet en NPV på null dersom det organiseres i en AS-struktur (dette er per definisjon IRR). NPV dersom fondet organiseres i en IS-struktur vil da illustrere økningen eller reduksjonen i NPV på en investering i fondet som følge av en endring i selskapsform. Kapitalmobilitets innvirkning på NPV ved ulike diskonteringsrente kan ses mer i detalj i vedlegg 3.

### 3.2.3 Diskusjon av representativitet, gyldighet og pålitelighet

#### *Representativitet*

Vi mener resultatene av de kvantitative beregningene i stor grad kan generaliseres. Forretningsmodellen til aktive eierfond er jevnt over lik, der den største variasjonen er avkastningen til fondene. Det er laget to separate beregningsmodeller, en for et gjennomsnittlig tradisjonelt venturefond og et for et gjennomsnittlig fond underlagt DNS. Parametrene som brukes for generelle venturefond baseres på empirisk data, mens for fond underlagt DNS er valgt på bakgrunn av samtaler med personer i tett tilknytning til ordningene. I tillegg er data fra MENON (2009) sin evaluering av DNS brukt som datakilde. Andre antagelser i beregningene er tatt på bakgrunn av anerkjente forskeres arbeid, da spesielt Metrick og Yasuda (2008) og Cochrane (2005). For å teste om resultatene i modellen er representative er det i tillegg gjennomført en regnskapsanalyse av bølge 1

---

fondene underlagt DNS. Tilgjengelig regnskapsdata viser dessverre ikke kontantstrømmer på et detaljert nok nivå til at beregninger knyttet til kapitalmobilitet kan gjennomføres. Det er derfor kun de skattemessige konsekvensene som blir testet.

De kvantitative beregningene bygger på aggregerte tall fra 5 000 simulerte fond. Konsekvensene av selskapsform vil derfor kun vises for et gjennomsnittsfond. Siden ingen fond nødvendigvis er lik gjennomsnittsfondet, vil resultatene kunne variere betraktelig for enkeltfond. Imidlertid er den endelige distribusjonen av kontantstrømmer brukt i analysen bekreftet som relativt realistisk av aktører i bransjen.

Generelt kan man si at redusert kapitalmobilitet aldri vil føre til en høyere IRR for et aktivt eierfond såfremt avkastningen på fondet ikke er lavere enn bankrenten. Investor vil også som hovedregel foretrekke å selv disponere realisert kapital. Dette medfører at redusert kapitalmobilitet i utgangspunktet alltid har en negativ effekt. Full skattetransparens er det mest skattemessig effektive for denne type virksomhet, manglende skattetransparens vil derfor i utgangspunktet ikke være ønskelig.

### ***Validitet***

De kvantitative analysene har mulighet til å holde eksterne faktorer konstant i beregningene, noe som fører til at konsekvensene av skattetransparens og kapitalmobilitet eksplisitt kan måles. Dette vil gi høy grad av begrepsvaliditet. Ekstern validitet er resultatenes overførbarhet til lignende fenomener (Johannesen et al. 2004). De kvantitative beregningene gjennomført i denne utredningen vil ha overføringsevne til andre forretningsmodeller og bransjer såfremt disse er avhengig av god kapitalmobilitet og at skattetransparens vil ha noen innvirkning.

### ***Reliabilitet***

Resultatene fra de kvantitative beregningene vil i stor grad være reliable gitt de antagelsene som er tatt. Beregningene og valg av inputdata er i stor grad gjort i samsvar med arbeid fra anerkjente forskere som Metrick og Yasuda (2008) og Cochrane (2005), samt aktører med god kjennskap til DNS. Regnskapsanalysen av Bølge 1 fondene underlagt DNS viser at resultatene basert på simulerte data samsvarer med reelle tall, men kanskje er noe nøkterne.

## 4. Valg av selskapsform for aktive eierfond i Norge

Dette kapittelet fremlegger resultatene fra en undersøkelse gjennomført blant 25 norske forvaltere av private aktive eierfond. Respondentene er partnere eller andre sentrale personer i norskregistrerte forvaltningsselskap som i driver sin virksomhet fra Norge<sup>26</sup>. Målet med undersøkelsen er å avdekke (1) hvilke selskapsformer forvaltningsselskapene velger for sine fond, (2) om det finnes noen systematiske forskjeller blant de som velger ulike selskapsformer, (3) hvilke hensyn som veier tyngst ved valget.

Forvaltningsselskapene bruker nesten uten unntak eksterne rådgivere i form av advokat og revisor ved etablering av nye fond. I forbindelse med undersøkelsen har derfor også juridiske rådgivere og andre sentrale aktører i bransjen for aktivt eierskap vært kontaktet for å få et komplett bilde av hensynene bak valg av selskapsform. Disse vil, som nevnt i kapittel 3, bli omtalt under fellesbetegnelsen *andre sentrale aktører*. I kapittel 4.1 fremlegges resultater knyttet utbredelsen av ulike selskapsformer (punkt 1 og 2), mens alt relatert til hensynene bak valget (punkt 3) presenteres i kapittel 4.2. I kapittel 4.3 drøftes resultatene fra undersøkelsen og innspill fra andre sentrale aktører med et fokus på implikasjonene for De Norske Såkornfondordningene (DNS).

### 4.1 Utbredelse av selskapsformer

#### 4.1.1 Generell fordeling av selskapsformer

De 25 norske forvaltningsselskapene intervjuet i undersøkelsen forvalter til sammen 52 private aktive eierfond. Av disse 52 fondene er 26 registrert som Aksjeselskap (AS), fem som Kommandittselskap (KS) og seks som Indre Selskap (IS). I tillegg er 15 fond registrert i utenlandske jurisdiksjoner. Blant disse 15 fondene er 13 registrert som Limited Partnership (LP) og to som danske Kommandittselskap (Dansk KS). Undersøkelsen har ikke gitt konkret svar på hvor alle LPene er registrert, men Norden (2009) poengterer at det vanligste er å

---

<sup>26</sup> Forvaltere som kun har fond underlagt DNS er ikke med i undersøkelsen. Se kapittel 3.1.2 for en detaljert beskrivelse av respondentene.

registrere LP på Kanaløyene Guernsey eller Jersey. Årsakene til hvorfor noen forvaltningsselskap registrerer fondene sine i utlandet drøftes i kapittel 4.1.4.

Bransjen for aktivt eierskap er i kontinuerlig utvikling og mange forvaltningsselskaper har flere fond under forvaltning. Man vil derfor få et mer oppdatert bilde over hvilke selskapsformer som velges av private aktører i dag ved å se på hvilke selskapsform de valgte for sitt siste fond<sup>27</sup>. Av 25 forvaltningsselskap i undersøkelsen er det 16 som har ett eller flere fond registrert som AS. 13 av disse har valgt AS for sitt siste fond, mens to har valgt LP og ett har valgt IS. Vi bemerker at ti av 13 forvaltningsselskap med fond registrert som AS kun står oppført med ett fond under forvaltning. Dette kan bety at så mange som halvparten (tre av seks) av selskapene som har flere fond, der minst ett av dem er registrert som AS, har valgt en annen selskapsform enn AS for sitt siste fond. Årsaken til at man ikke kan si dette med sikkerhet er at noen av de forvaltningsselskapene som bare har ett fond under forvaltning kan ha hatt fond tidligere som nå er lagt ned. Disse vil ikke være inkludert i undersøkelsen. I tillegg vet vi at flere av de forvaltningsselskapene som i dag forvalter fond registrert som LP, tidligere har hatt fond registrert som AS som nå er lagt ned.

Tre forvaltningsselskap har ett eller flere fond registrert som KS. Kun ett av disse selskapene valgte KS for sitt siste fond, mens de to andre valgte henholdsvis LP og IS. Fem forvaltningsselskap har ett eller flere fond registrert som IS. Fire av disse valgte IS for sitt siste fond, mens ett valgte LP. Syv forvaltningsselskap har ett eller flere fond registrert som LP. Alle disse valgte LP for sitt siste fond. Det ene forvaltningsselskapet som har to fond registrert som Dansk KS har valgt å registrere sitt siste fond som LP. Dansk KS vil derfor ikke drøftes videre i denne utredningen. Fordelingen av fond basert på selskapsform oppsummeres i Tabell 4.

	AS	KS	IS	LP	Dansk KS	Totalt
Antall fond registrert med selskapsformen	26	5	6	13	2	<b>52</b>
Antall forvaltere som har ett eller flere fond registrert med selskapsformen	16	3	5	7	1	<b>N/A</b>
Antall forvaltere som valgte selskapsformen for sitt siste fond	13	1	4	7	0	<b>25</b>

Tabell 4: Fordeling av selskapsformer blant norske forvaltningsselskapers aktive eierfond

<sup>27</sup> For de forvaltningsselskapene som bare forvalter ett fond, betegnes dette som selskapets siste fond



AS er den mest brukte selskapsformen blant forvaltningsselskapene i undersøkelsen. Mange velger også å registrere fondene sine i utlandet. IS og KS er mindre brukt. Flere av selskapene som har mer enn ett fond under forvaltning har valgt forskjellige selskapsformer for fondene sine. De som skifter selskapsform gjør det fra AS og KS til enten LP eller IS. Årsaken til at noen forvaltningsselskaper velger å bytte selskapsform når de oppretter nye fond drøftes i kapittel 4.3.

Ettersom bransjen for aktive eierfond er dynamisk og flere forvaltningsselskaper har valgt ulik selskapsform for fondene sine er det interessant å se om valg av selskapsform har endret seg systematisk over tid. En hypotese har vært at AS ble mye brukt tidligere, men at det i dag er vanligere å registrere fondene enten som IS eller LP (BA-HR 2009). Ettersom datagrunnlaget i utredningen er begrenset til eksisterende forvaltningsselskap, og de av fondene deres som enda er aktive, er det vanskelig å kunne trekke en generell konklusjon med tanke på historisk utvikling. Undersøkelsen kan ikke utelukke at AS har blitt mindre populært de siste årene, men den kan konkludere at AS er fortsatt mye brukt ettersom over halvparten av alle forvaltningsselskapene i undersøkelsen valgte å registrere sitt siste fond som AS.

Denne utredningen har et praktisk perspektiv, og det er derfor ikke nok se på valg av selskapsform i et historisk perspektiv. Respondentene har også blitt bedt om å utdype hvilken selskapsform de mest sannsynlig kommer til å velge for sitt neste fond. Kun fem av 13 forvaltningsselskap som valgte AS for sitt siste fond sier mest sannsynlig også vil velge AS for neste fond. Ett av selskapene vil velge IS og hele syv sier de ikke vet hvilken selskapsform de kommer til å velge. De som er usikker begrunner dette ofte med at kapitalmobiliteten og skattetransparensen i AS-strukturen er dårlig, men at valget er avhengig av hva investorene ønsker. Det forvaltningsselskapet som valgte KS for sitt siste fond sier det mest sannsynlig vil velge KS for sitt neste også. Tre av fire selskaper som valgte IS for sitt siste fond sier de trolig også velger IS for sine neste fond, mens ett av selskapene er usikker. Alle de syv forvaltningsselskapene som valgte LP for sitt siste fond sier de mest sannsynlig kommer til å velge LP for sine neste fond også. Tabell 5 oppsummerer hvilken selskapsform forvaltningsselskapene mest sannsynlig velger for sitt neste fond fordelt etter hvilken selskapsform de valgte for sitt siste fond.

		Mest sannsynlig selskapsform forvaltningsselskapet velger for sitt neste fond					
		AS	IS	KS	LP	Vet ikke	Totalt
Selskapsformen forvaltningsselskapet valgte for sitt siste fond	AS	5	1	-	-	7	<b>13</b>
	KS	-	-	1	-	-	<b>1</b>
	IS	-	3	-	-	1	<b>4</b>
	LP	-	-	-	7	-	<b>7</b>
Totalt		<b>5</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>25</b>

Tabell 5: Mest sannsynlig selskapsform forvaltningsselskapene velger for sitt neste fond

Undersøkelsen viser at kun fem forvaltningsselskap mest sannsynlig velger AS for sitt neste fond, mens fire velger IS, ett velger KS og syv velger LP. De resterende åtte forvaltningsselskapene vet ikke hva de mest sannsynlig vil velge.

DNS krevde at fondene underlagt ordningen ble registrerte som AS. Resultatene fra undersøkelsen viser at DNS' valg av selskapsform ikke bryter med hva som har vært vanlig å velge for forvaltningsselskap som ikke er underlagt ordningen. Dersom man utelukker registrering i utenlandske jurisdiksjoner er dette enda mer tydelig. Videre observeres det at flere forvaltningsselskap som har fond registrert som AS har valgt en annen selskapsform for sitt siste fond, samt at mange selskaper er usikker på hvilken selskapsform de skal velge for sitt neste fond. Dette impliserer at DNS ikke ukritisk burde velge AS som selskapsform for en eventuell ny bølge fond.

#### 4.1.2 Fordeling basert på kommittert kapital

Størrelsen på et aktivt eierfond betegnes av mengden kommittert kapital. Per andre halvår 2009 var samlet kommittert kapital i alle aktive eierfond med norske forvaltere estimert til MRD NOK 61,5. Fond underlagt DNS forvalter MRD NOK 3,1 av disse (ca. 5 prosent). De 25 forvaltningsselskapene i undersøkelsen har samlet kommittert kapital på rundt MRD

NOK 40 (65 prosent). Gjennomsnittlig kommittert kapital blant dem er MNOK 1593<sup>28</sup>. Medianforvalteren har derimot kun MNOK 500. Gjennomsnittsfondet har kommittert kapital på MNOK 766, medianfondet har MNOK 283. Tabell 6 oppsummerer fordelingen.

	MNOK
Kommittert kapital blant alle norske forvaltningsselskap	<b>61 552</b>
Kommittert kapital blant alle forvaltningsselskap i undersøkelsen	<b>39 823</b>
Gjennomsnittlig kapital per forvalter i undersøkelsen	<b>1593</b>
Kapital forvaltet av medianforvalteren	<b>500</b>
Gjennomsnittlig kapital per fond i undersøkelsen	<b>766</b>
Kapital i medianfondet i undersøkelsen	<b>283</b>

Tabell 6: Statistisk fordeling av kapital

Gjennomsnittsfondet har betydelig mer kommittert kapital enn medianfondet. Dette impliserer at kapitalen i det norske markedet er skjevt fordelt. Ettersom de seks største forvaltningsselskapene i undersøkelsen forvalter de elleve største fondene, og hele 75 prosent av kapitalen bekreftes dette inntrykket. Disse elleve fondene er alle registrert i utenlandske jurisdiksjoner. Totalt har de syv forvalterne som registrerte sitt siste fond som LP hele 78 prosent av all kapital i undersøkelsen.

De 13 forvaltningsselskapene som registrerte sitt siste fond som AS forvalter kun 15 prosent kapitalen i undersøkelsen. Videre forvaltes kun 6 prosent og 1 prosent av kapitalen av forvaltere som benyttet seg av henholdsvis IS og KS for sitt siste fond. Fordeling av kapital basert på selskapsformen til forvaltningsselskapenes siste fond oppsummeres i Tabell 7.

	MNOK	I prosent av total kapital i undersøkelsen
Aksjeselskap	5 803	15 %
Kommandittselskap	400	1 %
Indre selskap	2 440	6 %
Limited Partnership	31 180	78 %
<b>Totalt</b>	<b>39 823</b>	<b>100 %</b>

Tabell 7: Fordeling av kapital basert på forvalters valg av selskapsform for sitt siste fond

<sup>28</sup> Noen fond har kapital i Amerikanske Dollar (USD) eller Euro (EUR). Følgende kurser er da brukt; 1 EUR = 8 NOK, 1 USD = 6 NOK

Fond underlagt DNS har kommittert kapital på mellom MNOK 60 og MNOK 341. I undersøkelsen er de 27 fond som har mindre enn MNOK 340 i kommittert kapital. Av disse er 20 registrert som AS, fem som IS, ett som KS og ett som LP. Dette impliserer at fondene underlagt DNS i stor grad er registrert med samme selskapsform som private fond med samme mengde kapital.

### 4.1.3 Fordeling basert på fase

Undersøkelsen skiller mellom aktive eierfond som investerer i henholdsvis Såkorn (tidligfase venture), Venture (senfase venture) og Buyout. Seks av fondene anser seg selv som såkornfond, 32 som venturefond og 14 som buyoutfond. Undersøkelsen viser et klart skille mellom valg av selskapsform på tvers av fase. Fem av seks såkornfond er AS og ett er IS. 16 av 32 venturefond er AS, seks er registrert i utenlandske jurisdiksjoner, mens henholdsvis fem er KS og fem er IS. Ni av 14 buyoutfond er registrert som LP, de resterende fem er alle AS. Tabell 8 oppsummerer fondenes selskapsform basert på fase.

	Såkorn	Venture	Buyout	Totalt
Aksjeselskap	5	16	5	<b>26</b>
Kommandittselskap	-	5	-	<b>5</b>
Indre selskap	1	5	-	<b>6</b>
Limited Partnership	-	4	9	<b>13</b>
Dansk Kommandittselskap	-	2	-	<b>2</b>
<b>Totalt</b>	<b>6</b>	<b>32</b>	<b>14</b>	<b>52</b>

Tabell 8: Valg av selskapsform fordelt etter investeringsfase

Investeringsfase og mengde kommittert kapital har ofte en sammenheng. Ettersom fond i buyoutfasen ofte tar større eierposisjoner i modnere selskaper er de som regel avhengig av mer kapital enn for eksempel såkornfond. Blant de ti forvalterne med mest kapital finner vi fem som investerer i buyout og fem som investerer i venture. Ingen av de ti største investerer i såkorn.

Fem av seks såkornfond i undersøkelsen er registrert som AS. Dette betyr at fond underlagt DNS er registrert med samme selskapsform som fond underlagt private aktører med samme investeringsfokus.

#### 4.1.4 Fordeling basert på type investor

Mange av respondentene har ikke ønsket å gi detaljert informasjon om sine investorer. Det er derfor vanskelig å analysere sammenhenger mellom fondenes investorer og valg av selskapsform. På ett punkt ser man likevel et klart skille. De fondene som har internasjonale investorer, og da spesielt utenfor Norden, er nesten uten unntak registrert i som LP i utenlandske jurisdiksjoner som Jersey, Guernsey eller Cayman Islands. Hovedargumentet er at utenlandske investorer ikke ønsker å investere i særnorske strukturer siden de (1) ikke anser norske strukturer som optimalt tilpasset aktive eierfond, (2) anser norske rettsregler som lite forutsigbare, (3) mener det norske markedet mangler viktige servicefunksjoner og spesialkompetanse knyttet til tilsyn og drift for aktive eierfond. De samme argumentene for hvorfor utenlandske investorer ikke investerer i norskregistrerte fond nevnes også av BA-HR (2009), Norden (2009) og andre sentrale aktører vi har vært i kontakt med i forbindelse med utredningen. Det går derfor et meget viktig skille mellom de fondene som ønsker en utenlandsk investorbase og de som i hovedsak henvender seg til norske investorer. For DNS betyr dette at hvis det er ønskelig at eventuelle nye fond skal kunne tiltrekke seg utenlandske investorer burde det vurderes å la fondene få registrere seg som LP i utlandet.

## 4.2 Betraktninger bak valg av selskapsform

*”Profesjonelle forvaltere velger den selskapsformen som er best for investorene”*

*Juridisk rådgiver*

Forvaltningsselskapene bruker nesten uten unntak eksterne rådgivere i form av advokat og revisor ved etablering av nye fond. Dette betyr i praksis at de betaler eksterne rådgivere for kunnskap rundt valg av selskapsform slik at de selv skal slippe å besitte den internt. Likevel er det mange forvaltningsselskap som har meget god oversikt over hvordan ulike selskapsformer fungerer i en fondsstruktur, samt fordelene og ulempene ved disse. De fleste respondentene har derfor en klar formening over hvilke hensyn og betraktninger de tar ved etablering av nye fond.

---

Forvaltningsselskapene hevder stort sett å ha vurdert både AS, KS og IS som selskapsform når de etablerte sitt siste fond. Noen aktører vurderte også ANS, men bemerker at denne selskapsformen ble utelukket på grunn av ansvarsformen (jf. kapittel 2.3). Flere har også vurdert (og valgt) å registrere fond som LP i utenlandske jurisdiksjoner. Årsaken til dette er gjennomgått i kapittel 4.1.4 og vil bli drøftet videre i kapittel 4.3. Nedenfor drøftes de hyppigst nevnte argumentene for og imot valg av de ulike norske selskapsformene.

#### **4.2.1 Aktive eierfond etablert som Aksjeselskap**

De to vanligste årsakene nevnt for å velge AS som selskapsform for aktive eierfond er *god salgbarhet* og *organisatoriske forhold*. Salgbarhet er i denne forbindelsen definert som hvor lett det er for forvaltningsselskapet å tiltrekke investorer til fondet. Organisatoriske forhold knytter seg blant annet til hvor enkelt det er å organisere og administrere fondsstrukturene. I tillegg til *dårlig salgbarhet* mot utenlandske investorer er *begrenset kapitalmobilitet* og *manglende skattetransparens* de mest nevnte argumentene for ikke å velge AS som selskapsform.

##### **+ Salgbarhet mot investor**

Over 70 prosent av forvaltningsselskapene som har valgt AS for et av sine fond sier at god salgbarhet var en av de viktigste årsakene til at de valgte denne selskapsformen. Mange forvaltningsselskap hevder at det er lettere å tiltrekke investorer til et aktivt eierfond organisert som AS enn KS eller IS. Et argument er at potensielle investorer er vant til å forholde seg til AS som selskapsform i andre sammenhenger. Andre mener at Aksjelovens klare rammer og regelverk samt betryggende rettsbeskyttelse kan være avgjørende ettersom aktive eierfond er relativt nytt i norsk sammenheng, og norske investorer ikke er så godt kjent med investeringsformen. For å tiltrekke seg investorer til fondene mener derfor flere at det har vært nødvendig å organisere fondene sine som AS. Noen forvaltningsselskap bruker derfor argumenter som ”det var dette investorene ønsket” og ”investorene liker AS best”.

Et annet argument er at enkelte investorgrupper ikke har lov til å investere i ”ikke omsettelige verdipapirer” (det vil si andeler i KS, IS eller ANS). Dette gjelder for eksempel norske verdipapirfond og kommuner, jf. Verdipapirfondloven § 4-5 og Kommuneloven § 52.

Forvaltningsselskap som har slike investorer vil derfor måtte velge en AS-struktur dersom de ønsker å registrere fondet i Norge. Eventuelt kan forvalteren opprette et såkalt ”feeder fond”<sup>29</sup>/SPE registrert som AS, som disse investorene kan investere i fondet gjennom dersom det er registrert som KS eller IS.

### **+ Organisatoriske forhold**

Mer enn 40 prosent av de som har valgt AS som selskapsform sier at organisatoriske forhold var en viktig årsak. Flere respondenter sier at AS-strukturer er den fondsstrukturen det er enklest for både investor og forvalter å forholde seg til ettersom rammebetingelsene er tydelig avklart i Aksjeloven. Mange påpeker også at AS-strukturen er lettfattelige og at beslutningsmyndigheten er tydelig avklart. De hevder derfor at det er mindre tidkrevende og billigere å sette opp oversiktlige og forståelige forvaltningsavtaler mellom fondet, forvalterne og investorene.

### **- Kapitalmobilitet**

Over en tredjedel av de som ikke har valgt AS som selskapsform sier dårlig kapitalmobilitet var en av hovedårsakene. I tillegg sier flere av de som har valgt AS at manglende kapitalmobilitet er selskapsformens største svakhet. Kapitalmobilitet betegner i denne sammenhengen hvor raskt og enkelt det er å innhente kommittert kapital samt foreta utdelinger fra fondet til investorene (jf. kapittel 2.1.3). Ettersom utdelinger fra et fond registrert som AS kun kan finne sted etter reglene for utbytte eller nedskrivninger (jf. kapittel 2.3.4) påpeker flere forvaltningsselskaper at dette i praksis medfører at utbetaling til investorene ofte ikke kan foretas før ett år etter at en realisasjon finner sted.

### **- Skattetransparens**

Over en fjerdedel av forvaltningsselskapene som ikke har valgt AS som selskapsform sier at manglende skattetransparens var en av hovedårsakene. At fond registrert som AS har manglende skattetransparens betyr i denne sammenhengen at fondet er et eget skattesubjekt

---

<sup>29</sup> Et eget Aksjeselskap som har som eneste formål å være investor i det aktive eierfondet

---

og selskapslignes (AS selskapslignes, mens KS og IS deltakerlignes, jf. kapitel 2.3). Konsekvensen av dette er at fremførbare underskudd i fondet akkumuleres fordi de har fradragberettigete kostnader i form av betalte forvaltningshonorar, men ingen nevneverdige skattbare inntekter å føre dem mot (gevinst ved salg av aksjer er tilnærmet skattefritt etter Fritaksmetoden, jf. kapittel 2.3.5). Flere påpeker at disse fremførbare underskuddene kan være vanskelig å utnytte, og i mange tilfeller vil de bare ”forsvinne” når fondene avvikles. Dersom et forvaltningsselskap likevel skulle klare å få utnyttet hele eller deler av det fremførbare underskuddet ved fondets avvikling vil dette uansett innebære et nåverditap for investorene sammenlignet med om fondene var organisert i en IS- eller KS-struktur. Dette er fordi de skattemessige underskuddene årlig ville gått til fradrag mot investorenes øvrige inntekt i de to sistnevnte strukturene.

Flere av forvaltningsselskapene som har valgt AS for sine fond uttaler at de først i ettertid har blitt observante på denne ”svakheten” med selskapsformen. Det viser seg faktisk at kun et fåtall av respondentene i undersøkelsen har valgt AS med et helt bevisst forhold til denne skattemessige konsekvensen.

### **Annet**

Flere respondenter bruker argumenter som ”vi har alltid brukt denne selskapsformen”, ”jeg trodde AS var mest vanlig” og ”jeg trodde ingen andre selskapsformer var vanlig” for hvorfor de valgte AS. Selv om dette betegner et mindretall av respondentene er slike argumenter nokså oppsiktsvekkende i lys av de konsekvensene denne utredningen viser at valg av selskapsform kan ha for aktive eierfond.

#### **4.2.2 Aktive eierfond etablert som Kommandittselskap**

De to vanligste årsakene nevnt for å velge KS som selskapsform for aktive eierfond er *skattetransparens* og *god kapitalmobilitet*. Foruten *dårlig salgbarhet* (mot både norske og utenlandske investorer) er faktisk *begrenset kapitalmobilitet* også nevnt som en av de viktigste årsakene for ikke å velge denne selskapsformen.



### **+ Skattetransparens**

Mer enn to tredjedeler av forvaltningsselskapene som har valgt KS sier at skattetransparens var en viktig årsak til at de valgte denne strukturen. Selskapene påpeker at KS-strukturer deltakerlignes og at det derfor ikke vil akkumuleres fremførbare underskudd i fondet slik det gjør i en AS-struktur. På den andre siden bemerkes det av flere respondenter at fond registrert som KS ofte må benytte seg av en alternativ struktur (som for eksempel KS i KS) for å få optimal effekt av skattetransparensen (jf. kapittel 2.4.2).

### **+ Kapitalmobilitet**

Mer enn to tredjedeler av forvaltningsselskapene som har valgt KS sier at kapitalmobilitet var en sentral årsak. Respondentene påpeker at kommittert kapital kan enkelt innhentes uten emisjoner når fondet har behov for det. Utdelinger fra fondet til investor kan også fritt finne sted så lenge det ikke bryter med reglene for bundet kapital etter siste årsregnskap. Disse faktorene er med på å gjøre kapitalmobiliteten noe bedre i et fond registrert som KS enn AS.

### **- Salgbarhet mot investor**

Over en fjerdedel av forvaltningsselskapene som ikke har valgt KS som selskapsform sier dårlig salgbarhet var en av hovedårsakene. Det nevnes en rekke ulike årsaker til hvorfor det er vanskelig å tilteke investorer til fond registrert som KS. Noen argumenterer med at KS er en mer ukjent selskapsform enn AS. Dette medfører at ikke alle investorene er like godt inneforstått med de lover og regler som gjelder for KS og derfor foretrekker en noe enklere fondsstruktur basert på AS. Andre viser til at KS historisk sett har hatt et noe dårlig omdømme. Tidligere var KS svært gunstig skattemessig for noen typer næringsvirksomhet og det er hevdet at selskapsformen ofte ble brukt av rent skattemessige motiver. Et par respondenter påpekte derfor at betegnelsen "kommandittist" på et tidspunkt var et skjellsord. Dette samsvarer for øvrig med Gjems-Onstad (2001) sin gjennomgang av selskapsformens historie.

---

### **- Kapitalmobilitet**

Over 15 prosent av de som ikke har valgt KS som selskapsform sier dårlig kapitalmobilitet ved utdelinger fra fondet til investorene var en av hovedårsakene til dette. Flere av forvaltningsselskapene ønsket ikke å registrere fondene sine som KS ettersom utdelinger til investor må baseres på et godkjent årsregnskap og ikke kan bryte med reglene for bunden kapital. Dette betyr i praksis at en utdeling fra et fond i en KS-struktur, på samme måte som i en AS-struktur, ikke kan gjøres før inntil ett år etter at realiseringene finner sted. En slik forsinkelse vil i en KS-struktur ha de samme konsekvensene for IRR på investorenes kapital, samt forvaltningsselskapets mulighet for suksesshonorar som det har i en AS-struktur (jf. kapittel 2.4.2).

### **4.2.3 Aktive eierfond etablert som Indre selskap**

De to vanligste argumentene nevnt for å velge IS som selskapsform for aktive eierfond er *skattetransparens* og *god kapitalmobilitet*. På den andre siden er *dårlig salgbarhet* (både mot norske og utenlandske investorer) nevnt som den viktigste årsaken til å ikke velge selskapsformen. Det er verdt å merke seg at flere som har valgt LP sier at dersom de ikke hadde hatt utenlandske investorer ville de valgt IS siden dette er den norske selskapsformen med egenskaper mest lik LP. Dette gjelder spesielt kapitalmobiliteten, skattetransparensen og friheten til å tilpasse strukturen etter eget ønske. Norden (2009) argumenter også for det samme.

### **+ Skattetransparens**

Alle forvaltningsselskapene som har valgt IS sier at skattetransparens var en av hovedårsakene til at de valgte denne strukturen. Respondentene påpeker at fond registrert som IS deltakerlignes og har derfor de samme skattemessige egenskapene som nevnt for KS-strukturer.

### **+ Kapitalmobilitet**

Over 80 prosent av de som har valgt IS sier at god kapitalmobilitet var en viktig årsak til at de valgte denne strukturen. Respondentene påpeker at kommittert kapital kan innhentes uten emisjoner når fondet har behov for det. Videre kan utdelinger fra fondet til investor fritt finne sted siden det ikke eksisterer regler for bunden kapital eller regler for når utdelinger kan gjøres. Det eneste kravet er at utdelinger åpenbart ikke skal skade kreditorene eller selskapets interesser. Forvaltningsselskapene som har valgt IS sier derfor at IS-strukturer har den helt klart beste kapitalmobiliteten av fondsstrukturene basert på norske selskapsformer.

### **- Salgbarhet mot investor**

Mer enn 30 prosent av forvaltningsselskapene som ikke har valgt organisering i IS-strukturer sier at hovedårsaken var dårlig salgbarhet. Respondentene påpeker at selskapsformen tidligere har vært lite kjent blant investorene og at mange ikke har god nok kunnskap om selskapsformen. Manglende erfaring med strukturen medfører igjen at investorene vegrer seg for å investere i fond basert på IS. Et forvaltningsselskap med fond etablert som IS påpekte at investorene trengte mye ”opplæring” rundt strukturen før de følte seg komfortabel med å investere i fondet. For et annet forvaltningsselskap viste det seg å være lettere å få investorene til å kommittere kapital til en IS-struktur etter at de hadde hatt et suksessfullt fond tidligere basert på en AS-struktur. Dette mente de kunne ha en bakgrunn i at investorene da i større grad stolte på forvaltningsselskapet, og anså usikkerheten knyttet å investere i en mindre kjent fondsstruktur som lavere.

Noen respondenter mener salgbarheten til IS-strukturer er blitt enda dårligere den siste tiden. Dette har sin bakgrunn i at IS som selskapsform har fått negativ publisitet på grunn av rettssaker der norske skattemyndigheter mener meglerhus og konsulentselskaper har brukt selskapsformen for å omklassifisere arbeidsinntekt til kapitalinntekt for å spare skatt.

### **Annet**

Som avdekket i kapittel 2.4 er IS-strukturen den eneste fondsstrukturen som ikke krever registrering i foretaksregisteret. Dette medfører at de stille deltakerne og deres investeringer i en IS-struktur ikke er offentlig. Få forvaltningsselskaper har nevnt dette som en sentralt argument for å etablere fond som IS, men noen poengterer at dette er en positiv egenskap

---

med strukturen som enkelte investorer verdsetter. På samme måte ble det avdekket at fondsstrukturene har ulik grad av fleksibilitet. Dette er heller ikke en ting som har blitt poengtert spesifikt av mange respondenter. På den andre siden er dette et element som implisitt trekkes frem som positivt av en rekke forvaltningsselskap og andre sentrale aktører som vi har vært i kontakt med under arbeidet med utredningen. Et eksempel på dette er at god kapitalmobilitet i IS-strukturer kommer som en konsekvens av strukturens høye grad av fleksibilitet.

Det generelle inntrykket er at manglende kunnskap tilknyttet IS ikke bare gjelder investorene. Også en del forvaltningsselskaper viser manglende kunnskap om hvordan en IS-struktur vil fungere. De dette gjelder vil som oftest bruke eksterne rådgivere ved etablering av nye fond. Manglende kunnskap burde derfor ikke være et hinder for at disse forvaltningsselskapene skal kunne velge å etablere fond som IS dersom det er ønskelig.

### 4.3 Implikasjoner for De Norske Såkornfondordningene

#### *”Aksjeselskap er den mest brukte selskapsformen blant norske forvaltere av aktive eierfond”*

26 av 52 aktive eierfond i undersøkelsen er registrert som AS og 13 av 25 forvaltningsselskap registrerte sitt siste fond som AS. På den andre siden forvalter disse 13 selskapene kun 15 prosent av kapitalen i undersøkelsen. Totalt observeres det at 20 av 27 fond i undersøkelsen med kommittert kapital under MNOK 340 er registrert som AS. Dette betyr at det er en klar tendens til at forvaltningsselskap med lite kapital under forvaltning ofte velger AS-strukturer for sine fond. Videre observeres det at fem av seks såkornfond utenfor DNS er registrert som AS, mens fond i andre faser i større grad velger andre selskapsformer.

Undersøkelsen avdekker ingen klare årsaker til hvorfor fond med lavere kapitalbase oftere etableres som AS enn andre norske selskapsformer. Det er heller ikke påpekt noen karakteristika ved såkornfond som skulle tilsi at en fondsstruktur basert på AS burde prefereres. Enkelte forvaltningsselskap påpeker at å registrere fondet som LP i utenlandske jurisdiksjoner er dyrere og gir merarbeid i forhold til norske strukturer. Dette støttes av juridiske rådgivere som derfor mener LP er mer egnet for større fond og fond som ønsker å

tiltrekke seg internasjonale investorer. Juridiske rådgivere påpeker derimot at kostnaden tilknyttet fondsetablering ikke varierer særlig imellom de norske selskapsformene. Kostnader bør derfor ikke være en grunn til at AS er mer vanlig enn IS og KS blant mindre fond.

Det konkluderes med at DNS ikke har valgt en selskapsform som er forskjellig fra hva forvaltningsselskap utenfor ordningen med samme mengde kapital og fase har valgt. Videre er det ikke påpekt spesielle karakteristika som medfører at AS er mer hensiktsmessig for denne type fond enn andre norske selskapsformer.

### ***”Forvaltningsselskap som ønsker utenlandske investorer velger utenlandske strukturer”***

Forvaltningsselskap som velger å registrere fondene sine som LP i utenlandske jurisdiksjoner gjør dette i hovedsak for å tiltrekke seg internasjonale investorer. Internasjonale investorer ønsker ikke å investere i særnorske strukturer fordi de mener skattesystemet i Norge er ustabil, at norske selskapsformer ikke er optimale for drift av tradisjonelle aktive eierfond, samt at servicefunksjoner tilknyttet tilsyn og drift er for dårlige i Norge.

Det har i stor grad vist seg å være de større aktørene som har vært i bransjen en stund som har valgt å registrere fondene sine som LP. Disse aktørene har ofte tidligere hatt suksessfulle fond registrert i Norge, men har etter hvert ønsket å tiltrekke seg internasjonale investorer for å innhente tilstrekkelig kapital til fondene sine. Det er derfor ikke nødvendigvis slik at store forvaltningsselskap generelt velger å registrere fondene sine som LP. Det kan tenkes at forvaltningsselskapene har blitt så store som de er ved å tiltrekke seg internasjonal kapital, og at dette kun har vært mulig gjennom å registrere fondene som LP.

Det er verdt å merke seg at flere av forvaltningsselskapene har påpekt at de ville valgt å etablere fondene sine som IS dersom de ikke hadde hatt utenlandske investorer. Årsaken er at IS-strukturer er den norske fondsstrukturen med egenskaper mest lik LP. Spesielt peker selskapene på skatte透明ens, god kapitalmobilitet og fleksibilitet som viktige egenskaper som LP og IS har til felles.

---

Hvis det er ønskelig at fond i DNS skal tiltrekke seg utenlandske investorer må det vurderes å registrere fondene i utlandet. Dette må derimot veies opp mot eventuelle negative signaleffekter en utenlandsk registrering kan ha.

### ***”Markedet for aktive eierfond er i endring”***

En rekke forvaltningsselskap i undersøkelsen har valgt en annen selskapsform for sitt siste fond enn det de gjorde for tidligere fond. De som bytter gjør det fra AS og KS til enten IS eller LP. Ingen har byttet fra IS og LP til AS eller KS. I tillegg sier hele syv av 13 forvaltningsselskap som registrerte sitt siste fond som AS at de er usikker på hvilken selskapsform de kommer til å velge for sitt neste fond. Mangel på skattetransparens og dårlig kapitalmobilitet i AS-strukturen nevnes som viktige årsaker til dette.

AS er den vanligste norske selskapsformen for næringsvirksomhet og har kanskje derfor vært et naturlig utgangspunkt for forvaltningsselskaper som etablerer aktive eierfond. Det at forvaltningsselskapene nå i større grad velger andre selskapsformer tyder på at det norske markedet har gått gjennom en endring. Denne konklusjonen støttes av BA-HR (2009) som hevder at det tidligere var vanlig å registrere fond som AS eller KS, men at IS eller LP nå i større grad velges, der LP foretrekkes av de som ønsker utenlandske investorer. Andre sentrale aktører som har blitt kontaktet under arbeidet med utredningen har også trukket frem dette som et viktig utviklingstrekk ved det norske markedet.

En potensiell årsak for en slik utvikling kan være endringer i skattesystemet. Det er innføringen av Fritaksmetoden i 2004 som har ført til at IS- og KS-strukturer er blitt vesentlig mer skatteeffektive enn AS-strukturer. Før innføringen var gevinst ved salg av aksjer skattepliktig og aktive eierfond registrert som AS akkumulerte ikke skattemessige underskudd på samme måte som de gjør nå. Fordelen med at IS- og KS-strukturer er skattetransparente slik at investorene fikk fradragføre underskudd i fondet mot øvrig inntekt var derfor ikke like stor.

En annen potensiell årsak til at man observerer et skift i valg av selskapsform er at norske investorer har gjennomgått en læringsprosess. En rekke forvaltningsselskap i undersøkelsen hevder god salgbarhet mot norske investorer er den viktigste årsaken for å velge AS-strukturer fremfor KS og IS. Flere andre sentrale aktører hevder på sin side at de mest profesjonelle/sofistikerte norske investorene nå foretrekker en IS-struktur dersom de skal

investere i et norskregistrert fond. Et eksempel er den statlig finansierte aktøren Argentum som bekrefter, i en telefonsamtale, at de nå prefererer IS-strukturer dersom de skal investere i norskregistrerte aktive eierfond. Årsaken er at IS-strukturer er skattetransparente, har god kapitalmobilitet og stor avtalefrihet. Oppfatningen støttes til dels av rapporter skrevet av Norden (2009) og BA-HR (2009) som hevder at god kapitalmobilitet og skattetransparens er svært viktige egenskaper som investorene ser etter i en fondsstruktur (jf. kapittel 2.1.3). På den andre siden er AS-strukturer verken skattetransparente eller har god kapitalmobilitet. I utgangspunktet skulle man derfor kunne anta at disse var lite populære blant investorene.

En underliggende årsak til at AS-strukturer i følge mange forvaltningsselskaper har best salgbarhet virker å stamme fra at enkelte investorer har liten kunnskap og dårlig oppfatning av KS- og IS-strukturer. En investering i slike strukturer vil derfor innebære en viss grad av usikkerhet og merarbeid for disse investorer. Dette indikerer at en viktig barriere for salgbarheten til KS- og IS-strukturer er mangel på informasjon. Denne konklusjonen støttes av flere forvaltningsselskaper, som mener det blir lettere å innhente kapital til IS-strukturer etter hvert som investorenes erfaring og kunnskapsnivå knyttet til bransjen og selskapsformen øker. En hypotese som derfor samsvarer med både resultatene fra undersøkelsen og innspill fra andre sentrale aktører er at de mest profesjonelle/sofistikerte norske investorene nå preferer IS-strukturer, mens de litt mindre sofistikerte fortsatt preferer AS-strukturer.

DNS burde på samme måte som private forvaltningsselskap gjennomføre en nøye vurdering av hvilken selskapsform som er mest hensiktsmessig ved en eventuell etablering av nye fond. En av ordningenes ambisjoner er å bidra til at det etableres levedyktige forvaltningsmiljøer som på sikt kan drive på rent kommersielle vilkår. Dette indikerer at man hele tiden må følge med på utviklingen i markedet og søke å organisere fond basert på ”best practice” fra bransjen. Investorene i fond underlagt DNS er en blanding av lokale private formuende og næringsliv, samt større institusjonelle aktører og industriselskap. En viktig vurdering vil derfor være om muligheten til å tiltrekke seg kapital til fondene vil svekkes eller styrkes dersom man velger en annen selskapsform enn AS for eventuelle nye fond i DNS.

### **”Skattetransparens og kapitalmobilitet versus salgbarhet ”**

Ulik grad av skattetransparens og kapitalmobilitet er identifisert som de viktigste forskjellene med størst praktisk betydning for norske fondsstrukturer. Disse forskjellene ble først beskrevet i kapittel 2.4 basert på en juridisk redegjørelse. Deretter har de i kapittel 4.2 blitt avdekket som to av faktorene som norske forvaltningsselskaper mener er de viktigste å ta hensyn til ved valg av selskapsform.

I tillegg har forvaltningsselskapene påpekt at det aller viktigste er hva investorene ønsker. Undersøkelsen avdekker at salgbarheten til fondsstrukturene er forskjellig avhengig av hvilke investorer fondet forsøker å tiltrekke seg. En hypotese er at internasjonale investorer preferer LP, de mest sofistikerte norske investorene preferer IS, mens de litt mindre sofistikerte norske investorene foretrekker AS. Dette er en antagelse som bygger på undersøkelsen og samtaler med andre sentrale aktører. En videre studie av investorer i aktive eierfond er nødvendig for å trekke mer bestemte konklusjoner.

AS-strukturer er ikke skattetransparente og har begrenset kapitalmobilitet. Likevel foretrekker en del forvaltere og investorer AS-strukturer ettersom AS er den selskapsformen de kjenner best, og har mest tiltro til. KS-strukturer er skattetransparente, har god kapitalmobilitet ved innhenting av kommittert kapital, men dårlig kapitalmobilitet ved utdelinger til investorene. Å tiltrekke investorer til en fond registrert som KS oppfattes som relativt vanskelig og salgbarheten betegnes derfor som dårlig.

IS-strukturer er skattetransparente samt at kapitalmobiliteten er meget god. Salgbarheten anses som god mot de mest sofistikerte investorene, mens den anses som dårlig mot andre. En viktig konklusjon blir derfor at KS er en mindre attraktiv selskapsform for norskregistrerte aktive eierfond enn IS, og at valget i all hovedsak derfor burde stå mellom AS-strukturer og IS-strukturer. De mest sentrale styrkene og svakhetene til de norske selskapsformene i en fondsstruktur oppsummeres i Tabell 9.

	AS-struktur	KS-struktur	IS-struktur
Salgbarhet mot norske investorer	+	-	+/-
Kapitalmobilitet	-	+/-	+
Skattetransparens	-	+	+

Tabell 9: Sentrale styrker og svakheter ved norske fondsstrukturer



For best mulig måloppnåelse i DNS er det viktig at fondene underlagt ordningene klarer å skape tilfredsstillende avkastning til sine investorer. Som det vises i kapittel 5 kan de økonomiske konsekvensene av manglende skattetransparens og dårlig kapitalmobilitet være betydelige for både investor og forvalter. Dette betyr at valg av IS som selskapsform i stedet for AS kan bidra til å øke forventet avkastning på investorenes kapital. På den andre siden er det viktig at salgbarheten til fondene underlagt DNS er god slik at de klarer å tiltrekke seg nok kapital. Valg av selskapsform vil derfor i stor grad være avhengig av om investorene mener de økonomiske fordelene som følge av økt kapitalmobilitet og skattetransparens veier opp for eventuelt merarbeid og usikkerhet som følge av at de har mindre kunnskap og erfaring med IS-strukturer. Dette impliserer at det burde vært i både DNS og forvaltningsselskapenes interesse å bidra til økt kunnskap om IS-strukturer. På denne måten kan investorene i større grad kan gjøre et velinformert og rasjonelt valg av hvilken fondsstruktur de foretrekker.

---

## 5. Økonomiske konsekvenser av selskapsform

### 5.1 Innledning

Resultatene fra undersøkelsen presentert i kapittel 4 viser at ulik grad av skattetransparens og kapitalmobilitet er to av de viktigste forskjellene mellom norske fondsstrukturer. Dette kapittelet presenterer lønnsomhetsberegninger som kvantifiserer konsekvensen av disse forskjellene for investors forventede avkastning og forvaltningsselskapets mulighet for suksesshonorar. I all hovedsak brukes avkastningsbegrepene internrente (IRR) og netto nåverdi (NPV) (jf. kapittel 3.2.2).

Kapittel 4 konkluderer med at valg av selskapsform for aktive eierfond, som skal registreres i Norge, i hovedsak burde stå mellom Aksjeselskap (AS) og Indre Selskap (IS). Kommandittselskap (KS) og IS er begge skattetransparente selskapsformer, men kapitalmobiliteten i KS er vesentlig dårligere enn i IS. AS er ikke skattetransparent og har heller ikke god kapitalmobilitet. Totale økonomiske konsekvenser av skattetransparens og kapitalmobilitet for aktive eierfond registrert som KS vil derfor ligge et sted mellom AS og IS. Som resultat er kun fondsstrukturer basert på AS og IS analysert.

Det er laget separate lønnsomhetsberegninger for tradisjonelle aktive eierfond og for fond underlagt De Norske Såkornfondordningene (DNS). Dette er gjort for å kunne si i hvor stor grad de økonomiske konsekvensene er like for private aktører og for fond underlagt DNS. På denne måten kan man være sikrere på om hensynene private aktører tar ved valg av selskapsform er generaliserbare for fond underlagt DNS. I tillegg er også gjennomført en egen regnskapsanalyse av fem av de tidligst etablerte fondene underlagt DNS for å forsterke argumentasjonen.

#### 5.1.1 Suksesshonorar, hurdle rate og catch-up

Kriteriene for at forvaltningsselskapet skal ha rett på suksesshonorar, og honorarets størrelse, varierer mellom fond (jf. kapittel 2.1.2). Det er i analysene antatt at suksesshonoraret er på 20 prosent av avkastningen (målt ved IRR), over en hurdle rate på 8 prosent. Dette samsvarer både med internasjonal empirisk data (Metrick og Yasuda 2008) og informasjon

innhentet fra forvaltningsselskap og andre sentrale aktører kontaktet i forbindelse med utredningen. Videre er det noe forenklet antatt at suksesshonorar først betales ut ved avvikling av fondet, og at det i utgangspunktet eksisterer en 100 prosent catch-up klausul. Bruk av catch-up klausul varierer og kan gi store forskjeller i utbetalt suksesshonorar. Beregningene er derfor spesifisert med og uten suksesshonorar for å blant annet ta hensyn til dette. Internasjonalt er det mest vanlig å ha en 100 prosent catch-up klausul dersom fondet har en hurdle rate (Metrick og Yasuda 2008).

### **5.1.2 Kapitalmobilitet**

Kapitalmobilitet er en betegnelse på hvor enkelt og tidkrevende det er å overføre kapital mellom fond og investor (jf. kapittel 2.1.3). Lovgivning tilknyttet de enkelte selskapsformene setter rammevilkårene for dette. Det er vanskelig å kvantifisere konsekvensene av begrenset kapitalmobilitet ved overføring av kapital fra investor til fondet, da dette i hovedsak medfører utsatt investering i porteføljeselskapene. Ved en realisering (salg eller likvidering av porteføljeselskap) ønsker i utgangspunktet både forvaltningsselskap og investor at de frigjorte midlene betales ut snarest (jf. kapittel 2.1.2). For AS kreves det i utgangspunktet godkjent årsregnskap, samt vedtak på generalforsamling før utdeling i form av utbytte kan finne sted. I tillegg kreves kreditorvarsel (2 måneder) dersom utdelingen skal skje i form av kapitalnedsettelse. Fond i en AS-struktur vil dermed ikke kunne foreta utdelinger etter realiseringer før tidligst slutten av mars påfølgende år. Hvis en antar at realiseringer er jevnt distribuert gjennom året vil dette tilsi 9 måneder gjennomsnittlig utsettelse. I et IS kan realisasjoner betales ut øyeblikkelig til investor såfremt ikke annet er avtalt i selskapsavtalen og det åpenbart ikke skader eventuelle kreditorers interesser.

Realiseringer er antatt å skje i slutten av hvert kvartal. Utdeling til investor i en IS-struktur er antatt å skje omgående. I en AS-struktur er det derimot antatt at alle realiseringer i løpet av et år blir betalt ut i slutten av første kvartal påfølgende år. Det antas at all realisert, ikke utdelt, kapital plasseres på bankkonti til 4 prosent årlig rente. Dette har sin bakgrunn i at aktive eierfond generelt ikke har lov til å reinvestere kapital.

---

### 5.1.3 Skattetransparens – selskapsligning kontra deltakerligning

Et aktivt eierfonds inntekter er i all hovedsak salg av andeler i porteføljeselskaper og eventuelle renteinntekter. 3 prosent av gevinst ved salg av selskapsandeler skattlegges med 28 prosent, mens det ikke er fradrag for tap (jf. Fritaksmetoden kapittel 2.3.5). Kostnadene til et aktivt eierfond kan i hovedsak deles inn i forvaltningskostnader (forvaltningshonorar og sukseshonorar), nedskrivninger av porteføljeselskaper og rentekostnader. Som følge av symmetri i skattesystemet vil ikke nedskrivninger av verdien på porteføljeselskaper være fradragsberettiget. Det medfører at skattemessig resultatet i et aktivt eierfond i grove trekk vil bli definert av forvaltningskostnader, finanskostnader og finansinntekter. For veldig mange aktive eierfond resulterer dette i et årlig skattemessig underskudd på rundt 2 prosent av kommittert kapital (= årlige forvaltningskostnader).

Analysen skiller mellom en deltakerlignet fondsstruktur (IS-struktur) som er skattetransparent, og en selskapslignet fondsstruktur (AS-Struktur) som har manglende skatteparens. Dersom fondet deltakerlignes går skattemessige underskudd i et aktivt eierfond går til fradrag mot investorenes øvrige inntekt. Dette betyr at investorene totalt sett betaler mindre skatt dersom de har inntekter å fradragsføre fondets underskudd mot. Imidlertid medfører fradragsbegrensningen for IS at investor kun får fradrag for den kapital som en til enhver tid risikerer å tape (jf. kapittel 2.3.5). Dersom fondet selskapslignes vil skattemessige underskudd akkumuleres gjennom fondets levetid. Ettersom et aktivt eierfond (på grunn av Fritaksmetoden) sjelden får betydelige skattemessige overskudd vil det fremførbare underskuddet i utgangspunktet være ubenyttet når fondet avvikles.

Teoretisk sett vil derfor et aktivt eierfond som deltakerlignes indirekte gi høyere forventet avkastning til investorene, enn fond som selskapslignes, siden investorene kan fradragsføre sin andel av fondets skattemessige tap.

Siden skattefradrag ikke direkte påvirker kapitalstrømmene mellom fond og investor vil de heller ikke påvirke den *målte IRR* til fondet. Forvalternes sukseshonorar vil derfor ikke bli påvirket av skatteparens. Det påvirker likevel avkastningen til investorene, og derfor innføres begrepet *IRR\** som symboliserer internrenten til fondet justert til også å inkludere indirekte kontantstrømmer (altså skattefradraget).

## 5.2 Konsekvenser for tradisjonelle private venturefond

Dette delkapittelet kvantifiserer konsekvensene av begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens for tradisjonelle aktive eierfond. Siden attributtene til ulike aktive eierfond varierer veldig, spesielt på tvers av faser, er det tatt utgangspunkt i et *gjennomsnittlig venturefond* slik det er beskrevet av Metrick og Yasuda (2008).

### 5.2.1 Parametre og antagelser

For å kvantifisere effektene av ulik kapitalmobilitet og skattetransparens må en ha data på tidspunkt og størrelse for aktive eierfonds kontantstrømmer. Ettersom det ikke har vært mulig å få tilgang på tilstrekkelig empirisk data er det valgt å estimere kontantstrømmene ved bruk av Monte Carlo simulering. Beregningene bygger derfor på aggregerte kontantstrømmer fra 5 000 simulerte fond. Fremgangsmåten for simuleringene er forklart i kapittel 3.2.2. Lignende simuleringer av aktive eierfond er blant annet gjort av Metrick og Yasuda (2008), og beregningene i denne utredningen vil basere seg på deres metodikk samt en del av de samme parametrene. Et gjennomsnittlig tradisjonelt venturefond vil i beregningene ha følgende parametre:

#### *Parametre hentet fra Metrick og Yasuda (2008) for et gjennomsnittlig tradisjonelt venturefond*

- Fondets levetid er 10 år, med mulighet for to år forlengelse.
- Årlig forvaltningshonorar er 2 prosent av kommittert kapital. Dette gir ved 12 års levetid mulighet til å investere 76 prosent av kommittert kapital.
- Suksesshonoraret er på 20 prosent av avkastningen (målt ved IRR), med en hurdle rate på 8 prosent.
- Investeringer foretas kun de fem første årene av fondets levetid. Investeringene fordeler seg over de fem årene på følgende måte: 30 %, 24 %, 31 %, 12 %, 3 %.
- Ingen reinvestering av kapital.
- Hver investering har en forventet levetid på 5 år.

- 
- 50 prosent korrelasjon mellom hvert enkelt fonds avkastning på investeringene<sup>30</sup>.

### ***Andre parametre og antagelser***

- Metrick og Yasuda (2008) bruker 25 investeringer per fond. Norske fond har som oftest en lavere kapitalbase enn gjennomsnittet internasjonalt, og burde derfor ha mulighet til å investere i mindre antall porteføljeselskap. Dette gjør at det er valgt å bruke 20 investeringer per fond i modelleringen.
- Investeringer i porteføljeselskaper har forventet årlig avkastning på 15 prosent og standardavvik på 90 prosent (Cochrane 2005).
- All kapital i fondet er egenkapital (ingen ansvarlige lån).
- Alle investorer er selskaper som har tilstrekkelig skattbare inntekter til å nyttegjøre seg fondets skattemessige underskudd.
- Dersom fondet er etablert som IS eier forvaltningsselskapet hovedmannen og kan nyttegjøre seg sin andel av underskuddet i fondet.
- Fondet eier kun egenkapital i porteføljebedriftene og har ingen finansinntekter fra investeringene.
- Sukseshonoraret er antatt å være en kostnad for fondet og kommer til fradrag hos investorene.
- Ikke utbetalte realiseringer i fondet blir plassert på bankkonto til 4 prosent årlig rente.
- Nominell skattesats er 28 prosent. 3 prosent av gevinst på realiseringer er skattepliktig inntekt.

### ***Forenklende antagelser***

Det er gjort noen forenklende antagelser for at beregningene skal være håndterbare. Det er antatt at det ikke eksisterer korrelasjon mellom avkastningene til ulike aktive eierfond. Bakgrunnen for dette er at utvalget av aktive eierfond som simuleres er antatt å være på tvers av tid, økonomiske konjunkturer og bransje det investeres i. I tillegg er det antatt at det ikke eksisterer korrelasjon mellom tidspunktet for realiseringen og gevinst. Metrick og Yasuda (2008) mener dette ikke påvirker resultatene betydelig. De porteføljeselskapene et aktivt eierfond sitter igjen med ved fondets avvikling vil ofte være selskaper som har opplevd lav

---

<sup>30</sup> Som nevnt i kapittel 3.2.2 vil effekten av denne korrelasjonen utvannes ettersom beregninger foretas for gjennomsnittsfondet på aggregert nivå.

vekst og som er vanskelig å omsette. Det har vært nødvendig å justere for dette slik at realiseringene (og dermed kontantstrømmene) på slutten av fondets levetid ikke blir uforholdsmessig høye. Det er derfor forenklet antatt at investeringene som et aktivt eierfond sitter igjen med ved fondets avvikling i snitt er verdt halvparten av investeringsbeløpet. Dette reduserer kontantstrømmene ved fondets avvikling, slik at distribusjonen av kontantstrømmer samsvarer mer med hva andre sentrale aktører som vi har vært i kontakt med anser som realistisk. På en annen side reduserer denne justeringen også total forventet avkastning på en investering i porteføljebedriftene. Dette er tatt hensyn til ved å øke forventet avkastning i selve simuleringen fra 15 til 20 prosent. Investeringene til fondet er antatt å følge den angitte årlige distribusjonen, og hvert års investeringer er delt opp i like store kvartalsvise innbetalinger. Alle investeringer er antatt å være like store, og det eksisterer ikke oppfølgingsinvesteringer.

Det er svært forenklet antatt at fondet både kan låne og plassere kapital til 4 prosent rente i banken. Denne renten er samtidig brukt som diskonteringsrente for skattebesparelser som følge av skatte transparens. En høyere rente ville både gitt økte renteinntekter og økte rentekostnader for fondet. Samtidig ville det redusert nåverdien av kontantstrømmene som diskonteres.

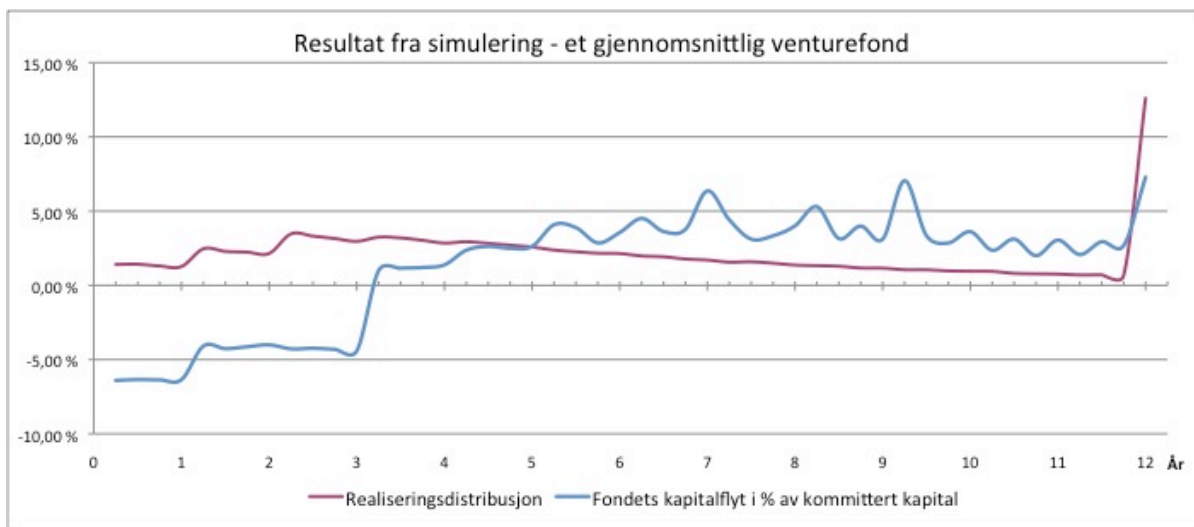
### **5.2.2 Beregninger**

I beregningene er det to elementer som er simulert; realiseringstidspunkt og verdi ved realisering. Disse gir et estimat på kontantstrømmene til et gjennomsnittsfond som deretter brukes til å beregne IRR og NPV. For å finne realiseringstidspunkt er det tatt utgangspunkt i investeringstidspunkt (empirisk distribusjon, jf. kapittel 5.2.1) og lagt til en investeringslengde, tilfeldig trukket fra en eksponentiell distribusjon. Dette er gjort i samsvar med Metrick og Yasuda (2008) sitt arbeid, der de antar at lengden på et gjennomsnittlig venturefonds investering er eksponentielt distribuert med forventning lik 5 år. Realiseringstidspunkt blir da investeringstidspunkt lagt til lengden på investeringen. De realiseringstidspunktene som i simuleringen inntreffer etter fondets avvikling er rundet ned til fondets avvikling, samt satt til verdi lik halvparten av investert beløp (jf. kapittel 5.2.1).

Simulering av investeringenes verdi ved realisering bygger også på arbeidet til Metrick og Yasuda (2008). Det er antatt at hver investering følger en geometrisk brownian motion (jf.

kapittel 3.2.2) med parametrene nevnt over. For å inkorporere 50 prosent korrelasjon mellom investeringene i hvert enkelt aktivt eierfond benyttes en Cholesky dekomponering (jf. kapittel 3.2.2).

Simulering gir en kvartalsvis distribusjon av realiseringer. Figur 7 viser den kvartalvise kapitalflyten er mellom investorene og fondet dersom det har god kapitalmobilitet. I tillegg viser den distribusjonen til realiseringene. Kapitalflyten mellom investor og fondet er vist i prosent av kommittert kapital og realiseringene er i prosent av totalt antall realiseringer.



Figur 7: Realiseringsdistribusjon og kapitalflyt i et gjennomsnittlig venturefond

Realiseringsdistribusjonen viser hvor mange prosent av investeringene som realiseres i hvert enkelt kvartal. Som en ser i Figur 7 vil rundt 12,5 prosent av investeringene realiseres ved fondets avvikling. Fondets kapitalflyt i prosent av kommittert kapital viser kvartalsvise kapitalbevegelsene mellom investor og fond. Det er nettotall for hvert kvartal som vises (realiseringer – investeringer). De tre første årene vil investorene hvert kvartal netto innbetale penger til fondet. De resterende årene vil de hvert kvartal netto motta penger fra fondet.

### 5.2.3 Resultater og analyse

Resultatene som presenteres i dette delkapittelet viser effekten av ulik grad av kapitalmobilitet og skattetransparens på investors avkastning i et gjennomsnittlig



venturefond. IRR beregninger vil vise IRR på investert kapital, mens NPV beregningene vil vise NPV i prosent av kommittert kapital.

### ***Kapitalmobilitet***

Det er antatt at et gjennomsnittlig venturefond etablert som IS har full kapitalmobilitet og realiseringer utbetales øyeblikkelig. Distribusjonen av kontantstrømmer vil da se ut som i Figur 7 ovenfor. Et gjennomsnittlig venturefond registrert som AS har begrenset kapitalmobilitet. Alle innbetalinger skjer samtidig som i en IS-struktur, men utdelinger etter realiseringer utsettes til slutten av første kvartal påfølgende år. Kapitalen vil i mellomtiden forrente seg med en årlig rente på 4 prosent, slik at totalt beløp som deles mellom investor og forvalter blir noe høyere. IRR og NPV er avkastningsmål som er avhengig av både størrelse og tidspunkt for kontantstrømmene. Ulik grad av kapitalmobilitet påvirker derfor et gjennomsnittlig venturefonds avkastning, målt gjennom IRR og NPV, som vist i Tabell 10:

AS-struktur	IS-struktur	Effekt av begrenset kapitalmobilitet
IRR = 10,82 %	IRR = 12,00 %	IRR = - 1,18 prosentpoeng
NPV = 0	NPV = 3,36 %	NPV = - 3,36 prosentpoeng

Tabell 10: Effekten av begrenset kapitalmobilitet på et venturefonds IRR og NPV

På grunn av økt kapitalmobilitet blir et gjennomsnittlig venturefonds *målte IRR* hele 1,18 prosentpoeng høyere dersom det etableres i en IS-struktur kontra en AS-struktur.

En annen måte å vise effekten på er å se på NPV av en investering i fondet. For å lettere kunne illustrere forskjellene er det valgt å bruke IRR dersom fondet etableres i en AS-struktur som diskonteringsrente i NPV beregningene. NPV av investeringer i et fond etablert som AS blir da selvsagt null. En kan tolke en NPV på 3,36 prosent for IS-strukturen som hvor mye mer en investering i fondet er verdt i prosent av kommittert kapital dersom fondet er strukturert som IS kontra AS. Hvis for eksempel en investering på MNOK 100 i et fond etablert som AS har NPV lik 0, vil det samme fondet strukturert som IS ha NPV lik MNOK 3,36.

## Skattetransparens

Beregningene skiller, som tidligere nevnt, mellom en deltakerlignet fondsstruktur (IS-struktur) som er skattetransparent, og en selskapslignet fondsstruktur (AS-struktur) som har manglende skattetransparens. Det tas utgangspunkt i samme distribusjon og verdier på realiseringene som ved beregningene knyttet til kapitalmobilitet. Det skattbare resultatet for skattetransparente fondsstrukturer er 3 prosent av realiseringens gevinst, fratrukket forvaltningshonorar (eventuelt suksesshonorar ved fondets avvikling). Ved manglende skattetransparens er det i tillegg lagt til renteinntekter som følge av at ikke utdelt kapital plasseres tilnærmet risikofritt på bankkonti før den betales ut.

Ved deltakerligning kan årlige underskudd fradragsføres investorenes øvrige inntekt og den sparte skatten kan ses på som indirekte kontantstrømmer fra fondet. Disse er innkalkulert for å beregne fondets IRR\* (IRR justert for indirekte kontantstrømmer). Effekten på IRR\* av ulik grad av skattetransparens er presentert i Tabell 11<sup>31</sup>:

AS-struktur	IS-struktur	Effekt av manglende skattetransparens
IRR* = 12,00 %	IRR* = 13,43 %	IRR* = - 1,43 prosentpoeng
NPV = 0 %	NPV = 6,66 %	NPV = - 6,66 prosentpoeng

Tabell 11: Effekten av manglende skattetransparens på et venturefonds IRR\* og NPV

På grunn av skattetransparens blir et gjennomsnittlig venturefonds IRR\* hele 1,43 prosentpoeng høyere dersom det etableres i en IS-struktur kontra en AS-struktur.

Effekten på NPV på en investering i fondet er beregnet med en diskonteringsrente på 4 prosent for å illustrere at de indirekte kontantstrømmene er ansett som risikofrie<sup>32</sup>. NPV av de årlige tapte fradragmulighetene manglende skattetransparens påfører investorene i en AS-struktur er da estimert til 6,66 prosent av kommittert kapital (4,52 prosent uten suksesshonorar). Dette er nåverdien av investorenes ekstra skatteutbetalinger som følge av at skattbare underskudd i fondet ikke går til fradrag mot investorenes øvrige inntekt, slik de ville gjort dersom fondet var etablert IS.

<sup>31</sup> Utregningene antar at en AS-struktur på samme måte som IS-strukturen har full kapitalmobilitet. Dette er gjort for å isolere effekten av manglende skattetransparens. IRR\* for AS-strukturen blir da lik IRR for IS-strukturen (jf. Tabell 10)

<sup>32</sup> Hadde en høyere diskonteringsrente vært brukt ville nåverdien av de indirekte kontantstrømmene vært lavere og dermed ville også effekten av manglende skattetransparens på NPV vært mindre.

Verdien av et fremførbart underskudd for investor kan sies å være er 28 prosent av totalt fremførbart underskudd dersom investor har mulighet til å fradragføre underskuddet mot øvrig inntekt. Verdien av det fremførbare underskuddet et gjennomsnittlig venturefond, organisert som AS, sitter igjen med ved avvikling er estimert til hele 8,26 prosent av kommittert kapital (4,62 prosent uten suksesshonorar). Med en diskonteringsrente på 4 prosent gir dette en NPV på 5,97 prosent (3,70 prosent uten suksesshonorar).

### ***Totale økonomiske konsekvenser:***

Effekten av begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens er lagt sammen for å beregne de totale økonomiske konsekvensene. Resultatene presenteres i Tabell 12.

AS-struktur	IS-struktur	Effekt av begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens
IRR* = 10,82 %	IRR* = 13,43 %	IRR* = - 2,61 prosentpoeng
NPV = 0 %	NPV = 10,01 %	NPV = - 10,01 prosentpoeng

Tabell 12: Samlet effekt av begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens på et venturefonds IRR\* og NPV

På grunn av økt kapitalmobilitet og skattetransparens blir et gjennomsnittlig venturefonds IRR\* hele 2,61 prosentpoeng høyere dersom det etableres i en IS-struktur kontra en AS-struktur.

Effekten på NPV er beregnet ved å diskontere alle direkte kontantstrømmer (alle kontantstrømmer utenom skattefradraget) med IRR\* til fondet dersom det organiseres som AS. Dette gir NPV lik null dersom fondet organiseres i en AS-struktur. De indirekte kontaktstrømmene (Skattebesparelsen) som oppstår dersom fondet organiseres i en IS-struktur er antatt å være risikofri og er derfor diskontert ved bruk av en rente på 4 prosent. Dette gir fondet en NPV på 10,01 prosent (av kommittert kapital) dersom det etableres i en IS-struktur. Hvis fondet utbetaler suksesshonorar på en måte som gjør at kostnaden ikke kan fradragføres (utbytte eller lignende) vil NPV være 7,88 prosent (av kommittert kapital).

Konsekvensen av dette er at dersom en investering på MNOK 100 i et fond etablert som AS har en NPV lik null, vil den samme investeringen ha en NPV på MNOK 10,01 dersom fondet var etablert i en IS-struktur. Det må anses som en svært betydelig økning.

---

## 5.3 Konsekvenser for fond underlagt De Norske Sårkornfondordningene

I dette delkapittelet er beregningene i kapittel 5.2 tilpasset fond underlagt DNS.

### 5.3.1 Endrede antagelser og parametre

Fremgangsmåten for beregningene er de samme som i kapittel 5.2. Parametrene og antagelsene er imidlertid blitt endret for å passe fond underlagt DNS. Nedenfor oppsummeres endringene:

- Fondenes levetid er økt til 12 år med mulig forlengelse på 3 år, totalt 15 år.
- Fond underlagt DNS har vært preget av lav avkastning, noe såkornfond generelt i Europa også har (EVCA 2009). For å gjøre beregningene mer realistisk er derfor forventet avkastning på investeringene blitt redusert til 10 prosent. Dette vil samtidig illustrere noe av robustheten til modellens resultater i forhold til fondets avkastning.
- Fond underlagt DNS har en betydelig andel ansvarlige lån (50-90 prosent). Det er tatt utgangspunkt i et fond med 75 prosent lån, der halvparten kommer fra Innovasjon Norge (jf. kapittel 2.2.1). Lånets renter betales ved fondets avvikling.
- 12,5 prosent av kommittert kapital (1/4 av det ansvarlige lånet fra Innovasjon Norge) er tapsfond. Resterende 12,5 prosent er egenkapital fra private investorer (jf. kapittel 2.2.1)

#### *Forenklete antagelser*

Fond underlagt DNS har en noe spesiell struktur for forvaltningshonorar. MENON (2009) analyserte seg frem til at forvaltningskostnadene ligger i snitt på rundt 2 prosent årlig av kommittert kapital. I beregningen brukes derfor fortsatt 2 prosent. Ansvarlige lån vil bedre kapitalmobiliteten siden det i AS ikke eksisterer samme restriksjoner for tilbakebetaling av lån som for utbetaling av egenkapital. Lån vil på den andre siden gi skattbar inntekt for investorene i form av renteinntekter. Kostnadene i fondet vil kunne fradragsføres investor ved deltakerligning, men ikke ved selskapsligning. Det er ikke tatt hensyn til de ekstra skattekostnadene investor blir pålagt som følge av rentene siden de fremkommer uansett ligningsmetode. Det er forenklet antatt at lånene forrenter seg med 4 prosent årlig rente.

En del av det ansvarlige lånet fra Innovasjon Norge er et tapsfond som de kan skrive av i takt med egenkapitalen. I beregningene er det antatt at fondene klarer å benytte seg av hele tapsfondet. Det er dermed ikke tatt hensyn til skatte- eller rentemessige innvirkninger fra tapsfondet. Tapsfondet vil i beregningene ses på som et rent tilskudd til fondene.

### **5.3.2 Beregninger**

På grunn av endrede antagelser er det lagt til flere steg i beregningene. Mest sentralt er beregningen av rente på lån og fradrag for disse. Ettersom egenkapitalandelen reduseres har det også vært nødvendig å beregne fradragsrammen til investorene for å forsikre at de faktisk kan fradragsføre underskuddene i fondet. Fradragsrammen er beregnet til å være lik forrige periodes fradragsramme, tillagt gevinst på realiseringer, fratrukket fra tap på realiseringer, rentekostnader, forvaltningshonorar og utbetalt utbytte<sup>33</sup>. Fradragsrammen til investorene nærmer seg aldri null i utførte beregninger ettersom gevinstene ved realiseringer er tilstrekkelig høye.

Ved kalkulasjon av IRR og NPV er kun privat kapital tatt hensyn til. Innbetaling av kapital skjer i henhold til angitte delingsmodell, slik at for hver krone innbetalt vil 75 prosent være lån, 12,5 prosent egenkapital og 12,5 prosent tapsfond. Ved realiseringer vil lån fra investor og Innovasjon Norge betales tilbake løpende, uten forsinkelser. Når alt av lån er tilbakebetalt vil investorene motta resterende utbetalinger, men da vil utdelingene utsettes til slutten av første kvartal påfølgende år dersom fondet er registrert som AS.

### **5.3.3 Resultater og analyse**

Resultatene som presenteres i dette kapitlet er effekten på privat kommittert kapital (egenkapital og lån fra private investorer), og ikke total kommittert kapital i fondene. Grunnen til dette er at den offentlige kapitalen for alle praktiske hensyn kan ses på som et lån og ikke en investering. IRR beregninger vil vise IRR på den private kapitalen og NPV beregningene vil vise NPV i prosent av privat kommittert kapital.

---

<sup>33</sup> Utbytte kan her ses på som den kapitalen som betales ut fra fondet som ikke går til å betale lån.

## Kapitalmobilitet

Effekten av ulik grad av kapitalmobilitet på avkastningen (IRR og NPV) til et gjennomsnittlig fond underlagt DNS presenteres i Tabell 13:

AS-struktur	IS-struktur	Effekt av begrenset kapitalmobilitet
IRR = 6,22 %	IRR = 6,32 %	IRR = - 0,1 prosentpoeng
NPV = 0 %	NPV = 0,4 %	NPV = - 0,4 prosentpoeng

Tabell 13: Effekten av begrenset kapitalmobilitet på IRR og NPV til fond underlagt DNS

*Målt IRR* i et gjennomsnittlig fond underlagt DNS øker med bare 0,1 prosentpoeng dersom det etableres i en IS-struktur kontra en AS-struktur. Effekten på NPV er kun på 0,4 prosent av privat kommittert kapital. Årsaken til den marginale effekten av bedret kapitalmobilitet er at fond underlagt DNS har en stor andel ansvarlig lån. Flyten av kapital fra fondet til investorene/lånegiverne vil derfor ikke begrenses i en AS-struktur slik at den får en betydelig innvirkning på fondets avkastning. Dersom avkastningen i fondet blir høyere vil mer av den tilbakebetalte kapitalen komme i form av nedsettelse av egenkapital og/eller utbytte. Begrenset kapitalmobilitet vil da få større påvirkning på fondets IRR og NPV.

Det er verdt å merke seg at på grunn av lav avkastning blir det ikke utbetalt suksesshonorar til forvalterne i gjennomsnittsfondet underlagt DNS.

## Skattetransparens

Manglende skattetransparens vil påvirke avkastningen for fond underlagt DNS i langt større grad enn for tradisjonelle aktive eierfond. Årsaken er den store andelen ansvarlige lån. Innvirkningen på fondenes IRR\* (IRR justert for indirekte kontantstrømmer) og NPV presenteres i Tabell 14<sup>34</sup>:

<sup>34</sup> Utregningene antar at en AS-struktur på samme måte som IS-strukturen har full kapitalmobilitet. Dette er gjort for å isolere effekten av manglende skattetransparens. IRR\* for AS-strukturen blir da lik IRR for IS-strukturen (jf. Tabell 13)

AS-struktur	IS-struktur	Effekt av manglende skattetransparens
IRR* = 6,32 %	IRR* = 8,82 %	IRR* = - 2,5 prosentpoeng
NPV = 0 %	NPV = 15,10 %	NPV = - 15,1 prosentpoeng

Tabell 14: Effekten av manglende skattetransparens på IRR\* og NPV til fond underlagt DNS

På grunn av skattetransparens blir IRR\* hele 2,5 prosentpoeng høyere dersom fondet etableres i en IS-struktur kontra en AS-struktur. En kan merke seg at siden fondenes estimerte IRR i utgangspunktet uansett er lavere for fond underlagt DNS enn et gjennomsnittlig venturefond er det for sammenligningsgrunnlag bedre å se på den relative differansen mellom selskapligning og deltakerligning. Relativ IRR\*-differanse viser at deltakerligning gir henholdsvis 12 prosent og 40 prosent høyere IRR\* for generelle venturefond og for fond underlagt DNS. Dette viser hvilken betydelig effekt fondets ligningsmetode kan ha for forventet avkastning.

Grunnen til at IRR\*-differansen er så mye høyere for fond underlagt DNS er todelt. De fleste av kostnadene som kan fradragføres er faste, uavhengig av IRR, noe som gjør at ved lavere IRR så vil den relative differansen øke. Dette gjelder for eksempel forvaltningshonorar. I tillegg har fond underlagt DNS totalt sett mer kostnader som investorene kan fradragføre fordi fondene varer lengre og har store andeler lån.

NPV av de årlige tapte fradragmulighetene manglende skattetransparens påfører investorene, dersom fond underlagt DNS organiseres som AS, er estimert til 15,1 prosent av privat kommittert kapital (med 4 prosent diskonteringsrente). Verdi av fremførbart underskudd (28 prosent av totalt fremførbart underskudd) ved fondets avvikling vil være i størrelsesorden 16 prosent av privat kommittert kapital. NPV av dette er 12 prosent.

Hvor mye av underskuddene i fondet investorene får mulighet til å fradragføre er avhengig av investorenes fradragssamme. Hvis et fond ikke får realiseringer som er høyere enn investeringsbeløpet, eller har store nedskrivninger på investeringene, vil fradragssammen ved ett tidspunkt bli redusert til null. Fremtidige underskudd i fondet vil da ikke kunne fradragføres.

## Totale økonomiske konsekvenser

Effekten av begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens er lagt sammen for å beregne de totale økonomiske konsekvensene. Resultatene presenteres i Tabell 15.

AS-struktur	IS-struktur	Effekt av begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens
IRR* = 6,22 %	IRR* = 8,82 %	IRR* = - 2,6 prosentpoeng
NPV = 0 %	NPV = 15,5 %	NPV = - 15,5 prosentpoeng

Tabell 15: Samlet effekt av begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens på IRR\* og NPV til fond underlagt DNS

På grunn av økt kapitalmobilitet og skattetransparens blir IRR\* til et gjennomsnittlig fond underlagt DNS hele 2,6 prosentpoeng høyere dersom det etableres som en IS-struktur kontra en AS-struktur.

Total effekt på NPV på en investering i fond underlagt DNS er beregnet på samme måte som for et gjennomsnittlige venturefond i kapittel 5.2.2. Det er brukt en diskonteringsrente på 4 prosent på indirekte kontantstrømmer (skattebesparelsene), mens alle andre kontantstrømmer er diskontert med en rente som gir NPV lik 0 for en AS-struktur (altså IRR\* til AS-strukturen). Dette gir fondet en NPV på 15,5 prosent (av kommittert kapital) dersom det etableres i en IS-struktur.

Konsekvensen av dette er at dersom en investering på MNOK 100 i et fond etablert som AS underlagt DNS har en NPV lik null, vil den samme investeringen ha en NPV på MNOK 15,5 dersom fondet var etablert i en IS-struktur. Dette må anses som en meget betydelig økning.

## 5.4 Begrensninger i kvantitative beregninger

Det er gjort enkelte forenklende antagelser i beregningene i kapittel 5.2 og 5.3 som til dels avviker fra virkeligheten. Disse kan i varierende grad ha betydning for resultatene og de mest sentrale er derfor oppsummert her:

- (1) Eierstrukturen til fondene vil ofte være slik at ikke alle investorene får dra nytte av å fradragføre fondets skattemessige underskudd. Dette kan for eksempel være fordi investorene selv ikke har skattemessige inntekter.



- (2) Tidspunkt for aktive eierfonds realiseringer er ikke tilfeldige. De er nøye planlagt for å maksimere avkastning på investeringen. Dette er svært vanskelig å realistisk modellere, og det er derfor valgt å ikke ta hensyn til dette.
- (3) Aktive eierfond har en bestemt levetid, men med muligheter for forlengelse. I beregningene er det ikke tatt hensyn til at forvaltere kan terminere ikke realiserte investeringer senere enn ved maksimal lengde på fondet.
- (4) Aktive eierfond i en AS-struktur kan finne muligheter å utnytte det fremførbare underskuddet i fondet ved avvikling. Dette kan være i form av fusjonering med andre selskaper eller andre tilpasninger. Denne type tilpasninger er det ikke tatt hensyn til i oppgaven da det kan anses som ren skattetilpasning og eventuelt kan føre til gjennomskjæring fra skattemyndighetene. Manglende skattetransparens vil uansett påføre investorene et tap av nåverdi ettersom slike tilpasninger ikke vil komme før ved fondets avvikling.
- (5) Beregningene er foretatt på kontantstrømmene til et gjennomsnittlig simulert fond. Ingen virkelige aktive eierfond ser nødvendigvis ut som dette gjennomsnittsfondet.
- (6) Beregnede IRR og NPV besparelser er avhengig av hva avkastningen i utgangspunktet er for fondet. Høyere IRR i utgangspunktet vil gi høyere IRR-økning dersom fondet organiseres i en IS-struktur. NPV besparelsene er i tillegg sensitive til diskonteringsrenten. Dersom en høyere diskonteringsrente enn 4 prosent brukes på indirekte kontantstrømmer vil effekten av manglende skattetransparens bli mindre. På den andre siden, brukes en høyere diskonteringsrente enn IRR for AS-strukturen vil effekten av begrenset kapitalmobilitet bli enda høyere<sup>35</sup>. Kapitalmobilitets innvirkning på NPV ved ulik diskonteringsrente kan ses mer i detalj i vedlegg 3, der Figur 11 viser for et gjennomsnittlig venturefond og Figur 12 viser for et gjennomsnittlig fond underlagt DNS

---

<sup>35</sup> Gjelder frem til et bestemt nivå, etter dette vil den igjen synke (jf. vedlegg 3).

---

## 5.5 Regnskapsanalyse

For å argumentere for at beregningene basert på simulerte data er virkelighetsnære, er det i dette delkapittelet gjennomført en regnskapsanalyse av bølge 1 fondene underlagt DNS. Regnskapsanalysen beregner skattemessig underskudd i fondene for å gi en indikasjon på hvordan en skattetransparent fondsstruktur ville påvirket avkastningen til investorene. Konsekvensen av begrenset kapitalmobilitet for fondene vil ikke bli berørt, da tilgjengelige regnskapstall ikke sier noe om tidspunkt og størrelsen på realiseringene.

Bølge 1 fondene er til sammen 6 fond etablert i perioden 1998-2000. Et av disse fondene har gått konkurs, mens resterende enda ikke er avviklet. Det er samlet inn regnskapsdata for alle 6 fond i perioden 1998-2008, så selv om ikke fondene er avviklet vil likevel regnskapsanalysen gi en god indikasjon på konsekvensene av manglende skattetransparens. Fondet som gikk konkurs var bare aktivt i fem år, og på tross av at det akkumulerte skattemessige underskuddet i løpet av disse fem årene er like stort som for de andre fondene med dobbel levetid, er det valgt å ikke ta med dette fondet i beregningene. Årsaken er at fondet sannsynligvis ikke vil være representativt for eventuelle nye fond underlagt DNS.

Et viktig poeng å påpeke er at fondene i bølge 1 er etablert før Fritaksmetoden ble innført og andre skatteregler var derfor gjeldende. Om fondene etablerte seg optimalt i forhold til datidens rammebetingelser er ikke et tema for denne utredningen. De estimerte økonomiske konsekvensene vil derfor ikke være fullt gjeldende for de spesifikke fondene i bølge 1. Resultatene vil i stedet være en proxy for et generelt fond underlagt DNS og resultatene vil således gi indikasjoner for eventuelt nye fond underlagt ordningen.

Regnskapsdata brukt i analysen er mottatt fra MENON Business Economics, og er de samme som de brukte i sin evaluering av DNS (MENON 2009). I tillegg er denne dataen supplert ved bruk av regnskapsdata fra RAVN (Ravninfo 2010).

### 5.5.1 Fremgangsmåte og antagelser

I bølge 1 fondene er det benyttet en del forskjellig regnskaps- og forvaltningspraksis. Hovedsakelig innebærer dette at nedskrivninger av porteføljeselskaper er regnskapsmessig ført på forskjellig måte i fondene, samt at regnskapsskikken har endret seg i løpet av

fondenes levetid. I tillegg har fondenes forvaltning til dels vært underlagt fondet, og ikke separert i et eget forvaltningsselskap som er bransjenorm (jf. kapittel 2.1.2). Dette har medført vanskeligheter med å analysere regnskapene, og på bakgrunn av dette er det blitt foretatt noen omposteringer slik at regnskapene kan være sammenlignbare. Mye av dette er gjort av MENON Business Economics i forbindelse med deres evaluering av DNS i 2009. Deres arbeid har blitt videreutviklet og tilpasset denne utredningen. For å begrense omposteringene til et minimum har følgende standard blitt brukt for å finne en tilnærming på skattemessig resultat i fondene:

	Driftsresultat	
-	Driftsinntekter	(salg av porteføljeselskaper <sup>36</sup> )
+	Nedskrivninger	(nedskrivning av porteføljeselskaper)
=	Skattemessig driftsresultat	
+	Finansinntekter	
-	Finanskostnader	
=	Skattemessig resultat	

Denne fremgangsmåten innebærer at en slipper å spesifikt beregne forvaltningskostnadene i fondene, da en implisitt antar at alle andre kostnader enn nedskrivninger i fondene er forvaltningskostnader. For å finne skattemessig driftsresultat er det tatt utgangspunkt i regnskapsmessig driftsresultat og korrigert for skattefrie inntekter og kostnader (etter dagens skatteregler – jf. Fritaksmetoden i kapittel 2.3.5). Det er antatt at det ikke eksisterer andre skattepliktige inntekter eller kostnader i fondet, slik at resterende da er forvaltningskostnader. For å komme fra skattemessig driftsresultat til skattemessig resultat er det korrigert for finansinntekter og finanskostnader.

Det antas at alle investorene i fondene har tilstrekkelige skattbare inntekter til å nyttiggjøre seg alle fradragene de mottar som følge av underskudd i fondene. Videre er vanskelig å estimere fradagsrammen til investorene det på bakgrunn av tilgjengelige regnskapstall. Det tas derfor utgangspunkt i beregningene gjort i kapittel 5.3.2, som viser at fradagsrammen aldri nærmer seg null for gjennomsnittsfondet underlagt DNS. Dette medfører at investorene vil kunne fradagsføre alt underskudd i fondene. Dette vil nødvendigvis ikke stemme med virkeligheten, da enkelte fond kan ha hatt så store tap at fradagsrammen har nådd null.

<sup>36</sup> Det er også i enkelte av fondene driftsinntekter i form av renteinntekter fra lån til porteføljeselskaper. Dette er ikke tatt hensyn til, og konsekvensene av det blir diskutert i kapittel 5.5.2.

Det antas også, som i tidligere beregninger, at fondene kun investerer i porteføljeselskaper gjennom egenkapital.

## 5.5.2 Resultater og analyse

Først er årlig skattemessig underskudd i de 5 fondene beregnet. Investorene kan fradragsføre dette mot øvrig inntekt, og mottar dermed en form for indirekte kontantstrømmer fra fondene tilsvarende 28 prosent av underskuddene. NPV av disse indirekte kontantstrømmene er beregnet ved å diskontere dem med en risikofri diskonteringsrente satt til 4 prosent. NPV i prosent av privat kommittert kapital presenteres i Tabell 16:

Fond 1	Fond 2	Fond 3	Fond 4	Fond 5
NPV = 18,45 %	NPV = 26,97 %	NPV = 23,23 %	NPV = 24,40 %	NPV = 37,71 %

Tabell 16: NPV av indirekte kontantstrømmer for fond underlagt DNS

Gjennomsnittlig NPV av de indirekte kontantstrømmene i disse fem fondene er 26,15 prosent. Dette betyr at investorene i gjennomsnitt ville fått tilbake 26,15 prosent av sin kommitterte kapital som skattfradrag (i nåverdi) dersom fondene var organisert i en IS-struktur. Dette samsvarer med beregningene i kapittel 5.3 og viser at dersom fond underlagt DNS organiseres som IS-strukturer vil dette kunne øke forventet avkastning til investorene.

Resultatene i kapittel 5.3 viste at for et gjennomsnittlig fond underlagt DNS så ville valg av en skattetransparent fondsstruktur øke NPV på investeringene med 15,1 prosent av privat kommittert kapital. Dette er betydelig forskjellig fra regnskapsanalysen som viste 26,15 prosent. Grunnene til dette kommenteres i avviksanalysen nedenfor:

- (1) I beregningene i kapittel 5.3 ble det brukt en lånerente på 4 prosent. Bølge 1 fondene hadde rentevilkår tilsvarende NIBOR + 3 prosentpoeng, noe som i perioden 1998 – 2008 tilsvarer en rente varierende mellom 5,21 - 10,19 prosent (Norges Bank 2010). Dette gir betraktelig høyere rentekostnader som kan komme til fradrag hos investor.
- (2) I fire av fem analyserte fond var privat kapital bare 30 prosent av total kommittert kapital, mens vi i simuleringene brukte 50 prosent. Skattemessig underskudd vil dermed øke i prosent av privat kapital.

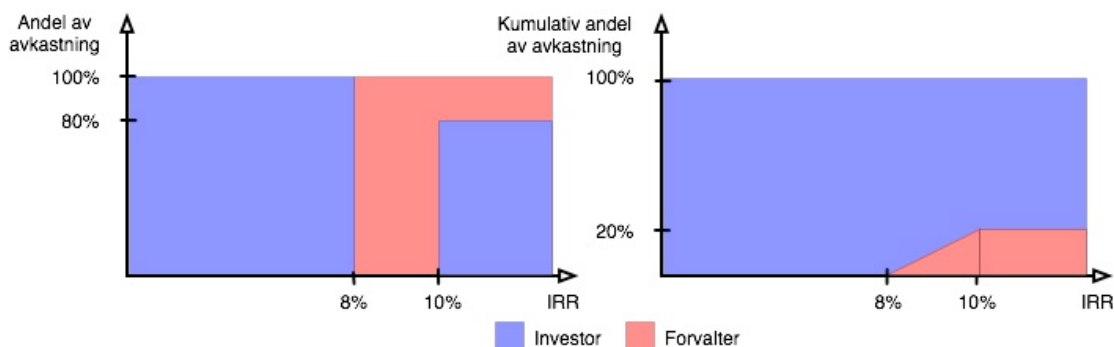
- (3) I regnskapsanalysen er det ikke tatt hensyn til skatt på 3 prosent av gevinst ved realiseringer etter 2008. Dette ville ha redusert nåverdien av fradragene.
- (4) De fem fondene analysert er enda ikke avviklet. De siste årene i fondenes levetid vil sannsynligvis gi mer skattemessig underskudd som kan komme til fradrag hos investorene. Dette vil øke nåverdien av alle fradragene.

Regnskapsanalysen viser at resultatene i kapittel 5.3 ikke er urealistisk høye. Derimot viser de at konsekvensen av skattetransparens trolig er enda høyere enn hva beregningene basert på simulering viste. Avviksanalysen påpeker flere årsaker til dette. Totalt sett viser beregningene at de økonomiske konsekvensene av manglende skattetransparens er høyst reelle. Valg av selskapsform for aktive eierfond påvirker derfor i betydelig grad forventet avkastning på en investering i fondene. Dette gjelder spesielt fond underlagt DNS.

## 5.6 Kapitalmobilitetens effekt på forvalters suksesshonorar

Begrenset kapitalmobilitet reduserer et aktivt eierfonds *målte IRR*. I utgangspunktet vil forvalteren alltid ønske høyest mulig IRR fordi dette er et viktig avkastningsmål som i stor grad avgjør hvor enkelt det blir å tiltrekke seg investorer til eventuelle nye fond. Isolert sett kan derimot de økonomiske implikasjonene av begrenset kapitalmobilitet for investor og forvalter være avhengig av fondets avkastning.

Investor vil motta all avkastning dersom fondet ikke oppnår en IRR høyere enn hurdle raten på 8 prosent. Hvis fondet oppnår en IRR mellom 8 prosent og 10 prosent vil forvalter ta all avkastning over hurdle raten siden vi antar 100 prosent catch-up. Ved en IRR på 10 prosent vil forvalter ha mottatt 20 prosent av all avkastning (tilsvarende avtalt suksesshonorar). Hvis IRR blir høyere enn 10 prosent vil alt overskytende fordeles 20/80 mellom forvalter og investor. Fordelingen av avkastning mellom investor og forvalter vises trinnvis (til venstre) og kumulativt (til høyre) i Figur 8.



Figur 8: Fordeling av avkastning mellom investor og forvalter i et gjennomsnittlig venturefond

Implikasjonene av begrenset kapitalmobilitet for investor og forvalter vil variere mellom tre ulike avkastningsintervall. Hvis IRR både med og uten begrenset kapitalmobilitet vil være høyere enn 10 prosent vil forvalter sitte igjen med 20 prosent av total avkastning. Ved begrenset kapitalmobilitet vil totalt beløp som skal fordeles mellom investor og forvalter blir høyere på grunn av at realiseringer forrentes på bankkonto i venteperioden. Implikasjonen for investor er at han må betale forvalter 20 prosent av denne tilnærmede risikofrie forrentningen. Dette må anses som positivt for forvalteren og negativt for investor. Hvis IRR både med og uten begrenset kapitalmobilitet vil ligge i intervallet 8 prosent til 10 prosent vil forvalter ved begrenset kapitalmobilitet få en mindre andel av total avkastning. Dette tilsier at investor får en avkastning på 8 prosent (hurdle raten) på kapitalen som forrenter seg i banken tilnærmet risikofritt, mens det er forvalter som må "betale" differansen mellom hurdle raten og bankrenten<sup>37</sup>. Dette må anses som positivt for investor og negativt for forvalteren. I det siste intervallet, ved IRR uansett under 8 prosent, vil ikke forvalter få noe av avkastningen uansett. Det vil da være likegyldig for investor om fondet plasserer kapitalen risikofritt eller om han gjør dette selv. I en slik situasjon kan man anta at investor vil foretrekke å få kapitalen utbetalt så fort som mulig (god kapitalmobilitet) slik at han selv kan få disponere sine egne midler. Redusert kapitalmobilitet anses derfor som negativt for begge i dette intervallet. Implikasjonene av redusert kapitalmobilitet oppsummeres i Tabell 17<sup>38</sup>.

<sup>37</sup> Antar at bankrenten er lavere enn hurdle raten.

<sup>38</sup> Andre avtaler for beregning av suksesshonorar vil påvirke implikasjonene for forvalter og investor ved redusert kapitalmobilitet.

	For forvalter	For investor
10 % < IRR	+	-
8 % < IRR < 10 %	-	+
IRR < 8 %	-	-

Tabell 17: Implikasjonen av redusert kapitalmobilitet for forvaltningsselskap og investor

Det er verdt å merke seg at dersom IRR beveger seg mellom intervallene med og uten begrenset kapitalmobilitet vil det kreves spesifikke analyser for å avgjøre implikasjonene for investor og forvalter. For forvalter vil det dessuten ikke være udelt positivt dersom IRR er over 10 prosent og fondet har begrenset kapitalmobilitet. Dette er fordi begrenset kapitalmobilitet uansett vil redusere fondets IRR og dermed gjøre det vanskeligere for forvaltningsselskapet å tiltrekke seg investorer til eventuelle nye fond.

## 5.7 Konklusjoner fra kvantitative beregninger

Beregningene foretatt i dette kapittelet viser at både begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens i stor grad vil påvirke avkastningen for tradisjonelle private venturefond, som målt gjennom IRR og NPV. Som motvekter i beregningene er AS og IS sett på som ytterpunktene, der IS vil ha full kapitalmobilitet og være skattetransparent, mens AS vil ha begrenset kapitalmobilitet og mangler skattetransparens.

Fond underlagt DNS har stor andel av den private kapitalen innbetalt som ansvarlige lån. Siden tilbakebetaling av lån i et AS er ikke regulert på samme måte som utbetaling av egenkapital eller utbytte, vil kapitalmobiliteten til disse fondene ikke bli påvirket i særlig grad av valg av selskapsform.

Begrenset kapitalmobilitet kan påvirke investorene og forvalterne i ulike retninger dersom det er avtalt 100 prosent catch-up på suksesshonoraret. Dette illustreres detaljert i kapittel 5.6. Ettersom total avkastning, målt i IRR, uansett reduseres ved begrenset kapitalmobilitet anses dette i sum som negativt. Forvalterne vil alltid ønske høyest mulig *målt IRR* på sitt fond da dette fører til at det blir lettere å tiltrekke seg investorer til eventuelle nye fond.

Manglende skattetransparens vil kun indirekte påvirke avkastningen til investor, slik at fondets *målte IRR* og forvalters suksesshonorar ikke blir påvirket. Manglende

---

skattetransparens kan likevel gi negative konsekvenser for forvalter siden det kan bli vanskelig å tiltrekke seg investorer til fond som ikke er optimalt organisert. Investor vil i stor grad merke konsekvensene av manglende skattetransparens, da skattemessig underskudd i fondene ikke kan fradragsføres. For investorer i fond underlagt DNS vil innvirkningen på avkastningen være høyere enn for investorer i tradisjonelle venturefond. Dette er fordi (1) investorene skyter inn mindre av den totale kapitalen, (2) fondene har lengre levetid og (3) høyere kostnader i fondene som følge av renter på lån. Hvor mye av det skattemessige underskuddet i fondene som kan fradragsføres hos investor er avhengig om investor har tilstrekkelig inntekt å føre fradrag mot, samt fradragsrammen til investor.

For et gjennomsnittlig privat venturefond vil den *målte IRR* være 1,18 prosentpoeng lavere i en AS-struktur enn i en IS-struktur. Forskjellen i avkastning til investor vil være enda høyere dersom man tar med verdien av skattefradragene. *IRR\**, som benevner IRR justert for indirekte kontantstrømmer fra skattefradrag, vil være 2,61 prosentpoeng høyere i en IS-struktur enn i en AS-struktur.

NPV på en investering i et gjennomsnittlig venturefond er estimert til å være 10,01 prosentpoeng (av kommittert kapital) høyere dersom fondet organiseres i en IS-struktur kontra enn AS-struktur. Dette betyr at dersom en investering i et fond organisert som AS, med MNOK 100 i kommittert kapital har NPV på null, vil samme investering ha NPV på MNOK 10,01 dersom fondet var organisert som IS. Konsekvensen av økt kapitalmobilitet og skattetransparens er derfor en betydelig økning i forventet avkastning på en investering i fondet.

For et gjennomsnittlig fond i DNS vil den *målte IRR* kun være 0,1 prosentpoeng lavere dersom fondet organiseres i en AS-struktur kontra en IS-struktur. Forbedret avkastning kan derimot øke effekten. For investor vil derimot konsekvensene av selskapsform ha meget stor betydning dersom man også tar med verdiene av skattefradragene. *IRR\** vil da være hele 2,6 prosentpoeng lavere dersom fondet organiseres i en AS-struktur.

NPV på en investering i et gjennomsnittlig fond underlagt DNS er estimert til å være 15,5 prosentpoeng (av privat kommittert kapital) høyere dersom fondet organiseres i en IS-struktur kontra enn AS-struktur. Et eksempel illustrerer konsekvensene av dette: Et fond



underlagt DNS har MNOK 200 kommittert kapital<sup>39</sup>, der private investorer har kommittert MNOK 100 av disse. Dersom investeringen til de private investorene på MNOK 100 har en NPV på 0 for når fondet er registrert som AS, vil NPV være på hele MNOK 15,5 dersom fondet var registrert som IS. Dette betyr at den samlede konsekvensen av økt kapitalmobilitet og skattetransparens er mer betydelig for et gjennomsnittlig fond underlagt DNS enn den er for et gjennomsnittlig privat venturefond.

Størrelsen på de økonomiske konsekvensene av manglende skattetransparens er støttet av regnskapsanalysen av bølge 1 fondene. Denne viser at beregningene gjennomført på simulerte tall ikke er urealistisk høye, og gir et nøkternt estimat på de økonomiske konsekvensene av manglende skattetransparens for fond underlagt DNS.

Konklusjonen blir da at valg av IS kontra AS som selskapsform øker forventet avkastning til investorene både i private venturefond og i fond underlagt DNS. Dette skyldes først og fremst to årsaker. IS-strukturer har bedre kapitalmobilitet og kan derfor utbetale realisert kapital raskere enn man kan i AS-strukturer. Dette øker fondets *målte IRR* og forvalters mulighet til å oppnå suksesshonorar. I tillegg er IS-strukturer, i motsetning til AS-strukturer, skattetransparente og investorene kan derfor fradragføre underskudd i fondet mot øvrig inntekt. Dette reduserer investorenes samlede betalte skatt. Den sparte skatten kan anses som indirekte kontantstrømmer fra fondet som øker forventet avkastning på en investering.

---

<sup>39</sup> Av total kommittert kapital er 12,5 % tapsfond, 37,5 % lån fra Innovasjon Norge, 37,5 % lån fra private investorer og 12,5 % egenkapital fra private investorer

---

## 6. Konklusjon

Denne utredningen viser konsekvensene av at fond i De Norske Sårkornfondordningene (DNS) er organisert som Aksjeselskap (AS), og vurderer om andre selskapsformer kan bidra til bedre måloppnåelse. DNS har som hovedmålsetning å stimulere til realisering av nyutviklingsprosjekter med stort vekstpotensial gjennom å øke tilgangen på kompetent kapital. Videre ønsker ordningen å bidra til etablering av levedyktige forvaltningsmiljøer som på sikt kan drives på rent kommersielle vilkår. For å innfri disse målene er det essensielt at fondene i ordningene klarer å tiltrekke seg kapital fra relevante investorer. På sikt vil dette kun være mulig dersom fondene klarer å gi tilby investorene tilfredsstillende avkastning. Valg av selskapsform for fondene bør derfor i utgangspunktet bidra til at investorenes forventede avkastning maksimeres.

Intervju med 25 norske forvaltningsmiljøer utenfor DNS bekrefter at AS er den mest brukte selskapsformen for aktive eierfond. DNS har derfor ikke har valgt en fondsstruktur som avviker fra hva private aktører velger for sammenlignbare fond. På den andre siden observerer man en utvikling i hvordan norske forvaltningsselskap velger å organisere fondene sine. Blant annet velger de som vil tiltrekke seg internasjonale investorer å registrere fondene sine som Limited Partnership (LP) i utenlandske jurisdiksjoner. Dette er helt nødvendig ettersom internasjonale investorer ikke ønsker å investere i særnorske fondsstrukturer. LP er den selskapsformen som er hyppigst brukt blant aktive eierfond internasjonalt. Stor avtalefrihet, god kapitalmobilitet, skattetransparens og stabile rettsregler er hovedårsakene til dette. Den norske selskapsformen som minner mest om LP er Indre Selskap (IS). I den senere tid har norske forvaltningsselskap i større grad valgt å etablere fondsstrukturer basert på denne selskapsformen. De viktigste årsakene til dette er at IS-strukturer er skattetransparente og har god kapitalmobilitet.

Skattetransparens medfører at et aktivt eierfonds skattemessige underskudd årlig kan bli ført mot investorenes øvrige inntekt. Dette betyr lavere skatteutbetalinger for investorene som en direkte konsekvens av en investering i fondet, og dermed indirekte høyere forventet avkastning. God kapitalmobilitet mellom fondet og investorene betyr at realiserde investeringer umiddelbart kan utbetales. Dette øker investorenes effektive avkastning i form av høyere IRR, og gjør det samtidig lettere for forvalterne å nå avtalt hurdle rate slik at de får

suksesshonorar. I tillegg vil økt IRR gjøre det enklere for forvalterne å tiltrekke seg investorer til nye eventuelle nye fond.

Fondsstrukturerer basert på AS vil, i motsetning til strukturer basert på IS, verken være skattetransparente eller ha tilfredsstillende kapitalmobilitet. De økonomiske konsekvensene av dette er analysert gjennom omfattende lønnsomhetsberegninger. Resultatene viser at begrenset kapitalmobilitet og manglende skattetransparens i et gjennomsnittlig venturefond kan redusere *målt IRR* med hele 1,18 prosentpoeng. Dersom IRR korrigeres til å også inkludere indirekte kontantstrømmer som følge av skattefradrag, kan reduksjonen være på hele 2,61 prosentpoeng. Dette tilsvarer i verste fall et nåverditap for investorene på 10,01 millioner kroner per 100 millioner kommittert kapital.

Kapitalstrukturen til fond underlagt DNS preges av mye gjeld. Utdelinger etter realiseringer vil derfor i stor grad forekomme som tilbakebetaling av lån. Med dagens lovgivning medfører dette at kapitalmobiliteten til fondene i liten grad påvirkes av valgt selskapsform. På den andre siden medfører høye rentekostnader og fondenes lange levetid at konsekvensene av manglende skattetransparens blir desto mer betydelig. Våre estimater viser at justert internrente i et gjennomsnittlig fond underlagt ordningene kan bli hele 2,6 prosentpoeng høyere dersom fondene organiseres i en skattetransparent struktur basert på IS kontra dagens AS-struktur. I nåverdi tilsvarer dette i beste fall en besparelse for investorene på over 15,5 millioner kroner per 100 millioner privat kommittert kapital.

For fond underlagt DNS vil en fondsstruktur basert på Kommandittselskap (KS) ha tilnærmet samme økonomiske fordeler som IS. Dette er fordi KS også er skattetransparent, mens dets begrensede kapitalmobilitet ikke har særlig betydning for fondene. For at en fondsstruktur basert på KS skal være like skattetransparent som en struktur basert på IS, samt at forvaltningsselskapets eierandel skal kunne begrenses til en prosent, må strukturen tilpasses noe. Et alternativ er å danne en såkalt KS i KS-struktur (jf. kapittel 2.4.2 og vedlegg 1). En slik alternativ struktur vil for de fleste investorer fremstå som mer komplisert enn en IS-struktur, og vil i tillegg til dårligere kapitalmobilitet også ha mindre fleksibilitet og en betydelig andel bunden kapital. IS fremstår derfor som en mer egnet selskapsform enn KS for fond underlagt DNS.

Vi konkluderer denne utredningen med at DNS kan øke investorenes forventet avkastning og forvaltningsselskapenes mulighet for suksesshonorar dersom det tillates at fond underlagt

ordningen organiseres som skattetransparente strukturer med god kapitalmobilitet. Per i dag er det kun fondsstrukturer basert på IS som i tilstrekkelig grad tilbyr begge disse egenskapene. På den andre siden vil enkelte investorer vegre seg mot å investere i en slik struktur ettersom manglende erfaring og dårlig oppfatning av IS kan føre til uønsket merarbeid og usikkerhet knyttet til investeringen. Vi mener likevel at våre beregninger viser at forskjellen i forventet avkastning for investor er så store at de mer enn nok burde veie opp for eventuelle ”merkostnader” tilknyttet en investering i en fondsstruktur basert på IS.

Vi anbefaler derfor at eventuelle nye fond underlagt DNS får mulighet til å organisere seg som IS for å maksimere investorenes og forvalternes forventede avkastning. DNS og de tilknyttede forvaltningsselskapene burde også søke å bidra til økt informasjon og kunnskap om fordelene ved en IS-struktur slik at denne i større grad blir preferert av potensielle investorer. På sikt vil dette bidra til bedre måloppnåelse for ordningen.

## Ordliste og forkortninger

*Aksjeselskap (AS)*: Norsk selskapsform regulert av Aksjeloven fra 1997

*Aktivt eierfond*: Betegnelse på et investeringsfond som bedriver aktivt eierskap.

*Aktivt eierskap*: Risikokapitalinvesteringer i private selskaper med potensial for høy vekst.

*Catch-up klausul*: En klausul i avtalen som regulerer forvaltningsselskapets suksesshonorar. Med catch-up så vil forvaltningsselskapet motta en større andel av avkastningen, enn proSENTSatsen avtalt i suksesshonoraret, etter at hurdle raten er nådd. Klausulen gjør at forvaltningsselskapet raskere når den avtalte proSENTSatsen i suksesshonoraret. Med for eksempel 8 prosent hurdle rate, 20 prosent suksesshonorar og 100 prosent catch-up så vil forvaltningsselskapet få 100 prosent av avkastningen over 8 prosent frem til de har mottatt 20 prosent av total avkastning. Avkastning utover dette vil deles 20/80 mellom forvaltningsselskap og investorer.

*De Norske Såkornfondordningene (DNS)*: To bølger med til sammen 15 aktive eierfond etablert med delvis offentlig finansiering. Hensikten er å medvirke til et mangfold av innovative, kunnskapsbaserte nyskappingsprosjekter ved å sikre økt tilgang til relevant, kompetent privat kapital, som på sikt kan gi investorene god avkastning

*Forvaltningshonorar*: En del av kompensasjonsavtalen mellom investorer og forvalterne av fondet, som regulerer hvor mye forvaltningsselskapet løpende skal motta som kompensasjon for den daglige driften av fondet. Angis gjerne som en årlig proSENTSats av fondets kommitterte kapital.

*Hurdle rate*: En minimumsavkastning investor krever tilbakebetalt før forvaltningsselskapet kan ta suksesshonorar

*Indre Selskap (IS)*: Norsk selskapsform regulert av Selskapsloven fra 1985

*IRR*: Internrenten til en kontantstrøm

*IRR\**: Internrenten korrigert til også å inkludere indirekte kontantstrømmer i form av skattefradrag

**Kapitalmobilitet:** Er ofte en betegnelse på kapitalflyt mellom land, men er i bransjen (og i utredningen) brukt for å betegne hvor tid og arbeidskrevende det er å flytte kapital mellom investor og fond.

**Kommandittselskap (KS):** Norsk selskapsform regulert av Selskapsloven fra 1985

**Kommittert kapital:** Den totale kapitalen et aktivt eierfond har under forvaltning. Kapitalen innhentes etter hvert som investeringer foretas og realiseringer betales ut etter hvert. Siden kapital ikke reinvesteres er det sjeldent at all kommittert kapital er betalt inn til fondet samtidig.

**Limited Partnership (LP):** Selskapsform med flere internasjonale variasjoner som kjennetegnes av en partner med ubegrenset ansvar og en eller flere partnere med begrenset ansvar.

**MRD NOK:** Milliarder norske kroner

**MNOK:** Millioner norske kroner

**Norsk Venturekapitalforening (NVCA):** En uavhengig, ideell interesseorganisasjon for den norske private equity-bransjen, også omtalt som aktive eierfond.

**Porteføljeselskaper:** Investeringsobjektene til aktive eierfond.

**Skattetransparens:** Skattetransparente strukturer innebærer at selskapet i seg selv ikke skal være et eget skattesubjekt, men at fondets eiere skal skattelegges i eget hjemland i henhold til hjemlandets skatteregler. Problemstillinger tilknyttet skattlegging av internasjonale investorer er sett bort fra i denne utredningen.

**Special purpose entity (SPE):** Et selskap etablert for en spesifikk hensikt.

**Suksesshonorar:** En del av kompensasjonsavtalen mellom investorer og forvalterne av fondet. Her avtales hvor mye av fondets avkastning som skal tilfalle forvalterne.

## Litteraturliste

Aarbakke, M. (2004). *Ansvarlige selskaper og Indre selskaper*, 6. Utgave. Oslo: Universitetsforlaget.

Aksjeloven (1997). *Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997*. Tilgjengelig fra: <<http://www.lovdatab.no>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Ask, C., Tystad, R. og Woldbeck, T. (2002). *ANS, KS, IS*. Oslo: Den norske revisorforeningen.

BA-HR: Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen DA (2009). *Rettslige rammer for Private equity- og Venturekapital-bransjen i Norge*. Notat til NVCA Nyhetsbrev 17/2009 – Regulering av Private Equity bransjen.

Bienz, C. (2009). *Performance measurement*. Forelesning 10, Høst 2009. FIE 436 Venture Capital, Private Equity and IPO's. Bergen: Norges Handelshøgskole.

Berge, S., Krogh, H.L. og Tjølsen, A.T. (2007). *Utbytte*, 2. utgave. Oslo: DnR Forlaget.

Berlin, M. (1998). *That thing venture capitalists do*. Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review, January/February.

Boye, K., Hansen, T., Hveem, D.J. og Torgrimsen, B. (2008). *Personlig Økonomi*, 25. utgave. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Brealey, R.A., Myers, S.C. og Allen, F. (2008) *Principles of Corporate Finance*, 9. utgave. New York: The McGraw-Hill Companies Inc.

Brudvik, A.J. (2009). *Skatterett for Næringsdrivende*, 32. utgave. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Bråthen, T. (2008). *Selskapsrett*, 3. utgave. Oslo: Focus Forlag.

Burgel, O. (2000). *UK Venture Capital and Private Equity as an Asset Class for Institutional Investors*. Research Report, London Business School. Tilgjengelig fra: <<http://www.acrobatplanet.com/non-fictions-ebook/ebook-uk-venture-capital-and-private-equity-asset-class-institutional-investors.h>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Cochrane, J.H. (2005). *The risk and return of venture capital*. Journal of Financial Economics, 75(1), 3–52.

Devroye, L. (1986). *Non-uniform random variate generation*. New York: Springer-Verlag. Tilgjengelig fra: <<http://cg.scs.carleton.ca/~luc/rnbookindex.html>>, [Nedlastet 6. April 2010].

EVCA (2009). *Long term performance of private equity remains strong*. Pressemelding: Thomson Reuters 17. Juni 2009. Tilgjengelig fra: <[http://www.evca.eu/uploadedfiles/News1/News\\_Items/PR-preliminary%20performance-FINAL.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/News1/News_Items/PR-preliminary%20performance-FINAL.pdf)>, [Nedlastet 6. April 2010].

---

Fenn, G.W., Prowse, S.D., og Liang, J.N. (1995). *The economics of the private equity market*. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Finansdepartementet (2009). *Forslag om endringer i verdipapirhandelloven vedrørende andeler i ansvarlige selskaper og kommandittselskaper*. Høringsbrev 23. September 2009. Tilgjengelig fra:

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2009/horing---forslag-om-endringer-i-verdipap/horingsbrev.html?id=577779>> , [Nedlastet 6. April 2010]

Foretaksregisterloven (1985). *Lov om registrering av foretak 21. Juni 1985*. Tilgjengelig fra: <<http://www.lovdatab.no>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Fulford, S. G. (2003). *Indre selskap i et selskapsrettslig og skatterettslig perspektiv*. Spesialoppgave Juridiske fakultet Oslo. Veileder: Professor Frederik Zimmer. Tilgjengelig fra: <<http://www.duo.uio.no/sok/work.html?WORKID=14958>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Gjems-Onstad, O. (2001). *Valg av selskapsform, 4. utgave*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.

Haugh, M. (2004). *The Monte Carlo Framework, Examples from Finance and Generating Correlated Random Variables*. Forelesning 3, Høst 2004. IEOR E4703: Monte Carlo Simulation. Columbia University, New York. Tilgjengelig fra: <<http://www.columbia.edu/~mh2078/MCS04.html>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Haavind (2009). *Fondsstrukturer for Private equity og venture capital, Er vår fond fortsatt riktig rigget?* Ikke publisert presentasjon fra seminar: Norsk Venturekapitalforening 19. November 2009.

Hull, J. C. (2009). *Options, Futures, and other Derivatives, 7. utgave*. New Jersey: Pearson Education Inc.

Johannessen, A., Kristofferesen, L. og Tufte, P.A. (2004). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag, 2. utgave*. Oslo: Abstrakt forlag.

Johnsen, T. (2009). *Alternative investeringer*. Forelesning 4, Vår 2009. FIE 426 Kapitalforvaltning. Bergen: Norges Handelshøgskole.

Jørstad, A.B. og Risholm, A. (2009). *Finansielle kontrakter i norske såkornfond – en empirisk analyse*. Masterutredning i Finansiell Økonomi ved Norges Handelshøgskole, Bergen. Veileder: Kjell G. Nyborg.

King, N. og Horrocks, C. (2010). *Interviews in Qualitative Research*. London: Sage Publications Ltd.

KPMG (2009). *Beskatning av ansvarlige selskaper og kommandittselskaper*. Tilgjengelig fra: <[http://www.kpmg.no/arch/\\_img/9457047.pdf](http://www.kpmg.no/arch/_img/9457047.pdf)>, [Nedlastet 6. April 2010].

Menon (2009). *Veksthus eller såkorn til spille? Evaluering av ordningene for såkorn under Innovasjon Norge*. Tilgjengelig fra: <<http://www.menon.no/no/Publikasjoner>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Merverdiavgiftsloven (1999). *Lov om Merverdiavgift av 19. Juni 2009*. Tilgjengelig fra: <<http://www.lovdatab.no>>, [Nedlastet 6. April 2010].



---

Metrick, A. (2007). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Metrick, A. og Yasuda, A. (2008). *The economics of private equity funds*. Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market. Tilgjengelig fra: <<http://ssrn.com/abstract=996334>>, [Nedlastet 6. April 2010]

Norden (2009). *Obstacles to Nordic Venture Capital Funds*. Tilgjengelig fra: <<http://www.nordicinnovation.net/prosjekt.cfm?Id=1-4415-260>>, [Nedlastet 6. April 2010]

Norges Bank (2010). Norsk pengemarkedsrente. Tilgjengelig fra : < [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_55486.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article___55486.aspx) > [Nedlastet 9. Mai 2010].

NVCA (2009a). *Aktivitetsundersøkelse for de norske aktive eierfondene 1. halvår 2009*. Tilgjengelig fra: <<http://www.nvca.no/bransjestoff/index.aspx?id=1773&mid=1278>>, [Nedlastet 6. April 2010].

NVCA (2010). *En introduksjon til Private Equity og Venture Capital*. Tilgjengelig fra: <<http://nvca.no/index.aspx>>, [Nedlastet 6. April 2010].

OECD (1997). *Government Venture Capital for Technology-Based Firms*, OCDE/GD 201. Tilgjengelig fra: <[http://www.oecd.org/LongAbstract/0,3425,en\\_2649\\_34273\\_2093641\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/LongAbstract/0,3425,en_2649_34273_2093641_1_1_1_1,00.html)>, [Nedlastet 3. Mai 2010].

Ravninfo (2010). *Selskapsinformasjon*. Tilgjengelig fra: <<https://www.ravninfo.com/>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Regnskapsloven (1998). *Lov om årsregnskap m.v. av 17. Juli 1998*. Tilgjengelig fra: <<http://www.lovdato.no>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Revisorloven (1999). *Lov om revisjon og revisorer 15. Januar 1999*. Tilgjengelig fra: <<http://www.lovdato.no>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Sahlman, W.A. (1990). *The structure and governance of venture-capital organizations*. Journal of financial economics, 27(2), 473–521.

Schjelderup, G. (2009). *Skatteparadiser*. Forelesning 10, Vår 2009. FIE 432 Personlig Økonomi. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Schoar, A., Wongsunwai, W. og Lerner, J. (2005). *Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle*. MIT Sloan Research Paper No. 4523-05. Tilgjengelig fra: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=657482](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=657482)>, [Nedlastet 3. Mai 2010]

Selskapsloven (1985). *Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper av 21. Juni 1985*. Tilgjengelig fra: <<http://www.lovdato.no>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Skatteloven (1999). *Lov om skatt av formue og inntekt av 26. Mars 1999*. Tilgjengelig fra: <<http://www.lovdato.no>>, [Nedlastet 6. April 2010].

Verdipapirhandelloven (2007). *Lov om verdipapirhandel av 29. Juni 2007*. Tilgjengelig fra: <<http://www.lovdato.no>>, [Nedlastet 6. April 2010]

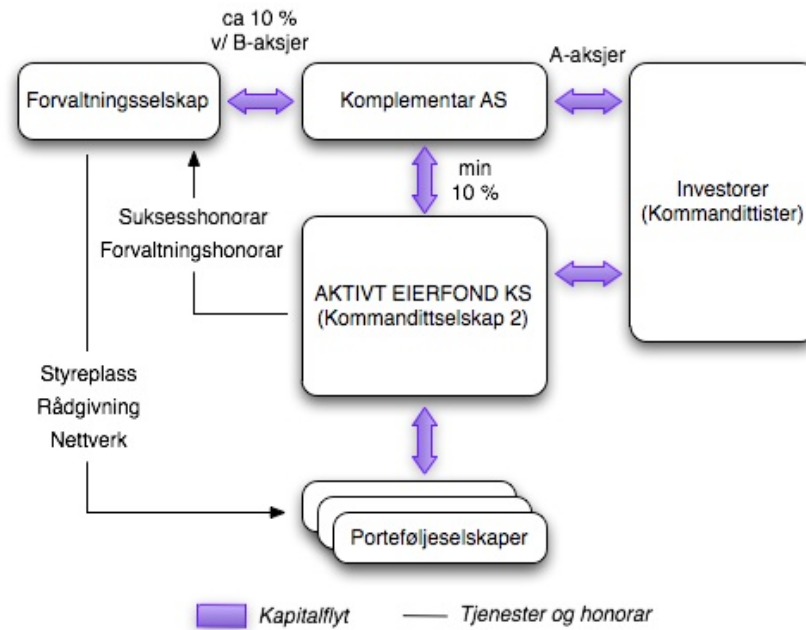
Investment benchmark reports (2009). *The 2009 Fund Performance Report preview*. Tilgjengelig fra: <[http://www.investmentbenchmarks.com /fund\\_performance.html](http://www.investmentbenchmarks.com/fund_performance.html)>, [Nedlastet 6. April 2010].

Wassum (2003), *Wassum-rapporten (Evaluering av Sårkornordningen)*, Utarbeidet for Nærings-og Handelsdepartementet, Oslo

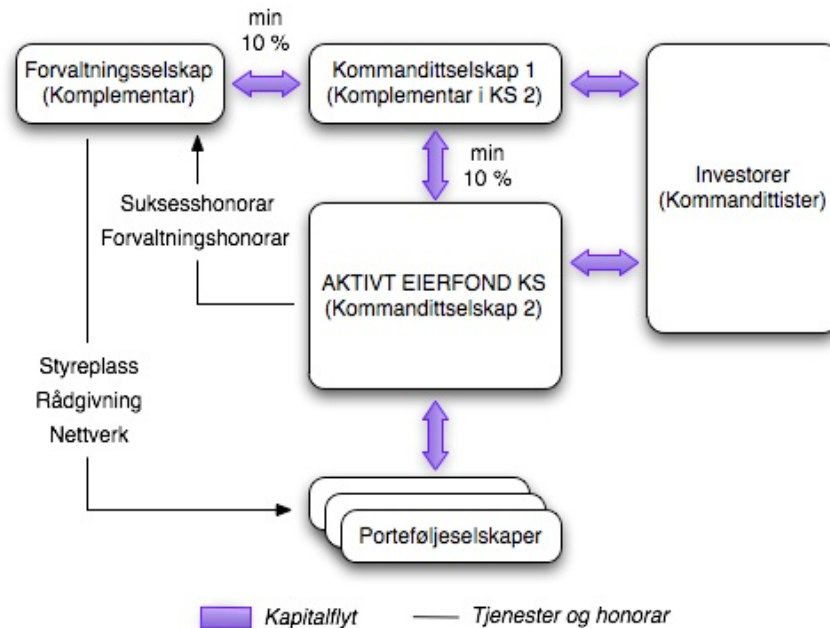
Wiik, S. H. (2001). *Indre selskap – regnskap og skatt*. Revisjon og Regnskap nr. 6.

Woxholth, G. (2010). *Selskapsrett, 3. utgave*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

## Vedlegg 1: Alternative KS-strukturer



Figur 9: Fond organisert som KS med to aksjeklasser i komplementaren



Figur 10: Fond organisert i en KS i KS-struktur

---

## Vedlegg 2: Intervjuguide

Intervjuene gikk i hovedsak gjennom to kategorier spørsmål. Først ble deskriptiv informasjon om fondene og forvaltningsselskapene innhentet. Deretter fikk intervjuobjektene mulighet til å utdype betraktningene de gjør rundt valg av selskapsform for deres fond. I hovedsak ble følgende temaer gjennomgått under intervjuene:

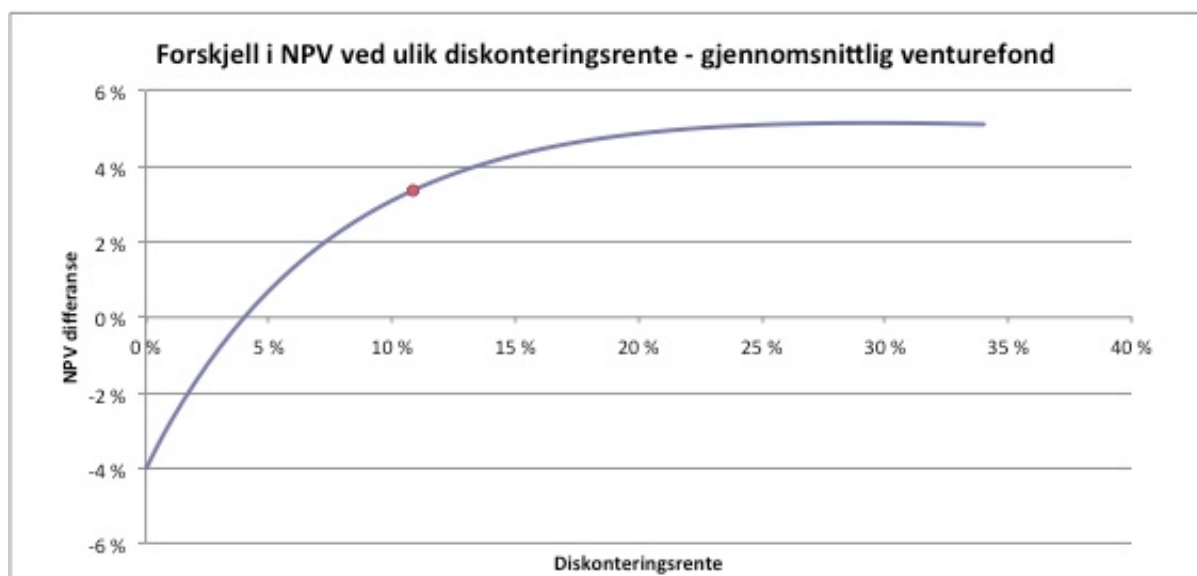
### *Deskriptiv informasjonsinnhenting:*

- Navn på forvalter
- Antall fond
- Fondene under forvaltning
  - Navn på fond
  - Fase (klassifisert i såkorn, venture og buyout)
  - Selskapsform (spesifikt spurt om det foreligger en indre selskapsavtale)
  - Kapitalbase og kapitalstruktur pr fond
  - Antall og type investorer i fondene
- Forvaltningsselskapet
  - Antall ansatte
  - Forvaltnings- og suksesshonorar
- Beslutninger vedrørende organisering
  - Hvem deltar aktivt vedrørende valg av selskapsform for fondene internt (investorer, forvaltere)?
  - Hvilken type ekstern rådgiver brukes ved valg av selskapsform og etablering av fondsstruktur (advokat, revisor etc.)?

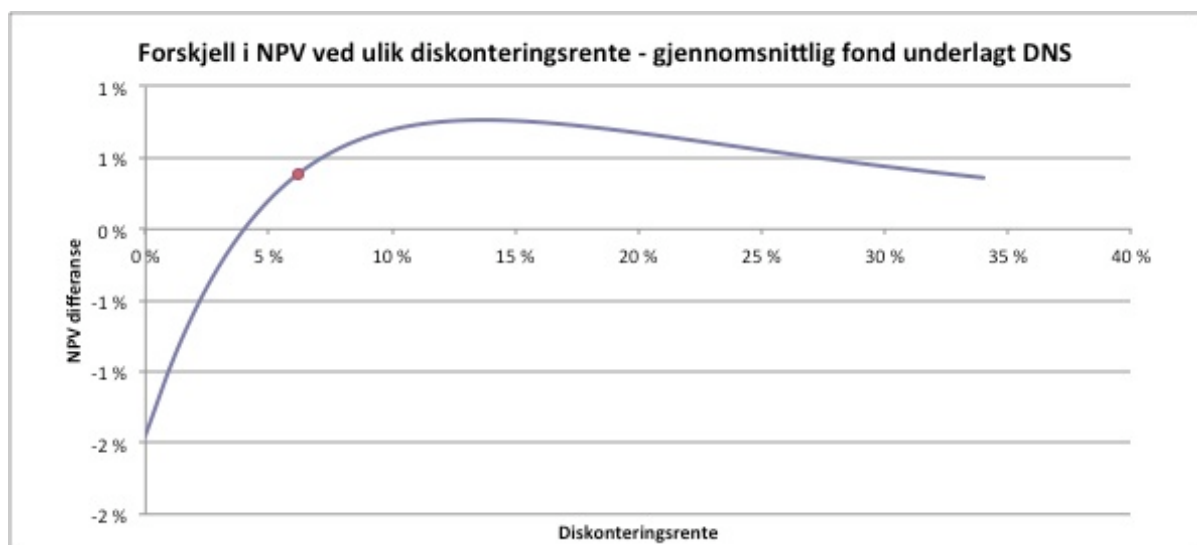
### *Betraktninger rundt valg av selskapsform*

- Hvilke selskapsformer ble vurdert ved opprettelsen av de ulike fondene?
- Hvorfor ble den gitte selskapsformen valgt for fondet?
- Hvorfor var andre selskapsformene uegnet (spesifikt spurt om AS, KS, IS og ANS)?
- Selskapsligning versus deltakerligning – implikasjoner for aktive eierfond
- Hvilke selskapsform ville blitt brukt hvis nytt fond skulle opprettes?
- Andre kommentarer/betraktninger

## Vedlegg 3: Kapitalmobilitets innvirkning på NPV



Figur 11: Kapitalmobilitets innvirkning på NPV (i prosent av kommittert kapital)



Figur 12: Kapitalmobilitets innvirkning på NPV (i prosent av privat kommittert kapital)

Figur 11 og Figur 12 viser størrelsen på NPV-differansen begrenset kapitalmobilitet påfører et aktivt eierfond ved ulike diskonteringsrenter. Rød prikk symboliserer diskonteringsrenten som gjør at et fond organisert som AS vil ha null i NPV, altså dens IRR.