



UNIVERSITETET I  
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

---

# MASTEROPPGAVE

**En evaluering av utfordringer for  
investor ved Private Equity  
investeringer**

**- Aktualisert med Statens pensjonsfond utland som  
investor**

Katrine Aronsen og Kristin M. Moe

BE331E Finansiering og investering



## Abstract

This study examines how the Norwegian government pension fund, Statens Pensjonsfond Utland (SPU), utilize their strategic asset allocation and what Private Equity (PE) firms think of expanding it to also including PE investments. PE is described as risk capital investments in unlisted companies with potential for high growth, and is an alternative investment to public equity investments. Since SPU has the advantage of being a long-term investor who can tolerate illiquidity in parts of the investments, our research focus on PE as a potential investment strategy for SPU as a suitable investor. We also examines some aspects that SPU should take into account in considering whether to do an unlisted investment in the asset. The empirical investigation is based on a qualitative data collection, where a variety of PE firms participated in semi-structured interviews. Hence, we attempt to identify differences and commonalities for this selection (of PE firms). The results of the empirical data and our analysis shows that if SPU decides to invest in PE, they can help to shape the PE industry and influence new standards. To avoid that general partners get to high percentage of return, SPU must be critical to how carried interest is calculated. The best calculation is based on the difference between revenues and Exit Investment Capital. The contract for a Limited Partnership for SPU must clarify which investments they can accept, and contain requirements for how general partner should manage the investment, aswell as how much transparency they want from the general partner. Manager selection is extremely important, therefore we recommend that SPU uses consultants who have extensive experience in this area. Both contract and manager selection is important to achieve better performance, reduce the risk of asymmetric information and avoid a weakened reputation.

## Forord

Denne masteroppgaven er avsluttende del av det toårige masterstudiet Master of Science in Business ved Handelshøgskolen i Bodø. Oppgaven skrives innenfor spesialiseringen Finansiering og Investering, og fokuserer på investeringer i Private Equity, samt enkelte aspekter Staten Pensjonsfond Utland må ta hensyn til ved en eventuell investering.

På en bedriftspresentasjon av PwC ved Handelshøgskolen i Bodø tidlig høsten 2013 ble vi for første gang introdusert for temaet Private Equity, og fikk ideen om skrive en masteroppgave om det. Det har vært en lang og innholdsrik prosess, der vi har lært mye om et tema vi hadde liten innsikt i før vi startet. Arbeidet har vært spennende og vi har fått en stor interesse og kunnskap om Private Equity.

Vi vil takke vår veileder professor Frode Sættem for gode, konstruktive og raske tilbakemeldinger. En stor takk rettes og til våre informanter i de Private Equity selskapene, som tok seg tid til å besvare våre spørsmål og kom med gode svar. Avslutningsvis vil vi takke Daniel Henriksen for gjennomlesing og tilbakemelding av oppgaven og Tom Steffensen for korrekturlesing.

Bodø, 20.mai 2014

Katrine Aronsen

Kristin M. Moe

## Sammendrag

I denne oppgaven har vi undersøkt enkelte aspekter ved Private Equity (PE), som Statens Pensjonsfond Utland (SPU) må ta hensyn til i en eventuell PE-investering. Det ble gjort ved å se på hvordan SPUs investeringsstrategi er i dag og hvilke argumenter de legger til grunn for å ikke investere i PE. Vi har og undersøkt hva norske PE-selskap mener er utfordringer for investor i en PE-investering. Det ble med den hensikt gjort rede for PE og SPU, og videre belyses de enkelte aspektene som SPU bør ta i betraktning om de beslutter å gjøre en unotert investering i aktivaklassen PE.

Oppgaven retter fokuset på PE som investeringsform og SPU som en velegnet investor, og drøfter i den sammenheng flere aspekter forbundet med slike investeringer. PE er en alternativ investering til de mer kjente investeringene som aksjer og obligasjoner (Public Equity), og beskrives som risikokapitalinvesteringer i unoterte selskap med potensiale for høy vekst. Unoterte selskap skiller seg fra noterte selskap i tilgangen på informasjon og bindingstiden på investeringen. Da SPU er en langsiktig investor som tåler illikviditet på deler av investeringene, gjør det dermed spørsmålet om hva en PE-investering vil medføre til en dagsaktuell problemstilling.

Basert på vår problemstilling med utgangspunkt i diskusjoner i Stortingsmeldinger og annen anvendt teori, er det utført en kvalitativ innsamling av data, der et utvalg av PE-aktører som er registrert i NVCA (Norwegian Venture Capital & Private Equity Association) deltar. I den empiriske analysen forsøkes det å avdekke eventuelle forskjeller og fellestrekk for dette utvalget.

Resultatene i empirien og analysen vår viser at hvis det blir åpnet for investering i PE for SPU vil de bli en stor investor med betydelig mengde kapital som skal forvaltes. De kan være med på å forme PE-bransjen og påvirke nye standarder. For å unngå at forvalter får for høy andel av avkastningen må SPU være kritisk til hvordan Carried Interest blir beregnet, der det beste er å ta utgangspunkt i differansen mellom Exit inntektene og Investment Capital. I kontrakten for et Limited Partnership må SPU tydeliggjøre hvilke investeringer de godtar, krav til hvordan de skal forvaltes og hvor mye åpenhet de ønsker fra PE-aktøren. Forvalterseleksjon er ekstremt viktig, derfor anbefaler vi at SPU benytter seg av rådgivere som har lang erfaring

på dette området. Både kontrakten og forvalterseleksjon er viktige for å oppnå bedre avkastning, reduserer risikoen for asymmetrisk informasjon og unngå svekket omdømme.

## Innholdsfortegnelse

<b>ABSTRACT .....</b>	<b>I</b>
<b>FORORD.....</b>	<b>II</b>
<b>SAMMENDRAG .....</b>	<b>III</b>
<b>TABELLOVERSIKT.....</b>	<b>VIII</b>
<b>FIGUROVERSIKT .....</b>	<b>IX</b>
<b>VEDLEGG .....</b>	<b>X</b>
<b>BEGREPSORDLISTE.....</b>	<b>XI</b>
<b>1.0 INNLEDNING .....</b>	<b>1</b>
1.1 BAKGRUNN.....	1
1.2 PROBLEMSTILLING .....	1
1.3 OPPGAVENS STRUKTUR .....	2
<b>2.0 OM PRIVATE EQUITY .....</b>	<b>4</b>
2.1 HVA ER PRIVATE EQUITY .....	4
2.2 ORGANISERING AV PRIVATE EQUITY.....	5
2.3 PRIVATE EQUITY AKTØR .....	5
2.4 PRIVATE EQUITY FOND .....	6
2.4.1 Fasene.....	7
2.5 INVESTORENE .....	9
2.6 INVESTERINGSPROSESSEN .....	9
2.6.1 Limited Partnership.....	10
2.6.2 Kompensasjonsformer .....	11
2.7 AVKASTNING.....	12
2.7.1 Ljungqvist og Richardson.....	13
2.7.2 Kaplan og Schoar .....	14
2.7.3 Harris, Jenkinson og Kaplan.....	14
2.7.4 Oppsummering av analysene.....	14
2.8 ASYMMETRISK INFORMASJON.....	15
2.8.1. Ugunstig utvalg.....	16
2.8.2 Moralsk hasard.....	16
2.8.3 Forebygging av informasjonsasymmetri .....	18
2.9 HISTORISK UTVIKLING AV PRIVATE EQUITY .....	19
2.10 PRIVATE EQUITY MARKEDET .....	20
2.10.1 Europa .....	21

2.10.2 USA.....	25
2.10.3 Norden.....	25
2.11 OPPSUMMERING.....	28
<b>3.0 STATENS FORVALTNING AV NORGES FORMUE.....</b>	<b>29</b>
3.1 PENSJONSFOND SOM INVESTOR.....	29
3.2 STATENS FORMUESFORVALTNING.....	31
3.2.1 Statens direkte eierskap.....	32
3.2.2 Statens Pensjonsfond Utland.....	33
3.3 NORGES BANK ANBEFALINGER FOR SPUS INVESTERINGER.....	34
3.4 STORTINGSMELDINGER.....	35
3.5 DAGSAKTUELLE SAKER.....	37
<b>4.0 METODE.....</b>	<b>40</b>
4.1 FORSKNINGSMETODE.....	40
4.2 FORSKNINGSSTRATEGI.....	40
4.2.1 Casestudie.....	41
4.3 DATAINNSAMLING.....	41
4.3.1 Intervjuguide.....	42
4.3.2 Gjennomføring av intervju.....	42
4.3.3 Utvalg.....	43
4.4 EMPIRI OG ANALYSE AV DATA.....	44
4.5 EVALUERING AV DATAMATERIALET.....	44
4.5.1 Ekstern validitet.....	45
4.5.2 Intern validitet.....	45
4.5.3 Reliabilitet.....	45
4.6 KRITISK DISKUSJON AV METODE.....	46
<b>5.0 PRESENTASJON AV PRIVATE EQUITY AKTØRENE.....</b>	<b>47</b>
5.1 REITEN&CO.....	47
5.2 FORVALTER 1.....	47
5.3 FORVALTER 2.....	48
5.4 NEOMED MANAGEMENT.....	48
5.5 PRONORD AS.....	49
<b>6.0 PRESENTASJON AV EMPIRI.....</b>	<b>50</b>
6.1 AVKASTNING.....	50
6.1.1 Hvordan avkastning fordeles.....	50
6.1.2 Er fordelingen rettferdig.....	51

6.1.3	<i>Hva kan øke avkastning til investor</i>	51
6.1.4	<i>Hva inngår i forvaltningshonoraret</i>	52
6.2	ASYMMETRISK INFORMASJON	53
6.2.1	<i>Utfordringer med asymmetrisk informasjon mellom forvalter og investor</i>	53
6.2.2	<i>Hva kan gjøres for å redusere asymmetrisk informasjon</i>	54
6.2.3	<i>Asymmetrisk informasjon som et hinder for SPU og PE-investeringer</i>	55
6.3	STATENS PENSJONSFOND UTLAND SOM INVESTOR I PRIVATE EQUITY	57
6.3.1	<i>Bør Statens Pensjonsfond Utland investere i Private Equity</i>	57
6.3.2	<i>Fordeler og ulemper med Private Equity investeringer</i>	58
6.3.3	<i>I hvilket segment bør Statens Pensjonsfond Utland investere</i>	58
6.3.4	<i>Hva må Statens Pensjonsfond Utland fokusere på med PE-investeringer</i>	59
6.3.5	<i>Utfordringer med omdømme</i>	59
<b>7.0</b>	<b>ANALYSE</b>	<b>62</b>
7.1	AVKASTNING	62
7.1.1	<i>Hvordan avkastning fordeles</i>	62
7.1.2	<i>Er fordelingen rettferdig</i>	62
7.1.3	<i>Hva kan øke avkastning til investor</i>	63
7.1.4	<i>Forvaltningshonoraret</i>	64
7.2	ASYMMETRISK INFORMASJON	66
7.2.1	<i>Asymmetrisk informasjon i praksis</i>	66
7.2.2	<i>Reduksjon av problemet</i>	68
7.2.3	<i>Asymmetrisk informasjon som et hinder for SPU og PE-investeringer</i>	70
7.3	STATENS PENSJONSFOND UTLAND SOM INVESTOR I PRIVATE EQUITY	70
7.3.1	<i>Bør Statens Pensjonsfond Utland investere i Private Equity</i>	71
7.3.2	<i>Fordeler og ulemper med Private Equity investeringer</i>	72
7.3.3	<i>Hva må Statens Pensjonsfond Utland fokusere på med PE-investeringer</i>	73
7.3.4	<i>I hvilket segment bør Statens Pensjonsfond Utland investere</i>	74
7.3.5	<i>Utfordringer med omdømme</i>	74
<b>8.0</b>	<b>KONKLUSJON</b>	<b>77</b>
<b>9.0</b>	<b>LITTERATURLISTE</b>	<b>78</b>
<b>10.0</b>	<b>VEDLEGG</b>	<b>85</b>
10.1	INTERVJUGUIDE	85



## Tabelloversikt

Tabell 1: Aktivaallokering.....	31
Tabell 2: Oversikt over informanter.....	44

## Figuroversikt

Figur 1: Investeringsprosessen i Private Equity .....	12
Figur 2: Utviklingen av det europeiske PE-markedet i € milliarder (2000-2012) .....	22
Figur 3: De viktigste kapitalkildene innen Private Equity i Europa (2007 – 2012).....	23
Figur 4: PE-investeringer i Europa fordelt på land (prosent av total kapital) .....	24
Figur 5: Antall nye fond og kommitert kapital (2001-2012).....	27
Figur 6: Hovedstørrelser i statens formuesforvaltning per 30.06.2010.....	32

## Vedlegg

Vedlegg 1: Intervjuguide .....	85
--------------------------------	----

## Begrepsordliste

**Aktivt eierskap:** Private Equity selskapet går inn med sin kompetanse gjennom å være representert i styret og ledelsen ([www.nvca.no](http://www.nvca.no)).

**Asymmetrisk informasjon:** Informasjonsskjevheter mellom to parter, hvor en part sitter med mer informasjon om en aktivitet enn den andre parten (Mishkin, 2013).

**Buyout (BO):** Kjøper modne selskaper fra gjeldende aksjonærer, med en målsetting om å selge sine eierandeler med høyest mulig gevinst innenfor en definert tidshorisont (Grünfeld & Jakobsen, 2007).

**Carried Interest:** Kompensasjon til General Partner. Carried Interest er normalt 20 prosent av overskuddet i fondet, og utbetales ikke før Limited Partner har fått tilbakebetalt investert kapital og en forhåndsbestemt avkastning ([www.argentum.no](http://www.argentum.no)).

**EVCA:** European Private Equity & Venture Capital Association

**Exit:** Avvikling av beholdningen av et Private Equity selskap. Metoder for å avslutte en investering er salg til industrielle investorer og børsnotering (IPO) ([www.argentum.no](http://www.argentum.no)).

**Forvaltningshonorar:** Se Management Fees

**General Partner (GP):** En partner i et Private Equity selskap som har ubegrenset ansvar for gjeld og forpliktelser i et Limited Partnership, og rettigheter til å delta i ledelsen i porteføljeselskapet. Det er General Partner som forvalter fondet. Forvalterne innhenter kapitalen etterhvert som det dukker opp aktuelle porteføljeinvesteringer, eller når eksisterende investeringer trenger oppfølgingsinvesteringer ([www.evca.eu](http://www.evca.eu)).

**Institusjonelle eiere:** Er en vanlig betegnelse for banker, forsikringsselskaper, investeringsselskaper, pensjonsfond, kredittforetak og legat-fond som investerer store mengder kapital i internasjonale kapitalmarkeder ([www.argentum.no](http://www.argentum.no)).

**IPO (Initial Public Offering):** Salg eller distribusjon av et selskaps aksjer til offentligheten for første gang ved å børsnotere selskapet ([www.evca.eu](http://www.evca.eu)).

**Kommitert kapital:** Den maksimale summen Limited Partner forplikter seg til å investere i fondet. Kapitalinnskudd skjer etter hvert som General Partner gjør sine investeringer i porteføljeselskapene (NVCA 2009; Ljungqvist og Richardson 2003).

**Limited partner (LP):** Defineres som en investor med begrenset ansvar, som kommitterer for en gitt kapitalstørrelse og som ikke involveres i de hverdagslige operasjonene i bedriften ([www.evca.eu](http://www.evca.eu)).

**Limited Partnership:** Partnerskapet mellom General Partner og Limited Partner. General Partner forvalter fondet og Limited Partner står for mesteparten av kapitalen.

**Management Fees:** En årlig forvaltningsavgift som er lik en viss prosentandel av investorers kommiterte kapital til fondet. Kompensasjon mottas av General Partner ([www.argentum.no](http://www.argentum.no)).

**NVCA:** Norwegian Venture Capital & Private Equity Association

**Porteføljeselskap:** Selskapene som Private Equity selskapene investerer kapital i og søker å få betydelig innflytelse eller kontroll over. Porteføljeselskapene er ikke børsnotert ([www.regjeringen.no](http://www.regjeringen.no)).

**Private Equity:** En alternativ investering til de mer kjente investeringene som aksjer og obligasjoner (Public Equity). Defineres som risikokapitalinvesteringer i unoterte selskap med potensial for høy vekst (Metrick og Yasuda 2011A; NVCA).

**Public Equity:** Er børsnoterte selskaper som daglig verdsettes i kapitalmarkedet, og omfatter investeringsformer som aksjer og obligasjoner (Kjærnes, 2006).

**Realisering:** Når investeringsperioden er over, og investor og forvalter oppnår generert avkastning ([www.argentum.no](http://www.argentum.no)).

**Suksesshonorar:** Se Carried Interest

**Track Record:** Et Private Equity selskaps erfaring, historikk og tidligere resultater ([www.argentum.no](http://www.argentum.no)).

**Unoterte investeringer:** Unoterte investeringer er investeringer i aktiva som ikke handles på regulerte markedsplasser (Finansdepartementet, 2010b).

**Venture Capital:** Er en type Private Equity som fokuserer på unge gründerbedrifter med høyt vekstpotensial, og som typisk drives av teknologisk innovasjon ([www.evca.eu](http://www.evca.eu)).



## 1.0 Innledning

### 1.1 Bakgrunn

Statens pensjonsfond utland (SPU), som tidligere het Oljefondet, er verdens største statlige investeringsfond, og hadde ved utgangen av 2013 en markedsverdi på 5038 milliarder norske kroner (NBIM, 2014a). SPU har en investeringsstrategi der de plasserer 60 prosent i aksjer, 35-40 prosent i obligasjoner og opptil 5 prosent i eiendom (Finansdepartementet, 2013). Det investeres ingenting i Private Equity (PE).

SPU har over flere år vurdert muligheten for å gjøre unoterte investeringer.

Finansdepartementet har gjennom flere Stortingsmeldinger om forvaltningen av SPU, lagt frem sin vurdering om unoterte investeringer. I St.meld. nr. 15 ble det gjort en bred gjennomgang av investeringer i unoterte aksjer. Det ble konkludert med at investering i unoterte aksjer er krevende, og har behov for en annen type kompetanse. De ønsker derfor å få erfaring fra eiendomsinvesteringer først. På sikt ønsker de å se på muligheten for å gjøre investeringer i unoterte aksjer (Finansdepartementet, 2010b).

I et brev fra Norges Bank til Finansdepartementet i 2006, anbefaler Norges Bank at det bør være mulig å gjøre unoterte investeringer. De påpeker at for andre store institusjonelle investorer, er ikke-børsnoterte aksjer en aktivaklasse som benyttes (Gjedrem og Berg, 2006). SPU's rådgiver Elroy Dimson uttalte i Dagens Næringsliv (Langved, 2014) at SPU på sikt bør investere i unoterte selskap. Han begrunner dette med at der er mer penger å hente. Dimson utdyper at fondet vil, ved å ta en større risiko, få høyere avkastning, og de kan høste en illikviditetspremie på grunn av lang tidshorisont på investeringen. SPU har et fortrinn med at de er en langsiktig investor som tåler illikviditet på deler av investeringene. Med bakgrunn i dette synes vi det vil være interessant å undersøke noen av aspektene SPU må ta hensyn til, om de skal gjøre en unotert investering i aktivaklassen Private Equity.

### 1.2 Problemstilling

Oppfatningen av PE er at investeringsformen kan gi mulighet for god meravkastning til sine investorer. I PE finner man noen fenomener som skiller seg fra andre aktivaklasser. Vi ønsker å se nærmere på noen av de.



Problemstillingen vi ønsker å undersøke er:

*Hvordan vil ulike aspekter ved Private Equity være en utfordring for Statens Pensjonsfond Utland som investor?*

Vi vil rette fokus på PE som investeringsform og gå i dybden på noen av aspektene som er viktig å ta hensyn til når man gjør slike investeringer. Sentralt her er fordeling av avkastning, asymmetrisk informasjon og hvordan en PE-investering kan påvirke omdømme til SPU. Vi har svart på problemstillingen gjennom å intervju ansatte i norske PE-selskaper, som kan regnes som eksperter på dette området. Formålet er å aktualisere teorien med deres synspunkter, og koble opp mot hvordan det vil påvirke SPU som investor.

Denne masteroppgaven er ment å være en del av bakgrunnsstoffet til en avgjørelse om en eventuell PE-investering av SPU. Vi vil ikke fokusere på hvordan PE-investeringer vil påvirke porteføljen til SPU med tanke på risiko, avkastning eller diversifisering.

### **1.3 Oppgavens struktur**

Denne oppgaven er delt opp i seks hoveddeler, kapittel 2 til kapittel 7, og blir avsluttet med en konklusjon.

I den første delen, kapittel 2, forklarer vi hva PE er, hvordan det er organisert og hvordan investeringer skjer. Teorien til Metrick og Yasuda (2011a; 2011b) er sentral. Vi gjennomgår tre analyser om avkastning gjort av Ljungqvist og Richardson (2003), Kaplan og Schoar (2003) og Harris, Jenkinson og Kaplan (2012). Videre beskriver vi asymmetrisk informasjon og utfordringer med det. Til slutt i denne delen ser vi på markedet for PE, med hovedfokus på Europa og Norden. Her er rapporter fra EVCA og NVCA sentrale.

I den andre delen, kapittel 3, gjennomgår vi statens forvaltning av Norges formue. Vi gjennomgår hvordan den forvaltes i dag, med hovedfokus på SPU. Videre gir vi en innsikt i anbefalinger Norges Bank har gjort om PE-investeringer for SPU, og hvordan Finansdepartementet begrunner sitt valg om å avvente med denne type investeringer. Den sentrale teorien er brev fra Norges Bank til Finansdepartementet og Stortingsmeldinger. Vi tar også opp noen dagsaktuelle saker om SPU som investor i PE.

I den tredje delen, kapittel 4, presenterer vi metoden som er lagt til grunn for oppgaven. Her har vi tatt utgangspunkt i teorien til Yin (2014).

I den fjerde delen, kapittel 5, gir vi en presentasjon av hvem vi har intervjuet og hvilket PE-selskapet de tilhører.

I den femte delen, kapittel 6, blir de empiriske resultatene fra intervjuene lagt frem. Resultatene er delt opp i tre hovedtemaer; avkastning, asymmetrisk informasjon og SPU som investor i PE.

I den sjette delen, kapittel 7, er analysen vi har gjort med bakgrunn i teorien fra første og andre del, og empirien fra femte del. Analysen er også delt opp i de tre hovedtemaene som de empiriske resultatene. Fokuset er på de aspektene ved PE vi har valgt å undersøke, og hvilke hensyn SPU må ta til disse.

Det som skiller vår oppgave fra tidligere utredninger, er at vi bare har valgt å fokusere på noen aspekter med PE. Slik kan vi gi en dypere innsikt og forståelse av tema. I tillegg har vi intervjuet ansatte i norske PE-selskap, som har mye erfaring med PE-investeringer. De kan dermed belyse de aktuelle aspektene med bakgrunn i deres erfaring og opplevelser.

## 2.0 Om Private Equity

I dette kapitlet vil vi gi en forklaring på hva PE er og hvordan det fungerer. Vi skal gjennomgå hva PE-aktørene gjør, de forskjellige fasene som finnes innenfor PE og hvordan investeringer foretas. Til slutt blir mulighetene for avkastning i PE-investeringer gjennomgått. Kapitlet er ment å gi en innsikt og forståelse i PE, som vil være til hjelp for å forstå vår problemstilling og analyse.

### 2.1 Hva er Private Equity

Private Equity defineres på Norwegian Venture Capital & Private Equity Association (NVCA) sine nettsider, som ”... risikokapitalinvesteringer i unoterte selskap med potensial for høy vekst...”. Investeringene er langsiktige og blir forvaltet av PE-aktører som utfører aktivt eierskap. Det blir sett på som risikokapitalinvesteringer på grunn av stor usikkerhet og dårlig likviditet. Det investeres både kapital og kompetanse, der målet er å være en betydningsfull bidragsyter i utviklingen mot suksess.

Ifølge NVCA brukes Venture Capital (VC) i USA til å beskrive investeringer i nystartede og ekspanderende selskaper, mens i Europa brukes VC synonymt med PE. I denne oppgaven vil vi bruke PE som en fellesbetegnelse på alle aktive eierfond, og skille mellom segmentene såkorn, VC og Buyout (BO) der det er nødvendig.

PE blir sett på som en form for alternativ investering til de mer kjente investeringene som gjøres i aksjer og obligasjoner, også kalt Public Equity (Metrick og Yasuda, 2011a). Metrick og Yasuda (2011b) sier at de viktigste kjennetegnene for PE er illikviditeten og informasjonsasymmetrien mellom de som står på innsiden og utsiden av bedriften. En av forskjellene mellom å investere i PE i forhold til Public Equity er tilgangen på informasjon og bindingstid på investeringen. Det finnes flere typer eierskap for en bedrift, og de har forskjellige måter å hente inn egenkapital på. Vi har statseide bedrifter, familiebedrifter, og børsnoterte bedrifter som eies av mange aksjonærer ([www.evca.eu](http://www.evca.eu)). Public Equity er børsnoterte selskaper, og kan som regel selge og kjøpe aksjer til og fra alle som de selv ønsker. Disse selskapene blir daglig verdsatt i kapitalmarkedet og må legge ut offentlige finansielle rapporter. Investorene er passive og tar sine vurderinger om salg og kjøp på

bakgrunn av valgene som ledelsen i selskapet foretar, og hvordan markedet for den aktuelle bransjen er (Kjærnes, 2006).

## **2.2 Organisering av Private Equity**

PE-fond forvaltes av spesialiserte forvaltermiljø som vi vil referere til som PE-aktører (se kapittel 2.3). PE-aktørene skal hjelpe unoterte selskap i forskjellige faser av livssyklusen med de behovene de har. NVCA beskriver det, på sine nettsider, som spesialistkompetanse ”På eierskap i en usikker fase”. I tillegg til å investere kapital går PE-aktørene inn med sin kompetanse gjennom å være representert i styret og ledelsen, såkalt aktivt eierskap. De er med på å ta viktige beslutninger med spesielt fokus på operative, finansielle, strategiske og internasjonale beslutninger. Dette skal bidra positivt på selskapets vei mot suksess, og omtales som intelligent kapital. Til gjengjeld skal investorene få høy avkastning på kapitalen deres. Når bedriftens mål er nådd, selger PE-fondene seg ut. De unoterte selskapene som PE-fond investerer i blir kalt porteføljeselskap. Porteføljeselskapene blir grundig analysert, og det er et trangt nåløyne å komme gjennom. Det er de selskapene som har størst potensial som blir valgt ut og får tilført kapital, ressurser og kompetanse ([www.nvca.no](http://www.nvca.no)).

## **2.3 Private Equity aktør**

Metrick & Yasuda (2011a; 2011b) fremhever fem karakteristikker som er spesielle for PE og hva som skiller PE fra andre investeringsformer. Vi vil kort gjengi deres definisjon for en PE-aktør og gi en nærmere beskrivelse om noe av dette senere i kapitlet.

(1) PE-aktøren er et finansielt mellomledd. De tar pengene fra investorene og investerer i porteføljeselskap. Å være et finansielt mellomledd kan sammenlignes med banker som tar innskutt kapital og låner det videre til selskaper og privatpersoner. Dette er forskjellen mellom PE-aktører og Angel Investor eller private investorer som bruker sine egne penger. PE-fond er organisert som et Limited Partnership der PE-aktøren er General Partner (GP) og investorene Limited Partner (LP). Etter endt investeringsperiode selger PE-aktøren seg ut av porteføljeselskapet, utbetaler avkastning til LP, for så og starte hele prosessen med et nytt porteføljeselskap.

(2) PE-aktøren investerer kun i unoterte selskap. I motsetning til børsnoterte selskap som er informasjonspliktige angående selskapets finansielle posisjon og vesentlige endringer på en regelmessig basis, er offentlig informasjon om PE-selskap nærmest ikke-eksisterende. På grunn av det oppstår faren for asymmetrisk informasjon (se kapittel 2.8). Når en PE-investering er gjort kan ikke porteføljeselskapet umiddelbart omsettes på børs, og avkastningen oppnås ikke før investeringsperioden er over.

(3) PE-aktøren driver aktivt eierskap og det er dette kriteriet som skiller PE mest fra andre investeringsformer. Aktive Public Equity investorer blir målt på sin evne til å velge de beste investeringsobjektene, men hvis ikke deres investeringer er så store at de får plass i styret kan de ikke påvirke beslutningene til ledelsen. Aktivt eierskap kan utføres på flere måter, men vanligvis blir PE-aktøren en del av styret i porteføljeselskapet. På den måten kan de gi råd og anbefalinger til den øverste ledelsen i selskapet. Støtten og anbefalingene PE-aktørene kan bidra med ved å ta en plass i styret i porteføljeselskapene, er en kritisk suksessfaktor. De kan gi bedriftene, spesielt nykommere, et bærekraftig konkurransefortrinn i tillegg til godt renommé og bransjekontakter.

(4) Hovedmålet til PE-aktøren er å maksimere avkastningen, og gi penger tilbake til investorene ved å avslutte investeringen (Exit) gjennom et salg eller en IPO. Et salg kan skje til det åpne markedet, til et annet PE-fond eller til et større selskap. PE-aktøren investerer kun i selskap der de ser at et salg er gjennomførbart etter endt investeringsperiode. Krav om Exit og fokus på finansiell avkastning, er det som skiller en PE-investering fra en strategisk investering utført av store selskap. En strategisk investor vil kunne dekke karakteristikken ovenfor, men vurderer investeringer annerledes enn en PE-aktør på grunn av PE sitt behov for Exit.

(5) PE-aktøren investerer for å finansiere den interne veksten av selskaper. Investeringsprosessen brukes for å etablere og bygge nye virksomheter, ikke for å tilegne seg eksisterende virksomheter.

## **2.4 Private Equity fond**

PE-fond består av flere porteføljeselskap, og ifølge både Metrick og Yasuda (2011b) og Fenn, Liang og Prowse (1995) er fondets begrensede levetid på 10 år. NVCA mener at levetiden

vanligvis er 8-12 år ([www.nvca.no](http://www.nvca.no)). Kaplan og Strömberg (2008) sier også at fondets levetid er på 10 år, men at det kan utvides med opptil 3 år. Dette tilsier at det er langsiktige investeringer. Fondet har en fastsatt kapitalstørrelse som er forhåndsbestemt ved fondets begynnelse, og reinvesteringer er ikke tillatt (Metrick og Yasuda, 2011b). Når fondets kapitalstørrelse er avklart og de har innhentet investorene de trenger, stenges fondet for andre investorer. PE-aktørene oppretter nye fond hvert 3-5 år og vil derfor på et tidspunkt forvalte to eller flere fond, men fondene forvaltes separat (Metrick og Yasuda, 2011b; Fenn, Liang og Prowse, 1995). I løpet av de første 3-5 årene gjør PE-aktøren (GP) investeringene i fondets porteføljeselskap, og deretter forvaltes de før det skjer en Exit. I denne investeringsperioden på 3-5 år investeres det typisk i 10-50 porteføljeselskap (Fenn, Liang og Prowse, 1995). I tillegg til de måtene Metrick og Yasuda (2011b) oppgir for salg, står det på NVCA sine nettsider at PE-aktørene kan fusjonere porteføljeselskapet med andre selskap eller selge sin aksjeandel tilbake til porteføljeselskapet. Kapitalen som investerer i porteføljeselskaper kommer i stor grad fra store private investorer og institusjonelle investorer (LP). Pensjonsfond, forsikringsselskap, banker og staten, gjennom sine investeringsfond Argentum og Investinor, er noen av de som investerer i PE-fondene. De inngår en avtale med en PE-aktør der de forplikter seg til å investere en bestemt sum, kjent som kommitert kapital, og innbetalingene skjer etter hvert som PE-aktøren gjør sine investeringer (NVCA, 2009).

Investoren (LP) kan også plassere penger via fond-i-fond, som typisk består av pensjonsfond, banker, forsikringsselskaper, selskaper og andre fond-i-fond ([www.evca.eu](http://www.evca.eu)). En investering gjennom fond-i-fond har spesialisert seg på valg av PE-aktører, og risikoen reduseres ved å investere i flere fond (Kjærnes, 2006).

#### **2.4.1 Fasene**

Som nevnt driver PE-aktørene (GPs) med aktivt eierskap der målet er å maksimere avkastningen til LPs. De forskjellige PE-aktørene har spesialisert seg på en fase, og vi skal nå forklare hva forskjellen mellom disse fasene er og hvilken rolle og oppgave PE-aktøren innehar i disse fasene. Porteføljeselskapene er i oppstartsfasen, vekstfasen eller restruktureringsfasen, som ofte refereres til som såkorn-, Venture -og Buyout fasene.



### **Såkornfasen**

Dette er den mest risikofylte fasen der bedriften ikke har lansert produktet, gjerne en uprøvd teknologi på markedet, hvor det som oftest ikke eksisterer noe omsetning. Det er ingen garanti for at produktet virker, altså er det en teknologisk risiko i prosjektet. I såkornfasen er PE-aktørenes jobb å gjøre en vurdering på hvorvidt det er mulig for prosjektet og lykkes, og om det finnes et marked. Bedrifter i såkornfasen er som regel avhengig av å få skutt inn mesteparten av denne risikofulle kapitalen. I de vestlige land investerer staten betydelig i slike selskaper (Worsøe, 2006). Samtidig er ikke alltid behovet for kapital så stort i denne fasen (Kjærnes, 2006). Når bedriften får fastslått at de har et produkt som kan omsettes og et eksisterende marked for dette, selger PE-aktørene seg ut.

### **Venture fasen**

I denne fasen er det mye markedsrisiko, og vi finner bedrifter med høy vekst og som er i en ekspansjonsfase. Venture Capital (VC) blir brukt til å betegne denne fasen. Dette er nyoppstartede bedrifter som har behov for markedsføring, produktutvikling og forskning. PE-aktørene bidrar med å utvikle teknologien, og har fokus på å internasjonalisere produktet (Worsøe, 2006; Kjærnes, 2006). Når det er lønnsom drift selger PE-aktørene seg ut. Metrick og Yasuda (2011b) henviser til en studie utført av Gorman og Sahlman fra 1989, der PE-aktører sier at deres viktigste oppgaver i VC er pengeinnsamling, strategiske analyser og rekruttering av ledere til porteføljeselskapet. PE-aktørene påvirker altså måten porteføljeselskapene er finansierte, drives og hvem som ansettes.

### **Buyout fasen**

I Buyout (BO) fasen befinner de modne selskapene seg. De karakteriseres av at de har et behov for å endre produktet sitt, at utviklingen går langsomt, at de ønsker å slå seg sammen med et annet selskap eller selge ut en del av sitt eget selskap som ikke lenger er kjernevirksomheten. PE-aktøren sin oppgave er å videreutvikle eller omstrukturere disse modne selskapene gjennom restrukturering, fusjoner og oppkjøp ([www.evca.no](http://www.evca.no); Worsøe,

2006). Målet er å oppnå bedre lønnsomhet. Det er i denne fasen behovet for forvaltningskapital er størst (Kjærnes, 2006).

Det er verdt å nevne at BO investerer i færre selskap enn VC. I studiet til Ljungqvist og Richardson (2003), som vil bli nærmere gjennomgått i kapittel 2.7, investerer VC-fond gjennomsnittlig i 37,3 porteføljeselskaper og BO-fond i 16,1. I tillegg til at aktørene er spesialisert på en fase, er det ifølge EVCA (2007) flere og flere fond som spesialiserer seg innenfor en type sektor eller virksomhet. Spesialområdene er enten virksomheter med et særskilt geografisk område (regioner, nasjonal eller internasjonal), eller i bestemte industrielle bransjer og tjenester.

## **2.5 Investorene**

Investorene er de som kommitterer kapital til PE-fondene og som betegnes Limited Partners. Den kommitterte kapitalen er den maksimale summen investoren investerer i PE-fondet, og kapitalinnskudd skjer etter hvert som PE-aktøren gjør sine investeringer (Ljungqvist og Richardson, 2003). Det er ikke et bestemt antall LPs, men i de fleste fond er det mellom 10 og 30. Som tidligere nevnt er dette ofte institusjonelle investorer. Det er forskjellige investorer i PE-fond, men ifølge Fenn, Liang og Prowse (1995) er offentlige og bedriftspensjonsfond de største gruppene, som står for 40 prosent av investeringene. Offentlige pensjonsfond har hatt den største veksten i sine PE-investeringer og investerer mer enn private pensjonsfond. Legater, stiftelser, bankholdingselskaper og velstående familier står for 10 prosent av PE-investeringene. Forsikringselskaper, investeringsbanker, ikke-finansielle selskap og utenlandske investorer er de gjenstående store investorene. De fleste institusjonelle investorene gjør PE-investeringer med et finansielt motiv, og de forventer at den risikjusterte avkastningen er større i PE enn i andre aktivaklasser.

## **2.6 Investeringsprosessen**

Investeringsprosessen starter med at PE-aktøren leter etter nye muligheter, og avsluttes ikke før en kontrakt med porteføljeselskapet er signert. Screening er første del av prosessen og innebærer en filtrering av enhver forretningside som er skapt og oppdaget av investor. Det er en omfattende jobb, der de kan gjennomgå flere hundre kandidater som de snevrer inn til de mest aktuelle. For å oppnå suksess er kvaliteten på de potensielle porteføljeselskapene viktig,



og kalles for Deal Flow. Det vil si at jo bedre rykte porteføljeselskapet har, altså bedre Deal Flow, desto mindre krevende er arbeidet for PE-aktøren med selskapet. Etter en mer nøyaktig gjennomgang vil investorene stå igjen med kun en tiendedel av de hundre som videreføres til neste fase, kalt Preliminary Due Diligence. Av disse vil cirka tre porteføljeselskap motta en midlertidig kontrakt, kalt Term Sheet, der foreslått verdivurdering, verdipapir og kontrollrettigheter er beskrevet. Kontrakten er et forhandlingsmiddel og en grobunn for en mer detaljert kontraktinngåelse i fremtiden. I realiteten er det ofte kun halvparten av aksepterte Term Sheet som fører til realiserte investeringer. Blir tilbudet godtatt av porteføljeselskapet går PE-aktørene i gang med Due Diligence og analyserer alle egenskaper ved selskapet. Hvis PE-aktøren finner alle egenskapene tilfredsstillende, forhandler de med porteføljeselskapet om de siste detaljene før kontrakten signeres og investeringsprosessen avsluttes (Metrick og Yasuda, 2011a).

### **2.6.1 Limited Partnership**

Limited Partnership er partnerskapet mellom PE-aktører (GP) og investor (LP), og det er den mest anvendte juridiske strukturen i de fleste PE-fond. General Partner forvalter fondet og Limited Partner står for mesteparten av kapitalen. Det er vanlig at GP investerer 1 prosent av totalkapitalen i fondet, men noen investerer mer (Kaplan og Strömberg, 2008). Limited Partnership har som tidligere nevnt en forhåndsbestemt levetid, og en avtale om hvor mye kommitert kapital som skal investeres. GPs forvalter partnerskapet basert på en samarbeidsavtale som omfatter vilkår, avgifter, strukturer og andre faktorer i partnerskapet. Målet til GPs er å oppnå en god avkastning etter endt investeringsperiode, og motta et forvaltningshonorar og en prosentandel av overskuddet. LPs som kommitterer en gitt kapitalstørrelse og har begrenset ansvar, opptjener inntekter, kapitalgevinst og skattefordeler (Streetofwalls, 2013). Metrick og Yasuda (2011b) forklarer at kontrakten i et Limited Partnership inneholder hvor mye GP skal få i Management Fees og Carried Interest. Kontrakten inneholder også restriksjoner på hvilke investeringer GPs ikke kan gjøre, som for eksempel investeringer utenfor fondet, investeringer på tvers av fond og investeringer i andre aktivaklasser enn PE. Siden LPs velger å delegerer bort ansvaret, valget om hva det skal invester i og hvordan dette blir fulgt opp til GPs, er det viktig at LPs passer på at deres beste interesse blir tatt vare på (Fenn, Liang og Prowse, 1995). Derfor er det veldig viktig å ha en detaljert kontrakt mellom LP og GP, som sier noe om hvor mye av kommitert kapital som investeres i porteføljeselskap og hvordan det forvaltes.

## 2.6.2 Kompensasjonsformer

Her vil vi beskrive de to kompensasjonsformene, Management Fees og Carried Interest for GP, slik Metrick & Yasuda (2011a) og Fenn, Liang og Prowse (1995) beskriver de.

### **Management Fees**

Det er vanlig at LP betaler en bestemt prosent av den kommitterte kapitalen hvert år, som betegnes Management Fees. På norsk er Management Fees mer kjent som forvaltningshonorar. Metrick og Yasuda (2011b) hevder at den er 2 prosent, mens Fenn, Liang og Prowse (1995) mener det normale Management Fees er mellom 2 og 2,5 prosent. I noen tilfeller er denne prosentsatsen konstant, men som regel synker den noe etter 5 år av investeringsperioden er gått. Grunnen til at prosenten synker, er fordi den skal reflektere arbeidet GPs har med fondene etter hvert som investeringene er gjort og realisert. Etter det begynner GP og se på nye investeringsmuligheter. Det totale Management Fees som LP betaler er Lifetime Fees. Når Lifetime Fees blir trukket fra kommitert kapital, sitter vi igjen med Investment Capital som er den reelle summen GP investerer i porteføljeselskapet.

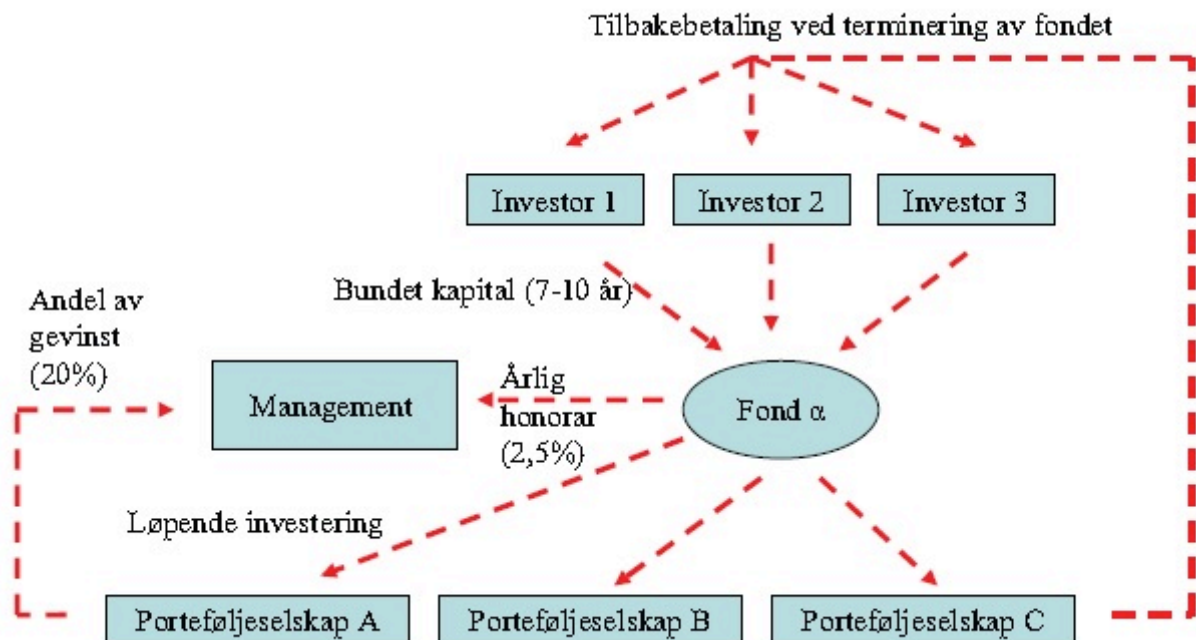
Grunnen til at Management Fees beregnes på denne måten, i stedet for å bruke porteføljeværdi, er fordi honoraret da ville vært lavt de første årene før all kapital var investert, og det kunne resultert i at driftskostnadene ikke ble dekket. I tillegg ville det skapt insentiver for GP til å gjøre investeringene raskt, som ville medført dårligere kvalitet i porteføljeselskapet.

### **Carried Interest**

Carried Interest gir GPs en mulighet til å få avkastning på profitten til porteføljeselskapet når de selger seg ut. Historisk sett har Carried Interest stått for den største delen av kompensasjon til PE-aktører. Både Metrick og Yasuda (2011b) og Fenn, Liang og Prowse (1995) hevder at mesteparten av GPs får 20 prosent i Carried Interest. Profitten blir som oftest regnet ut som differansen mellom Exit inntektene og kommitert kapital. Alternativt beregnes profitten med Investment Capital i stedet for kommitert kapital.

Denne figuren gir et oppsummerende og oversiktlig bilde av hvordan hele investeringsprosessen med avkastning er. LP kommitterer kapital til fondet som så investeres i porteføljeselskapene. En del av LPs kommitterte kapital går direkte til GPs som et årlig

honorar. Fortjenesten fra porteføljeselskapene deles ved en fastsatt prosent til GPs og det resterende går til LPs (Olsson, Frydenberg, Jakobsen, Sørheim og Waagø, 2007).



Figur 1: Investeringsprosessen i Private Equity

## 2.7 Avkastning

Det er gjort flere studier der avkastning i PE-fond analyseres. Vi har valgt å ta for oss bidragene fra Ljungqvist og Richardson (2003), Kaplan og Schoar (2003) og Harris, Jenkinson og Kaplan (2012). De har hentet data fra henholdsvis en stor institusjonell investor, Venture Economics og Burgiss. Alle analysene har tatt utgangspunkt i kontantstrømmen og benyttet Internal Rate of Return (IRR) som avkastningsmål. I tillegg har de beregnet Public Market Equivalent (PME) og sammenlignet avkastning i PE med den amerikanske børsen S&P500, for å kunne si noe om hvordan PE presterer i forhold til det amerikanske markedet. Forfatterne av de tre studiene poengterer alle at det er mye usikkerhet i dataene og utvalget de har valgt å bruke, men konkluderer med at funnene er relativt gode. Vi skal først gjengi hva de forskjellige studiene har kommet frem til, før vi ser på hva som gir investor den beste avkastningen.

## **Internal Rate of Return**

Internal Rate of Return (IRR) er det mest brukte resultatmålet i dag og kan beregnes i hvilket som helst stadium av et partnerskaps liv (Fenn, Liang og Prowse, 1995). IRR tar hensyn til betaling av forvaltningshonorarer, rentekostnader, tidspunkt for investering og Exit (Grünfeld og Jakobsen, 2007). Kort forklart er IRR renten som gir nåverdi av alle kontantstrømmer til investeringen, både positive og negative, lik null (Investinganswers, 2009). Det er med andre ord den midlertidige nettoavkastningen som er opptjent av investorer (LP) fra fondets begynnelse til slutt, uttrykt i prosent (EVCA, 2013). Formelen forutsetter multiple investeringer i løpet av levetiden og en enkel kontantstrøm ved slutten, grunnet børsnotering (IPO) eller salg (Investinganswers, 2009).

## **Public Market Equivalent**

Public Market Equivalent (PME) sammenligner en investering i et PE-fond til en tilsvarende timet investering i det offentlige markedet. En PME større enn 1 tyder på at fondet ga større avkastning enn markedet, fratrukket alle gebyrer (Harris, Jenkinson og Kaplan, 2012).

### **2.7.1 Ljungqvist og Richardson**

Ljungqvist og Richardson (2003) baserte sin analyse på kontantstrøm-data fra en av de største institusjonelle investorene i USA. Denne investoren investerte i 73 VC- og BO-fond som ble opprettet i perioden 1981 til 1993. Hovedfunnet i deres studie er at disse fondene ga en bedre avkastning enn Public Equity. Avkastningen er beregnet IRR av investert kapital, der Carried Interest og Management Fees er fratrukket før IRR beregnes, og den viser dermed den aktuelle avkastningen LP får. Ljungqvist og Richardson (2003) kom frem til at PE har en meravkastning på 19,81 prosent, beregnet ut fra en gjennomsnittlig IRR. I tillegg indikerer funn at små fond presterer noe bedre enn store fond. VC-fond hadde en gjennomsnittlig IRR på 14,08 prosent og BO-fond 21,83 prosent. De har delt IRR inn i første og tredje kvartil, som gir et bedre bilde på forskjellen mellom hva de dårligste og beste fondene genererer i avkastning. For VC-fond var avkastningen i første og tredje kvartil 6,61 prosent og 26,91 prosent. For BO-fond var avkastningen i første og tredje kvartil 9,97 prosent og 27,99 prosent. Ved å sammenligne avkastningen i PE med de amerikanske børsene S&P500 og NASDAQ Composite, ga PE en gjennomsnittlig meravkastning på henholdsvis 8,06 prosent og 6,28

prosent på en årlig basis. Denne sammenligningen forutsetter at fondene investerer umiddelbart på de nevnte børsene og selges etter 10 år.

### **2.7.2 Kaplan og Schoar**

Kaplan og Schoar (2003) gjennomførte en analyse basert på kontantstrøm-data fra Venture Economics, som innhenter frivillige rapporter om avkastning fra PE-aktører (GP) og investorer (LP). Dataene inneholder tall fra 746 realiserte VC- og BO-fond i perioden 1980 til 2001. Hovedfunnene viser at et gjennomsnittsfond gir en avkastning omtrent lik S&P500, men det er store ulikheter. Analysen viser at PE-fond har en gjennomsnittlig IRR på 17 prosent. VC-fond hadde en gjennomsnitt avkastning på 17 prosent og for BO-fond var avkastningen 18 prosent. Ved å dele IRR inn i første og tredje kvartil for VC-fond, var den henholdsvis 3 prosent og 22 prosent. For BO-fond var IRR 5 prosent i første kvartil og 22 prosent i tredje kvartil. Den verdivektede PME for VC-fond var 1,21 og 0,93 for BO-fond, og som viser at kun VC-fond gjorde det bedre enn markedet og ga 21 prosent meravkastning.

### **2.7.3 Harris, Jenkinson og Kaplan**

I Harris, Jenkinson og Kaplan (2012) sin analyse har de benyttet kontantstrøm-data fra Burgiss som er hentet fra over 200 institusjonelle investorer. Den inneholder tall fra nesten 1400 VC- og BO-fond. De har sammenlignet sine med funn med andre analyser om avkastning, for å kunne gi en konklusjon på et bedre grunnlag. Hovedfunnene i denne analysen er at BO-fond har generert bedre avkastning enn Public Equity markedet over en lengre periode, mens VC-fond har gjort det dårligere enn Public Equity markedet på 2000-tallet. Dette blir tydeliggjort ved å se på den gjennomsnittlige IRR for BO-fond for 1980-1990- og 2000-tallet, som var henholdsvis 15 prosent, 17,5 prosent og 5,8 prosent. For VC-fond var den gjennomsnittlige IRR for de samme årtiene 12,8 prosent, 35,2 prosent og -1 prosent. Gjennomsnittlig PME for et gjennomsnitts BO-fond er 1,20 som vil si at BO-fondet gir 20 prosent meravkastning enn en lik investering i S&P500. For VC-fondene var PME høyere enn 1 på 1990-tallet, siden 1999 har den vært lavere enn 1.

### **2.7.4 Oppsummering av analysene**

Alle analysene har funn som indikerer at det er mulig å generere høyere avkastning i PE enn på det offentlige markedet, men ved å investere i PE er det ikke gitt at man får en høyere

avkastning. Det er forskjeller i avkastningen mellom VC- og BO-fond, mellom første og tredje kvartil og i sammenligning med Public Equity markedet. Analysen til Ljungqvist og Richardson (2003) viser at PE gir en meravkastning sammenlignet med Public Equity markedet. Ljungqvist og Richardson (2003) sin analyse viser en større forskjell mellom avkastningen i VC- og BO-fond, hele 7 prosent, enn analysen til Kaplan og Schoar (2003) der det nesten ikke er forskjell. Harris, Jenkinson og Kaplan (2012) sin analyse viser en oppsiktsvekkende forskjell der BO-fond på 2000-tallet er det eneste fondet som gir meravkastning. I tillegg kommer det frem i analysen til Ljungqvist og Richardson (2003) at forskjellen mellom avkastningen i første og tredje kvartil for både VC- og BO-fond er nærmere 20 prosent, noe som kan tyde på at investorer har mye å tjene på å klare og velge de beste forvalterne. I analysen til Kaplan og Schoar (2003) er forskjellen mellom første og tredje kvartil noe mindre, men fortsatt relativt stor som underbygger denne tankegangen. Ljungqvist og Richardson (2003) har kommet frem til at PE generer en bedre avkastning enn en tilsvarende investering i S&P500. Kaplan og Schoar (2003) hevder at det kun var VC-fond som ga bedre avkastning enn markedet, mens Harris, Jenkinson og Kaplan (2012) har gjort et motstridende funn der kun BO-fond presterer bedre enn markedet.

Utover funnene i de nevnte analysene hevder Fenn, Liang og Prowse (1995) at avkastning blir drevet av tilgangen på kapital, og at når investeringer blir gjort i perioder hvor tilgangen på kapital er lav har avkastningen vært høyest. De mener og at en slik periode har negativ innvirkning på neste periode, som vil si at avkastningen går ned.

## **2.8 Asymmetrisk informasjon**

Asymmetrisk informasjon preger PE-markedet i mye større grad enn børsmarkedet. Det kommer av at PE-investorer operer i markeder med høyere grad av usikkerhet og risiko (Nærings- og fiskeridepartementet, 2002). Duffner (2003) hevder ved bruk PE-aktører som finansielle mellomledd, kan kostnaden og risikoen forbundet med transaksjonen reduseres. Informasjonsasymmetri er likevel et viktig tema, og hvordan det forekommer og kan håndteres vil vi redegjøre nærmere i dette kapitlet.

I økonomisk teori forutsettes det at alle aktørene i markedet har tilgang på den samme informasjonen, altså at fullstendig informasjon ligger til grunn (Mishkin, 2013). Hvis et aksjemarked er effisient, vil verdipapirprisene hele tiden reflektere fullstendig informasjon.

Det betyr at markedsdeltakerne priser inn all relevant informasjon, slik at en handel med mål om å utnytte kursforskjeller ikke har noen hensikt (Finansdepartementet, 2010a). Ifølge Mishkin (2013) vil det i virkeligheten forekomme at en part sitter med mer informasjon om en aktivitet enn den andre parten, som gjør at den informasjonsoverlegne kan utnytte den andre parten. PE-aktørene er ikke pålagt å offentliggjøre informasjon om hvordan de arbeider eller hvilke resultater de oppnår, og derfor vil en ikke-børsnotert aksje innebærer mindre åpenhet rundt investeringer enn børsnoterte. For PE er det ingen observerbare markedspriser, og aksjene vil bare være omsettelig til en viss grad. Det er da skille mellom kunnskap og informasjon oppstår mellom eier av aksjen og kjøpere som baser seg på offentlig tilgjengelig informasjon (Finansdepartementet, 2010a). Enkelte investorer har eksempelvis dårligere informasjon om selskapet enn andre investorer eller selskapsledelsen. Dette kalles for asymmetrisk informasjon og leder til to hovedtyper problemer; ugunstig utvalg og moralsk hasard, avhengig av når informasjonsskjevheten oppstår (Mishkin, 2013).

### **2.8.1. Ugunstig utvalg**

Problemet med asymmetrisk informasjon fører til ugunstig utvalg, og oppstår når det er informasjonsskjevhet på investeringstidspunktet, altså før transaksjonen er utført (Mishkin, 2013; Duffner, 2003). Investorer sørger for å holde seg orientert om tilgjengelige investeringsmuligheter, og velger ut prosjekter som de mener vil være det beste alternativet. Allerede i denne fasen støter investorene på den største utfordringen, som er å skille gode prosjekter fra de dårlige (Fossen, Myhrvold, & Reitan, 1999). Denne usikkerheten kan føre til at de ikke velger å tilføre bedriften risikokapital. Entreprenøren kan også ha en opportunistisk atferd, ved at personen tilbakeholder informasjon slik at prosjektet fremstår mer attraktivt enn hva det egentlig er (Shane & Cable, 2002; Duffner, 2003).

### **2.8.2 Moralsk hasard**

Asymmetrisk informasjon fører også til moralsk hasard, men oppstår først etter at investeringen er foretatt, altså etter transaksjonen er utført (Mishkin, 2013). Moralsk hasard kalles også for skjult handling, og oppstår når den ene parten påtar seg en risiko i en transaksjon som er uønskelig fra den andre parten sitt ståsted (Mishkin, 2013; Duffner, 2003). I finansverdenen knyttes moralsk risiko ofte opp mot den økte risikoviljen som finansinstitusjoner tar, med visshet om at det offentlige vil hjelpe til dersom likviditetsproblemer oppstår. Moralsk hasard i forhold til egenkapitalmarkedet refereres ofte

som prinsipal-agent problemet (Mishkin, 2013). Det “tradisjonelle” prinsipal-agent problemet impliserer at ledere (agenten) først og fremst ønsker å ivareta sine egne interesser. Problemet bygger på antakelsen om at selskapet (agenten) ikke alltid handler på den måten som eierne (prinsipalen) er best mulig tjent med, fordi investor ikke kan observere selskapets atferd. For enhver profittmaksimerende bedrift vil eieren være best tjent med investerings- og finansieringsavgjørelser som maksimerer verdien av selskapet. Agenten er ofte opptatt av å skaffe private fordeler på eiernes bekostning, som gir dårlig verdiskapning for eierne. Reduksjonen i selskapsverdien som da oppstår, på grunn av målkonflikten mellom prinsipal og agent, kalles agentkostnader (Bøhren og Michalsen, 2010).

Agentproblemer tilknyttet egenkapital for unge vekstselskaper er ofte et fremtredende problem i forholdet mellom investor og porteføljeselskap. En investor som investerer i et ungt vekstselskap med en entreprenør som driver virksomheten, eier en betydelig del av selskapet og har sine interesser som for eksempel å streve etter status og godt omdømme (Dahlqvist og Davidsson, 2000; Krueger, Reilly og Carsrud, 2000). Investoren er interessert i å maksimere verdien av selskapet, mens lederen med eierandel i selskapet ønsker en blanding av økt selskapsverdi (investorrollen) og økonomisk ytelse (lederrollen).

Moralsk hasard problemer kan ifølge Duffner (2003) deles inn i fire typer. Vi ønsker å se nærmere på to av dem, (1) The Effort Problem og (2) Perk Consumption, da disse er problemer vi anser som mest relevant til vår avhandling. De andre to betegnes (3) The Risk Incentive Problem og (4) The Underinvestment Problem.

### **(1) The Effort Problem**

I følge Schulz (2000) i Duffners artikkel, oppstår The Effort Problem i situasjoner der lederens innsats påvirker prosjektets utfall etter at finansieringen er foretatt (Duffner, 2003). Lederen i en bedrift pådrar seg kostnader i form av innsats, ved for eksempel mindre fritid. Da avkastningen som oppnås i selskapet deles med investorer, kan lederen legge seg på et lavere innsatsnivå enn det som egentlig ville vært optimalt for prosjektets verdi. På den ene siden eksponeres alle bedrifter som finansieres med ekstern kapital av problemet. På den andre siden, vil det sosiale nettverket som eksisterer i små selskap, spesielt unge vekstbedrifter, forhindre dårlig innsats av arbeidstakere eller entreprenøren. Entreprenøren er som oftest involvert i den daglige driften til bedriften, og legger dermed ned mer innsats enn ledere i store selskap. Det kan være på grunn av de ikke-finansielle målene til entreprenører som for



eksempel realisering av egne ideer, uavhengighet eller vilje til å fylle et markeds-gap som motiverer (Dahlqvist og Davidsson, 2000).

## **(2) Perk Consumption**

Når kontraktsforholdet er avsluttet kan entreprenøren, ifølge Schulz (2000) i Duffners artikkel, velge å bruke kapital på verdiskapende investeringer eller på investeringer som entreprenøren personlig er tjent med (Duffner, 2003). Overforbruket til entreprenøren kan være i form av overdådig kontorinventar, anskaffelse av dyre firmabiler eller høye reisekostnader (Jensen og Meckling, 1976). Problemet inntreffer hovedsakelig ved egenkapitalfinansiering, og om problemet gjelder PE i like stor grad er omdiskutert. På den ene siden, da entreprenøren ofte eier store deler av egenkapitalen selv, reduseres problemet tilknyttet overforbruk. På den andre siden, står investeringens suksess i unge vekstselskap vanligvis svært nær entreprenøren, noe som gjør det vanskelig å forhindre den type atferd (Duffner, 2003).

### **2.8.3 Forebygging av informasjonsasymmetri**

Duffner (2003) mener at PE-aktører har en kostnad- og risikominimerende funksjon, fordi de vil forsøke å balansere interessene til investor om avkastning, stabilitet og likviditet med porteføljeselskapets interesse om en langsiktig finansiering og fleksibilitet. En PE-aktør vil samle inn informasjon når de søker etter, foretar Screening og overvåker porteføljeselskap (Duffner, 2003). PE-aktøren holder informasjonen hemmelig og beskytter dermed porteføljeselskapets ønske om hemmelighet, samtidig som investor kan bedømme PE-aktørens investeringer og derav forventet avkastning (Duffner, 2003).

Det er ofte nyttig for investorene med kontroll og overvåking på grunn av informasjonsskjevheter mellom to parter, for eksempel entreprenør og investor. For å løse problematikken med ugunstig utvalg, kan det gis bedre informasjon til markedet om selskapene som søker etter finansieringskilder til prosjektene sine. Problemet er at man må belage seg på subjektiv informasjon, ettersom selskapet som regel har svært liten forhistorie (Fried & Hisrich, 1994). Ifølge Duffner (2003) vil asymmetrisk informasjon på investeringstidspunktet reduseres ved bruk av en PE-aktør, på grunn av investorers manglende evne til å bedømme kvaliteten på porteføljeselskaper. Samtidig bør disse PE-aktørene ha

tilstrekkelig med seleksjonskompetanse, slik at de kan identifisere unge og innovative vekstbedrifter med høyt lønnsomhetskapi tal (Grünfeld & Jakobsen, 2007; Evca, 2007).

Ved overvåking og binding kan investorene redusere agentkostnadene (Jensen og Meckling, 1976). Agentkostnadene kan reduseres ved å utarbeide en kontrakt. Formålet med overvåking er at investor og agenten sine interesser skal sammenfalle gjennom kontrakter, der prinsipalen kontrollerer at kontraktene blir overholdt. Ved en slik binding bekrefter agenten at han skal opptre i samsvar med investor sin interesse. Kostnader som pådras forbundet med overvåking og binding er prisen investor må betale for å redusere agentkostandene. Overvåking og binding har også sine svakheter, ved at det ofte er enten kun overforbruk eller innsats som blir redusert, i tillegg til at tiltakene er svært tid- og ressurskrevende (Jensen og Meckling, 1976). En PE-aktør som involverer seg i porteføljeselskap ønsker som regel å ta del i styringsprestasjonen, og kan kreve å skifte ut ledelsen om noen av bedriftene viser seg å gi dårlige resultater (Fossen, Myhrvold, & Reitan, 1999).

## **2.9 Historisk utvikling av Private Equity**

Vi skal gi en oversikt over hvordan utviklingen på PE-markedet har vært de siste årene og hvordan dagens marked er. Historien om PE går helt tilbake til den industrielle revolusjonen (1800-tallet). Utviklingen begynte i USA og nådde Europa i det siste tiåret (Lerner, 2000). For å få en forståelse av PE på nåværende tidspunkt, vil det være hensiktsmessig med et lite tilbakeblikk på utviklingen.

Det var først på begynnelsen av 1980- tallet at PE fikk sitt virkelige utspring, sitt såkalte “boom”. Endringer i regelverk og skattesystemet førte til at aktiviteten i PE eksploderte, og det ble gjort store oppkjøp av kjente PE-investorer. Veksten var mest fremtredende i såkorn- og BO-fasen, men ga også et lite løft i VC-fasen. I løpet av de neste ti årene ble det utført mer enn 2000 lånefinansierte oppkjøp (LBO), med en total transaksjonsverdi på mer enn \$250 billioner (Economist, 2004; Streetofwalls, 2013; HVCA, 2013). Lerner (2000) forklarer at det på 1990-tallet inntraff et sammenfall i PE-markedene, men at aktiviteten ikke lenge etter tok seg opp igjen, og den sterke veksten oversteget nivået fra det første “boomet” for flere markeder.

I tiden fremt til 2002 ble investeringer innen VC mer interessante. Det ble sett på som begynnelsen på en ny vekst i VC på grunn av at teknologiske selskaper begynte å innta banen. Da IT-boblen til slutt sprakk ble rentene lave igjen, og i 2007 fikk verden se den største lånefinansierte oppkjøpet innen PE noensinne. Den eksploderende aktiviteten førte til dannelser av store institusjonelle PE-selskaper som også Europa tok del i (HVCA, 2013). Veksten av de europeiske PE-fondene gjorde Europa til det nest største PE-markedet etter USA. Det var Storbritannia som stod for størstedelen av den investerte kapitalen, etterfulgt av Tyskland og Frankrike som vokste raskt. Kommitert kapital nådde en topp i 2006 på € 112 milliarder i det europeiske PE-markedet (EVCA, 2012). Lerner (2000) sier at BO historisk sett har utgjort 90 prosent av PE-fondene i Europa, mens VC har vært underutviklet.

Da begynnelsen av finanskrisen inntraff i 2008, påvirket dette PE-markedet med blant annet færre investeringer og mindre avtaler. Det ble skapt et helt nytt investeringsmiljø for PE-bedrifter, som nå fikk vanskeligheter med å få tilgang til banklån for å finansiere sine investeringer (HVCA, 2013). Ifølge Wang (2013) stod Nord-Amerika og Europa for henholdsvis 36 og 37 prosent av den globale PE-investeringene i 2009. På grunn av den makroøkonomiske usikkerheten i tillegg til de amerikanske og europeiske problemene tilknyttet statsgjeld, står PE sammen med andre næringer enda overfor disse utfordringene (EY, 2013). Ifølge Nordic Secondary AS (2013) er det fortsatt en attraktiv risikopremie for PE-investorer, samtidig som gjeninnhentingene fortsetter i verdensøkonomien og i aksjemarkedene.

## **2.10 Private Equity markedet**

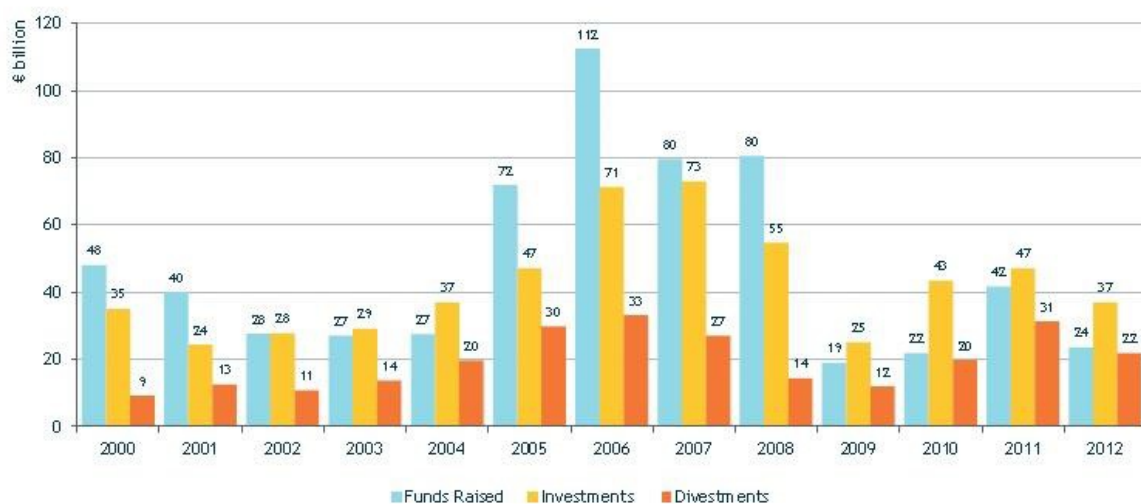
For å få et større bilde av hva PE egentlig er, vil det være nødvendig med en innføring av markedet PE opererer i. Ettersom SPU utelukkende investerer i utlandet vil vi gjøre rede for PE-markedet i Europa, samt kort om PE-markedet i USA og Norden. Det norske PE-markedet vil også nevnes for å vise at det er et marked her til lands. Det er den nåværende situasjonen i PE-markedet som vil presenteres, hvor vi vil gå nærmere på hvordan PE-markedet beveger seg, hvem som investerer, og i hvilket segment og sektor.

Det globale PE-markedet i 2012 var ifølge doktoravhandlingen til Wang (2013) inndelt på følgende måte; USA med 50 prosent, Europa med 25 prosent og Asia-Pacific med 24 prosent.

### 2.10.1 Europa

Investeringene innen PE opplevde en sterk økning i årene mellom tidlig 2000-tallet og 2007, på grunn av kraftig vekst i den kommitterte kapitalen for BO fond (Argentum, 2011). I 2005 hentet de europeiske PE-fondene inn £72 milliarder. Sammenlignet med tilførselen av ny kapital til europeisk børs og PE i Europa i 2005, hentet PE-aktører inn kapital tilsvarende 45% av ny kapital til børs (Grünfeld og Jakobsen, 2007). PE-markedet i Europa oppnådde kommitert kapital på hele £112 milliarder i 2006, som førte til et rekordår (EVCA, 2012). Av den totale investeringen i Europa dette året, ble 95 prosent (£67,7 milliarder) allokert til selskap i Europa. Av totalt antall investeringer ble 85 prosent av investeringene gjort i samme land som fondene befant seg, og kun 10 prosent ble investert i andre europeiske land og 5 prosent utenfor Europa (EVCA Guide, 2007). 70 prosent av PE-aktørene i Europa hadde i underkant av 100 ansatte, og viser at PE blir en stadig viktigere finansieringskilde for europeiske selskap med høyt vekstpotensial. Etter at finanskrisen slo inn i 2008 har den kommitterte kapitalen for både BO og VC vært svært lav (Argentum, 2011).

I dag er det europeiske PE-markedet det nest største i verden. Det er over 20.000 porteføljeselskap i Europa som drar nytte av £233 milliarder investeringer gjort av PE-aktører siden 2007 ([www.evca.eu](http://www.evca.eu)). I 2012 var total kommitert kapital i Europa på £24 milliarder. Av de £ 24 milliardene utgjorde BO £17 milliarder, VC £4 milliarder og annen Private Equity £3 milliarder (EVCA, 2012). Sammenlignet med toppåret i 2006, tilsvarer det rundt 20 prosent av den kommitterte kapitalen. Investert kapital i europeiske porteføljeselskaper var totalt på € 37 milliarder i 2012, og det var opptil 5000 europeiske PE-fond. Total investering i VC var på £3,2 milliarder, mens BO-investeringer nådde £28 milliarder. For VC var 2012 en opptur, ettersom det for første gang var over tusen selskaper som tiltrakk seg VC investeringer (EVCA, 2012). Størrelsen på investeringen er ofte forbundet med utviklingsfasen bedriften befinner seg i (Argentum, 2011). Det var mer enn 2000 avsluttede europeiske porteføljeselskaper i 2012, og det tilsvarte tidligere aksjeinvesteringer på € 22 milliarder. Nesten halvparten av de avsluttede selskapene var VC, og 85 prosent av investert kapital var BO relaterte Exit. Antall selskap holdte seg stabile til tross for redusert salgspris på 29 prosent fra fjoråret ([www.evca.eu](http://www.evca.eu)). Dette førte til at IPO holdt seg på et svært lavt nivå, der bare 3 BO- og 5 VC-investeringer fikk mulighet til den type Exit (EVCA, 2012).

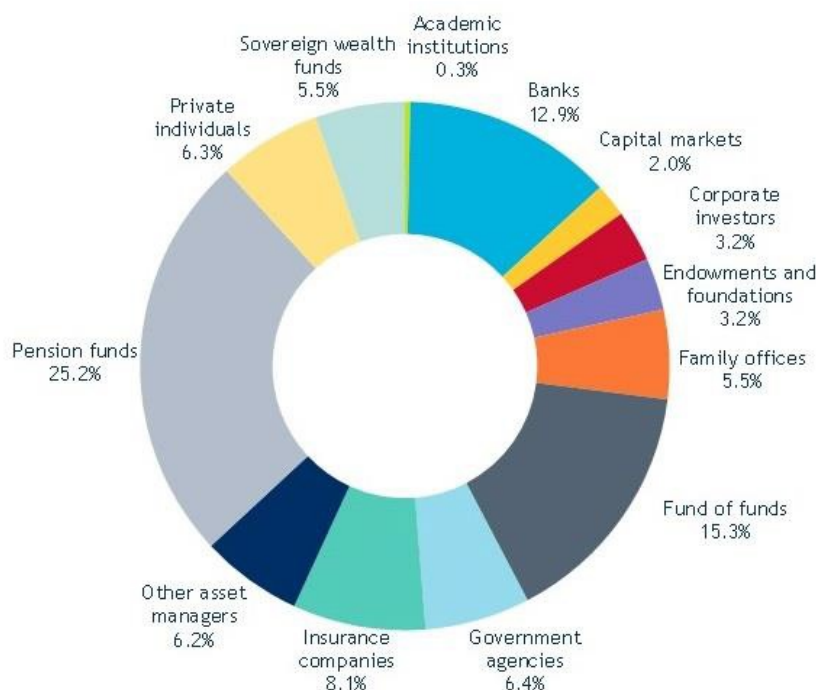


Figur 2: Utviklingen av det europeiske PE-markedet i € milliarder (2000-2012)

PE-industrien er en svært syklisk industri, og betyr at kapitaltilgangen i PE-markedet samvarierer sterkt med utviklingen i børsmarkedet (Argentum, 2011). PE-investeringer er likevel mer sikker enn børsinvesteringer, på grunn av mindre følsomhet for eksterne økonomiske svingninger. Lang investeringshorisont hindrer også PE-aktørene i å avslutte investeringene for tidlig, og styrker det langsiktige engasjementet i selskapet som det investeres i (Evca, 2007).

### Investorer

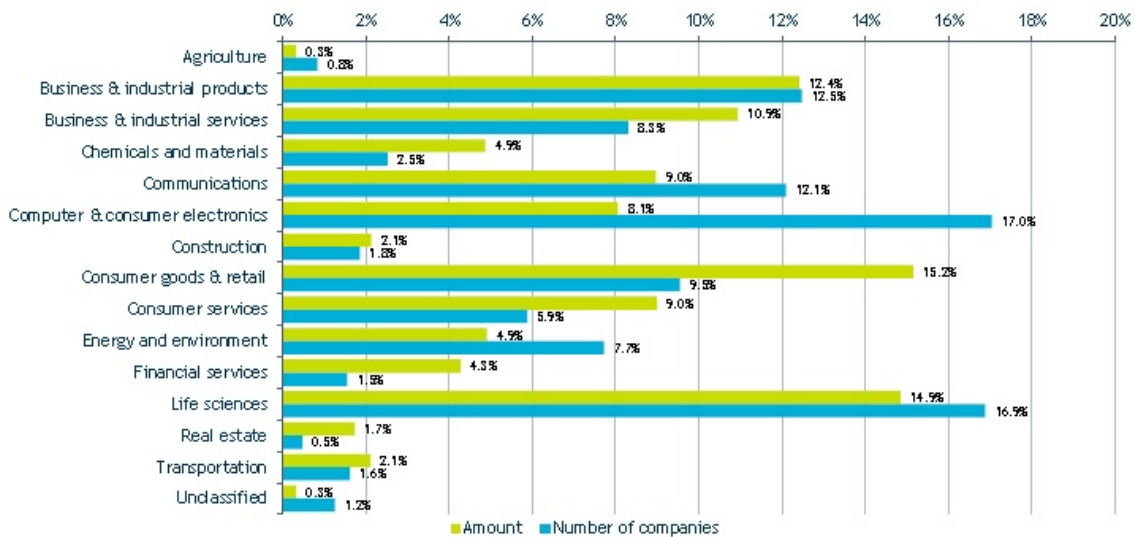
På grunn av illikviditet og langsiktig investeringshorisont er PE forbeholdt investorer som er finansielt sterke og som tåler risiko over lang tid. Institusjonelle investorer som pensjonsfond og fond-i-fond er derfor de som tjener best på PE, og har vært de viktigste kapitalkildene til investeringsfond i Europa de siste fem årene (EVCA, 2013). Som figuren nedenfor viser utgjør pensjonsfond og fond-i-fond nesten halvparten av den kommitterte kapitalen på € 24 milliarder i 2012, med andeler på henholdsvis 25 og 15 prosent. Familiebedrifter, privatpersoner, offentlige etater og statlige investeringsfond derimot stod for rundt 10 - 12 prosent av totalkapitalen hver (www.evca.eu). Til tross for den makroøkonomiske usikkerheten kommer de resterende 40 prosentene, £8,6 milliarder av de €24 milliardene, fra investorer utenfor Europa. Fordelt på segment, var pensjonsfond og offentlige etater investorene med størst bidrag av vekstkapital, med henholdsvis 40 og 30 prosent. Innen BO stod pensjonsfond for nesten en tredjedel av den kommitterte kapitalen (EVCA, 2013).



**Figur 3: De viktigste kapitalkildene innen Private Equity i Europa (2007 – 2012)**

### Bransjer

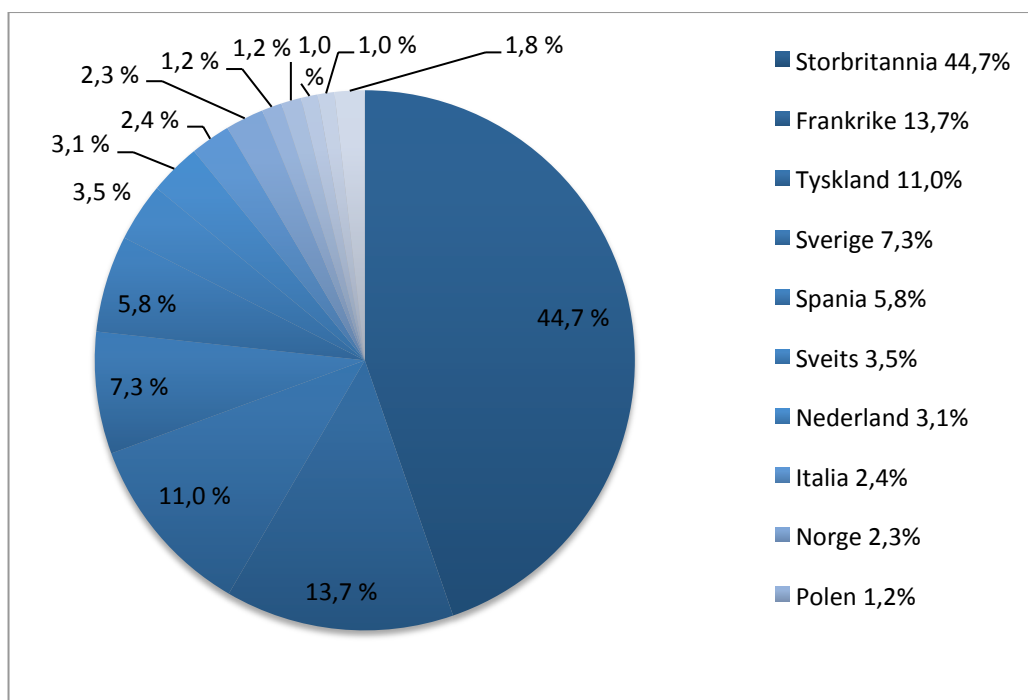
Det er flere og flere fond som spesialiserer seg innenfor en type sektor eller virksomhet (EVCA, 2007). En sektorspesialisering kan føre til at investorer kan ta bedre vurderinger av en virksomhet, og ifølge EVCA (2012) er sektorer som ble tilført mest kapital mellom 2007 og 2012; Business and Industrial Products, Life Sciences og Communication. Disse var de mest kapitalintensive sektorene og stod for mer enn 36 prosent av de totale PE investeringene i Europa (EVCA, 2012). VC ble investert i teknologidrevet og vekstorientert sektorer, der tre fjerdedeler av VC ble plassert i sektorene Life Sciences, Computer & Consumer Electronics, Communications og Energy & Environment (EVCA, 2012). BO hadde stort fokus på investeringer på tvers av sektorer som Business & Industrial Products and Services, Computer & Consumer Electronics, Consumer Goods and Retail, Consumer Services and Life Sciences. Grafen nedenfor viser sektorene som det investeres mest i innen PE i Europa (EVCA, 2012).



Figur 4: Investeringer etter sektor (prosent av totalt beløp og antall selskap)

### Fordelt på land i Europa

Figuren nedenfor viser PE-investeringer fordelt på europeiske land (EVCA, 2011). Storbritannia investerer nesten like mye som alle de representerte landene til sammen. Grunnen til at Storbritannia står for en så stor del av investert kapital, er fordi mange av de store internasjonale PE-aktørene har sine kontorer der. Markedet i Norden er svært lite sammenlignet med resten av Europa.



Figur 4: PE-investeringer i Europa fordelt på land (prosent av total kapital)

### 2.10.2 USA

Det amerikanske PE-markedet er i dag verdens største. Markedet består av rundt 17.700 milliarder porteføljeselskap og nærmere 2.800 PE-aktører, som leverte opptil \$120 milliarder til investorene i 2012 (PEGCC, 2013a). Det ble investert i mer enn \$400 milliarder i nærmere 2.000 amerikanske bedrifter, og ifølge årsrapporten til PEGCC (2013b) ble det investert mest i sektorene Consumer, Information Technology, Financial Services, Energy og Business Services, med henholdsvis prosentandeler på 19, 18, 18, 17 og 16.

### 2.10.3 Norden

Norden har solide statsfinanser, attraktive etterspørsel- og tilbudsforhold og dyktige forvaltere, noe som gir lovende fremtidige utsikter for investeringer i nordisk PE (Argentum, 2012). Ifølge NVCA (2011) er det nordiske BO-fond som generelt sett gir god avkastning, i tillegg til at kostnader holder seg moderate i forhold til verdiskapningen. I 2011 oppstod en sterk konsolideringstrend i det nordiske PE-markedet. PE-markedet i Norden går i retning av å bli mer integrert, omlag 70 prosent av PE-aktørenes investeringer i norske bedrifter kom fra nordiske og internasjonale PE-fond (Høegh-Krohn, 2012). Det ble reist € 8 milliarder i Norden dette året, som er mer enn Tyskland, Østerrike, Sveits, Nederland og Belgia til sammen (Argentum, 2012). PE-fond i Norge investerer svært lite innenlands, i forhold til flere av sine naboland. Ifølge Argentum (2012), foretar norske PE-fond innenlandske investeringer på 17 prosent, mens svenskene investerer hele 35 prosent i innenlands som vist i tabellen nedenfor.

Fond etter geografi	Sverige	Norge	Danmark	Finland
Utenlands	66 %	83 %	82 %	58 %
Innenlands	35 %	17 %	18 %	42 %

Tabell 2: Fond etter geografi

Av de nordiske landene er det Sverige som er blitt finanssentrum (Formue, 2011). I første halvdel av 2013 ble det utført flere førstegangsinvesteringer i venturekapital i en bedrift i Sverige enn hva det ble gjort i resten av Norden til sammen (Utheim, 2013). Mens Norge i 2013 hadde syv investeringer, hadde Sverige på samme tid utrettet 75 investeringer. Sverige

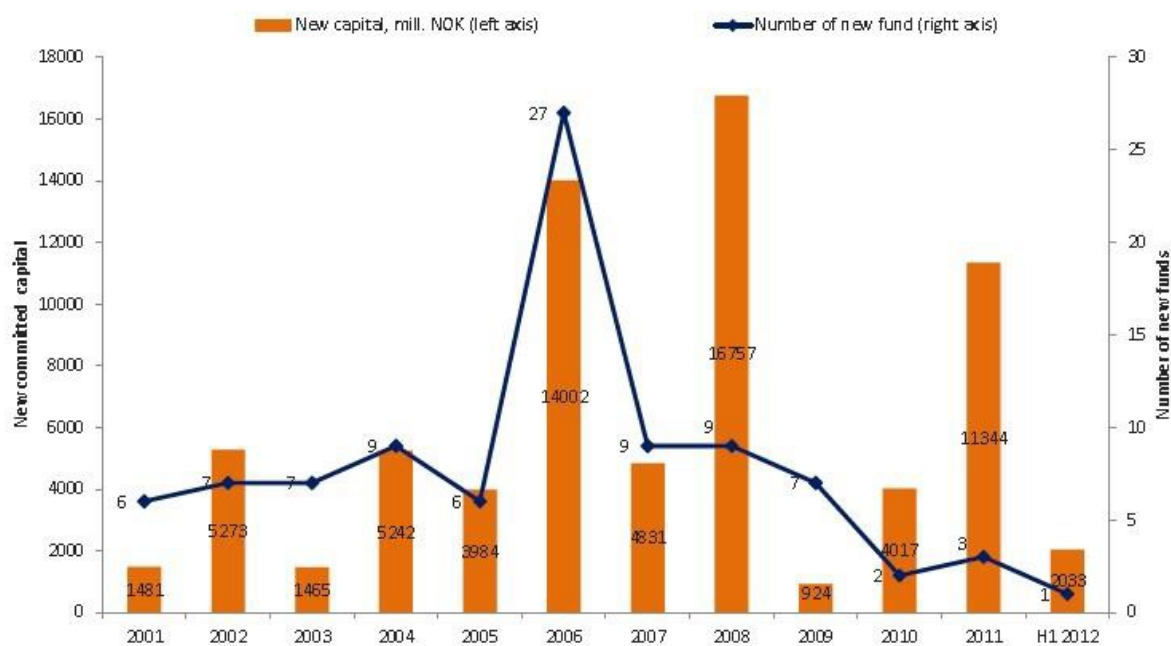


har samtidig et større og sterkere forvaltningsmiljø for venturekapital. I tillegg sier Utheim (2013) i artikkelen basert på tall fra SVCA (2013), at 58 prosent av nyinvesteringene i første halvår i 2013 kom fra offentlig finansierte investorer.

#### **2.9.4 Norge**

Ved oppstart bestod det norske PE-markedet av 12 forvaltningsmiljøer med 7,5 milliarder kroner under forvaltning. Ved inngangen av 2011, ti år etter, var det 51 forvaltningsmiljøer med 61 milliarder kroner under forvaltning. Den årlige samfunnsmessige verdiskapningen i porteføljeselskapene hadde økt fra 3 milliarder kroner til 37 milliarder kroner (Høegh-Krohn, 2012). Ut i fra statsbudsjettet 2013, er det siden 2001 anskaffet mer enn 70 milliarder kroner til investering i innovative bedrifter med vekstpotensial. Sammenlignet med Oslo Børs for samme periode tilsvarte dette 20 prosent av kapitalen (NVCA, 2013). Dette vitner om at bransjen preges av både vekst og profesjonalisering, og at PE bare blir viktigere for verdiskapningen (Høegh-Krohn, 2012).

Kommitert kapital første halvåret i 2012 hadde en begrenset aktivitet på 2,03 milliarder kroner, tilsvarende £ 254 millioner (NVCA, 2013). Utenlandske eier tar også en større del av eiersiden i fondene. Som det også illustreres i utviklingen til grafen nedenfor, blir PE stadig viktigere for norsk verdiskapning (NVCA, 2012).



Figur 5: Antall nye fond og kommitert kapital (2001-2012)

Såkornfond finner vi flere av i Norge. De fleste er delvis finansiert med lån fra Innovasjon Norge, der de mest kjente er Procom Venture i Stavanger og Pro Venture Management i Trondheim. I Norge har kapitaltilgangen i såkornfasen vært svært lav. Det er en grunn til at staten har tydd til midler og privat risikokapital for å øke kapitaltilførselen til såkornfond (NHO, 2011). Såkornmiljøene er derfor et resultat av samarbeid mellom staten og private, men der private likevel har ansvaret for den operative styringen i bedriftene (Olsson, Frydenberg, Jakobsen, Jessen, Sørheim, og Waagø, 2007). Fondene med delvis statlig eierskap investerer i høyrisikoprojekter, som til gjengjeld forventes å gi høy lønnsomhet. Et mål med dette er å gi relevant kompetanse og statlig kapital til investeringene på lang sikt. I tillegg er staten tilknyttet blant annet SIVA og SND, som er virkemidler som skal støtte næringsutviklingen for selskap i oppstartsfasen (Nærings- og fiskeridepartementet, 2001). I VC er de meste kjente forvalterne i Norge Nortzhone Ventures, Viking Ventures og Neomed Management. Spesielt VC-markedet har vekstpotensial, da denne næringen er svært liten. På samme tid har venturenæringen hatt stor vekst de siste ti årene, og legger grunnlag for å videreutvikle fremtidige kapitalforvaltningsmiljøer i Norge (Nærings- og fiskeridepartementet, 2001). BO-fond eller oppkjøpsfond, har Herkules Capital og HitecVision Private Equity som de største norske forvalterne i segmentet (NHO,2011).

## 2.11 Oppsummering

Vi har nå forklart hva som menes med PE og tydeliggjort hvordan det er forskjellig fra Public Equity investeringer. Vi har gjennomgått definisjonen for en PE-aktør og forskjellen mellom de ulike fasene. Så har vi beskrevet investeringsprosessen, hvordan Limited Partnership fungerer og hvilke kompensasjonsformer som inngår. Selv om det forbundet mye risiko med PE-investeringer er det mulig å få en god avkastning. Vi har vist at funnene i analysene til Ljungqvist og Richardson (2003), Kaplan og Schoar (2003) og Harris, Jenkinson og Kaplan (2012) tyder på at det er mulig å genere en høyere avkastning i PE enn i andre aktivaklasser. Det er motstridende funn rundt hvorvidt VC-fond eller BO-fond gir høyest avkastning. Vi har påpekt et problemområde i PE som er asymmetrisk informasjon og hva som kan gjøres for å minimere det. Som kapitlet om asymmetrisk informasjon tar for seg, er det mulig å redusere informasjonsasymmetriproblemet ved å benytte PE-aktører, inngå detaljerte kontrakter og aktivt overvåke at betingelsene i kontrakten overholdes. Til slutt har vi vist at det eksisterer et relativt stort marked for PE, der det kommitteres mye kapital og stadig blir en viktigere investeringsform. I likhet med børsen, fikk PE-markedet et fall etter starten på kreditturoen i 2008, men som i dag begynner å komme seg.

### 3.0 Statens forvaltning av Norges formue

I dette kapitlet skal vi gå dypere inn i selve essensen av denne oppgaven. Vi har gjort rede for hva PE er, og skal nå aktualisere problemstillingen vår ved å gi en innsikt i hvordan staten forvalter Norges formue, med spesielt fokus på Statens pensjonsfond utland (SPU). Først skal vi gjennomgå hva teorien sier om pensjonsfond som investor, og hvilken aktivaallokering sammenlignbare fond har. Deretter skal vi se på hvordan Staten gjør sine PE-investeringer i Norge i dag med direkte statlig eierskap, og presentere investeringsstrategien til SPU. For å tydeliggjøre hvilke vurderinger Norges Bank og Finansdepartementet har gjort om PE for SPU, gjennomgår vi noen aktuelle brev og Stortingsmeldinger. Til slutt ser vi på dagsaktuelle avisartikler om PE-investeringer for SPU.

#### 3.1 Pensjonsfond som investor

Historisk sett er offentlige pensjonsfond nykommere som investor i PE-markedet. Deres investeringer er finansielt motivert. Offentlige pensjonsfond foretar større investeringer enn private pensjonsfond, men må forholde seg til et strammere budsjett. De kan derfor ikke ansette like mange fagfolk til å vurdere hvilke investeringer som skal gjøres, som et privat pensjonsfond kan. Resultatet av store investeringssummer og få ansatte, gjør at offentlige pensjonsfond ender opp med å gjøre små investeringer. På grunn av begrensninger, ifølge Fenn, Liang og Prowse (1995), investerer ikke offentlige pensjonsfond mer enn 10 prosent av kommitert kapital i et fond. I tillegg må offentlige pensjonsfond ta hensyn til at deres investeringer blir gransket av offentligheten. Bekymringer de kan ha er hvordan offentligheten vil reagere på dårlige investeringer som ikke gir forventet avkastning, spesielt med tanke på at PE er investeringer som ikke er allment kjent. Derfor er det en tendens til at offentlige pensjonsfond er risikoaverse, og har en kortere investeringshorisont enn private pensjonsfond. Til tross for dette, har det ikke stoppet offentlige pensjonsfond fra å investere i PE, men som heller har valgt å fokusere på BO-fond som er mindre risikable og gir raskere avkastning (Fenn, Liang og Prowse, 1995).

Noen institusjonelle investorer velger å benytte seg av rådgivere som spesialiserer seg på å evaluere og anbefale hvilke PE-aktører de skal inngå et Limited Partnership med. De bruker rådgivere fordi de selv har liten erfaring med PE-investeringer og trenger veiledning, eller fordi de mangler personalressurser til å gjøre det selv. Pensjonsfond utgjør en av de største

kundene til rådgiverne. Rådgiverselskapene er gjerne organisert som fond-i-fond, der rådgiverne er GP i et Limited Partnership, som investerer på vegne av pensjonsfondene (LP) i andre Limited Partnerships. Rådgivernes oppgave er å finne de beste PE-aktørene for investorene, og det gjør de gjennom en omfattende gjennomgang av deres oppnådde resultater. De ber om tilgang på regnskap og kontantstrøm til tidligere partnerskap og analyserer resultatene for å se hva avkastningen har vært. Dette refereres ofte til som Track Reckorden til selskapet. I tillegg ser de på hvor stor prosentandel fondet eide i et porteføljeselskap, hvor mange styremedlemmer de hadde og andre investeringskarakteristikker. Målet er å avgjøre om PE-aktørene har god kompetanse eller flaks. På grunn av at rådgiverne har påvirkningskraft i bestemmelsen av hvilke PE-fond det skal investere store summer kapital i, mottar de forespørsler om å investere i mange fond. Derfor er en slik vurdering av de forskjellige PE-aktørene nødvendig. Rådgiverne gjennomgår også kontrakten i et eventuelt Limited Partnership for investor (Fenn, Liang og Prowse, 1995).

Årlig får Finansdepartementet utarbeidet en rapport fra CEM Benchmarking Inc. som sammenligner SPUs aktivaallokering, avkastning, differanseavkastning og forvaltningskostnader med store pensjonsfond. Sammenligningsgruppen består av 10 amerikanske, 3 kanadiske og 3 europeiske fond. På grunn av at SPU har lite behov for likviditet, kan ha lang investeringshorisont og evne til å tåle høy risiko, er det interessant å sammenligne SPU med nordamerikanske universitetsfond som heller ikke har klart definerte betalingsforpliktelser. Det som skiller SPU fra andre fond er at de ikke gjør investeringer i unoterte aksjer, infrastruktur og naturressurser. De to største universitetsfondene, Harvard og Yale, har en høy andel illikvide egenkapitalinvesteringer (Finansdepartementet, 2010b).

Denne tabellen viser hvordan sammenlignbare fond og universitetsfond gjorde sin strategiske aktivaallokering i 2008.

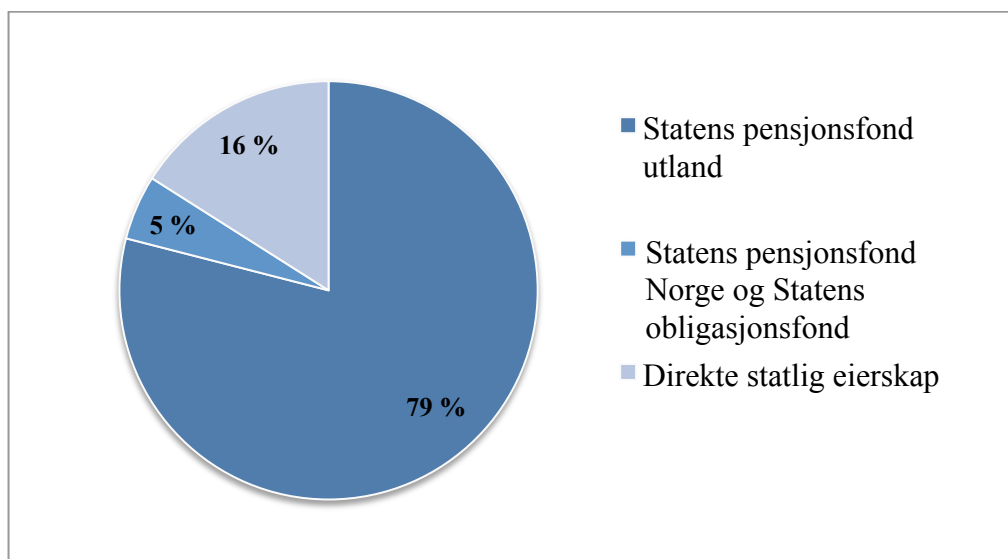
<b>Aktivaklasse</b>	<b>Sammenlignbare fond</b>	<b>Universitetsfond</b>
<b>Obligasjoner</b>	32	11
<b>Noterte aksjer</b>	49	39
<b>Eiendom</b>	9	6
<b>Unoterte aksjer</b>	7	14
<b>Infrastruktur</b>	1	0
<b>Hedge Fond</b>	1	23
<b>Naturressurser</b>	1	5
<b>Annet</b>	0	1

**Tabell 1: Aktivaallokering**

I et brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 6.juli 2010, som ligger som vedlegg i Nasjonalbudsjettet 2011, står det at offentlige og private pensjonsfond i dag er de største investorene i PE. Det blir henvist til Prequin 2010 Globale Private Equity Report, som viser at nærmere 50 prosent av investert kapital i PE er det private og offentlige pensjonsfond som står for.

### **3.2 Statens formuesforvaltning**

Norge sin formue blir i dag forvaltet av staten gjennom eierskap i SPU, Statens pensjonsfond Norge (SPN), Statens obligasjonsfond og direkte statlig eierskap i norske bedrifter. Denne figuren som er basert på Nærings- og handelsdepartementet (2011) viser størrelsene i statens formuesforvaltning i 2010.



**Figur 6: Hovedstørrelser i statens formuesforvaltning per 30.06.2010**

Investeringer gjennom SPU forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM) og gjøres i utlandet. Investeringer gjennom SPN forvaltes av Folketrygdfondet og gjøres i Norden. SPU og SPN er begge finansielle investeringer. Departementene forvalter statens direkte eierskap og dreier seg for det meste om norske selskaper. Direkte eierskap er ikke finansielle investeringer (Nærings- og handelsdepartementet, 2011). Ved utgangen av 2013 var den samlede verdien av Statens pensjonsfond 5206 MRDNOK (Finansdepartementet, 2013).

### 3.2.1 Statens direkte eierskap

Statens direkte eierskap består av eierposisjoner i norske selskaper som forvaltes ut i fra et strategisk og industrielt perspektiv. Staten er med som eier i noen av de største børsnoterte selskapene her til lands, men vi skal kun se på eierskapet i de fondsbaserte PE selskapene Argentum Fondsinvesteringer AS og Investinor AS (Nærings- og handelsdepartementet, 2011). Slik situasjonen er i dag, er det kun gjennom disse to selskapene og Innovasjon Norge staten gjør investeringer i PE. Investeringen er ikke finansielt motivert, men skal være med på å øke veksten av nytt næringsliv. Argentum og Investinor gjør investeringer i bedrifter som er i den tidlige fasen (VC), mens Innovasjon Norge låner penger til såkornfond.

#### **Argentum**

Kapitalforvalteren Argentum ble etablert i 2001 for å bidra til effektive kapitalmarkeder for unoterte selskaper, og forvalte statens investeringer i PE. Nærings – og handelsdepartementet

eier 100 prosent av selskapet. De investerer i private investeringsfond og investeringselskaper. Argentum spesialiserer seg på investering i nordiske og energifokuserte PE fond, og driver på en kommersiell basis. Et av målene med investeringene er ”Å bedre tilgangen til risikovillig kapital og egenkapital for det nyskapende, forskningsbaserte næringslivet” (Nærings- og handelsdepartementet, 2011, s. 74). På den måten er Argentum med på å øke likviditeten for PE-investeringer som igjen vil bidra positivt til den langsiktige interessen. Argentum oppnår en gjennomsnittlig årlig avkastning på 16,1 prosent (2012), og er på linje med europeiske PE forvaltere. I dag har Argentum 10 MRDNOK under forvaltning, hvorav to tredjedeler er gjennom den norske staten og en tredjedel er på vegne av private investorer (Nærings- og handelsdepartementet, 2011; [www.argentum.no](http://www.argentum.no)).

### **Investinor AS**

Investeringselskapet Investinor ble opprettet i 2008 og skal ”Tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter, primært nyetableringer” (Nærings- og handelsdepartementet, 2011, s. 47). Investinor er et heleid datterselskap til Innovasjon Norge og eierskapet forvaltes av Nærings- og handelsdepartementet. Selskapet investerer aktivt i norske vekstbedrifter gjennom PE, og er med på å utvikle det norske PE-markedet sammen med private medinvestorer. I tillegg til risikokapital bidrar de med kompetanse og aktivt eierskap i porteføljebedriftene ([www.investinor.no](http://www.investinor.no)). Årsrapporten viser at Investinor ble Norges største ventureinvestor i 2012. Av kapitalen som ble investert i Norge av norske ventureinvestorer dette året stod Investinor for 47 prosent av kapitalen. Investinor fokuserer på sektorer i Norge som har komparative fortrinn internasjonalt, som ivaretar utnyttelsen av viktige naturressurser, ny teknologi og kompetanse, og sektorer som hjelper til å redusere miljøbelastning og menneskeskapte klimaendringer. Selskapet har 3,7 MRDNOK under forvaltning, som tilsvarer selskapets totale kapital, hvorav 500 MNOK tildeles investeringer i marin næringsvirksomhet og 500 MNOK til investeringer i skogsindustri (Investinor, 2012).

### **3.2.2 Statens Pensjonsfond Utland**

Ved utgangen av 2013 hadde SPU en markedsverdi på 5038 MRDNOK (NBIM, 2014a). Fondet ble opprettet i 1990, som et finanspolitisk instrument for å sikre langsiktige hensyn ved bruk av statens petroleumsinntekter. Det er Finansdepartementet som fastsetter investeringsstrategien til SPU, ved hjelp av blant annet råd fra NBIM og diskusjoner i Stortinget. For å avverge at fastlandsøkonomien overopphetes og for å beskytte den fra



effekten av varierende oljepriser, investerer fondet utelukkende i utlandet (NBIM, 2014b). SPU kan ikke ha mer enn 10 prosent eierandel i et selskap (Nærings- og handelsdepartementet, 2011). I St.meld. nr. 19 fra Finansdepartementet (2013) om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013, er det lagt frem en investeringsstrategi for SPU der 60 prosent skal plasseres i aksjer, 35-40 prosent i obligasjoner og inntil 5 prosent i eiendom. Det er den strategiske aktivaallokeringen og gir uttrykk for ønsket risikonivå som forventet avkastning vil følge. Aktivaallokeringen SPU har i dag gjenspeiler ifølge Gjedrem og Slyngstad (2010) en høy risikobærende vilje og evne. NBIM skriver på sine nettsider at ”Målet er å ha diversifiserte investeringer som sikrer god risikospredning og høyest mulig avkastning innenfor rammene som Finansdepartementet har fastsatt”. Det er altså strenge retningslinjer for hvilke investeringer SPU kan foreta.

### **3.3 Norges Bank anbefalinger for SPUs investeringer**

I et brev fra Norges Bank til Finansdepartementet datert 20.oktober 2006 som omhandler investeringsstrategi for SPU, anbefaler de at det bør være mulig å gjøre unoterte investeringer. Det argumenteres med at det har vært klar vekst i markedet for unoterte investeringer de siste årene, og at SPU har fortrinn med at de er en langsiktig investor som tåler illikviditet på deler av investeringene gitt høyere forventet avkastning eller bedre diversifisering av totalporteføljen. Gjedrem og Berg (2006) påpeker at for andre store institusjonelle investorer er ikke-børsnoterte aksjer en aktivaklasse som benyttes. I brevet kommer Norges Bank med en anbefaling om et strategisk mål på at inntil 5 prosent av SPU sine midler kan investeres i ikke-børsnoterte aksjer. De begrunner anbefalingen med at en slik investering, som er foretatt av en kompetent investeringsorganisasjon, kan være med på å skape en signifikant meravkastning. Gjedrem og Berg (2006) mener at selv om det er mye usikkerhet omkring avkastning på investeringer i ikke-børsnoterte aksjer, bør det ikke hindre SPU å bli en del av det unoterte markedet.

I et nytt brev fra Norges Bank til Finansdepartementet datert 6.juli 2010, er det fremmet forslag for utvikling av investeringsuniverset til SPU. Der fremheves det at størrelsen på fondet og dets langsiktige innretning er særtrekk som skiller fondet fra gjennomsnittsinvestoren, og at det er lite som tilsier at fondets investeringsmuligheter burde være mer begrenset enn for sammenlignbare fond. I 2007 ble det åpnet for at investeringer i unoterte, lite likvide aktiva, kunne gjøres i unoterte eiendomsinvesteringer. Gjedrem og

Slyngstad (2010) henviser til Meld. St. 10 (2009/2010) der Finansdepartementet trekker frem at mindre omsettelige eiendeler i porteføljen bør øke. SPU har ikke løpende likviditetsbehov, og er derfor godt rustet for risikoen som medfølger investeringer i unoterte aktiva, og dermed opptjene potensielle gevinster. Med en slik endring i forvaltningen vil SPU ha samme muligheter som sammenlignbare fond. Gjedrem og Slyngstad (2010) legger i brevet frem et forslag om hvordan en ny strategisk aktivaallokering kan settes sammen av egenkapitalinvesteringer, nominelle renteinvesteringer og investeringer i andre realaktiva der formålet er å sikre fondets langsiktige realavkastning. Investering i PE vil være en del av aktivaklassen for egenkapitalinvesteringer.

For SPU vil en stor utfordring være at det ikke finnes investerbare referanseindekser. Fondet benytter seg i dag av en referanseportefølje for hver aktivaklasse som har til formål å fungere som målestokk for den operative forvaltningen. Funksjonen til referanseporteføljen er å se på valutafordeling, risikopreferanser og avkastning. Den skal være transparent, etterprøvbar og likvid. For investeringer i unoterte aksjer vil det ikke være mulig å anvende slike referanseporteføljer. Norges Bank skriver i brevet at ”Rollen konkrete referanseporteføljer har for likvide investeringer må her ivaretas av rammer eller mål i investeringsmandatet” (Gjedrem og Slyngstad, 2010).

### **3.4 Stortingsmeldinger**

Finansdepartementet har gjennom flere Stortingsmeldinger om forvaltningen av SPU, lagt frem sin vurdering om unoterte investeringer. I St.meld. nr. 15 definerer de unoterte investeringer slik; ”Unoterte investeringer er investeringer i aktiva som ikke handles på regulerte markedsplasser” (Finansdepartementet, 2010b, s. 30). I begrepet inngår eiendom, unoterte aksjer og infrastruktur. I denne oppgaven fokuserer vi på hva som er sagt om unoterte aksjer. Vi gjennomgår St.meld. nr. 15 der det ble gjort en bred gjennomgang av investeringer i unoterte aksjer.

I St.meld. nr. 15 skriver Finansdepartementet (2011b) at unoterte investeringer står for en stor del av verdiskapningen i økonomien. CEM Benchmarking har satt sammen en sammenligningsgruppe for SPU, som består av 19 av verdens største pensjonsfond. Der kommer det frem at ved utgangen av 2009 var den gjennomsnittlige strategiske allokeringen til unoterte aksjer på 5 prosent av samlet kapital. Fordelen med unoterte investeringer er at

bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko blir bedret. Som nevnt finnes det ingen investerbar referanseindeks for unoterte investeringer. Dette gjør at mange institusjonelle investorer bruker eksterne forvaltere, fondslignende konstruksjoner. Utfordringen med dette er hvordan avkastningen skal fordeles mellom investor og forvalter, der investor kun bidrar med langsiktig kapital og forvalter skal skape avkastning. Investors interesse er å få en avkastning som kompenserer risiko og en andel av eventuell meravkastning.

Finansdepartementet (2011b) hevder i St.meld. nr. 15 at historiske avkastningstall for unoterte aksjefond viser at risikoen investor påtar seg ikke er blitt tilstrekkelig kompensert for, og at forvalter har opptjent for stor del avkastningen.

Finansdepartementet skriver selv at det er naturlig å vurdere investeringer i unoterte aksjer på grunn av fondets størrelse og den lange tidshorisonen. De henviser til en rapport som Strategirådet har utarbeidet, på forespørsel av Finansdepartementet om den langsiktige strategien for investeringene i SPU. I rapporten kommer det frem at sammenlignbare fond har en del investeringer i unoterte aksjer, men Strategirådet mener det er krevende for SPU som investor å oppnå en tilfredsstillende avkastning etter kostnader på grunn av høye eksterne honorarer. På oppdrag for Finansdepartementet har Ludovic Phalippou, som er forsker ved Universitetet i Oxford, lagt frem en rapport om investeringer i unoterte aksjefond. Selv om det finnes svakheter ved datagrunnlaget på grunn av begrenset tilgjengelighet, er det benyttet det beste tilgjengelige datamaterialet. Ifølge rapporten har ikke avkastningen på unoterte aksjer vært høyere enn på noterte aksjer etter kostnader, og risikoen med investering i unoterte aksjer har vært høyere enn aksjemarkedet. I tillegg viser rapporten at investering i unoterte aksjer gir store kostnader for investor på grunn av høye honorarer til fondsforvalter.

Phalippou har kommet frem til at for store langsiktige investorer, som SPU, er det mulig å få betydelige fortrinn i forvaltningen av unoterte aksjer. Det er da snakk om store investorer som har klart å bygge opp kompetanse og har bedre tilgang på informasjon om fondene som gir dem bedre vilkår. Dette resulterer i at de gjør sine investeringer i fond med høyere avkastning, som igjen gir investorene mindre kostnader. Rapporten trekker frem at, historisk sett har avkastningen på unoterte aksjefond vært høy når det har vært lav tilgang på kapital fra investorer. I slike perioder er det en mulighet for SPU å oppnå høyere avkastning ved investeringer i unoterte aksjer. Det blir også poengtert at SPU som investor i unoterte aksjefond er spesielt utsatt for kritikk fra offentligheten, uavhengig av at de er LP og ikke har innflytelse på hvordan fondene gjør sine forvaltninger, da de blir forbundet med fondet og

risikoen for omdømmet øker. Finansdepartementet (2010b) konkluderer i denne Stortingsmeldingen med at investering i unoterte aksjer er krevende, og det er behov for en annen type kompetanse. De ønsker derfor å få erfaring fra eiendomsinvesteringer først. På sikt ønsker de å se på muligheten for å gjøre investeringer i unoterte aksjer. Per dags dato har ikke Finansdepartementet endret denne tankegangen.

### 3.5 Dagsaktuelle saker

I mai 2012 gjorde SPU sin første, og hittil eneste, investering i det unoterte aksjemarkedet. De investerte 1,8 milliarder kroner i Delta Topco. Delta Topco eier rettighetene til Formel 1, der Norges Bank har kjøpt 188 millioner aksjer og lånt 1,1 milliarder kroner til selskapet. Forutsetningen for at en slik investering kunne skje var at Delta Topco opprinnelig skulle børsnoteres i Singapore sommeren 2012. Ni dager etter at investeringen ble offentliggjort ble børsnoteringen utsatt på ubestemt tid. Selskapets leder, Bernie Ecclestone, er tiltalt for korrupsjon i Tyskland på grunn av aksjetransaksjoner i selskapets aksjer (Langved, Skaalmo og Gjernes, 2014).

Denne saken har selvfølgelig ikke gjort skepsisen til investeringer i unoterte selskap noe mindre. Motargumentene til slike investeringer har florert i ettertid. Kritikerne hevder at det vil være atskillig mer krevende å føre tilsyn og dermed oppdage uetiske investeringer i unoterte selskap, samt at SPU og Norges Bank mangler den ekspertisen som trengs for nevnte investeringer. Sony Kapoor (2014) som er direktør i tenketanken Re-Define og strategirådgiver til Systemic Risk Centre ved London School of Economics har skrevet en artikkel i Dagens Næringsliv om hvorfor SPU bør få investere i unoterte selskap, på tross av Formel 1-saken. Kapoor understreker at Formel 1-investeringen ikke ville vært fornuftig selv om selskapet var børsnotert før investeringen skjedde, og at flere børsnoterte selskap har vært innblandet i korrupsjonssaker. Han sier altså at Formel 1-investeringen ikke nødvendigvis var dårlig fordi selskapet var unotert, selv om det skaper flere utfordringer rundt åpenhet, men at man ikke kommer utenom behovet for en skikkelig selskapsgjennomgang i forkant av en investering. Unoterte investeringer krever en selskapsgjennomgang som vil gi NBIM bedre kvalitetskontroll, i motsetning til noterte selskap som er oppført i en indeks som kan føre til at selskapene ikke blir sjekket like nøye. Han foreslår at fondets kapasitet økes og at det bygges opp et uavhengig tilsynsorgan som han kaller Stortingets Råd for Oljefondet. Kapoor trekker

også frem at mesteparten av verdens økonomiske aktivitet foregår nettopp i det unoterte markedet. Videre sier han;

Det betyr at Oljefondet vil ikke kunne møte målsetningen om at investeringene skal reflektere det globale produksjonsmønstret så lenge de kun investerer i noterte verdipapirer. Det vil dessuten i betydelig grad øke risikoen og minske avkastningen til fondet. Restriksjonene mot å investere i unoterte verdipapirer, som i dag er pålagt av Finansdepartementet, har derfor en enorm skjult kostnad for kommende generasjoner. (Kapoor, 2014).

SPU er en investor med tilnærmet ubegrenset investeringshorisont, og kommer seg dermed unna behovet for å gjøre likvide investeringer, som vil si at de har muligheten til å få en vesentlig likviditetspremie ved investering i unoterte selskap. Kapoor fremhever og at SPU utsettes for systemrisiko med den investeringsstrategien de underlegges i dag, på grunn av at investeringsfokuset er på utviklede økonomier som har sterke finansielle og økonomiske koblinger. Hvis de i tillegg investerer i raskt voksende utviklingsøkonomier vil det minske risikoen og øke utbyttet. Han konkluderer med at SPU sin beste investeringsmulighet blant annet er i unoterte vekstaksjer, og viser til at Sverige har innsett dette og økt andelen landets pensjonsfond kan gjøre i slike investeringer (Kapoor 2014).

SPUs rådgiver (leder strategirådet) Elroy Dimson uttalte i Dagens Næringsliv at SPU på sikt bør investere i unoterte selskap (Langved, 2014). Han begrunner dette med at det er mer penger å hente der. Dimson utdyper at fondet vil ved å ta en større risiko, få høyere avkastning og høste en illikviditetspremie på grunn av lang tidshorisont på investeringen. De siste månedene har det vært mye fokus på SPU sin investering i Formel 1 som skjedde i det unoterte aksjemarkedet, som ikke kan kalles direkte vellykket. Dimson argumenterer for at alle ikke-børsnoterte selskap ikke er like, akkurat som børsnoterte selskap. Utfordringen med ikke-børsnoterte selskap er at det er lite offentlig informasjon og åpenhet som kan sette legitimiteten til SPU på prøve. Med staten som forvalter blandes naturlig nok noe politikk inn, og Dimson frykter at SPU blir en ”politisk fotball” samtidig som han håper at fondet ikke blir offer for politisk kortsiktighet som vil redusere profesjonalitet, påføre det mer risiko, kostnader og usikkerhet. Økonomiprofessor Halvor Mehlum ved Universitetet i Oslo, uttaler i samme artikkel at SPU ikke bør gjøre investeringer i unoterte selskap på grunn av at sjansen for tap av omdømme er såpass stort. Det mener han er et nok stort argument. Mehlum foreslår

at SPU kunne brukt 1 prosent av kapitalen til å prøve seg på unoterte investeringer, der målet er å få erfaring i dette ukjente markedet, ikke avkastningen.

## 4.0 Metode

Vi skal nå presentere metoden som er lagt til grunn for vår oppgave og begrunne hvorfor den er valgt. Videre vil det bli gjennomgått hvordan vi har samlet inn data og analysert empirien. Til slutt blir det gjort rede for validitet, reliabilitet og kritikk til empirien.

### 4.1 Forskningsmetode

Det finnes flere metoder for innhenting av empiriske data, der også noen kan kombineres og brukes på tvers av hverandre. Hver og en av metodene har sine styrker og svakheter, og vil egne seg bedre i noen situasjoner. Empiriske data kan være basert på erfaringer ved eksperimenter og observasjoner, der forskeren oftes trekker konklusjoner av resultatene. Empiriske data kan deles inn i henholdsvis kvantitativ og kvalitativ data. Kvantitativ forskning brukes som regel når noe skal måles, og blir ofte brukt til å studere sammenhenger, kausalitet og effekter. Det gjøres ofte gjennom spørreskjemaer eller eksperimenter. Kvalitativ forskning er kontekstavhengig, ofte basert på å tolke tekst eller situasjoner, og gjør at metoden generelt er mer uklar enn den kvantitative. Her er felteksperiment og intervjuer sentrale tilnærminger (Yin, 2014).

### 4.2 Forskningsstrategi

Vår problemstilling er: *Hvordan vil ulike aspekter ved Private Equity være en utfordring for Statens Pensjonsfond Utland som investor?* Denne problemstillingen legger til grunn en forståelse for hva PE og de ulike aspektene er, og hvordan SPU sin investeringsstrategi er bygd opp. Easterby-Smith, Thorpe og Jackson (2012) fremhever viktigheten med å ha et klart overordnet mål med forskningen før man velger hvilken metode som skal brukes for å samle inn data. Siden vår forskning baseres på å forstå et kompleks fenomen, falt det naturlig å bruke kvalitativ forskning som utgangspunkt. Videre falt metodevalget på casestudie, som har et fleksibelt design. Det vil si at forskningen kan endres underveis, hvor nye spørsmål og kilder kan oppdages etter hvert. Metoden er også velegnet fordi forskningstema vårt er lite kjent, og på grunn av at problemstillingen skal forsøke å forklare et fenomen. Ifølge Yin (2014) er essensen i et casestudie at den forsøker å belyse en avgjørelse eller et sett av beslutninger; hvorfor de er tatt, hvordan de ble implementert og med hvilke resultater.

### 4.2.1 Casestudie

Et casestudie er definert som en empirisk forskning som undersøker et aktuelt fenomen i dybden og innen dens virkelighetskontekst, spesielt når grensene mellom fenomen og kontekst er uklare. Metoden drar nytte av utvikling av teoretiske ideer fra tidligere for å veilede datainnsamling og analyse. Et casestudie kan inneholde single eller multiple case. Metoden kritiseres for dens svakheter, først og fremst på grunn av at det er vanskelig å utlede generelle betraktninger om gruppen på bakgrunn av en studie av én enhet. For eksempel, hvordan vet vi at studieobjektet vil være lik på relevante kriterier som resten av gruppen med tanke på alder, kompetanse og lignende. Veien til et godt casestudie begynner med en grundig litteraturgjennomgang, og en forsiktig og grundig fremstilling av problemstillingen. En casestudie er en type kvalitativ metode, men kan også omfatte kvantitative data. Ofte er det en hybrid mellom de to. Et casestudie krever en velutviklet plan, men metoden mangler konkrete måter å gjøre et casestudie på, hvordan data skal håndteres og evalueres. Det avhenger derfor mye av hvordan forskeren ønsker å gjøre undersøkelsen, og evnen til å skille ut viktig data. Resultatet kan derfor være vanskelig å generalisere. En annen grunn til skepsisen er at det er umulig å generalisere fra ett enkelt case. Som et svar på dette foreslår Yin (2014) at casestudier, i likhet med eksperimenter, er generaliserbare til teoretiske påstander, og ikke til populasjoner eller universer. Den representerer ikke en ”prøve”. Det er ikke sannsynligheter man forsøker å oppsøke, men man ønsker å utvide og generalisere teorier. Casestudie er som nevnt en god måte å forske på en sammenheng innenfor den virkelige verden, der fenomenet og konteksten er uklare.

### 4.3 Datainnsamling

For å få relevante svar på problemstillingen vår, ønsket vi å gjennomføre dybdeintervju med forskjellige PE-aktører. Det ble gjort for å oppnå best innsikt i temaet og høre deres synspunkter. Ifølge Easterby-Smith, Thorpe og Jackson (2012) gir dybdeintervju innsikt i synspunkter, oppfatninger og meninger til informanten gjennom språket de bruker. Yin (2014) sier at intervju en av de viktigste kildene til informasjon i et casestudie, fordi de fleste case er av menneskelige faktorer eller hendelser. For å få innblikk hva PE er, samt en innføring i investeringsstrategien til SPU, benyttet vi sekundærdata. Vi har anvendt relevant litteratur fra fagbøker, publiserte og upubliserte forskningsartikler, organisasjonssider, nettaviser, Stortingsmeldinger, offentlige brev fra Norges Bank og hjemmesidene til informantene. Ut ifra de sekundære kildene vi fant, opplevde vi vårt forskningstemaet som



lite forsket på fra før av masterstudenter.

### **4.3.1 Intervjuguide**

I forbindelse med dybdeintervjuene, utarbeidet vi på forhånd en intervjuguide med den hensikt å oppnå strukturerte intervju. Den finnes i vedlegg 1. I utarbeidelsen av intervjuguiden tok vi utgangspunkt i de fem prinsippene til Yin (2014): (1) Still gode spørsmål (hvordan og hvorfor), (2) Være en god ”lytter”, ikke fanget av eksisterende ideologier eller forestillinger, (3) Være tilpasningsdyktig, (4) Ha et fast grep om det problemene som vi vil undersøke, (5) Unngå bias gjennom å være sensitiv. Yin (2014) påpeker også at det er viktig at resultater fra intervjuene ikke avhenger av hvordan spørsmålene blir spurt, og at åpne spørsmål er avgjørende slik at intervjuobjektet kan dele sine tanker. Vi brukte mye tid på å utforme intervjuguiden for å være sikker på at spørsmålene ville gi svar på problemstillingen, og for å forsikre oss om at vi stilte åpne spørsmål.

Yin (2014) anbefaler alle å gjennomføre et pilot casestudie som en siste forberedelse til datainnsamling. Dette vil bidra til å avgrense datainnsamlingens planer med hensyn til både innholdet av dataene og prosedyrene som skal følges. Vi valgte derfor å gjennomføre et pilot casestudie med Pronord som har base i Bodø, for å se hvordan blant annet intervjuguiden vår fungerte under intervjuet. Det ble gjennomført som et personlig intervju. Vi fikk på den måten et innblikk i hvordan intervjuobjektene oppfattet spørsmålene, og derav hvilke spørsmål vi følte var hensiktsmessig å justere på eller å ta med videre til vårt casestudie. Det var og til stor hjelp for å sikre kvaliteten på spørsmålene.

Den endelige intervjuguiden ble sendt til informantene slik at de kunne forberede seg på hva vi ønsket svar på. Ved å gjøre det på denne måten følte vi at informantene ga gode og utfyllende svar. En risiko med å sende intervjuguiden på forhånd er at informantene kan ha forberedt svar som de tror vi ønsker å høre, eller som er det ”rette” svaret, og dermed ikke svarer oppriktig. Vi ønsket heller å vektlegge kvaliteten ved å få gode svar ved at de var forberedt, og opplevde ikke noe som antydte at informantene ikke svarte ærlig.

### **4.3.2 Gjennomføring av intervju**

Et intervju kan ha varierende grad av struktur, det finnes strukturerte intervju, semi-strukturerte intervju og ustrukturerte intervju (Easterby-Smith, Thorpe og Jackson 2012). Vi

benyttet semi-strukturerte intervju som ble gjort over telefon, hvor vi tok utgangspunkt i den utarbeidede intervjuguiden. Den ble benyttet som en mal slik at vi var sikre på at vi fikk svar på det vi ønsket. Vi hadde delt opp intervjust spørsmålene i tre temaer for å tydeliggjøre hva vi fokuserte på med de forskjellige spørsmålene. Intervjuene ble utført med en representant fra hvert PE-selskap, som hadde spesialkompetanse i enten såkorn, VC eller BO. Ifølge Easterby-Smith, Thorpe og Jackson (2012) fungerer telefonintervju best når man har møtt informanten ansikt-til-ansikt tidligere og fått etablert et tillitsforhold. På grunn av at de fleste PE-selskap har geografisk beliggenhet utenfor Bodø så vi oss nødt til å gjøre intervjuene over telefon da det var tids- og kostnadsbesparende.

Hvert intervju varte opp imot en halvtime. Både digitale opptak og personlige notater ble brukt under intervjuet. Opptakene og notatene gjorde vi for å gjøre analysen av datamaterialet lettere for oss selv og for ha en bekreftelse på at vi faktisk forsto hva som ble sagt. Alle intervjuene ble gjort over en treukers periode. Vi ga intervjuobjektene valget om å være anonyme og den opsjonen benyttet to av de seg av.

#### **4.3.3 Utvalg**

Siden vårt formål med oppgaven er kartlegge hva forskjellige PE-aktører mener om vår problemstilling, uavhengig av om de forvaltet såkorn, VC- eller BO-fond, er populasjonen i Norge alle selskaper som definerer seg som en PE-aktør. Vi fikk en oversikt tilsendt på mail fra NVCA om alle typer PE-selskap som var registrert hos de. Deretter valgte vi ut 15 PE-selskap vi mente var mest relevante for oss, og sendte de en forespørsel på mail. Åtte av disse var BO-fond, fem VC-fond og to såkornfond. Vi fikk respons fra kun fem, og det var henholdsvis tre BO-fond, ett VC-fond og ett såkornfond. Representativiteten i utvalget handler om at det som kjennetegner utvalget, har de samme kjennetegnene som populasjonen utvalget er tatt fra (Easterby-Smith, Thorpe og Jackson 2012). Vi mener at våre informanter er representative, siden vi har et utvalg som dekker alle typer fond. I tabellen under er en oversikt over informantene, hvilket PE-selskap de tilhører, type fond og hvordan rolle de har.

PE selskap	Type fond	Informant	Rolle
ProNord AS	Såkorn	Eirik Alst	Analytiker
Reiten&Co	Buyout	Christian Melby	Managing Partner
NeoMed Management	Venture	Pål Jensen, Carl Christian Gilhuus-Moe	Director of Finance and Administration, Senior Adviser
Forvalter 1	Buyout	Person A	Senior Advisor
Forvalter 2	Buyout	Person B	Director Investor Relations

Tabell 2: Oversikt over informanter

#### 4.4 Empiri og analyse av data

Etter hvert som intervjuene ble gjort transkriberte vi de. Vi delte empirien fra alle informantene opp i de tre hovedtemaene som intervjuguiden hadde slik at vi tydelig kunne se hva de hadde svart om temaene. Dette gjorde det oversiktlig og enklere for oss oppdage om det var noen sammenhenger i svarene deres. Yin (2014) oppgir fem forskjellige analytiske teknikker som kan øke indre og ytre validitet: (1) Pattern Matching, (2) Explanation building, (3) Time-series analyse, (4) Logic modeller, (5) Cross-case analyse. Kort fortalt går Pattern Matching ut på å lage formler eller lignende, og er mer gunstig ved kvantitative data. Explanation Building handler om å bygge en forklaring om saken, og er ofte opptatt av hvordan og hvorfor noe skjedde. Det er gjeldende for å avdekke om teorien kan fungere i praksis. Time-series analyse sporer endringer og trender over tid, og er mest aktuelt for eksempel økonomiske modeller eller for oljepris. Logiske modeller er ganske lik Time-series, bare mer kompliserte. Cross-case analyse benyttes når det er tema som er fokus i analysen, og når intervjuene analyseres samtidig. Vi valgte cross-case analyse, fordi vi skal ha fokus på et tema hos alle PE-aktørene og søker å sortere svarene etter felles tema, erfaringer og strategier som vi kunne koble sammen med teorien.

#### 4.5 Evaluering av datamaterialet

Validitet og reliabilitet måler gyldigheten og kvaliteten til innsamlet data. Validitet er i hvilken grad tiltak og forskningsresultater gir nøyaktig gjengivelse av de tingene de er ment å

beskrive. Vi deler validitet inn i ekstern og intern validitet. Reliabilitet er et mål på om samme undersøkelse vil gi samme svar (Easterby-Smith, Thorpe og Jackson 2012).

#### **4.5.1 Ekstern validitet**

Yin (2014) sier at flere casestudier styrker den eksterne validiteten, siden det er flere situasjoner og hendelser, og derav representerer et mer nyansert bilde av virkeligheten. Det mest optimale ville selvsagt vært ha med flere PE-aktører for å øke den eksterne validiteten, men vi fant ut at fem objekter ble tilfredsstillende nok, og at de var gode representanter for emnet vi forsket på. Siden vi har fokusert på flere PE-aktører, vil det styrke den eksterne validiteten og dermed også generaliseringen av PE-aktørene i PE-bransjen. Vi tar også forbehold om at vår empiriske forskning er basert på synspunkter og meninger, der vårt formål ikke nødvendigvis er å generalisere hele sektoren, men prøve for å undersøke hva de ulike informantene mener om utfordringer med PE-investeringer.

#### **4.5.2 Intern validitet**

Intervjuobjektene vi har benyttet i vår undersøkelse er eksperter innen PE og sitter på kunnskap om hvordan PE fungerer, dets mål og mening, utfordringer og ulemper. Vi mener derfor at de er reelle kilder for vår problemstilling. Intervjuobjektene funksjon er i all hovedsak den samme, som er å forvalte kapital i noterte selskap og være aktivt i selskapets drift. Siden PE-aktørene har spesialkompetanse i ulike segment og bransjer, kan dette føre til ulike syn og perspektiver på emnet, og derav prege datamaterialet på den måten. Dette skaper den interne validiteten av oppgaven. Vi valgte derfor å intervju både såkorn-, VC- og BO-fond, i tillegg til å intervju flere innen samme segment for å forsterke den interne validiteten.

#### **4.5.3 Reliabilitet**

Reliabiliteten sier noe om målesikkerheten, om PE-aktørene ville svart det samme om vi hadde gjort intervjuene på nytt under identiske forhold og om vi som forskere ville kommet frem til den samme konklusjon om vi hadde gjentatt samme undersøkelse. På grunn av at PE-aktørenes meninger kan endres hvis det skjer radikale endringer i PE eller at aktørene tilegner seg nye erfaringer, mener vi at reliabiliteten i oppgaven er svak.

## 4.6 Kritisk diskusjon av metode

Optimalt sett burde alle intervjuene vært personlige i den forstand at vi begge var fysisk til stede i samme rom. Da intervjuene ble holdt over telefon, var det en utfordring å få en naturlig flyt i kommunikasjonen. Vi opplevde utfordringer med å ikke avbryte intervjuobjektet, det å oppfatte signaler på når intervjuobjektet var ferdig med å svare på spørsmålet. For å få mest mulig utdypende svar ønsket vi å vente lengst mulig med å stille neste spørsmål. Dette kunne gjort at intervjuobjektet ikke fikk svart fult ut på spørsmålene eller at ”pausene” gjorde at de snakket mer enn nødvendig. Det er da viktig at vi klarer å skille mellom relevant og irrelevant informasjon. Siden alle intervjuene foregår over telefonen kan man ikke tolke subjektets kroppsspråk, og de kan derav mistolkes.

Noen ord og setninger fra intervjuobjektene kan gå tapt i oversettelsen, på grunn av det er to forskjellige språkmedier som kan oversettes direkte. Det kan da utvikle seg til unøyaktig transkribering og tolkning av intervjuobjekter, som kan komme av dårlig oversettelse av hva objektene faktisk sa, eller at intervjuobjektene ikke klarte å formulere seg riktig.

Tiden på hvert spørsmål fikk naturlig variere fra person til person, og endringer ble gjort spontant under intervjuet hvis vi følte de ikke de svarte på det vi spurte om, eller at noen spørsmål ble besvart underveis. Disse forandringer kan ha redusert den indre validitet, men på den annen side, fremmer det spørsmål som vi har funnet mest viktig.

## 5.0 Presentasjon av Private Equity aktørene

I dette kapitlet presenterer vi PE-aktørene vi har intervjuet og deres selskap. Empiri er hentet fra disse fem aktørene: Reiten&Co, Forvalter 1, Forvalter 2, NeoMed Management og Pronord AS. To av aktørene ønsket å være anonyme og derfor presenteres ikke de med navn.

### 5.1 Reiten&Co

Hos Reiten&Co intervjuet vi Christian Melby som er Managing Partner. Reiten&Co er en ledende nordisk PE-aktør lokalisert i Oslo. De investerer i små og mellomstore selskaper i Norden med internasjonalt potensial, og fokuserer på å identifisere, strukturere og aktivt lede strategisk utvikling og operasjonell forbedring i attraktive vekstselskaper. De har investeringserfaring fra en rekke bransjer og investerer primært i olje- og offshoretjenester, IT og næringsliv og finansielle tjenester med inntekter mellom 100 millioner kroner og 1 milliard kroner. Reiten&Co består av syv partnere, hvor erfaring og kompetanse er en viktig i utviklingen og implementeringen av strategier for deres porteføljeselskaper. De samler betydelig lokal og internasjonal erfaring fra et bredt spekter av bransjer og fagområder.

Siden oppstart i 1996 har Reiten&Co investert i 24 selskaper, med mer enn 80 tilleggsinvesteringer og realisert 13 Exit. I de 20 årene med investeringsaktivitet har de oppnådd sterke resultater. Målet deres er å alltid levere en verdensklasseavkastning med en akseptabel risikoprofil. Reiten&Co er rådgiver for fire fond, og har siden 1996 etablert syv fond, hvor tre av dem nå er realisert. Samlet har fondene kommitert kapital på 3,5 milliarder kroner, og de satser på et investeringsnivå på mellom 10 og 40 M EUR ([www.reitenco.no](http://www.reitenco.no)).

### 5.2 Forvalter 1

Hos forvalter 1 som ønsket å være anonyme intervjuet vi person A som er Senior Adviser. Forvalter 1 er en ledende PE-aktør i Norge som investerer i etablerte selskaper med positiv kontantstrøm og vekstpotensial. De fokuserer på selskaper med base i Norden, primært i Norge. De har tre fond, og har til sammen en kapitalbase på 12.25 milliarder norske kroner (i kommitert kapital). De er ikke bransjefokuserte fond, men følger noen bransjer med spesiell interesse. De viktigste bransjene er olje/offshore tjenester, helse/farmasi, konsumentvarer, handel, generelle tjenesteleveranser og teknologi, telekommunikasjon og media.

De kjøper majoritet i selskapene og har positive erfaringer fra partnerskap med eksisterende aksjonærer. Egenkapital eller egenkapitalrelaterte investeringer ligger mellom 100–1.200 millioner norske kroner, og eierperioden er rundt 5-7 år per investering. Forvalter 1 vil kontrollere mer enn 50 prosent av egenkapitalen i sine porteføljeselskaper, enten alene eller sammen med partner. Fondene rapporterer kvartalsvis finansiell status og markedsverdi for porteføljen til investorene i fondene.

### **5.3 Forvalter 2**

Hos forvalter 2 som og ønsket å være anonyme intervjuet vi person B som er Director Investor Relations. Forvalter 2 er en relativt nyetablert forvalter som driver investeringsrådgivning for aktive eierfond. De tror lokal tilstedeværelse og nettverk gir en fordel i forhold til å betjene markedet i landsdelen, og der målet å betjene et attraktivt og underbetjent tilfang av investeringsmuligheter i regionen. Selskapet er det første og eneste PE-selskapet med Buyout- og vekstkapitalstrategi med fokus på Nord-Norge. Selskapet har 6 ansatte. De forvalter i dag to fond.

### **5.4 NeoMed Management**

Hos Neomed intervjuet vi både Pål Jensen som er Director of Finance and Administration og Carl Christian Gilhuus-Moe som er Senior Adviser. NeoMed Management investerer i unge og mer modne private selskaper, utelukkende i helsevesenet. De plasserer kapital i fremvoksende selskaper med gode vekstutsikter i Europa og utvalgte steder i Nord-Amerika. Disse porteføljeselskapene utvikler innovative og merke beskyttede medisinske produkter som gir betydelige markedsmuligheter i farmasøytiske, medisinsk utstyr og diagnostikk bransjer. Siden oppstart har NeoMed oppnådd sterke resultater. Neomed har etablert fem fond siden oppstart i 1997 med total kommitert kapital på nærmere £ 200 millioner. De investert i mer enn 40 selskaper i Europa, inkludert Skandinavia, Sveits, Tyskland og Storbritannia, og Nord-Amerika. De har kontorer i Jersey, Sveits og Norge, hvor de samarbeider tett med gründere og har et bredt bransjennettverk for å støtte veksten i porteføljeselskapene.

NeoMed investerer hovedsakelig i minoritetsposisjoner, og kan gjøre de enkelte finansieringene i samarbeid med andre investorer. Porteføljeselskapene forventes å skape

verdier og å oppnå en bærekraftig konkurransefortrinn som vil muliggjøre en Exit for NeoMed innen en periode på tre til fem år fra investeringstidspunktet ([www.Neomed.net](http://www.Neomed.net)).

## **5.5 Pronord AS**

Hos Pronord intervjuet vi Eirik Alst som er analytiker. Pronord er etablert i Bodø, og er forvalter av såkornfondet KapNord AS. Pronord har to ansatte. KapNord er et investeringsselskap, opprettet i 2006, som plasserer kapital i små og mellomstore bedrifter i Nord-Norge. De fokuserer på olje/gass/maritim og marin sektor, men er fortsatt åpne for gode investeringsmuligheter med høyt potensial i alle bransjer. De en kapitalbase på 255 millioner kroner og har typisk en eierandel på 20 til 50 prosent i enkelte porteføljeselskaper.

Investorene og eierne til KapNord sitter i styret som Pronord rapporterer til, og det er styret som tar beslutninger om investeringer og realiseringer.

KapNord investerer i selskaper som kan gi god avkastning for eierne og ønsker å utøve aktivt eierskap i de bedrifter det investeres i. De har fokus på prosjekter med et årlig vekstpotensial på 20 til 30 prosent og søker Exit etter en periode på 4-6 år. KapNord har en levetid fram mot 2021, og fram til 2015 skal de investere i nye bedrifter ved å tilby egenkapital gjennom kjøp av aksjeposter og konvertible aksjonærlån. KapNord planlegger fremover å gjennomføre 1-2 investeringer hvert år, hvor hver investering er på 5-15 millioner kroner, fordelt på faser og måloppnåelse i henhold til definerte milepæler. De har i dag 18 investorer, hvor Helgeland Invest AS, DNB Bank AS og SKS Eiendom har størst eierandel med prosentandel på henholdsvis 19, 12,5 og 12,5. ([www.kapnord.no](http://www.kapnord.no)).



## 6.0 Presentasjon av empiri

I dette kapitlet skal vi presentere funnene fra den innhentede empirien. Det vil være med på å legge grunnlaget for analysen som vi skal gjøre i neste kapittel. Vi vil gjennomgå funnene som er sortert etter de tre hovedtemaene fra intervjuguiden; avkastning, asymmetrisk informasjon og SPU som investor i PE.

Før vi beskriver funnene vi har gjort i empirien, vil vi bare minne om at PE-aktøren er GP og investoren det er snakk om er LP. Reiten&Co er representert ved Christian Melby, Pronord av Eirik Alst, Neomed av Pål Jensen og Carl Christian Gilhuus-Moe, Forvalter 1 av person A og forvalter 2 av person B. Vi vil poengtere at dette er deres personlige meninger og tanker ut fra den erfaringen de har, og ikke et standpunkt de forskjellige PE-aktørene har tatt.

### 6.1 Avkastning

#### 6.1.1 Hvordan avkastning fordeles

Majoriteten av PE-aktørene har en lik modell for hvordan de fordeler avkastning mellom dem som forvalter og investorer. I alle tilfeller får investor først tilbake all kapital som er investert, så får forvalter tilbake kapital de har investert. Funnene tyder på at det er vanlig å bruke en fastsatt prosentandel for avkastning på 8 prosent per år, som alle investorene får.

Informantene brukte forskjellige betegnelser på hvordan de beregnet denne avkastningen.

Reiten&Co bruker IRR på 8 prosent, som beregnes av investert kapital til en hver tid.

Forvalter 1 benytter en Hurdle Rate på 8 prosent, som er den avkastning investor får før forvalter kan gjøre krav på Carried Interest. Uavhengig av hvilke begrep informantene har brukt på avkastning er fellestrekket at det alltid er investor som først får tilbakebetalt innskutt kapital og avkastning. Deretter får forvalter det samme. Utover det fordeles opptjent meravkastning med 20 prosent til forvalter og 80 prosent til investor. Person B betegner det som Waterfall prinsipp. Såkornfondet Pronord skiller seg ut fra modellen de andre PE-aktørene bruker. Siden Pronord er finansiert med et lån fra Innovasjon Norge, er det de som først skal ha tilbake utlånt kapital med renter. Det resterende beløpet fordeles mellom eierne. Pronord får automatisk 3 prosent av de salgene de gjør. Eirik Alst forklarer det slik "For alt vi realiserer får vi en liten prosentandel og resten går til eierne av fondet. Pronord er 3 prosent eier av fondet så vi er med som en liten investor som får alle de betingelsene eier får".

### 6.1.2 Er fordelingen rettferdig

Det er en felles enighet mellom alle informantene at denne fordelingen av avkastning er rettferdig, spesielt siden investor har krav på å få tilbakebetalinger først. Både person A og person B trekker frem at siden de som forvalter også investerer en betydelig sum i fondet, påtar de seg samme risiko som de andre investorene. Person B forklarer det på denne måten ”Investor står hele tiden først i køen. Vi som forvalter har puttet en betydelig del av private midler til disposisjon inn i dette. Allikevel står investor alltid først i køen og vi får ingenting før investor har fått tilbake sine penger og en minimumsavkastning. Så det synes jeg ikke er så vanskelig å rettferdiggjøre”. Person A og Pål Jensen mener at den fastsatte avkastningen investor opptjener er betraktelig bedre enn i andre aktivaklasser. Pål Jensen begrunner det slik ”Investor er sikret en årlig avkastning på 8% per år på sin investerte kapital før forvalter får noe som helst, noe som er langt høyere enn en risikofri plassering av de samme midlene”. Pronord får kun 3 prosent fortjeneste av det de selger, og Eirik Alst mener det er rettferdig at eierne av fondet får all avkastning, siden det er de som påtar seg all risiko.

### 6.1.3 Hva kan øke avkastning til investor

Når det gjelder hva som kunne vært gjort annerledes for å øke avkastning til investor er svarene fra informantene mer sprikende. Eirik Alst og Christian Melby påpeker det åpenbare at ved å redusere forvaltningshonorar, kostnader og suksesshonoraret til forvalter så vil avkastning til investor øke. Eirik Alst forklarer at de har tatt grep om dette ved å legge ned et kontor de hadde i Tromsø, og redusere suksesshonoraret som tidligere var høyere.

Christian Melby og person B fremhever at det er mye å tjene på forvalterseleksjon. Person B sier ”Det er egentlig hevet over, om ikke en hver tvil, i hvert fall sterke indikasjoner på at du kan tjene penger på forvalterseleksjon innen PE. De beste forvalterne har mye bedre avkastning enn snittet”. Christian Melby peker på at det er forskjell på risiko i forhold til hvilken fase et PE-fond opererer i, og at en høyere risikoprofil er en faktor som kan øke avkastningen. Det kan man oppnå ved å velge forvaltere som investerer i mindre selskaper og mer tidlig fase. Person A mener at den modellen de bruker i dag bevarer interessene til investor og forvalter, som begge ønsker høyest mulig avkastning. Pål Jensen, i NeoMed som

er et VC-fond, mener at ved å lånefinansiere deler av investeringen, som er vanlig i LBO, vil det øke risikoen som igjen kan øke avkastning.

#### **6.1.4 Hva inngår i forvaltningshonoraret**

Alle PE-aktørene oppgir at de har samme utgangspunkt for hva som inngår i forvaltningshonoraret. Sammenhengen kommer tydelig frem i svarene de gir. Christian Melby sier ”Forvaltningshonoraret skal dekke alt vårt arbeid som knyttes til å gjennomføre investeringer, forvalte investeringer og realisere investeringer”. Han opplyser at forvaltningshonoraret er 2 prosent av kommitert kapital, og han påpeker at forvalter ikke skaper fortjenesten sin fra forvaltningshonoraret. Person A sier ”I forvaltningshonoraret inngår alle kostnader”. Person B sier ”Alle direkte transaksjonskostnader som er knyttet til transaksjoner dekkes av fondet”. Eirik Alst kommenterer at han tror Pronord er rigget på en annen måte enn andre PE-aktører. Han sier i denne sammenheng ”Hos oss har vi et eget selskap, fondet er Kapnord, mens forvaltningsselskapet er oss, Pronord. Vi er leid inn for å forvalte fondet, så da får vi et kvartalsvis honorar som dekker alt”. I Pronord sitt forvaltningshonorar inngår lønn til de ansatte, kontor, reiser og alt de har av løpende utgifter for å administrere fondet. Pål Jensen sier ”I prinsippet inngår alle kostnader forvalter har for å utøve den aktive eierrollen, det vil si Screening, Due Diligence og gjennomføring av investeringen, styrerepresentasjon i porteføljeselskapene, rapportering og øvrig investor-rapportering”.

I teorien inngår altså alle kostnader forvalter har med å utøve den aktive eierrollen, men i virkeligheten er det noen forskjeller mellom PE-aktørene. I tillegg til forvaltningshonoraret kommer kostnader tilknyttet transaksjonene hos Reiten&Co. For å begrense kostnadene til investor nevner Christian Melby at de opererer med regler for hva de ikke kan ta betalt for. Eksempler på det er styrehonorarer og konsulenthonorarer fra selskaper de har investert i. Forvalter 1 fakturerer investorene for kostnader de har hatt ved bruk av eksterne konsulenter. For å sørge for at de begrenser forbruket av eksterne kostnader betaler de som forvalter 20 prosent av kostnadene, som vil si at investor må dekke de resterende 80 prosent. Person B opplyser at de har noen driftskostnader utenom forvaltningshonoraret som gjelder avlegging av regnskapet og rapportering.

## 6.2 Asymmetrisk informasjon

### 6.2.1 utfordringer med asymmetrisk informasjon mellom forvalter og investor

Alle PE-aktørene opplever seg selv som svært åpne i forhold til sine investorer, og støter ikke daglig på problemer forbundet med asymmetrisk informasjon. Majoriteten av informantene opplyste at de i utgangspunktet ikke hadde noen utfordringer med asymmetrisk informasjon. Person B sier ”Jeg kan ikke si på stående fot at jeg ser at det er noe stort problem”. Eirik Alst sier ”Vi opplever ingen utfordringer med asymmetrisk informasjon”. Carl Christian Gilhuus-Moe sier ”Det er ukjent for meg at vi har noe problemer eller utfordringer av asymmetrisk informasjon mellom oss og investorer”. Selv om informasjonsskjevheten ikke er et daglig problem, viser funn at enkelte PE-aktører likevel erkjenner asymmetri som et reelt problem. Majoriteten mener investeringsformen i stor grad er tillitsbasert, og gjøres i utgangspunktet i en beskrevet strategi og ut i fra historikken forvalter har. Christian Melby sier at ”Det ikke er noe vi daglig kjenner på kroppen”. Reiten & Co støter ikke daglig på problemer forbundet med asymmetrisk informasjon. Han forklarer ”Hvis investor investerer 2 milliarder i vårt fond, vet de ikke hva forvalter kommer til å investere i, men stoler på, innenfor gitte rammer, at en vil forvalte disse pengene godt. Slik vil investor få den tillitten de trenger. Om investor investerer igjen er avhengig om forvalter gjør det bra”. Person A forteller at ”Vi opplever oss selv som rimelig åpne i forhold til våre investorer, men det er klart at vi kanskje ikke er så åpne i forhold til det generelle samfunnet”.

Person B og Eirik Alst mener at jobben til PE-aktører er å forvalte pengene på best mulig måte, og ser derfor ikke problemet med at PE-aktøren sitter på mer informasjon enn investor. De påpeker at investoren benytter en forvalter fordi investoren selv ikke er kompetent nok, eller har mulighet til gjøre slike investeringer, og at det er deres jobb å forvalte disse pengene på en best mulig måte. Person B sier ”Grunnen til at en investor har engasjert en forvalter til å forvalte investeringen er jo fordi de ikke selv har kapasitet eller kapabilitet til å følge opp investeringene på den måten som forvalter gjør”. Eirik Alst forklarer ”Arbeidsfordelingen er at investor setter inn penger i fondet, og vi skal gjøre en jobb for å forvalte disse pengene best mulig. Så det betyr at vi skal følge opp og jobbe tett med de casene vi vurderer, og vi skal jobbe tett med de bedriftene vi investerer penger i. Da er det jo vi som skal sitte på den informasjonen, og legge frem for styret vårt det som er nødvendig for at styret skal fatte de beslutninger styret skal ta. De beslutningene er om vi skal gjøre investeringer og om vi skal selge oss ut når den tid kommer. Jeg ser ingen utfordringer med at vi sitter på annen

informasjon enn eierne i fondet”. Person B påpeker i tillegg at asymmetrisk informasjon eksisterer ikke bare i PE, men på børs og; “Det vil være asymmetrisk informasjon mellom ledelsen i et børsnotert selskap og eventuelt investorene på børsen”.

Christian Melby mener asymmetriproblemet et realistisk problem som kan oppstå, både på kommitteringstidspunktet, underveis i investeringsbeslutningen og ved interessekonflikter. Han sier “Det er definitivt er en viss asymmetri på selve kommitteringstidspunktet, i den forstand at investor gir forvalter stort ansvar og tillitt i hvilke selskap som det investerer i”. Når alt kommer til alt har egentlig ikke investor noe vesentlig påvirkning på det. Han forklarer videre; “Når det gjelder informasjon tilknyttet porteføljebeslutninger, hvordan utvikle porteføljeselskapene, når man skal realiserer dem, er det forvalter sitt ansvar å gjøre de vurderingene”. Christian Melby mener at makten til investor i hovedsak er tilknyttet kommitteringsbeslutningen eller investeringsbeslutningen underveis; ”Sett bort fra det er det ikke så mye investor kan gjøre som påvirker beslutninger til forvalter”. Han mener at det er det som skiller seg fra det å investerer direkte i en aksje, der du gjør egne vurderingen og vet hva du investerer i til enhver tid. Christian Melby sier “Det kan oppstå interessekonflikter ved avslutning av et fond, i en suksesshonorar situasjon, hvor forvalter tenker at det er mye penger å tjene hvis man realiserer, mens investor kan tenke at det kan være bedre å vente i to år til fordi at de har stor tro på det gjenværende selskapet”. Han mener at dette har mer med forretningsmodellen å gjøre og ikke asymmetrisk informasjon. Videre sier Christian Melby “Det er åpenbart at det er stort informasjonsgap mellom investor og forvalter, ettersom investor sitter såpass tett på de investeringene forvalter gjør”. Carl Christian Gilhuus-Moe har et litt annet syn, der problemet eller utfordringen forbundet med asymmetrisk informasjon mellom PE-aktør og investorer er ukjent. Han sier “Jeg skjønner ikke hva den asymmetrioppfatningen kommer fra, det har ikke noe med oss å gjøre hvert fall”.

### **6.2.2 Hva kan gjøres for å redusere asymmetrisk informasjon**

Majoriteten av PE-aktørene gjør tiltak for å redusere asymmetrisk informasjon på tross av at de ikke opplever informasjonsasymmetri som et problem. Det kommer frem at de forsøker å være mest mulig transparente i forhold til sine investorer, og har jevnlig rapportering til investor for å begrense asymmetrisk informasjon. En av informantene gjør ingenting for å redusere asymmetrisk informasjon. Christian Melby forklarer at Reiten&Co legger ned mye ressurser i rapporteringen til investor. Han sier “Vi jobber hele tiden med å øke

informasjonsmengden til investor. Det er krav til kvaliteten på informasjon, på det å gi informasjon og at rapporteringen blir høyere”. Person A forklarer at forvalter 1 sender kvartalsrapporter til sine investorer, har jevnlig møter og følger opp med informasjon. De kjøper og selger selskaper med mer dyptgående informasjon. I tillegg mener person A at svært mye av informasjonen de besitter offentliggjøres på deres nettside. Person A påpeker også at “Vi forsøker å være så transparente som mulig i forhold til våre investorer”.

Person B forteller at forvalter 2 benytter seg av rapportering og en Investor Relation kommunikasjon, men mener at hensikten til rapporteringen ikke nødvendigvis er å utjevne den asymmetriske informasjonen. Ifølge person B er det viktig at investorene får informasjon om investeringene; “Det er mer å gi så god informasjon som mulig i henhold til det investorene ønsker”. Deres investorene får relativt sett løpende oppfølging av hvordan forvaltningen av fondet går. Carl Christian Gilhuus-Moe forteller at NeoMed er medlem av NVCA som utgir statistikker, og sammenligner seg med også den europeiske statistikken for å vise hvordan deres ytelse er. Selv om Carl Christian Gilhuus-Moe sier at for NeoMed er ikke asymmetrisk informasjon et problem, forklarer han at investorene får full informasjon om forvalters aktiviteter. Han sier “Når det gjelder vurdering av enkeltinvesteringer, så deler vi den informasjonen med våre investorer på en helst åpen måte, og på våre årsmøter kommer jo representanter fra de selskapene vi har investert i, og legger frem sine resultater”. Ifølge NeoMed får investorene kvartalsrapporter, bygget opp etter de krav EU stiller. Person B trekker frem at en nyetablert PE-aktør, slik som de selv, kan oppleve større krav fra investor om rapportering. Han sier “Vi er jo en ganske fersk forvalter, og sånn sett så vil investorene følge oss tettere opp enn en veldig erfaren forvalter som har lang Track Record, og leverer god avkastning”. Eirik Alst som ikke ser på asymmetriproblemet som en reell utfordring, forteller at i Pronord gjør de ingenting for å redusere det.

### **6.2.3 Asymmetrisk informasjon som et hinder for SPU og PE-investeringer**

Det var flere ulike synspunkt og forslag til tiltak som kunne redusere problemet med asymmetrisk informasjon, og dermed gjøre PE-investeringer mer interessant for SPU. Funnene viser at majoriteten var enige om at informasjon bør offentliggjøres. For å redusere informasjonsgapet mener de at det bør settes krav til hvor mye informasjon forvalter må gjøre tilgjengelig. Det ble også argumentert for at Argentum, som eies av Staten, klarer å

offentliggjøre mye informasjon, noe som også viser at andre PE-aktører kan takle utfordringen.

Christian Melby mener at investoren står fritt til å gjøre mandatene tydeligere på hvilke type investeringer forvalter er forhindret å gjøre, og at man kan prøve å finne strukturer hvor investor har mer innflytelse på investeringsbeslutningene. Han mener at informasjonen som foreligger på kommitteringstidspunktet er tilknyttet to forhold, hva som er historikken til forvalter og hvilken strategi forvalter beskriver. Christian Melby forklarer at hvis SPU investerer i allerede eksisterende PE-porteføljer, kan de gjøre en vurdering av hvilken eksponering de tar. Da kommer det an på hvilken informasjon som ligger tilgjengelig, den er todelt. Christian Melby utdyper “Det ene er at man selvfølgelig kan stille krav til forvalter på hvor mye informasjon forvalter skal gjøre tilgjengelig, men også i hvor mye investor legger i å gjøre undersøkelser av forvalter og porteføljer de skal gå inn i”. Når det gjelder SPU, foreslår Christian Melby at “De kan også gjøre tiltak ved å gjøre mer analyse selv”. Person A sier at de forsøker å være så transparente som mulig, men har skjont at det ikke er det samme på verdensbasis; “Jeg har inntrykk av at de fleste PE-aktørene i Norden i hvert fall, og etter hvert Nord -Europa og USA, er rimelig transparente i forhold til sine investorer”. Person A påpeker at “Det ikke er sånn at man putter pengene inn, så er de der i 10 år, så kommer etter eller annet ut igjen, man får jo løpende informasjon”. Person B hevder at trenden går i retning av mer åpenhet og mer offentliggjøring. Ifølge person B får investorene løpende oppfølging av hvordan forvaltningen av fondet går, men at det er opp til investor.

Person B sier “Helt ærlig så skjønner ikke jeg at asymmetrisk informasjon skal være et stort hinder for å investere i PE”. Videre bruker person B Argentum som et eksempel; ”Hvis du ser på Argentum som er Staten, de rapporterer jo ganske mye i detaljer. Hvis du ser på nettsiden deres og offentlige rapporter som de har, så står ikke de noe tilbake i forhold til børsnoterte selskap så vidt jeg kan se”. Person B påpeker i tillegg at ”Det finnes jo også en rekke børsnoterte PE-selskaper etter hvert, som jo da har funnet en eller annen operasjonell løsning i forhold til å tilfredsstille børsmarkedets krav til rapportering, samtidig som de driver PE virksomhet”. Eirik Alst mener at asymmetrisk informasjon i større grad gjelder for andre investorer enn for et fond som dem selv. Han forklarer at siden eierne av fondet sitter i styret hos Kapnord, får de informasjon om investeringene Pronord gjør. Eirik Alst mener at dette er med på å redusere asymmetrisk informasjon. Han forklarer hvordan de gjør det for å passe på at Pronord sitter på all tilgjengelig informasjon.”Vi går inn i alle styrene vi investerer i. Vi har

styreleder i halvparten av investeringene, og vi sitter derfor midt i og er veldig deltagende i beslutningsprosessen. Carl Christian Gilhuus-Moe som mener at asymmetrisk informasjon ikke er et problem, forklarer at en opportunistisk opptreden, pynting på regnskap og lønnsomhetstall, aldri ville funnet sted. Han sier “Det er ulovlig, du bør ikke gjøre det mer enn en gang for da er du kvitt investorer neste gang”. Han mener at det er selvforklarende, hvis man var i nærheten av slik oppførsel vil man måtte slutte, før man hadde begynt.

## **6.3 Statens pensjonsfond utland som investor i Private Equity**

### **6.3.1 Bør Statens Pensjonsfond Utland investere i Private Equity**

Alle informantene utenom en stiller seg positiv til at SPU skal gjøre investeringer i PE. Diversifisering i flere kapitalklasser og likviditetspremie blir trukket frem som to positive sider ved å utvide investeringsuniverset til SPU. Person A argumenterer slik for det; ”Ut i fra et diversifiseringssynspunkt, særlig med at de er så store og i dag allerede har 1-2 % av verdens børsers aksjer, er det fornuftig å diversifisere i flere kapitalklasser”. Carl Christian Gilhuus-Moe er enig i dette, og forklarer at ”Problemet SPU får etter hvert, så store som de har blitt, er at de begynner få eierandeler i de selskapene de eier, som er så store at selskapene begynner å kreve at de går inn og sitter i styrene, og det ønsker man jo ikke. Da må man gå inn på nye aktivaklasser, som for eksempel VC og BO”. Christian Melby trekker frem at det må vurderes hvor mye risiko SPU skal tillate seg å ha. Person B formulerer sitt positive syn slik ”For et pensjonsfond så er det vel et poeng å prøve og matche durasjonen på utbetalinger og innbetalinger. Langsiktige investeringer er jo sånn sett gunstig og det er vel dokumentert at det er en likviditetspremie å hente, ved å ha evne til å gjøre illikvide investeringer. For et fond med et slikt tidsperspektiv og størrelse, skulle man tro at det var en interessant premie å hente”. Carl Christian Gilhuus-Moe forteller også at på grunn av at SPU er slikt et stort fond, er de nødt til å begynne plassere pengene i andre aktivaklasser; ”Etter hvert som de utvikler seg vil det nesten bli tvunget frem, nettopp fordi deres eierandeler i deres eksisterende porteføljer blir så stor at de må lete etter andre steder å plassere penger”. Eirik Alst er den eneste som mener at SPU ikke bør gjøre PE-investeringer. Han sier det er høy risiko, og at SPU vil bli en for stor investor selv om de bare investerer en liten prosentandel av sin kapitalbase. Eirik Alst forklarer sin tankegang slik ”De blir for store, eller de må ha kontroll på for mange bransjer, og det er for stor risiko. Alle de argumentene synes jeg taler imot at de skal gjøre investeringer i PE”.



### 6.3.2 Fordeler og ulemper med Private Equity investeringer

Alle informantene mener at en av fordelene ved å investere i PE er at man kan oppnå høyere avkastning. Samtidig peker majoriteten på at høyere risiko og illikviditet i PE-investeringer er ulempene. Både person A, Carl Christian Gilhuus-Moe og Christian Melby er enige i at det å ha evnen til å velge den beste forvalteren, er det som vil gi høy avkastning. Person A sier ”Det er jo en illikvid klasse med PE, men så ser man jo også at det er en jevn, høy avkastning hvis man velger de riktige forvalterne”. Christian Melby sier ”Jeg mener åpenbart at hvis du legger mye ressurser i å velge rett forvalter, vil det sannsynligvis kunne gi en høyere avkastning enn en generell aksjeforvaltning”. Person B er utelukkende positiv, og ser ingen ulemper; ”Fordelen er jo at PE over tid har levert god avkastning, nå tar jeg det fra et rent finansielt ståsted, det er på en måte en effektiv Governance modell på mange selskaper i en periode av sitt liv. Sånn sett en god modell for å generere avkastning, og det er vel det viktigste poenget”.

Christian Melby påpeker at det i tillegg er en ulempe hvis du ikke velger den rette forvalteren, fordi de kan ikke bare selge seg ut, slik som man kan gjøre i de mer likvide aktivaene som aksjer og obligasjoner. Med det understreker Christian Melby at det kan oppstå et problem på grunn av mindre likviditet i PE. Videre sier han at, en annen ulempe med PE er at det er vanskelig å kontrollere hva forvalter investerer i, og supplerer med; ”Man har da noe informasjons -og omdømmeproblemstillinger å tenke gjennom”. Ifølge han, kan dette løses gjennom å regulere det i avtalen med investor.

### 6.3.3 I hvilket segment bør Statens Pensjonsfond Utland investere

Det er uenighet mellom informantene om hvilket segment SPU bør gjøre en eventuell PE-investering i. Majoriteten mener at SPU bør begynne med BO. De har forskjellige begrunnelser til hvorfor de mener BO vil være best. Christian Melby ønsker ikke å utelukke hverken VC- eller BO-investeringer, men sier ”Det bør være forvaltere som investerer i modne etablerte selskap”. Person A mener at det finnes et stort potensiale i VC, men at for en såpass stor investor som SPU er det segmentet for lite. Person A forklarer ”Jeg tror vel at VC blir for smått for SPU, det blir vanskelig å få stor nok masse til at det gir god nok avkastning. Selv om det er helt klart VC, særlig i USA, som gjør det veldig bra”. Person B er uenig med person A, og mener at det er ikke like god avkastning å hente i VC; ”Hvis du skal prioritere så ville jeg sagt at det er naturlig å starte med BO, for historikken viser at BO i snitt genererer god avkastning, mens VC ikke genererer god avkastning, og det er det enkle argumentet”.

Carl Christian Gilhuus-Moe mener at SPU bør investerte i både VC og BO, han sier ”De bør være en total investor som kan reflektere også de aktivaklassene”. Eirik Alst som er negativ til at SPU skal gjøre PE-investeringer sier ”Helst ingen, men heller BO enn VC, for i BO er det tross alt større verdier”.

Når det gjelder forvalterseleksjon, er person B klar på at i VC er spredningen mellom gode og dårlige forvaltere større enn i BO; ”Du har et lite antall forvaltere av VC som har vært i gamet siden tidenes morgen, og som hele tiden klarer å plukke de gode casene som Spotify og Skype, og som gjør det kjempe bra. Men flertallet av VC-fond tror jeg gjør det ganske dårlig”.

#### **6.3.4 Hva må Statens Pensjonsfond Utland fokusere på med PE-investeringer**

Majoriteten av informantene som er positiv til at SPU skal gjøre PE-investeringer, mener at SPU bør konsentrere seg om å bygge opp god kompetanse innen dette området. Christian Melby foreslår at SPU bør begynne med å ta en liten andel av fondet, uten at han spesifiserer hvor liten andel. Der målet er å bygge opp kompetanse og et miljø som gjør gode investeringsvalg, og har høy spredning på geografi og størrelse på selskap. Person A støtter denne tankegangen, og mener i tillegg at det er kjærkomment for Norge å utvide kompetansemiljøet innen PE. Spesielt med fokus på det internasjonale markedet der Norge i dag ikke er representert. Person A og person B mener SPU også må ta stilling til om kompetansen skal hentes eksternt eller internt. Person B foreslår ”På et overordnet plan tenker jeg at stortinget bare bestemmer seg for å putte inntil 5 prosent i PE, og så peiser vi på, så blir det satt ned en gruppe som etablerer en forvaltningsmodell og tar stilling til alle de vanlige spørsmålene i forhold til om du skal bygge opp et internt team eller sette ut forvaltningen”.

#### **6.3.5 Utfordringer med omdømme**

Alle informantene erkjenner at det kan være fare for omdømme innenfor PE, men de fleste mener at dette er ikke et mer kritisk tema for PE enn for aksjemarkedet. Funnene viser at dette er noe PE-aktørene tar hensyn til, og de benytter forskjellige metoder for å unngå det. Carl Christian Gilhuus-Moe og Christian Melby mener at mye ligger i å velge en god forvalter for å unngå omdømmeproblemer. Carl Christian Gilhuus-Moe sier ”Det gjelder jo at man er kritisk i valg av PE-investeringer, at man velger noen som har lang Track Record og som har forutsigbar atferd”. Christian Melby mener at man må stille krav til forvalteren, og han forklarer hvordan de setter opp sine avtaler; ”I våre avtaler har vi også begrensinger på ting

som går i forhold til det med sosial og forsvarlig forvaltning. Vi må rapportere på miljø og sosiale forhold. Det er for å forhindre oss i å investere i forsvarsindustri, våpenindustri, tobakksindustri og pornoindustri. Så det er på en måte ikke noe vanskelig å stille krav til, i forhold til etiske standarder som man måtte ha i forhold til en investeringsform”.

Person A forteller om tiltak som UN's Principles of Responsible Investing og andre retningslinjer forvalter må forholde seg til, for sikre best omdømme; ”Med UN PRI som er noe de alle fleste har signert på nå, og retningslinjer som er globale, så mener jeg jo at her er det mulig å unngå de store, store omdømmesakene som går til de forvalterne som ikke har implementert prosedyrer i forhold til ansvarlig investering”. Både person B og Eirik Alst trekker frem pressen som er med på å påvirke omdømme til SPU, men de har litt forskjellig vinkling på det. Person B hevder at pressen ikke tar hensyn til at investor nødvendigvis ikke har full oversikt over alle selskap det er investert i, og hvilke valg de tar; ”Omdømmemessig kan det være at, hvis en PE-forvalter eller porteføljeselskap med rett eller urette får et negativt mediefokus i forhold til enten nedbemanning, miljøgreier eller korrupsjon, så er pressen flink til å si at ”Staten har investert i”, så hopper man glatt over at det ligger 5 eller 10 lag i mellom”. Ifølge Eirik Alst henger godt eller dårlig omdømme sammen med om SPU tjener eller taper penger. Han forklarer at hvis SPU har tapt penger i et kvartal, blir det slått opp i aviser med kjempe overskrifter hvor mye de har tapt. Eirik Alst mener at siden det ikke er full åpenhet om PE-selskaper, i motsetning til børsnoterte selskap, vil det være vanskelig for SPU å kommunisere hvordan resultatene av investeringene er. Han forteller ”Når du hvert kvartal skal gi et resultat om hvor mye SPU er verdt, vil det være veldig enkelt i selskaper som er børsnotert, fordi da går du inn og ser hva investeringen med dagens kurs er verdt. PE-selskaper har ikke noe børskurs nødvendigvis. De kan være listet på en slags børsliste, men mange er jo ikke det. Da har du overhodet ingen pekepinn på hva investeringene er verdt, og sånn sett er det mye vanskeligere å følge opp utviklingen på SPU, når det de eier ikke har en dagsverdi”. Samtidig tror han risiko er en av faktorene som skader omdømme mest, og at risikoen er for høy i PE til at det være verdt å gjøre de investeringene.

Person B poengterer at omdømmerisikoen er like stor i PE og børsnoterte selskap. I forhold til risiko i aksjemarkedet, påpeker person A at man kan ta større grep i PE som investor for å unngå investeringer i spesifikke bransjer; ”Man kan sette et ganske strengt krav til forvalter om hvilke bransjer man ønsker å unngå, og man har mye mer gjennomsyn i hva som faktisk blir investert i. Man kan også ha en klausul, altså hvis forvalter investerer i visse bransjer, så

skal man ha rett til å ikke være med på den investeringen. Sånne typer avtaler finnes i stor grad”.

## 7.0 Analyse

I dette kapitlet skal vi analysere resultatene fra empirien i kapittel 6 opp mot teorien fra kapittel 2 og 3.

### 7.1 Avkastning

I dette delkapitlet vil vi koble sammen teorien om avkastning, og noen av begrunnelsene Finansdepartementet har lagt til grunn for å ikke gjøre PE-investeringer, med empirien om avkastning. Vi skal se på hvilke tanker PE-aktørene har om avkastning og i hvilken grad det stemmer overens med teorien, og om PE-aktørene har samme oppfattelse som Finansdepartementet.

#### 7.1.1 Hvordan avkastning fordeles

Empirien viser at majoriteten av PE-selskapene bruker en tilnærmet lik modell for avkastning. Uavhengig av om de er VC- eller BO-fond, opererer de med en avkastning på 8 prosent per år som alle investorene får. Funnene tyder på at det er vanlig å ha en fastsatt prosentandel for avkastning som er gjeldende for alle PE-fond. Meravkastning utover de 8 prosentene blir fordelt med 20 prosent til PE-aktøren og 80 prosent til investor. De 20 prosentene forvalter får, er det som betegnes Carried Interest. Teorien sier at mesteparten av GPs får 20 prosent i Carried Interest (Metrick og Yasuda 2011b; Fenn, Liang og Prowse 1995), og det samme viser våre funn. Hovedsammenhengen mellom de ulike PE-aktørene var at når et fond ble realisert, og utbetaling av innskutt kapital og avkastning skulle gjøres, prioriterte de investor først. Investorene har bestandig krav på sine 8 prosent, før PE-aktøren kan gjøre krav på Carried Interest. Såkornfondet Pronord har en praksis som skiller seg ut fra de andre PE-selskapene og teorien. De får 3 prosent fortjeneste av sine realiseringer, som er relativt lavere enn de andre PE-aktørene.

#### 7.1.2 Er fordelingen rettfærdig

Finansdepartementet (2010b) hevder i St.meld. nr. 15 at historiske avkastningstall for unoterte aksjefond viser at risikoen investor påtar seg ikke er blitt tilstrekkelig kompensert for. Og at forvalter har opptjent for stor del avkastningen. Empirien viser at informantene ikke deler samme syn som Finansdepartementet. Informantene uttrykte en felles enighet, om at

modellene for fordeling av avkastning som ble brukt er rettferdig. Argumentet om at investor alltid har krav på å få tilbakebetalt investert kapital og avkastning først, før forvalter får noe som helst, ble størst vektlagt.

Ifølge Kaplan og Strömberg (2008) er det vanlig at GP investerer minst 1 prosent av totalkapitalen i fondet. Flere av informantene oppga at de selv investerte i fondet, og dermed påtok seg samme risiko som LPs. Person B påpekte at selv om de også gjorde investeringer, var det alltid LP som først fikk sin minimumsavkastning på 8 prosent. Pronord som kun får 3 prosent fortjeneste av det de selger, forklarer at det er rettferdig at investor får all avkastning siden investor er den som påtar seg risiko. Med Pronord som eksempel viser funnene at det er mulig å ha en modell for avkastning, der forvalter får mindre enn de vanlige 20 prosent i Carried Interest. Samtidig tror vi at dersom det samme spørsmålet hadde blitt stilt til investorene i fondene, kunne svaret vært annerledes. Det er viktig å huske på at PE-aktørene har et finansielt motiv, og at de også skal skape en fortjeneste av avkastningen. På bakgrunn av det, tror vi forvalter sjelden vil mene at de får for høy andel av avkastningen.

### **7.1.3 Hva kan øke avkastning til investor**

På tross av at PE-aktørene ikke opplever at de får en for stor del av avkastningen, har de tanker om hva som kan gjøres for å øke avkastning til investor. De mest åpenbare tiltakene er å redusere forvaltningshonoraret, kostnader og avkastning til forvalter. Pronord er det eneste forvaltningsselskapet som opplyser at de har gjort slike tiltak. De andre forvalterne fremmer andre forslag som investor kan fokusere på, eller så sier de seg fornøye med dagens modell. Forvalterseleksjon ble trukket frem som et tiltak for å øke avkastning til investor, der person B hevdet at de beste forvalterne har mye bedre avkastning enn snittet. Dette understøttes av analysene til Ljungqvist og Richardson (2003) og Kaplan og Schoar (2003). De har kommet frem til at avkastningen i det tredje kvartilet er høyere enn det første kvartilet, for både VC- og BO-fond. Deres analyse viser at de beste fondene oppnådde en avkastning som var 20 prosent høyere enn avkastningen i de dårligste fondene. Teorien og empirien viser altså at det er stor differanse i hvilken avkastning de forskjellige forvaltere oppnår, og at investor kan tjene mye på å være god på forvalterseleksjon. Investor må derfor gjøre en detaljert gjennomgang av aktuelle forvaltere og se på tidligere fonds avkastning for å få en pekepinn på hvor god forvalteren er. De må gjennomgå Track Recorden.

Å være god på forvalterseleksjon innenfor PE, som er et område SPU ikke har noen erfaring med, er ikke nødvendigvis enkelt. Flere av informantene mente at SPU måtte gjøre en vurdering på om de skulle velge forvalter selv, eller bruke rådgivere som har mer erfaring på forvalterseleksjon. Fenn, Liang og Prowse (1995) sier at flere pensjonsfond velger å benytte seg av rådgivere, fordi de spesialisere seg på å evaluere og anbefale hvilke forvaltere investorer bør inngå et Limited Partnership med. Investorene bruker rådgivere siden de selv har liten erfaring med PE-investeringer og trenger veiledning, eller at de mangler personalressurser til å gjøre det selv. Rådgiverselskapene er ofte organisert som fond-i-fond, der rådgiverne er GP i et Limited Partnership og investerer på vegne av pensjonsfondene (LP) i andre Limited Partnerships. Siden SPU mangler tidligere erfaring fra PE, vil det være smart av dem å benytte seg av en ekstern rådgiver da det er såpass stor fortjeneste for investor å hente på og velge de beste forvalterne.

Et annet tiltak informantene foreslo, var at en høyere risikoprofil ville øke avkastning til investor, og at denne risikoen var størst i VC-fond. I analysen til Ljungqvist og Richardson (2003) har de ikke gjort noen funn som tyder på at VC generer høyere avkastning enn BO. Forskjellen mellom avkastning i VC- og BO-fond faller i BO-fonds favør ved en sammenligning av IRR og avkastningen i tredje kvartil. Kaplan og Schoar (2003) har gjort funn som tyder på at det er liten forskjell i avkastning mellom VC- og BO-fond. BO-fond gir bare 1 prosent bedre avkastning enn VC-fond, og i tredje kvartil er avkastningen den samme for begge typer fond. I deres sammenligning med det aksjemarkedet, var det kun VC-fond som oppnådde en bedre avkastning. Harris, Jenkinson og Kaplan (2012) konkluderer i sin analyse med at det kun er BO-fond som har gitt en meravkastning sammenlignet med aksjemarkedet de siste årene. Det er kun Kaplan og Schoar (2003) som har kommet frem til at VC-fond generer en høyere avkastning enn BO-fond, sett i forhold til aksjemarkedet. Med bakgrunn i teorien, blir det vanskelig å hevde at investeringer i VC-fond vil øke avkastningen til investor.

#### **7.1.4 Forvaltningshonoraret**

På oppdrag for Finansdepartementet, har forsker Ludovic Phalippou ved Universitetet i Oxford lagt frem en rapport om investeringer i unoterte aksjefond. Rapporten viser at investering i unoterte aksjer gir store kostnader for investor på grunn av høye honorarer til fondsforvalter. Metrick og Yasuda (2011b) hevder at forvaltningshonoraret er 2 prosent av

kommitert kapital, mens Fenn, Liang og Prowse (1995) mener det normalt ligger mellom 2 og 2,5 prosent. Christian Melby i Reiten&Co er den eneste som spesifikt oppgir at de opererer med et forvaltningshonorar på 2 prosent av kommitert kapital, noe som samsvarer med teorien til Metrick og Yasuda (2011b).

Funnene i empirien viser at alle PE-aktørene oppgir at de har samme utgangspunkt for hva som inngår i forvaltningshonoraret. Alle begynte med å svare at forvaltningshonoraret skal dekke alle kostnader de har, men at det i tillegg kan påløpe noen ekstra kostnader utover honoraret. PE-aktørene gjør noen grep for å begrense kostnadene som ikke inngår i forvaltningshonoraret. Reiten&Co tar blant annet ikke betalt for styrehonorarer og konsulenthonorarer fra selskaper de har investert i. Forvalter 1 må selv dekke 20 prosent av eksterne kostnader, slik at kostnadene blir mer gjennomtenkte. Pronord er det eneste fondet som forteller at absolutt alt av deres kostnader inngår i forvaltningshonoraret.

Det er vanskelig for oss å konkludere med om forvalterne får for høye honorarer. Vi ser at det er lik praksis blant mesteparten av PE-aktørene på hva som inngår i forvaltningshonoraret, og de er ikke fremmed for å fakturere investor for andre eksterne kostnader. Metrick og Yasuda (2011b) forklarer at kontrakten i et Limited Partnership inneholder hvor mye GP skal få i forvaltningshonorar og Carried Interest. I kontraktinngåelsen har investor en mulighet til å prøve og påvirke hva forvaltningshonoraret skal være. Selv om teorien sier at det ligger mellom 2 og 2,5 prosent, er det rimelig å anta at en stor investor som SPU kan kreve at det skal være lavere om det er det som skal til for at de skal gjøre PE-investeringer.

Christian Melby forteller at forvalter ikke skaper fortjenesten sin fra forvaltningshonoraret. Det er Carried Interest som gir GP en mulighet til å få avkastning på profitten til porteføljeselskapet når de selger seg ut. Profitten blir oftest regnet ut som differansen mellom Exit inntektene og kommitert kapital. Alternativt regnes profitten av Investment Capital i stedet for kommitert kapital (Metrick og Yasuda, 2011b). Avhengig av om profitten beregnes av differansen mellom Exit inntektene og kommitert kapital, eller Investment Capital, kan det påvirke fortjenesten til forvalter. Hvis det beregnes ut fra Investment Capital vil et høyt forvaltningshonorar gi mindre fortjeneste til forvalter. Investor bør derfor kreve at profitten beregnes av differansen mellom Exit inntektene og Investment Capital, siden det gir forvalter insentiver til å holde forvaltningshonoraret lavt.



## 7.2 Asymmetrisk informasjon

Vi vil med våre empiriske funn i lys av teori, forsøke å avdekke i hvor stor grad problemet med asymmetrisk informasjon berører PE-bransjen i praksis. Først analyseres graden av asymmetrisk informasjon og hvordan det kan reduseres. Deretter knyttes problemet opp mot SPU som PE-investor. Det informantene legger vekt på i intervjuet, er også det som vil bli vektlagt i denne analysen.

### 7.2.1 Asymmetrisk informasjon i praksis

Teorien om at asymmetriproblemet preger PE-markedet i mye større grad enn børsmarkedet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2002), sammenfaller ikke med det vi har avdekket hos PE-aktørene vi har vært i kontakt med. Våre empiriske funn viser at ingen av informantene opplever problemer med asymmetrisk informasjon mellom de som forvalter og investor, og de anser seg selv som svært åpne i forhold til sine investorer. Duffner (2003) hevder at siden PE-aktører blir et slags finansielt mellomledd vil den asymmetriske informasjonen være mindre i PE, enn hvis investor ikke hadde brukt en forvalter. Dette bekreftes av informantene ettersom de er såpass ukjente med problemet. Informantene sier i tillegg at det som skiller en direkte investering fra en investering i et PE-fond, er at en direkte investering gjøres basert på egne vurderinger. Det er både fordeler og ulemper med det. Fordelen er at man hele tiden vet hva man investerer i. Ulempen er at hvis kompetansen og kapasiteten til investor ikke er tilstrekkelig til å gjøre gode vurderinger. EVCA (2007) fremhever at forvalterkompetanse er et tiltak som begrense den asymmetriske informasjonen. Majoriteten av informantene legger vekt på at en av de viktigste årsakene til at investor benytter en forvalter, er en følge av investors mangel på kompetanse eller kapasitet til å gjøre jobben selv. En av informantene derimot, ser ikke noe problem med at PE-aktører sitter på mer informasjon enn investor, siden det er PE-aktøren som sitter i styret og tar viktige avgjørelser. På den ene siden er det nærmest obligatorisk at PE-aktøren sitter med all informasjon, mens investor sitter på den nødvendige informasjonen. På den andre siden bør investor få tilgang på all informasjon for å vite at interessene blir ivaretatt av både PE-aktøren og porteføljeselskap.

Vi konkluderer med at det eksisterer en skjevhet i informasjonen, men som likevel ikke skaper et problem. Resultatene kan avhenge av fartstiden til PE-aktøren i bransjen, hvilken fase de opererer innenfor, deres forståelse for det akademiske begrepet og informantenes

ideologi. Derfor kan svarene i stor grad variere. Asymmetriproblemet vil analyseres nærmere i de neste avsnittene, fordelt på før og etter kommiteringstidspunktet.

### **Ugunstig utvalg**

Noen av informantene mener at asymmetrisk informasjon et realistisk problem, som kan oppstå på kommiteringstidspunktet. Dette sammenfaller med Mishkin (2013) sin teori om at investor kan støte på ugunstig utvalg på investeringstidspunktet. De informantene som erkjenner problemet, mener det dreier seg om at investor må sette sin lit til forvalterne om at de vil gjøre gode investeringer, og sier at investeringsformen i stor grad er tillitsbasert. Ifølge Finansdepartementet (2010a) er ikke PE-aktørene pålagt å offentliggjøre informasjon, noe som gjør at investor må belage seg på subjektiv informasjon om selskapet. Investor må derfor stole på at forvaltere vil handle i deres interesse, og de må ha tillitt til forvalter. Det er svært viktig at investor utøver god forvalterseleksjon for å finne de beste forvalterne.

Investeringsstidspunktet er en av de mest kritiske fasene for investor, men for investorer som benytter seg av PE-aktører er det ikke et like stort problem (Fossen, Myhrvold og Reitan, 1999). Det er fordi investorene selv slipper å skille de gode prosjektene fra de dårlige, som fører til at risikoen for å investere i dårlige prosjekt blir mindre, gitt at investor har valgt en god forvalter. Det blir altså PE-aktøren sin oppgave å skille gode prosjekter fra dårlige. Metrick og Yasuda (2011a) hevder at en kontraktinngåelse i Limited Partnerships kan benyttes som et forhandlingsmiddel. Det er også noe informantene påpeker som viktig med tanke på å unngå interessekonflikter mellom både investor og PE-aktør samt porteføljeselskap. Etter at kontrakten er signert, har ikke investor noen form for påvirkning på investeringsbeslutningen. Derfor er det viktig for SPU at det vies mye tid til innholdet i kontrakten.

Det er en liten uenighet blant informantene om hvorvidt asymmetrisk informasjon kan være et problem. Vi vil likevel konkludere med at det er et reelt problem som kan oppstå, mellom PE-aktør og investor, spesielt om en detaljert kontrakt ikke ligger til grunn.

### **Moralsk hasard**

Majoriteten av informantene kan forestille seg problemet med asymmetrisk informasjon som fremtredende også etter at kommiteringen er foretatt, og underveis i investeringsbeslutningen. I teorien refereres det som moralsk hasard (Mishkin, 2013). Ifølge enkelte informanter kan dette føre til interessekonflikter når et fond skal avsluttes. Det begrunner den ene informanten

med at forvalter kan se muligheten til en god avkastning med å realisere, mens investor kan ønske å vente i to år til med realiseringen, fordi han har stor tro på det gjenværende selskapet. Informanten heller mer imot at det er forretningsmodellen som skaper interessekonflikten. Ulike interesser mellom forvalter og investor kan i teorien kobles opp mot det tradisjonelle prinsipal-agent problemet (Mishkin, 2013). Agentproblemet kan relateres til situasjonen med avslutningen av et fond, men kan også oppstå på grunn av at forretningsmodellen til PE-aktøren tillater det. Modellen kan også variere fra fond til fond, men vårt inntrykk er at de fleste bruker mye av de samme modellene.

Dahlqvist og Davidsson (2000) hevder at alle selskap som er ekstern finansiert eksponeres av The Effort Problem, som oppstår etter at finansieringen er foretatt. Basert på funnene våre er det ingenting som tyder på at det er et problem med innsatsnivået til ansatte i porteføljeselskapene, og det kan begrunnes med at PE-aktørene vil ha god kontroll på selskapet siden de selv sitter i styret. En unnsøluntring av entreprenør kan ifølge Dahlqvist og Davidsson (2000) forekomme i et porteføljeselskap, men med tanke på tett oppfølging fra PE-aktører vil dette bli vanskelig. Siden PE-aktørene selv er tjent med å gi optimal innsats for å få høy Carried Interest, mener vi det ikke vil være stor fare for at de legger seg på et lavere innsatsnivå.

Funnene tyder det på at flere av informantene har innsikt i hva som kan forårsake asymmetrisk informasjon, og når problemet kan oppstå. Basert på empirien, virker problemet med asymmetrisk informasjon å være mindre kritisk i praksis, men er likevel til stede.

### **7.2.2. Reduksjon av problemet**

Vi vil i dette delkapittel se nærmere på hvilke tiltak som informantene selv mener kan gjøres for å begrense den asymmetriske informasjonen. Informantene hadde flere tanker og meninger rundt problematikken.

#### **Økt informasjon**

Å gi bedre informasjon til markedet om porteføljeselskapene som forvalter investerer i, er en måte å begrense asymmetrisk informasjon på (Grünfeld & Jakobsen, 2007). Det kom også kommer frem i empirien. Funn viser at alle informantene forsøker å være mest mulig transparente i forhold til sine investorer, ved å ha jevnlig møter og rapportering. Enkelte

informanter påpeker at det stilles krav til kvaliteten på informasjon som rapporteres. Alle PE-aktørene er medlem av NVCA, noe som var et bevisst valg, og hvor det utgis fortløpende statistikker om PE-bransjen. Dette fører til større åpenhet til samfunnet og investorer, enn fond som ikke er medlem. Siden enkelte PE-aktører har flere utenlandske investorer, rapporterer de kvartalsvis basert på de krav EU stiller. Dette gjør at PE-aktørenes ytelse kan sammenlignes med andre europeiske PE-fond, og dermed gi en indikasjon på hvor godt de gjør det i forhold til PE-markedet i Europa. Informantene sier de gir informasjon om enkeltinvesteringer til sine investorer på en åpen måte, og legger frem resultatene i møter. Duffner (2003) mener at et PE-aktører vil redusere den asymmetriske informasjonen ved at de gir investor informasjon om investeringer, og derav forventet avkastning. Samtidig kan PE-aktører holde informasjonen hemmelig for offentligheten, hvis porteføljeselskapene ønsker det. Ifølge informantene handler det om å gi så god informasjon som mulig, i henhold til det investorene ønsker, og informantene er i den forstand enige med Duffner (2003) om at den asymmetriske informasjonen i en PE-investering kan reduseres ved å benytte en PE-aktør.

### **Kontrakt mellom GP og LP**

Ifølge Metrick og Yasuda (2011a) er kontrakten mellom forvalter og investor et forhandlingsmiddel. Fenn, Liang og Prowse (1995) mener kontrakten mellom GP og LP i Limited Partnership er svært viktig for at LP skal passe på at sine interesser ivaretas, ettersom LP delegerer bort ansvaret til GP. Informantene anser en kontraktinngåelse i et slikt partnerskap, mellom dem og investor, som helt essensielt. De fleste poengterte at de selv gikk ut i fra en detaljert kontrakt og en bestemt strategi når de skulle foreta investeringer. Kontrakten vil være svært viktig, ettersom investor ikke har noen påvirkningskraft på hva PE-aktørene kan og ikke kan investere i etter at kontrakten er signert. Investor kan redusere mye av den asymmetrisk informasjonen sin selv, ved å inngå en detaljert kontrakt om hvilken informasjon som er ønskelig, hvor ofte informasjon bør rapporteres, og hvilke rammer forvalter har. Det kan være retningslinjer på hvor mye av kommitert kapital som kan investeres i porteføljeselskap, om kapitalen kan investeres utenfor fondet, på tvers av fond eller i andre aktivaklasser enn PE. Begge parter må selvsagt være enige om vilkårene, men som informantene påpeker, vil PE-selskapene hele tiden forsøker å gi investor så mye informasjon som mulig. Det vil likevel være optimalt for investor å inngå en kontrakt, selv om PE-aktøren ifølge Duffner (2003) vil forsøke å møte interessene til investorer og porteføljeselskaper.

### **7.2.3 Asymmetrisk informasjon som et hinder for SPU og PE-investeringer**

Når det gjelder asymmetrisk informasjon sett i sammenheng med SPU som PE-investor, hadde flere informanter tanker og synspunkter. Alle informantene mener at asymmetrisk informasjon ikke vil være et hinder for at SPU skal gjøre PE-investeringer. Ifølge en av informantene kan investor lage tydeligere mandater på hvilke type investeringer forvalter er forhindret å gjøre. Som nevnt ovenfor, kan kontrakten benyttes som et forhandlingsmiddel og være grunnlaget for hvor mye og hvordan kapitalen forvaltes. Det er viktig at kontrakten utarbeides på kommitteringstidspunktet, fordi investor ikke kan påvirke forvalters investeringsbeslutning etter at transaksjon er utført (Fenn, Liang og Prowse, 1995).

En av informantene trekker frem et eksempel om Argentum som er et fond-i-fond eid av Staten. Fondet er en stor aktør, men utgir rapporter på detaljnivå. De offentliggjør mye tilgjengelig informasjon, dermed vil det ikke være så mye informasjon som mangler i forhold til børsen. Informanten mener videre at siden SPU er et såpass stort fond, vil informasjon som er nødvendig gjøres tilgjengelig. Ut ifra det, kan det tenkes at det ikke blir noe større asymmetriproblem om SPU investerer i PE enn på børsen. En annen informant mener at SPU kan gjøre mer analyse selv. Med det menes at SPU kan stille krav til hvor mye informasjon forvalter skal gjøre tilgjengelig, samtidig som at det kommer an på hvor mye arbeid SPU legger i undersøkelser av forvalter og porteføljer de skal gå inn i. Flere av informantene mener at SPU kan velge forvaltere med lang Track Record. Det går på hva som er historikken til forvalter og hvilken strategi forvalter beskriver. Alle informantene mener trenden går i retning av mer åpenhet og mer offentliggjøring, dermed ser de ikke så mørkt på SPU som en PE-investor.

Ingen av informantene er helt fortrolige med det teorien sier om asymmetrisk informasjon, og hvordan det fungerer hos dem. De opplever ikke at PE-bransjen er mer utsatt for asymmetrisk informasjon enn børsmarkedet. Dette kan stemme overens med at PE-selskapene som regel jobber i tråd med investors interesser, og kan overvåke porteføljeselskapene de investerer i, samt gi fortløpende informasjon.

## **7.3 Statens pensjonsfond utland som investor i Private Equity**

I dette delkapitlet skal vi se på hva informantene sa om SPU som investor i PE i forhold til hva Finansdepartementet og Norges Bank mener. Hvilke fordeler og ulemper med det er med

PE-investeringer. Hva teorien og informantene mener SPU bør fokusere på om de begynner med PE-investeringer og om det er større fare for SPUs omdømme med PE.

### **7.3.1 Bør Statens Pensjonsfond Utland investere i Private Equity**

I de to brevene fra Norges Bank til Finansdepartementet datert 20.oktober 2006 og 6.juli 2010 anbefaler Norges Bank at det bør være mulig å gjøre unoterte investeringer (Gjedrem og Berg, 2006; Gjedrem og Slyngstad, 2010). Norges Bank ved Gjedrem og Berg (2006) argumenterer med at det har vært klar vekst i markedet for unoterte investeringer de siste årene. SPU har et fortrinn med at de er en langsiktig investor som tåler illikviditet på deler av investeringene, gitt høyere forventet avkastning eller bedre diversifisering av totalporteføljen. Funnene i empirien viser at fire av fem informanter er positiv til at SPU skal gjøre investeringer i PE. Informantene påpeker også at diversifisering i flere kapitalklasser og likviditetspremie, er to positive sider ved å utvide investeringsuniverset til SPU.

Finansdepartementet (2010b) får årlig utarbeidet en rapport fra CEM Benchmarking Inc. som sammenligner SPUs aktivaallokering, avkastning, differanseavkastning og forvaltningskostnader med store pensjonsfond. Rapporten viser at sammenlignbare fond investerer i PE. På grunn av at SPU har lite behov for likviditet, har en lang investeringshorisont og en evne til å tåle høy risiko, er det interessant å sammenligne SPU med nordamerikanske universitetsfond som heller ikke har klart definerte betalingsforpliktelser. Teorien viser at de to største universitetsfondene, Harvard og Yale, har en høy andel illikvide egenkapitalinvesteringer. Teorien og funnene i empirien tyder på at det er ønskelig og mulig for SPU å begynne med PE-investeringer. En investor i PE må vente i opptil 10 år, som er fondets levetid, før avkastning utbetales (Metrick og Yasuda, 2011b; Fenn, Liang og Prowse, 1995; Kaplan og Strömberg, 2008). Som Gjedrem og Berg (2006) sier er SPU en langsiktig investor som tåler illikviditet på deler av investeringen. En stor del av sammenlignbare fond gjør allerede investeringer i PE. I et brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 6.juli 2010, som ligger som vedlegg i Nasjonalbudsjettet 2011, står det at offentlige og private pensjonsfond i dag er de største investorene i PE. Det blir henvisning til Prequin 2010 Globale Private Equity Report som viser at nærmere 50 prosent av investert kapital i PE står private og offentlige pensjonsfond for. Hvis SPU beslutter å starte med PE-investeringer vil de ikke være det første pensjonsfondet som gjør det, og de kan innhente

informasjon om hvordan andre sammenlignbare fond har valgt å gå frem, og hva deres erfaringer er.

I tillegg trekker informantene frem at med tanke på størrelsen til SPU vil det være fornuftig å investere i flere kapitalklasser. Carl Christian Gilhuus-Moe hevder at siden SPU er en så stor investor, vil de støte på problemer med at eierandelene deres i selskaper blir så store at det vil kreves at de er representert i styret. Ved å åpne for at SPU kan gjøre investeringer i flere aktivaklasser kan dette problemet unngås.

Om vi skal trekke en konklusjon ut fra hva majoriteten av informantene mener, vil SPU kunne oppnå bedre fordeler ved å begynne med PE-investeringer. Det samsvarer med uttalelsene fra Norges Bank. Samtidig er det viktig å påpeke at informantene kan tenkes å være positive til at SPU begynner med PE-investeringer fordi de selv har økonomiske incentiver til at det skal skje.

### **7.3.2 Fordeler og ulemper med Private Equity investeringer**

Empirien viser at alle informantene mener at en av fordelene ved å investere i PE er at man kan oppnå høyere avkastning. Analysene til Ljungqvist og Richardson (2003), Kaplan og Schoar (2003) og Harris, Jenkinson og Kaplan (2012) har funn som indikerer at det er mulig å generere høyere avkastning i PE enn i aksjemarkedet. Ljungqvist og Richardson (2003) har gjort funn som viser at PE gir en meravkastning sammenlignet med Public Equity markedet. De sammenlignet avkastningen i PE med S&P500 og NASDAQ Composite, og fant at PE ga en gjennomsnittlig meravkastning på henholdsvis 8,06 prosent og 6,28 prosent på en årlig basis. I analysen til Kaplan og Schoar (2003) fant de ut at et gjennomsnittsfond gir avkastning omtrent lik S&P500. Disse analysene viser, som informantene sier, at det er mulig å oppnå en høyere avkastning i PE. I tillegg har Ljungqvist og Richardson (2003) kommet frem til at PE har en meravkastning på 19,81 prosent, beregnet ut fra en gjennomsnittlig IRR. Mens Kaplan og Schoar (2003) sine funn viser at PE-fond har en gjennomsnittlig IRR på 17 prosent. Disse funnene underbygger også oppfattelsen om at PE gir høy avkastning. Med bakgrunn i teorien og uttalelsene fra informantene, er det grunnlag for å anta at PE-investeringer vil generere en høyere avkastning enn andre aktivaklasser.

Det er likevel ikke slik at PE automatisk gir en høy avkastning, for det eksisterer mye risiko. Flere av informantene trekker igjen frem hvor mye forvalterseleksjon er avgjørende for god avkastning. Som vi viste tidligere i analysen er det opptil 20 prosent forskjell i avkastningen mellom det tredje kvartilet og det første kvartilet, for både VC- og BO-fond.

Empirien viser og at risiko og illikviditet er det informantene mener er ulempene i PE-investeringer. Risiko vil være vanskelig å komme utenom uansett hvordan man velger å investere kapital, men det er noen aktivaklasser som er mindre risikoutsatte enn andre. På grunn av at en investor i PE binder opp kapital i opp til 10 år, er det ikke likvide investeringer. Gjedrem og Berg (2006) sier at SPU er en langsiktig investor som tåler illikviditet på deler av investeringene.

### **7.3.3 Hva må Statens Pensjonsfond Utland fokusere på med PE-investeringer**

I St.meld. nr. 15 ble det gjort en bred gjennomgang av investeringer i unoterte aksjer for SPU (Finansdepartementet, 2010b). Det ble konkludert med at investering i unoterte aksjer er krevende, og at det gir behov for en annen type kompetanse enn ved SPUs ordinære investeringer. Finansdepartementet skriver selv at det er naturlig å vurdere investeringer i unoterte aksjer på grunn av fondets størrelse, og den lange tidshorizonten. Phalippou har kommet frem til at for store langsiktige investorer, som SPU, er det mulig å få betydelige fortrinn i forvaltningen av unoterte aksjer. Det er da snakk om store investorer som har klart å bygge opp kompetanse, og har bedre tilgang på informasjon om fondene, som gir dem bedre vilkår. Dette resulterer i at de gjør sine investeringer i fond med høyere avkastning som igjen gir investorene mindre kostnader. Empirien viser at majoriteten av informantene som er positiv til at SPU skal gjøre PE-investeringer mener at SPU bør konsentrere seg om å bygge opp god kompetanse innen dette området. Christian Melby og person B mener at SPU må begynne med å ta en liten del av fondet til å gjøre PE-investeringer for å få erfaring. Det samme mener økonomiprofessor Halvor Mehlum ved Universitetet i Oslo. Han er negativ til at SPU skal investere i PE, men foreslår likevel at SPU kunne brukt 1 prosent av kapitalen til å prøve seg på unoterte investeringer, der målet er å få erfaring i dette ukjente markedet, ikke avkastningen.

Som vi har nevnt tidligere i analysen må SPU vurdere om de vil lede investeringsprosessen selv, eller bruke eksterne rådgivere. I begynnelsen vil det nok være smart å benytte rådgivere som har lang kompetanse og erfaring på forvalterseleksjon og god innsikt om PE-selskapene.



På denne måten vil SPU få bygd opp sin kompetanse, og bli en kjent investor i PE som kan gi dem flere fordeler som bedre tilgang på informasjon.

### **7.3.4 I hvilket segment bør Statens Pensjonsfond Utland investere**

Ifølge Fenn, Liang og Prowse (1995) har offentlige pensjonsfond valgt å fokusere på BO-fond, når de investerer i PE, som er mindre risikable og gir raskere avkastning. Det er uenighet mellom informantene om hvilket segment SPU bør gjøre en eventuell PE-investering i. Majoriteten mener at SPU bør begynne med BO. De har forskjellige begrunnelser til hvorfor de mener BO vil være best, men hovedargumentene er at VC er lite, har for mye risiko og at det er store forskjeller mellom de beste og dårligste forvalterne i VC.

Ifølge EVCA (2012) var kommitert kapital i Europa i 2012 £17 milliarder for BO, og £4 milliarder for VC. Disse tallene viser at BO er et mye større segment enn VC når man ser på hvor mye kapital som kommitteres.

Analysen til Ljungqvist og Richardson (2003) og Harris, Jenkinson og Kaplan (2012) konkluderer med at BO-fond gir størst avkastning. Ifølge Ljungqvist og Richardson (2003) hadde VC-fond en gjennomsnittlig IRR på 14,08 prosent og BO-fond 21,83 prosent. Harris, Jenkinson og Kaplan (2012) beregnet en gjennomsnittlig IRR for 2000-tallet, for BO-fond var den 5,8 prosent og for VC-fond -1 prosent. Ut i fra det som er skrevet i teorien og funnene i empirien vil den beste anbefalingen for SPU være å først begynne med investeringer BO-fond og deretter vurdere VC-fond. Dette fordi BO er et større segment enn VC, med mindre opplevd risiko og raskere mulighet for avkastning.

### **7.3.5 utfordringer med omdømme**

Fenn, Liang og Prowse (1995) hevder at offentlige pensjonsfond må ta hensyn til at deres investeringer blir gransket av offentligheten. Bekymringer de kan ha er hvordan offentligheten vil reagere på investeringer som ikke gir forventet avkastning, spesielt med tanke på at PE er investeringer som ikke er allment kjent. Rapporten til Phalippou poengterer også at SPU som investor i unoterte aksjefond er spesielt utsatt for kritikk fra offentligheten. Selv om de er LP og ikke har innflytelse på hvordan fondene gjør sine forvaltninger, da de blir forbundet med fondet og risikoen for svekket omdømme øker (Finansdepartementet, 2010). Alle PE-selskapene erkjenner at det kan være fare for svekket omdømme innenfor PE,

men de fleste mener at dette er ikke et mer kritisk tema for PE enn for aksjemarkedet. Sony Kappor (2014) påpeker at Formel 1-investeringen, uavhengig av om selskapet var børsnotert eller ikke, var en ufornuftig investering. PE-investeringer og PE-selskap er altså ikke nødvendigvis forbundet med dårlig omdømme. Hvis SPU beslutter å åpne for PE-investeringer vil de bli en stor investor, og det må de utnytte til deres fordel. De kan stille krav til mer åpenhet om investeringene PE-fond foretar seg, og at avkastning publiseres offentlig.

Funnene viser at de forskjellige PE-aktørene tar hensyn til faren for dårlig omdømme, og de benytter forskjellige metoder for å unngå det. For å unngå dårlig omdømme ligger mye i forvalterseleksjon. I denne sammenheng må fokuset være på at investor er kritisk til forvalteren, og velger en som har lang Track Record og forutsigbar atferd. De må velge de forvalterne som har implementert prosedyrer i forhold til ansvarlig investering. Informantene opplyser at de har retningslinjer de må forholde seg til for å sikre best omdømme. Person A forteller om tiltak som UN's Principles of Responsible Investing. SPU bør undersøke om forvalter har underskrevet den.

Ifølge Fenn, Liang og Prowse (1995) inneholder kontrakten i et Limited Partnership restriksjoner på hvilke investeringer GPs ikke kan gjøre. Siden LPs velger å delegerer bort ansvaret og valget om hva det skal investeres i, og hvordan dette blir fulgt opp til GPs, er det viktig at LPs passer på at deres beste interesse blir tatt vare på. Derfor er det veldig viktig å ha en detaljert kontrakt mellom LP og GP. Kontrakten må spesifisere hvor mye av kommitert kapital som investeres i porteføljeselskap, og hvordan det forvaltes. I kontrakten for et Limited Partnership er det altså investors ansvar å sette begrensninger på hvilke investeringer de mener forvalteren ikke kan gjøre. For SPU vil det være svært viktig at porteføljeselskapene driftes etter korrekte etiske retningslinjer, og at det blir tatt ansvarlige valg som det ikke kan stilles kritiske spørsmål til. SPU må ha god innsikt og kontroll over hvilke porteføljeselskap PE-fondet investerer i. I kontrakten må SPU gjøre det klart hvilke bransjer det ikke skal investeres i. Person B forteller at det er vanlig å ha en klausul i kontrakten der investor forbeholder seg retten til å ikke være med på investeringer i visse typer bransjer.

Når vi tar alt dette i betraktning er det mye som tyder på at SPU kan ha større rettigheter og bedre innsyn i PE-investeringer i forhold til aksjer. Det er det også en av informantene som påpeker. På grunn av at PE-selskapene driver aktivt eierskap, får de førstehånds innsikt i hva som skjer, og er delaktig i avgjørelsene som gjøres. Dette gir igjen SPU god innsikt i hvordan

porteføljeselskapet driftes. På denne måten kan SPU gjennom PE-aktøren være med på og påvirke driften i porteføljeselskapet, ved å sette tydelige krav til PE-aktøren. Som vil være med på å redusere risikoen for dårlig omdømme.

## 8.0 Konklusjon

Vårt formål med denne oppgaven var å belyse noen av aspektene SPU må ta hensyn til ved en eventuell PE-investering. Vi har fokusert på de begrunnelsene teorien og Finansdepartementet påpeker som utfordringer med PE, samt gjort en kvalitativ datainnsamling for å undersøke PE-aktørers meninger omkring utfordringer med SPU som PE-investor. Videre var intensjonen å avdekke fellestrekk og ulikheter av utvalget av PE-aktører, basert på tanker og synspunkt.

Hvis det blir åpnet for investering i PE for SPU vil de bli en stor investor med betydelig mengde kapital som skal forvaltes. På grunn av det kan SPU være med på å påvirke utviklingen av nye standarder for PE. Det vil føre til at det blir en mer attraktiv aktivaklasse. SPU kan kreve mer åpenhet rundt hele PE-prosessen.

Analysen viser at informantene er uenig i at fordelingen av avkastning, mellom forvalter og investor, ikke er rettferdig. Vi mener at SPU kan kreve at det skal være strengere krav til hva som inngår i forvaltningshonoraret. De må og være kritisk til hvordan Carried Interest blir beregnet, der det beste er å ta utgangspunkt i differansen mellom Exit inntektene og Investment Capital. På den måten vil SPU sikre at risikoen de påtar seg, i større grad kompenseres gjennom avkastningen.

Kontrakten i Limited Partnerships er en viktig faktor for å bevare investors interesser. I kontrakten må SPU spesifisere hvordan de vil at forvaltningen skal gjøres, og restriksjoner til forvalter. SPU må sørge for at kontrakten legger et godt grunnlag for gode investeringer. I tillegg må kontrakten presisere hvor mye informasjon SPU skal kreve å få av forvalter. En detaljert kontrakt vil være med på å redusere risikoen for svekket omdømme, urettferdig fordeling av avkastning og asymmetrisk informasjon.

Forvalterseleksjon var et tema som gikk igjen i hele analysen. Å være god på forvalterseleksjon vil føre til at SPU oppnår bedre avkastning, reduserer risikoen for asymmetrisk informasjon og svekket omdømme. Derfor er det viktig at SPU gjør en nøye vurdering på hvem som skal foreta forvalterseleksjonen. Til å begynne med vil det være smartest å benytte seg av eksterne rådgivere, som har lang erfaring på dette området. Rådgiverne kan også være med på å utforme kontrakten.

## 9.0 Litteraturliste

- Argentum. (2011). Hvorfor investere i Private Equity? Hentet fra <http://www.argentum.no/no/Innhold-ikke-i-bruk/Private-Equity-som-en-aktivaklasse/>
- Argentum. (2012). Årsrapport 2012. Hentet fra <http://www.argentum.no/en/Arssrapporter/Arssrapport-2012/Private-equity-markedet-i-2012/>
- Bøhren, Ø. & Michalsen, D. (2010). *Finansiell økonomi*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Dahlqvist, J. & Davidsson, P. (2000). Business Start-Up Reasons and Firm Performance, *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000, Proceedings of the Twentieth Annual Babson College Entrepreneurship Research Conference*, 46-54.
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R. og Jackson, P. (2012). *Management Research*. Los Angeles: SAGE.
- EVCA. (2007, november). Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs. An EVCA Special Paper. Hentet fra [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/toolbox/introduction\\_tutorial/evca\\_pevcguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/toolbox/introduction_tutorial/evca_pevcguide.pdf)
- EVCA. (2012, juli) Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity. Hentet fra <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=6392>
- EY. (2013). Private equity: winning in a new era? Hentet fra [http://www.ey.com/GL/en/Industries/Private-Equity/Private-Equity\\_Overview](http://www.ey.com/GL/en/Industries/Private-Equity/Private-Equity_Overview)
- Fenn, W. G., Liang, N. & Prowse, S. (1995). *The Economics of the Private Equity Market*. U.S Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Finansdepartementet. (2010a). *En vurdering av grunnlaget for unoterte investeringer rettet mot miljø og bærekraftig*. St.meld. nr 1 (2010-2011). Oslo: Departementet.

Finansdepartementet. (2010b). *Forvaltning av statens pensjonsfond i 2010*. St.meld. nr 15 (2010-2011). Oslo: Departementet.

Finansdepartementet. (2013). *Forvaltning av Statens pensjonsfond i 2013*. St.meld. nr 19 (2013-2014). Oslo: Departementet.

Forvaltningshuset. (2013). Private Equity. Hentet fra <http://www.forvaltningshuset.no/investeringer/Private-equity.aspx>

Fossen, S., Myhrvold, T., & Reitan, B. (1999). Private investorer i Norge. *Magma*, 1999(2) Hentet fra <http://www.magma.no/private-investorer-i-norge>

Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*, 1994(3), 28-37. Hentet fra

Gjedrem, S. & Berg, S. A. (2006) Norges Banks brev til Finansdepartementet 20. oktober 2006. Hentet fra <http://www.nbim.no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2011-og-eldre/2006/rad-om-investeringsstrategi-for-statens-pensjonsfond---utland/>

Gjedrem, S. & Slyngstad, Y. (2010). Norges Banks brev til Finansdepartementet 6. juli 2010. Hentet fra <http://www.nbim.no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2011-og-eldre/2010/utvikling-av-investeringsstrategien-til-statens-pensjonsfond-utland/>

Grünfeld, A. L. og Jakobsen, W. E. (2007). Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster? *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, 2007(121), 39-54. Hentet fra <http://samfunnsokonomene.no/wp-content/uploads/2010/05/Grunfeld-Jakobsen-nr-1-2007.pdf>

Harris, S. R., Jenkinson, T. & Kaplan, N. S. (2012). *Private Equity Performance: What do we know?* Working paper 17874. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

HVCA. (2011). The development of private equity and venture capital. Hentet fra <http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/>

Høegh-Krohn, J. (2012). Private Equity-bransjen gjennom 10 år. Argentum (2012). Hentet fra [http://www.argentum.no/PageFiles/4016/Argentum\\_Joachim\\_foredrag\\_feb\\_2012.pdf](http://www.argentum.no/PageFiles/4016/Argentum_Joachim_foredrag_feb_2012.pdf)

Investinganswers (2009). Financial dictionary. Hentet fra <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/investing/internal-rate-return-irr-2130>

Investinor AS. (2012). Årsrapport 2012. Hentet fra <http://investinor.no/investinor-stabiliserer-markedet>

Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360

Kaplan, S. og Schoar, A. (2003) *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital*. Working paper 9807. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Kaplan, S. & Strömberg, P. (2008). *Leveraged buyouts and Private Equity*. Working paper 14207. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Kapoor, S. (2014, 20. mars). Unngå dyr tabbe. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/meninger/debatt/2014/03/20/Oljefondet/unnga-dyr-tabbe>

Kehoe, C og J. Heel (2005): "Why some Private-equity firms do better than others". *The McKinsey Quarterly*, 2005 Number 1.

Kjærnes, J. (2006). Betydningen av private equity fra et samfunnsmessig ståsted. *Praktisk økonomi og finans*, 2006(2),11-17. Hentet fra [http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/ts/pof/2006/02/betydningen\\_av\\_private\\_equity\\_fra\\_et\\_samfunnsmessig\\_stated](http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/ts/pof/2006/02/betydningen_av_private_equity_fra_et_samfunnsmessig_stated)

Kleven, J. G. (2006). Resultat- og avkastningsmåling for private equity-porteføljer. *Revisjon og regnskap*, 2006(6), 13-16. Hentet fra [http://www.finansanalytiker.no/innhold/bibl\\_pdffiler/GIPS/Private\\_Equity\\_resultat\\_avkastning\\_gsm%C3%A5ling\\_RR\\_publicert.pdf](http://www.finansanalytiker.no/innhold/bibl_pdffiler/GIPS/Private_Equity_resultat_avkastning_gsm%C3%A5ling_RR_publicert.pdf)

Krueger, N. F., Reilly, M. D. og Carsrud, A. L. (2000). Competing Models of Entrepreneurial Intentions. *Journal of Business Venturing*, 15, 411-432.

Langved, Å. (2014, 3. april). Norge bør gå inni Private Equity. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/2014/04/03/Finans/-norge-br-g-inni-private-equity?r=33580>

Langved, Å., Skaalmo, G. & Gjernes K. (2014, 10. mars). Innrømmer å ha bommet på Formel 1. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/2014/03/10/Oljefondet/innrømmer-ha-bommet-p-formel-1>

Lerner, J. (2000). *Venture capital & private equity: case book*. U.S: John Wiley & Sons, Inc.

Ljungqvist, A. og Richardson, M. (2003). *The cash flow, return and risk characteristics of Private Equity*. Working paper 9454. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Metrick, A. & Yasuda, A. (2011a). *Venture Capital & The Finance of Innovation*: U.S John Wiley & Sons.

Metrick, A. & Yasuda, A. (2011b). Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. *European Financial Management*, 17(4), 619-654.

Mishkin, F. S. (2013). *The Economies of Money, Banking, and Financial Markets*. US: Pearson Education Limited.

NBIM. (2014a). Statens pensjonsfond utland oljefondet. Hentet fra <http://www.nbim.no/fondet/>

NBIM. (2014b). Om oljefondet. Hentet fra <http://www.nbim.no/fondet/om-oljefondet/>

NHO (2011). Privat eierskapsberetning. NHO Eierforums årsrapport over private eierskap 2011. Hentet fra <https://www.nho.no/siteassets/nhos-filer-og-bilder/filer-og-dokumenter/eierskap/privat-eierskapsberetning.pdf>



Nordic Secondary AS. (2013, april). Årsrapport 2012 Nordic Secondary AS. Hentet fra [http://www.obligoim.com/Documents/Arssrapport\\_2012/NO/Nordic\\_Secondary\\_AS.pdf](http://www.obligoim.com/Documents/Arssrapport_2012/NO/Nordic_Secondary_AS.pdf)

NVCA. (2009). En rask introduksjon til private equity. Hentet fra [http://www.norskventure.no/userfiles/NVCA\\_rbok\\_2009\\_for\\_web\\_33.pdf](http://www.norskventure.no/userfiles/NVCA_rbok_2009_for_web_33.pdf)

NVCA. (2012). Aktivitetsrapport 2012. Hentet fra [http://nvca.no/userfiles/Private\\_Equity\\_Funds\\_in\\_Norway\\_-\\_Activity\\_report\\_2012.pdf](http://nvca.no/userfiles/Private_Equity_Funds_in_Norway_-_Activity_report_2012.pdf)

Nærings- og fiskeridepartementet. (2001). *Et bedre statlig eierskap*. St.meld. nr 22 (2001-2002). Oslo: Departementet. Hentet fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/regpubl/stmeld/20012002/stmeld-nr-22-2001-2002-/2.html?id=326975>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2002). *Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak*. NOU 2002. Oslo: Departementet. Hentet fra [http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/rapporter\\_planer/rapporter/2002/kapitalmarkedet-for-nyetablerte-foretak/2.html?id=277990](http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/rapporter_planer/rapporter/2002/kapitalmarkedet-for-nyetablerte-foretak/2.html?id=277990)

Nærings- og handelsdepartementet. (2011). *Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi*. St.meld.nr. 13 (2010-2011). Oslo: Departementet <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/2010-2011/meld-st-13-2010-2011/2.html?id=637121>

Oakey, R. (2003). Funding innovation and growth in UK new technology-based firms: some observations on contributions from the public and private sectors. *Venture capital*, 5. 2: (161-181).

Private Equity growth capital council. (2013a). Hentet fra <http://www.pegcc.org/newsroom/2013-annual-report/>

Private Equity growth capital council. (2013b). Top states and district in 2012. Hentet fra <http://www.pegcc.org/wordpress/wp-content/uploads/2012-Private-Equity-Top-States-and-Districts.pdf>

Shane, S., & Cable, D. (2002). *Network ties, reputation, and the financing of new ventures*. *Management Science*, 48(3), 364-381. Hentet fra <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.7076&rep=rep1&type=pdf>

Streetofwalls. (2013). Private equity industry overview. Hentet fra <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/private-equity-training/private-equity-industry-overview/>

The Economist. (2004, 25. November) The new king of capitalism. Hentet fra <http://www.economist.com/node/3398496>

The Economist. (2013, 2. februar). The rich cousin. Hentet fra <http://www.economist.com/news/special-report/21570842-oil-makes-norway-different-rest-region-only-up-point-rich>

Utheim, B. E. (2013, 27. november). Norge knuses av svenskene i nyinvesteringer: Vi kan gå glipp av en hel generasjon selskaper. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/boers-og-finans/norge-knuses-av-svenskene-i-nyinvesteringer-vi-kan-gaa-glipp-av-en-hel-generasjon-selskaper/22644704>

Wang X. (2013). *A Survey Based Institutional Comparative Study of Private Equity in China and in Europe* (Doktoravhandling). Paris: University of Paris

Worsøe, A. H. (2006). En generell introduksjon til Venture Capital og Private Equity: Forretningsmodellen, investerings- alternativene og aktørene. *Praktisk økonomi og finans*, 2006(2), 1-6. Hentet fra [http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/ts/pof/2006/02/en\\_generell\\_introduksjon\\_til\\_venture\\_capital\\_og\\_private\\_equity\\_forretningsm?highlight=#highlight](http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/ts/pof/2006/02/en_generell_introduksjon_til_venture_capital_og_private_equity_forretningsm?highlight=#highlight)

Yin, K. R. (2014). *Case study research: Design and methods*. Los Angeles: SAGE.

## 10.0 Vedlegg

### 10.1 Intervjuguide

#### Avkastning

- Hvordan fordeles avkastningen mellom dere som forvalter og investor?
- Hvordan rettferdiggjør dere fordelingen av avkastningen i forhold til risiko investor påtar seg?
- Hva kunne vært gjort annerledes for å øke avkastning til investor?
- Hvilke kostnader inngår i honoraret fra investor til dere?

#### Asymmetrisk informasjon mellom forvalter og investor

- Hvilke utfordringer opplever dere med asymmetrisk informasjon mellom dere og investor?
- Hva gjør dere for å redusere asymmetrisk informasjon?
- Asymmetrisk informasjon er et stort hinder for investering i PE. På hvilken måte vil en reduksjon av denne informasjonsasymmetrien gjøre at PE investeringer av SPU blir interessant?

#### SPU som investor

- Hva mener dere om at SPU skal gjøre investeringer i PE?
- Hva er fordelene og ulempene ved å investere i PE?
- Hvorfor egner/egner ikke SPU seg som investor i PE?
- I hvilke segment (VC eller BO) mener dere SPU eventuelt bør investere i og hvorfor?
- Hva mener dere skal til for at PE investeringer av SPU skal være en alternativ investering med sikte på finansiell avkastning?
- På hvilken måte kan PE investeringer være en fare for omdømme til SPU?  
(Formel 1 saken)