

**En evaluering av SPUs mulighet til å oppnå bedre enn gjennomsnittlig
avkastning fra investeringer i unoterte aksjer og anbefaling avreferanseindekser**

Ludovic Phalippou¹

Desember 2010

¹Forfatteren er tilknyttet University of Oxford Said Business School. Da denne rapporten ble skrevet, var forfatteren tilknyttet University of Amsterdam Business School og Duisenberg School i Frankrike. Han kan nås på ludovic.phalippou@gmail.com.

Sammendrag av rapporten

De to første avsnittene i denne rapporten gir en oversikt over historisk avkastning fra investeringer i unoterte aksjer (Private Equity). Det er vanskelig å måle slik avkastning fordi tilstrekkelig detaljert og omfattende datasett sjelden er tilgjengelig. I tillegg er etablerte standarder for resultatmåling vanligvis villedende. Jeg analyserer først resultatene til Calpers, det største amerikanske pensjonsfondet og en av de største investorene i unoterte aksjer. Selv om datagrunnlaget er mangelfullt, synes avkastningen til Calpers i unoterte aksjer å ligge nær avkastningen til noterte aksjer. Dette er interessant for SPU fordi Calpers er omtrent på samme størrelse som SPU og fordi størrelse er en viktig faktor for resultatet til unoterte aksjer. Enkelte akademiske studier har benyttet mer omfattende datasett og konkluderer med at oppkjøpsfond, etter fradrag for honorarer, har gitt lavere avkastning enn noterte aksjer, mens resultatet for oppstartsfond er tvetydig.

Siden kvaliteten på avkastningsdataene er av betydning, analyserer jeg også flere store og oppdaterte datasett. Selv om problemstillinger knyttet til kvaliteten på avkastningsdataene gjør det krevende å trekke endelige konklusjoner, viser de entydig at hverken det gjennomsnittlige oppkjøpsfondet eller det gjennomsnittlige oppstartsfondet har gjort det vesentlig bedre enn investeringer i noterte aksjer. Disse observasjonene er i samsvar med Calpers' erfaring som nevnt ovenfor og med hva enkelte fremtredende investorer innen unoterte aksjer hevder.

Denne konklusjonen gjelder imidlertid for gjennomsnittsfondet, og noen investorer har naturlig nok oppnådd høyere avkastning. Videre kan fremtiden bli annerledes enn fortiden. For eksempel mottar europeiske oppkjøpsfond for tiden lite kapital. Denne situasjonen blir vanligvis begrunnet med at investorene har fått dårlige avkastning. Historien viser at når lite kapital tilføres til et segment (for eksempel oppstartsfond), er forventet avkastning høy, antagelig fordi det alltid er en jevn strøm av fremtidige Googler og Starbucker der ut som venter på investorer. Selv om kunnskap om tidligere avkastning er nyttig, må historisk avkastning ikke ekstrapoleres ureflektert inn i fremtiden.

I tredje avsnitt vurderer jeg honorarene knyttet til investeringer i unoterte aksjefond. Jeg viser at et oppkjøpsfond med en avkastning etter kostnader lik den historiske gjennomsnittlige avkastningen fra det amerikanske aksjemarkedet (i løpet av de siste 30 år, dvs. 11 % p.a.), vil kreve årlige honorarer på 6 %. Lave honorarer må selvsagt ikke være et mål i seg selv. Alt annet like er det å foretrekke å investere i et fond med 12 % honorarer som gir 38 % avkastning enn et med 5 % honorarer som gir 15 % avkastning. Man bør likevel registrere tre omstendigheter. For det første er forvaltningskostnadene ikke en funksjon av avkastningen i det noterte aksjemarkedet. Dette betyr at høye forvaltningskostnader kan kreves for høy

avkastning, selv om denne avkastningen er dårligere enn avkastningen i det noterte aksjemarkedet. For det andre er den avkastningsuavhengige delen av honorarene høy. Dette betyr at investor kan kreves for 3 % honorarer per år selv om fondet har negativ avkastning, en situasjon man også kan møte når det gjelder visse aksjefond eller hedgefond. For det tredje belaster oppkjøpsfondene selskapsinvesteringene i fondene med konsulent- og rådgivningshonorarer. Disse honorarene er ikke direkte synlige for investor, de ilegges hovedsakelig skjønsmessig av fondet og kan være relativt betydelige.

Det er store forskjeller på hvor mye fondene krever til tross for den tilsynelatende ensartede bruken av kontrakter med 2 % i faste forvaltningshonorarer og avkastningsavhengige honorarer på 20 % av avkastningen ut over et fastsatt avkastningskrav. Et investeringsmandat begrenset til fond med lave faste forvaltningshonorarer og ingen honorarer på selskapsinvesteringene i fondene kan bli gitt. Ulempen er at et slikt mandat begrenser antall fond som man kan investere i, og at dette kan medføre lavere avkastning enn det man ellers kunne oppnådd. Imidlertid kan utelukkelse av fond som har betydelige selskaps-honorarer og/eller betydelige faste forvaltningshonorarer, føre til at bedre fond blir valgt. De valgte fondene kan ha færre motstridende interesser og sterkere incentiver til å generere høy avkastning, men det foreligger dessverre ingen håndfaste bevis for dette. Man bør også være oppmerksom på at dersom en investor som SPU nekter å godta visse typer honorarer og kontrakter, kan det innvirke på bransjestandardene. Investorer, særlig store sådanne, utøver allerede et sterkt press for endring av kontraktene om godtgjørelse. Hvis SPU skulle melde seg på, ville det trolig forsterke presset.

I fjerde avsnitt vurderer jeg mulighetene for en gitt investor i unoterte aksjer til å oppnå alfa (dvs. få en avkastning som er høyere enn den beste alternative investeringen med samme risiko). For at markedene for unoterte aksjer skal kunne gi en slik alfa, må visse betingelser foreligge. For det første må forvalterne av unoterte aksjefond skape alfa. Det er alminnelig akseptert at unoterte aksjefond øker lønnsomheten i selskaper de kjøper. Fondene har imidlertid høye kostnader når de kjøper et selskap. Videre kan selgerne av selskapene kreve høye priser fordi de vet at unoterte aksjefond vil øke lønnsomheten på selskapene. Det er imidlertid sannsynlig at noen fond skaper alfa. Er dette riktig, er neste betingelse at alfaen ikke i sin helhet tilfaller forvalteren av fondet i form av honorarer. Enkelte forskere hevder at eksisterende investorer i et fond kan true med ikke å reinvestere i fondet dersom ikke deler av alfaen tilfaller dem. For ikke å skade sitt omdømme, godtar fondene dette. Investorene kan således motta en del av alfaen.

Investorene kan også oppnå alfa ved å kjøpe og selge på gunstige tidspunkter i markedet og ved å investere i fondene som gir høyest avkastning. Det har vært hevdet at man kan oppnå en positiv alfa ved å identifisere gunstige kjøps- og salgstidspunkter, ettersom investeringer i perioder med lav tilflyt av kapital til unoterte aksjefond, historisk har vært kjennetegnet av høy avkastning på denne kapitalen. I praksis

begrenser flere faktorer lønnsomheten av en slik strategi. SPU er imidlertid i en god posisjon til å dra fordel av noe målrettet markedstiming. Fondets stabile kontantstrøm gjør det mulig å overvekte unoterte aksjefond i dårlige tider uten å stå overfor store transaksjonskostnader.

Det har også vært hevdet at det eksisterer avkastningspersistens (dvs at de beste selskapene gjentar sine gode resultater over tid, og de dårligste selskapene gjentar sine svake resultater). Derfor tilrådes det ofte å velge fondene med de beste historiske resultatene. En nærmere undersøkelse av tallmaterialet viser at persistensen ikke lett lar seg utnytte som handlestrategi i praksis, fordi på tidspunktet når investor kan fastslå at et fond har høy lønnsomhet, har effekten forsvunnet. Det er derfor rimelig å hevde at en investor uten spesiell utvelgelsesdyktighet, dvs en investor som passivt investerer i en portefølje av unoterte aksjefond eller kjøper tidligere vinnerfond, neppe oppnår en alfa over tid fra sine investeringer i unoterte aksjer.

I enlite transparent og komplisert aktivaklasse virker det intuitivt fornuftig at det å være en stor investor kan bidra til at man velger de riktige fondene. Det er store faste kostnader knyttet til å forstå, overvåke og lære om aktivaklassen. Videre er en investor i unoterte aksjefond en kunde, og store kunder blir gjerne begunstiget. Det femte avsnittet viser at store investorer synes å ha tilgang til den beste informasjonen om fondene og oppnår de beste betingelsene hos fondsforvalterne. Viktigst er at fondene begunstiger noen investorer gjennom tilbud om ko-investeringer. Det påløper ikke honorarer (unntatt porteføljeselskapshonorarer) for ko-investeringer, og honorarene blir dermed lavere. Store investorer har mellom en fjerdedel og en tredjedel av sine samlede investeringer som ko-investeringer. Deres honorarer reduseres derfor grovt sett tilsvarende. En ulempe med å være en stor investor er imidlertid at det kanskje ikke er tilstrekkelig tilgang på fond av god kvalitet til å absorbere all investerbar kapital. Historisk har det maksimale beløpet som kunne investeres lønnsomt i oppkjøpsfond variert mellom € 200 milliarder og € 4 milliarder per år. For oppstartsfond har beløpet vært mer stabilt på i underkant av € 200 milliarder per år. Investorene som har oppnådd høyest avkastning på sine fondsinvesteringer, har en forvaltningskapital på € 5 til 10 milliarder i unoterte aksjefond. En investor med € 10 milliarder i forvaltningskapital, vil rangere som den tiende største investoren i unoterte aksjefond i Europa.

En annen kilde til alfa kan knyttes til unoterte aksjefonds manglende omsettelighet (kalt illikviditet). Det hevdes ofte at ettersom det bare er langsiktige investorer som lett kan håndtere manglende omsettelighet, er det bare disse som kan investere i illikvide investeringer og bli kompensert for det. I sjette avsnitt peker jeg på at det historisk ikke synes å ha foreligget en illikviditetspremie for unoterte aksjer gitt de tilsynelatende svake resultatene fra unoterte aksjefond. Én forklaring kan være at for mye kapital var blitt investert i aktivaklassen og at dette fjernet risikopremien. Inntil nylig trodde mange investorer at de hadde en lang investeringshorisont, men under finanskrisen forsøkte de å selge deler av investeringene i unoterte

aksjer til store rabatter i annenhåndsmarkedet. Deres horisont var ikke så lang som de hadde lagt til grunn. Hvis investorene blir mer realistiske om sine investeringshorisonter, kan det bli færre investorer som investerer i unoterte aksjer, og en likviditetspremie kan oppstå i fremtiden for investorer med lang horisont slik som SPU. Men man må være klar over at dersom en alvorlig krise skulle ramme SPU (eller Norge), vil midlene investert i unoterte aksjer ikke lett kunne realiseres.

Man må også være oppmerksom på at når det investeres i unoterte aksjer via fond eller fond-i-fond, blir investors investeringshorisont automatisk den samme som fondets, som generelt ligger i området 5-6 år. Å ha en lengre horisont enn 6 år, som SPU har, gir ikke noen vesentlig fordel for investeringer i unoterte aksjefond. Den spesielt lange horisonten og den store kapitalbasen til SPU kan imidlertid gi et konkurransemessig fortrinn i annenhåndsmarkedet for andeler i unoterte aksjefond. Selv om tilbud og etterspørsel i det lange løp er vanskelig å forutse, kan SPU generelt dra fordel av å kjøpe andeler i fond gjennom dette markedet. Et anslag på det maksimale beløp som kan investeres i dette markedet er € 1 milliard per år.

SPUs målsetning er å maksimere risikojustert avkastning. SPU er imidlertid undergitt retningslinjer for ansvarlig forvaltning, og som investor i et unotert aksjefond har SPU liten makt til å hindre brudd på egne regler etter at en avtale med forvalter er undertegnet. I syvende seksjon peker jeg imidlertid på at risikoen for å miste en stor investor kan endre et fonds adferd. SPU kan også i forkant av investeringene gjøre en grundig vurdering av fondenes grad av samfunnsansvar. Dette kan begrense antall mulige investeringer. Spesielt vil nye fond ofte bli utelukket. Generelt synes det tilrådelig at det er mest mulig overensstemmelse i forkant av at investeringene gjøres i unoterte aksjefond, slik at man står bedre rustet til å motstå eventuell kritikk fra allmennheten senere og dermed unngår å bli presset til å avhende investeringene i annenhåndsmarkedet.

Dersom Finansdepartementet beslutter å investere i unoterte aksjer, kan det ønske å foreta en regelmessig evaluering av avkastningen. Et viktig element i et slikt arbeid er å bestemme hvilken type referanseindeks man skal benytte. Dette spørsmålet drøftes i åttende avsnitt. En alminnelig tilnærming er å sammenligne avkastningen av hver gruppe av investeringer i unoterte aksjefond med referanseindekser for hele bransjer beregnet av spesialiserte konsulentfirmaer. Spredningen mellom investors avkastning og bransjens avkastning blir beregnet for hver gruppe av fond. Det beregnes så et gjennomsnitt av denne spredningen. Hvis det er positivt, sies investor å ha skapt meravkastning. Denne tilnærmingen kan imidlertid generere alvorlige feil og vil mest sannsynlig føre til at investors resultater overvurderes. Bruk av referanseindekser med en nåverdtilnærming er mer tiltalende både fra et teoretisk og et praktisk synspunkt. Den er enkel å implementere og robust (for eksempel kan den ikke bli sjonglert med ved et strategisk valg

av indeksleverandør, den er heller ikke følsom for datafeil fra indeksleverandørens side). Referanseindeksen som brukes ved denne tilnærmingen, er en portefølje av børsnoterte aksjer valgt slik at dens risiko er den samme som risikoen ved de aktiva som er under vurdering. Basert på nyere empiriske studier, tilsvarer en rimelig referanse for oppkjøpsfond 1,3 ganger markedsrisikopremien, pluss den risikofrie renten pluss omtrent én prosent.