

Private Equity

FORFATTER



Direktør, cand.polit.
Søren Plesner
 BASISPOINT
 E-mail: soren.plesner@basispoint.com

Søren Plesner er CFA Charterholder og certificeret Financial Risk Manager (FRM og PRM)

Dette er den anden og sidste artikel i en serie om "alternative investeringer" – en betegnelse, som i bredeste forstand dækker over alle andre investeringsformer end børsnoterede aktier og (investment-grade) obligationer. I den første artikel, se Plesner (2003), så vi nærmere på "hedge-fonde" og konkluderede, at disse kunne udgøre et interessant, men nødvendigvis begrænset, supplement til de traditionelle investeringer. I denne artikel fokuseres der så på et andet af tidens varme emner, nemlig "Private Equity" – et område, der trods vanskelige betingelser og en alt andet end imponerende performance i de seneste år ser ud til at skulle spille en stadig mere væsentlig og aktiv rolle i kapitalformidlingen. I det følgende indledes der med en introduktion til "Private Equity" begrebet og dets forskellige former, og der redegøres for samspillet mellem virksomhedsledelse, investor og formidler. Videre gives der en oversigt over den historiske og aktuelle markedsudvikling, og vi ser nærmere på afkast-risiko egenskaberne ved Private Equity og på de faktorer, der

er bestemmende for denne aktivklasses performance. Endelig vender vi blikket fremad og giver et bud på, hvordan Private Equity området vil udvikle sig i de kommende år.

Private Equity – definition og formål

Private Equity er overordnet set en form for mellem- eller langfristet, risikovillig virksomhedsfinansiering, som stilles til rådighed til gengæld for en noteret aktiepost i virksomheden.

For virksomheden kan formålet hermed være at opnå finansiering af opstart, vækst, strategiske virksomhedsopkøb, omstruktureringer, ejerskifte eller "turnaround". Der findes naturligvis andre finansieringsalternativer, herunder optagelse af fremmedkapital og aktiekapital gennem børsnotering, men disse former for kapital kan i praksis være umulige eller prohibitivt dyre at opnå for f.eks. en start-up eller nødlidende virksomhed. Her vil Private Equity om oftest være det eneste alternativ, eventuelt som det første skridt i retningen af en senere børsnotering eller frasalg. Endvidere ledsages en Private Equity finansiering ofte af en erfaren investor, der – i modsætning til de fleste "almindelige" aktionærer og långivere – har den nødvendige tålmodighed og indsigt til at kunne yde virksomhedens ledelse et kvalificeret med- og modspil. Befriet for

de ubønhørlige kortsigtede resultatkrav og de ofte overvældende informationsforpligtelser, der følger af at være børsnoteret, kan virksomhedens ledelse fokusere på den langsigtede strategi i tæt parløb med PE-investoren og i ro og mag gennemføre de værdiskabende tiltag, der måske på sigt kan føre til en succesrig børsintroduktion eller anden form for "exit".

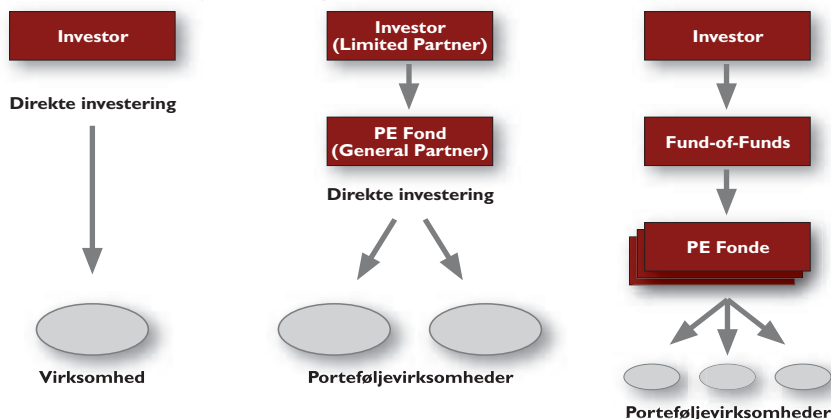
For investor er det primære formål med en PE-investering naturligvis først og fremmest at opnå et attraktivt afkast – og set i et længere perspektiv har sådanne investeringer generelt præsteret særdeles pæne afkast. Endvidere kan der opnås efficiens-gevinster, da PE generelt har en lav korrelation med traditionelle aktivklasser og derfor er velegnet til portefølje diversifikation. Som vi skal se nedenfor er der dog stor forskel på de enkelte managers performance, og det pæne afkast opnås således kun, hvis man vælger de rigtige managers!

Arbejder for sandwiches og kaviar

PE-investorer kan være velhavende personer eller institutionelle investorer, der skyder kapital direkte ind i en virksomhed. Som oftest kanaliseres kapitalen dog gennem såkaldte *Private Equity fonde*, der typisk er organiseret som "private partnerships" (Kommanditselskaber, K/S) med en "General Partner" (GP) ved roret og med investorerne i den mere passive rolle som "limited partners", se figur 1. Som vist i figuren kan en investor også vælge at investere i Private Equity gennem "fund-of-funds". Fordelene herved er, at investor undgår besværet med udvælgelse og overvågning af "General Managers", samt at der umiddelbart opnås en diversificering af investeringerne. Den væsentligste ulempe er den "dobbelte gebyrstruktur", se også Plesner, 2003.

En PE-fond kan være et uafhængigt selskab, en såkaldt "Independent", hvis investeringer i virksomheder typisk fundes gennem indskud fra pensionskasser, forsikringsselskaber mv., eller en såkaldt "Captive", der får stillet kapitalen til rå-

Figur 1
3 veje til investering i private equity



dighed af et moderselskab, f.eks. en større industrivirksomhed.

En PE-fond er typisk "closed-end" forstået på den måde, at de enkelte K/S etableres med en begrænset kapital og en begrænset løbetid på f.eks. 5-10 år. Investor kan ikke uden videre realisere investeringen gennem salg af investeringsbeviser eller lignende, men må tålmodigt afvente tilbagebetalingen af den indskudte kapital – med tillæg af det opnåede afkast – indtil de underliggende investeringer har genereret tilstrækkelige cash flows. Kapitalen returneres dog senest, når porteføljevirkhederne er solgt og K/S'et opløses. Investors afkast beregnes netto for aflønning til "General Partner", som typisk er sammensat et fast management fee på et par procent af rådighedskapitalen samt en performancerelateret del, den såkaldte "carried interest", eller blot "carry", på omkring 20% af positive afkast ud over en vis tærskelværdi. En sådan aflønningsstruktur – som i øvrigt minder meget om aflønningsformen for hedge-fond managers, se Plesner (2003) – giver naturligvis GP et stærkt incitament til at udsøge de bedste deals og til at foretage grundig "due diligence" osv. En "carry" på 20% kan forekomme høj, men investorer har normalt ikke noget mod at betale denne, hvis bare afkastene er tilsvarende høje. "General Partners should eat sandwiches on the management fee and caviar on the carried interest", som det udtrykkes i en af de mange aforismer, der kendetegner investeringsbranchen.

Private Equity – fra "seed" til "buyout"

Private Equity investeringer foretages overvejende i noterede virksomheder, og der sættes derfor ofte lighedstegn mellem Private Equity og det noget mere anonyme "unoterede aktier". Private Equity er imidlertid andet og mere end køb og salg af sådanne aktier, idet det snarere er tale om en investeringsproces, hvor der investeres på forskellige stadier i en virksomheds udviklingsforløb. Specielt i USA sondres der mellem "Venture Capital" - der dækker over investeringer i de tidligste faser af en virksomheds liv - og investeringer i mere modne virksomheder, herunder de såkaldte "buyouts" og "buy-ins". Denne opdeling er dog ikke så skarp i Europa, hvor "Venture Capital" ofte bruges synonymt med "Private Equity". Private Equity spektret er vist i figur 2.

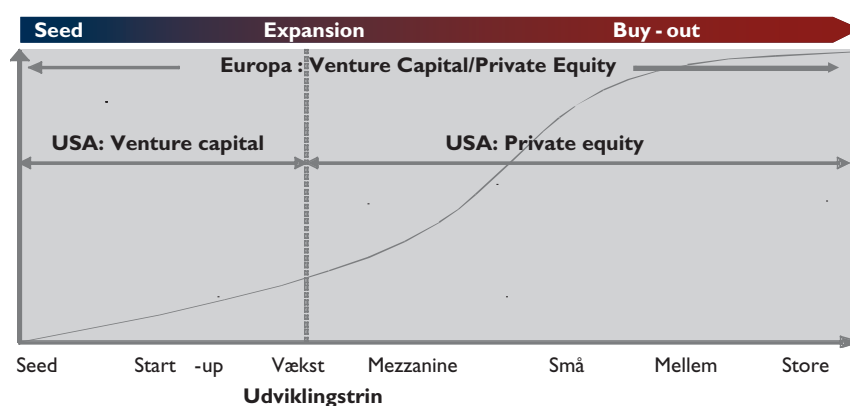
Figuren illustrerer virksomhedens udviklings- og modningsforløb fra "seed"

til "buyout". På "seed"-stadiet er virksomheden formelt ikke etableret endnu og er måske ikke andet en god idé/varm luft i hovedet på en aspirerende virksomhedsejer. Denne har behov for kapital til udarbejdelse af en forretningsplan og måske til fremstilling af en prototype af et produkt. Da investeringer på dette stadi beløbsmæssigt er ganske små og behæftede med betyde-

BVCA¹ er ca. halvdelen af PE-fondene i UK villige til at overveje investering i større start-ups af passende kvalitet.

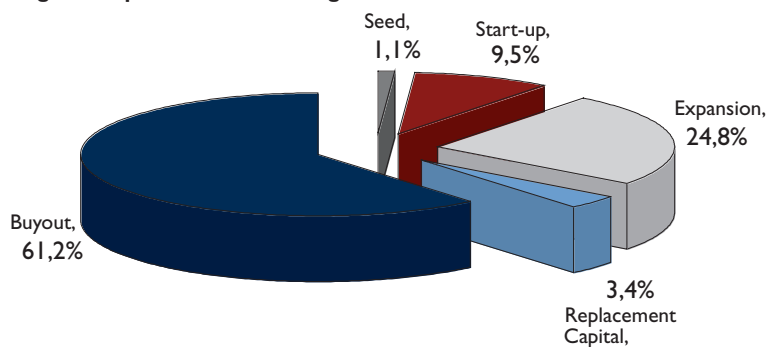
Det er dog i ekspansionsfaserne, at virksomheden bliver rigtig interessant for PE-fondene. På dette tidspunkt har virksomheden vist sin levedygtighed og udgør nu en lækkerbissen i form af en forventet acceleration i salg og indtægter. Ifølge

Figur 2
Private Equity spektret



Kilde: IAML

Figur 3
Fordeling af europæiske PE investeringer 2002



Kilde: Financial Times

lig risiko, er det kun de færreste selskaber eller fonde, der tilbyder "seed" kapital. I stedet ydes denne form for finansiering af enkeltstående, specialiserede investorer – de såkaldte "Business Angels", der også gerne påtager sig en aktiv rolle i virksomhedens bestyrelse eller daglige ledelse.

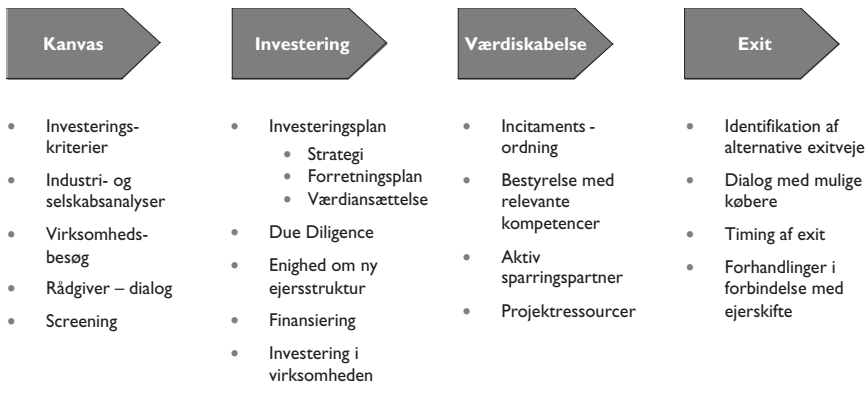
I "Start-up"-fasen er der, som navnet antyder, behov for (yderligere) kapital til den egentlige etablering af virksomheden og opstart af produktionen. Selv om de fleste virksomheder på dette stadi endnu er relativt små, er der nu større interesse i at deltage fra "institutionel" side. Ifølge

BVCA foretages ca. halvdelen af nyinvesteringerne i UK i virksomheder, der befinder sig i denne fase.

For mere modne virksomheder benyttes PE-kapital ofte til at finansiere "buyouts" eller "buyins" af forskellig slags. Der kan her være tale om "Management Buyouts" (MBO), hvor virksomhedens ledelse køber virksomheden, eller en del af denne, eller en "Management Buyin" (MBI), hvor en ekstern manager-gruppe køber sig ind. En hybrid variant er "Buyin Management Buyout" (BIMBO), hvor en eksisterende ledelse køber virksomheden med hjælp fra

Figur 4

De fire faser i et Private Equity forløb



Kilde: Per Christensen, Axcel

nytilkomne managers. En relativt ny variant er "Institutional Buy Out" (IBO), hvor PE-fonden selv køber virksomheden (i stedet for at finansiere ledelsens køb) for derefter at videresælge den helt eller delvist til eksisterende eller ny management. Fordelen ved denne konstruktion er, at sælger (dvs. de nuværende ejere) kun skal forhandle med én part, nemlig PE-fondens General Manager. Endelig kan "Public-to-Private" transaktioner ses som en særlig form for buy-out. Her overtages en noteret virksomhed - venligt eller fjendtligt - gennem opkøb af det nødvendige antal aktier i markedet, hvorefter virksomheden typisk afnoteres og værdierne frigøres gennem reorganisering eller opsplitting. Siden hen sælges den reorganiserede virksomhed, stykvist eller i sin helhed, f.eks. gennem en ny børsnotering.

Samtlige "buyout" og "buyin" varianter (og for den sags skyld også investeringer på de tidligere stadier) kan være gearede ("leveraged"), idet PE-kapitalen suppleres med en eller anden form for fremmedkapital - almindelig "senior" gæld eller efterstillet "mezzanine" gæld.

Af øvrige former for PE kan nævnes "Secondary Purchase" (køb af virksomhed fra anden PE-fond), "Replacement Equity" (til erstatning af andre kapitalformer), "Rescue/turnaround" (for at redde en virksomhed for at havne i betalingsstandsning eller konkurs), "Refinancing" (f.eks. for at reducere en virksomheds bank-gæld) og "bridge financing" (kortfristet mellemfinansiering med PE for virksomhed som planlægger snarlig børsnotering).

Investeringsprocessen

Som nævnt ovenfor er der med Private Equity tale om en proces, hvor der investe-

res i virksomheder, som befinder sig på forskellige udviklingsstadier. Ved køb og salg af *børsnoterede* aktier er beslutningsprocessen normalt meget kort. Når den overordnede investeringspolitik først er fastlagt, så vil den individuelle handel næsten udelukkende dreje sig om en rask beslutning mellem køb eller salg (eller at gøre ingenting). Hvis markederne ellers er efficiente, har den enkelte investor ingen mulighed for at påvirke prisen eller for at bidrage med nogen som helst form for værdiskabelse i den virksomhed, hvori der købes aktier. En væsentlig årsag hertil er naturligvis, at den almene børsinvestor ikke besidder (eller ikke bør besidde) anden viden om virksomheden end den, der er offentlig kendt, og at al offentlig tilgængelig information er indeholdt i prisen.

Med Private Equity forholder det sig ganske anderledes. Her har investor - repræsenteret ved General Partner - mulighed for på lovlig vis at få adgang til privilegeret og fortrolig information om den unoterede virksomhed og dens planer. Endvidere har General Partner mulighed for, naturligvis forudsat investeringen gennemføres, at påvirke værdiskabelsen gennem aktiv deltagelse i ledelsen mv.

En virksomhed udleverer imidlertid kun privilegeret information, hvis der tale om realitetsforhandlinger om køb eller kapitalindsud. Første step i investeringsprocessen bliver derfor at "kanvasse" de virksomheder, som man har afgrænset ud fra et sæt overordnet investeringskriterier, f.eks. størrelse, branche, udviklingsstade. Virksomheden læres at kende gennem virksomhedsbesøg og samtaler med ledelsen, og hvis indtrykket falder ud til virksomhedens fordel², fremsender General Manager et

uforpligtende investeringsforslag, normalt med en prisindikation. Et endeligt, bindende tilbud vil dog altid være betinget af, at man får lejlighed til - med revisorers og andre eksperter's hjælp - at granske virksomhedens regnskaber, data mv. samt til at vurdere realismen/gennemførligheden af planlagte projekter. Dette er den såkaldte "due diligence". Kan man herefter blive enige om vilkårene omkring ejerstruktur, yderligere finansiering mv., gennemføres investeringen, og man kan herefter tage fat på den næste fase: Værdiskabelsen. Værdier kan skabes gennem strukturelle tiltag, styrkelse af ledelsen og indførelse af incitamentsordninger, f.eks. aktieoptioner til medarbejderne. Sidste step i processen er "exit", hvor frugterne af investeringen høstes gennem salg af virksomheden. De hyppigst benyttede exit-muligheder er børsnotering (IPO) eller et "trade sale", dvs. salg til en industriel investor. Andre muligheder kunne være buyouts eller buyins, eller salg til en anden PE-fond (som derved foretager en "Secondary Purchase"). De fire faser i et private equity forløb er sammenfattet i figur 4.

Markedsudvikling

Private Equity området er vokset fra stort set ingenting i begyndelsen af 1980'erne til en global industri med årlige nyinvesteringer i størrelsesordenen 100-200 milliarder USD i de seneste år. USA er - vel ikke overraskende - stadig det klart største marked for Private Equity (herunder Venture Capital, der jo i USA ses som en separat klasse), med UK, Frankrig, Italien og Japan på de efterfølgende pladser. Tilsammen stod disse fem markeder for 83 milliarder ud af i alt 102 milliarder USD nyinvesteringer i 2002. (Kilde: Financial Times, 30. oktober 2003). Set over de seneste 5 år (1998-2002) var de hurtigst voksende markeder imidlertid Indien, Sverige - og Danmark, hvor den gennemsnitlige, årlige vækst på området har været ikke mindre end 50%. Denne vækst sker dog fra et lavt udgangspunkt. Sættes den forvaltede kapital i forhold til BNP, ses det, at der i Danmark såvel som de fleste øvrige kontinentaleuropæiske markeder er et betydeligt efterslæb (eller potentiale, om man vil) i forhold til US/UK, se figur 5.

Historisk kan udviklingen inddeles i en række faser. Pionertiden stod i 1980'ernes USA, hvor Reagan-administrationens go-go økonomi og den bratte omstilling fra høj til lav inflation med tilhørende rentefald udgjorde et ideelt klima for vækst,

omstruktureringer og virksomhedsovertagelser. Private Equity markedet gjorde det muligt, med betydelig støtte fra Michael Milken's "junk bond" marked, at gennemføre "leveraged buyouts" i en hidtil uset størrelsesorden, kulminerende med KKR-fondens USD 25 milliarder store fjendtlige overtagelse af fødevarerkoncernen RJR Nabisco. Festen endte med recessionen i begyndelsen af 90'erne, som også var den mere eller mindre direkte årsag til junk bond markedets sammenbrud.

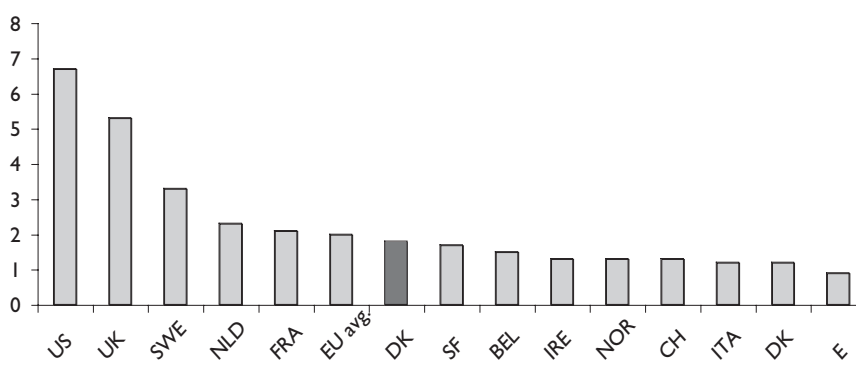
Den senere del af 1990'erne var som bekendt karakteriseret af et boom på aktiemarkedene, specielt inden for teknologi, hvilket skabte de perfekte rammebetingelser for især Venture Capital branchen. Der var masser af "materiale", først og fremmest start-up virksomheder i Silicon Valley mv., masser af kapital til rådighed og sidst, men ikke mindst, fremragende "exit-muligheder" i form af et IPO-marked, hvor man, som det hed, kunne søsætte en mursten ("float a brick"). Den mest bemærkelsesværdige succeshistorie på det område er den californiske venture-fond Sequoia Capital, der har været fødselshjælper for så prominente navne som Cisco og Yahoo!, og som i skrivende stund forbereder søsætningen af søgemaskinen Google – en IPO, som forventes at kunne indbringe op til 100 milliarder USD! Sequoia Capital har i øvrigt for nylig gjort sig bemærket ved at bortvise en af fondens mest trofaste investorer, University of California, som angiveligt har gjort sig skyldig i tillidsbrud ved at offentliggøre detaljer omkring investeringer i fonden. At Universitetet gennem ny, statslig lovgivning var forpligtet hertil kunne ikke formilde fonden, hvis direktør udtalte: "*It is not in the interest of Sequoia Capital's other clients that we be hounded, badgered and stalked by entities wishing to either profit from or publicize our private and confidential information*" (Financial Times, 8. September 2003). Det hedder vel ikke uden grund PRIVATE equity, og her gælder det, som for hedge-fonde, at den der lever stille lever godt.

Gyldne år og nedtur

Private Equity industrien havde en række gyldne år i slutningen af 90'erne, men denne udvikling vendte brat med aktieboblens brist i marts 2000. Op- og nedturen er illustreret i figur 6, som viser den kumulative såkaldte "end-to-end" performance (mere herom nedenfor) for US PE investeringer i

Figur 5

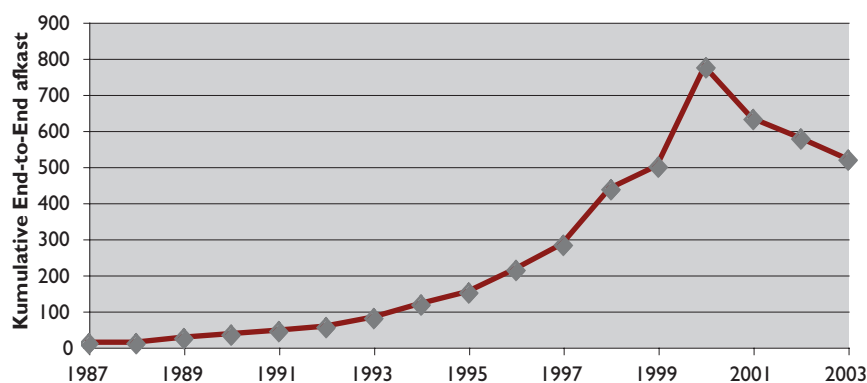
PE Kapital under forvaltning i % af BNP



Kilde: Vækstfonden

Figur 6

Kumulative afkast for US PE-Fonde



Kilde: Cambridge Associates

perioden 1986-2003 (marts)

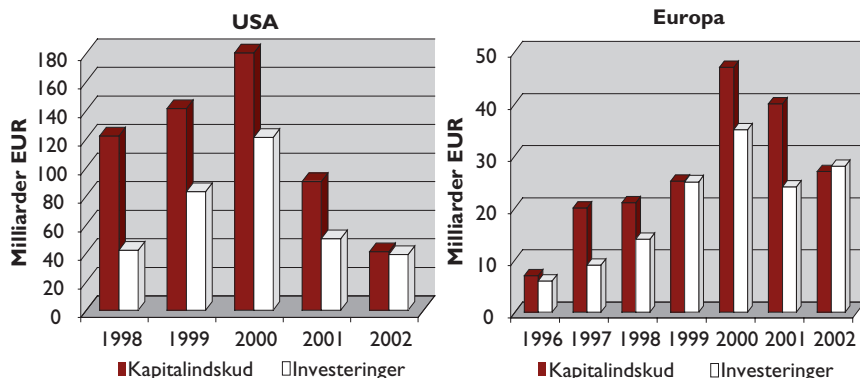
Årsagen til den negative udvikling efter 1999 kan selvfølgelig hovedsageligt tilskrives den tilsvarende negative udvikling på aktiemarkedene. Som nævnt ovenfor er der en rimelig lav korrelation mellem Private Equity og mere traditionelle aktieinvesteringer, men "valuations" (f.eks. P/E-værdier) på noterede aktier har ikke desto mindre en betydelig afsmittende effekt på værdifastsættelsen af unoterede virksomheder. Disse værdifastsættes typisk ved at diskontere de "frie cash flows"³ med en "passende" sats, der skal afspejle virksomhedens "cost of capital". Et vigtigt element i fastlæggelsen heraf er afkastkravet for en risikomæssig "sammenlignelig", noteret virksomheder med tillæg af en præmie for illikviditet. På boblens højdepunkt i slutningen af 90'erne var "equity risk premium" – det krævede mer-afkast for at investere i aktier frem for obligationer – drevet helt i bund, og da præmien for illikviditet pga. den lette adgang til exits på børsmarkedet ikke var særlig høj, var mange PE-investeringer blevet foretaget på

basis af lovligt høje valuations. Efter boblens brist gik IPO markedet helt i sort og lukkede dermed en vigtig exit-rute for PE-fondene. Industrielle investorer var der heller ikke mange af, for de havde travlt med "balance sheet repair" – dvs. gældsnedbringelse. Den negative afkastudvikling og de forringede exit-muligheder gjorde det naturligvis ikke lettere at foretage rentable investeringer, hvilket førte til en markant tilbagegang i kapitaltilgang og nyinvesteringer, se figur 7. Denne udvikling blev forstærket af, at mange pensionskasser, specielt i UK, foretog et strategisk skifte i deres asset allocation i retning af et større indhold af obligationer. I skrivende stund (november 2003) ser det dog ud til, at PE-markedet har set bunden og nu er på vej op igen.

Et nærmere kig på PE performance

Et godt kendskab til afkast-risiko egenskaberne ved PE er naturligvis et must, før man begiver sig ud i denne form for investeringer.

Figur 7
Kapitalindsud i PE-Fonde og PE-Fondes investeringer



Kilde: EVCA

Helt generelt kan man sige, at der er tale om illikvide investeringer med høj risiko, som kun er egnede for investorer med en relativt lang investeringshorisont. I figur 8 er vist et illustrativt, *forventet* afkastforløb for en "typisk" PE-investering. Forløbet følger et såkaldt "j-mønster", hvor investeringen i de første 1-3 år efter "vintage"-året (som det hedder) må forventes at udvise et negativt afkast, målt som den interne rente. Efter 5 år vil det gennemsnitlige afkast typisk være positivt for hen mod slutningen af fondens levetid, typisk 10 år, at stabilisere sig på et gennemsnitligt, årligt afkast på f.eks. 15-20%. Et stabilt, positivt afkast kan dog opnås gennem diversificeret investering i fonde med forskellige "vintage-år", idet der så opnås en "sekvens" af "j-kurver", som vist i figur 9.

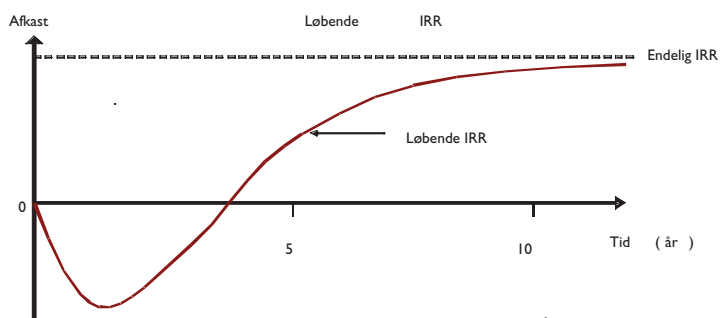
Det skal understreges, at der med "J-kurverne" alene er tale om *forventede* afkastforløb, og at der naturligvis kan være stor spredning i afkastene mellem de enkelte PE-investering. For en investor kunne det således være interessant at vide, hvad det er for faktorer, som er afgørende for en PE-fonds performance. Her kan man finde hjælp hos Kaplan m.fl. (2003), der har søgt at afdække sådanne sammenhænge ved at analysere performance for et større antal US PE-fonde. Et udsnit af deres resultater er sammenfattet i tabel 1, der viser vægtet og kapitalvægtet IRR og PME, målt på 746 fonde, der etableret før 1996. IRR står for intern rente og kræver næppe nogen nærmere introduktion. PME – "Public Market Equivalent" - måler forholdet mellem en periodes ind- og udbetalinger, diskonteret med det kumulative afkast på et relevant aktieindeks over den samme periode. En

summen af alle indbetalinger). Sidstnævnte beregnes også af Kaplan m.fl. men er ikke medtaget i tabel 1.

Konklusionerne af undersøgelsen i Kaplan m.fl. kan sammenfattes som følger:

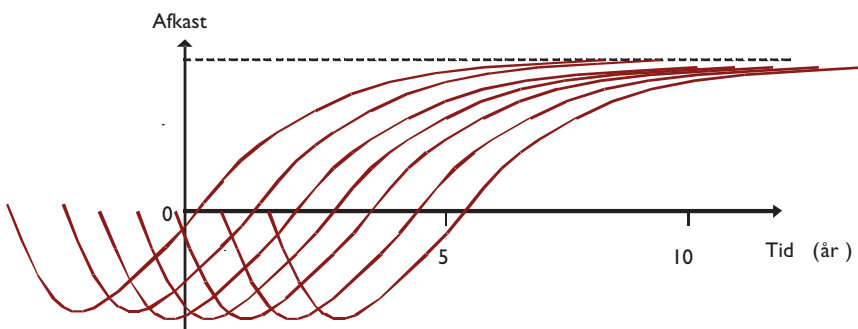
- 1) Der er stor spredning (heterogenitet) i afkast mellem forskellige PE-fonde. Ligeledes er der, som forventeligt, stor variation over tid.
- 2) Målt på bruttoafkast (dvs. før fradrag af fee og carry) outperformer såvel buyout fonde som VC-fonde aktieindekset (S&P 500). Målt på nettoafkastet underperformer buyout fondene indekset generelt. VC-fondene under-

Figur 8
J-Kurven for en PE investerings afkastudvikling



Kilde: London Business School

Figur 9
J-kurver ved diversificerede investeringer med forskellige vintage-år



Kilde: London Business School

PME på under én vil således indikere, at man havde været bedre tjent med at investere kapitalen i aktieindekset. I branchen beregnes og offentliggøres også ofte "end-to-end" afkast, der f.eks. som i figur 6 ovenfor viser afkastet år for år samt "Total Value to Paid-in-Capital" (summen af alle udbetalinger til investorerne divideret med

performer målt på uvægtet afkast, men outperformer målt på kapitalvægtet afkast, se tabel 1.

- 3) Der er en tydelig konsistens i PE-fondenes performance. Fonde, som outperformer i en periode vil sandsynligvis også outperforme i den efterfølgende periode, altså en indikation

Tabel 1
Cash flow baseret performance for 746 PE-Fonde

		Uvægtet performance		
		Alle Fonde	VC Fonde	Buy-out Fonde
IRR	Median	0.12	0.11	0.13
	Gennemsnit	0.17	0.17	0.18
	Standardafv.	0.31	0.30	0.22
PME	Median	0.74	0.66	0.80
	Gennemsnit	0.96	0.96	0.97
	Standardafv.	0.81	0.69	0.52
		Vægtet performance		
		Alle Fonde	VC Fonde	Buy-out Fonde
IRR	Median	0.12	0.13	0.13
	Gennemsnit	0.18	0.17	0.18
	Standardafv.	0.26	0.31	0.26
PME	Median	0.82	0.92	0.83
	Gennemsnit	1.05	1.21	0.93
	Standardafv.	0.70	0.74	0.65

Kilde: Kaplan m. fl. (2003)

af, at *dygtighed* har en betydning for investeringsafkastet. Et yderligere vidnesbyrd herpå er, at medianafkastet som vist i tabel 1 generelt er lavere en gennemsnitsafkastet. Dvs. den typiske manager opnår et middelmådigt eller dårligt afkast i forhold til de få dygtige managers.

- 4) Der er en tendens til, at flere PE-fonde etableres efter en periode med gode afkast, hvilket – præcist som det er tilfældet med hedge-fonde – fører til udvanding af branchens resultater som helhed. Målt på f.eks. PME ser afkastene i tabel 1 jo ikke imponerende ud. Man bør dog som nævnt bemærke, at der tale om stor spredning og om en “skæv” fordeling med få dygtige og mange middelmådige managers. Udvælgelse af managers er således afgørende for succesrig investering i Private Equity.

Det skal understreges, at afkastmåling på PE-fonde generelt er forbundet med stor usikkerhed og derfor skal tages med en gran salt. Investeringerne er som nævnt ilikvide, og for målingen af f.eks. intern rente for endnu uafsluttede investeringer kræves der er skøn over investerings “fair value” på måletidspunktet. Sådanne skøn kan være særdeles usikre, ikke mindst pga. fondenes notoriske lukkethed omkring investeringsdetaljerne, jf. eksemplet med Sequoia Capital ovenfor. Kaplan m.fl. har dog alene set på fonde, der er startet før 1996. Disse

er i dag enten opløst eller så langt i livsforløbet, at IRR kan bestemmes med rimelig sikkerhed.

Sammenfatning og Udblik

Vi har i denne artikel set nærmere på Private Equity som en alternativ finansierings- og investeringsform. I et længere perspektiv har området udvist en imponerende vækst, om end de sidste 2-3 år har været noget magre, både hvad angår afkast og antallet af nye deals. Det ser nu ud til, at rammebetingelserne for Private Equity igen er ved at udvikle sig i gunstig retning. De globale konjunkturer er i bedring, aktiekurserne stiger, og der er igen ved at komme gang i virksomhedshandler og børsintroduktioner. På europæisk plan står etableringen af et marked for risikokapital, dvs. venturekapital, højt på den politiske dagsorden, og med den fælles valuta Euroen som samlende kraft står dette marked formentlig foran et afgørende gennembrud. Her kan Private Equity, bl.a. gennem ex ante udvælgelse og efterfølgende overvågning af virksomheder med vækstpotentiale, bidrage væsentligt til opfyldelsen af den Europæiske Unions ambitioner om at skabe verdens mest konkurrencedygtige økonomi. Implementeringen af “Basel II” ser også ud til at skulle få en stor betydning for Private Equity markedet. Det nye regelsæt vil – hvis det i øvrigt bliver implementeret i henhold til det senest forlag – gøre det dyrt for banker og andre kreditinstitutter at besidde strategiske equity-stakes i virksomheder, og der burde derfor være gode muligheder for institutionelle investorer at gøre

en god handel. Mange af disse investorer er imidlertid stadig skeptiske over for Private Equity – på trods af anbefalinger i bl.a. den særdeles autoritative “Myners-rapport” om øget investering i denne aktivklasse. Som årsager til denne skepsis anføres oftest, at PE-investeringer er uigennemsigtige og ilikvide og at “General Managers” tager sig for godt betalt. Endvidere er der nogle “systemmæssige” hindringer for pensionskassers investering i aktier generelt – herunder “Minimum Funding Requirement” i UK og den så omtalte rentegaranti i Danmark, der jo ikke harmonerer specielt godt med et “j-kurve” forløb. En veldiversificeret Private Equity portefølje kan imidlertid vise sig at være et godt supplement til traditionelle investeringer – forudsat, at man investerer den nødvendige tid og de nødvendige ressourcer til at udvælge de *dygtige managers*. Dette underbygges blandt andet af følgende udsagn i “Myners-rapport”:

»Judicious investment in private equity has historically offered institutions the opportunity to obtain absolute levels of return significantly above those from other asset classes«

Litteratur:

- British Venture Capital Association, 2000: *Private equity - the new asset class.*
- Burgel, Oliver, 2000: *UK Venture Capital and Private Equity as an Asset Class for Institutional Investors.* London Business School.
- Financial Times, diverse numre.
- Kaplan, Steven and Antoinette Schoar, 2003: *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital.* NBER Working Paper No. 9807.
- Myners, Poul m.fl., 2001: *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review.*
- Plesner, Søren, 2003: *Hedge-Fonde.* FINANS/INVEST nr. 6, 2003.

Noter

- 1) British Venture Capital Association
- 2) Som et kuriosum kan nævnes, at BVKA anbefaler, at man for at gøre et godt indtryk blandt andet skal afholde sig fra at køre i dyre biler og fra at installere springvand foran virksomhedens hovedsæde!
- 3) De frie cash flows er cash flows fra driften minus investeringer