

Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster?*

Leo A. Grünfeld^A og Erik W. Jakobsen^B

Sammendrag

Vi gir en introduksjon til den raskt voksende private equity bransjen og viser hvordan denne investeringsformen kan bidra til høyere verdiskaping. Artikkelen inneholder en litteraturoversikt som viser at bedrifter med private equity eiere vokser raskere enn andre bedrifter. Begrepet kompetent kapital blir diskutert fra et samfunnsøkonomisk perspektiv, og virkninger av statlig kapitaltilførsel til næringslivet gjennom aktive eierfond drøftes på et mer prinsipielt grunnlag. Slik kapitaltilførsel kan bare forsvares dersom den bidrar til å identifisere de beste forvaltningsmiljøene i bransjen. Dette vil gi økt konkurranse mellom fondene og høyere lønnsomhet og verdiskaping i fondenes porteføljer.

1 INNLEDNING

I 2004 valgte tidsskriftet *The Economist* å utnevne lederne innen Private Equity-bransjen (PE) til «*The new kings of capitalism*». Og ikke uten grunn. Etter dotcom-krisen har det globale volumet av PE-investeringer vokst raskere enn alle andre former for investeringer. I dag finner du knapt en økonom i finansbransjen som ikke har kjennskap til denne investeringsformen, eller det man gjerne kaller *aktivaklassen*. Men hva er det som skiller PE-investeringer fra andre investeringer, og har PE-aktørens investeringsstrategier noen betydning for samfunnsøkonomien? I denne artikkelen gir vi en beskrivelse av PE-investeringenes karaktertrekk, deres omfang, og hvordan slike investeringer kan tenkes å påvirke verdiskapingen i samfunnet anderledes enn andre typer investeringer.

1.1 Hva er PE-fond?

Et sentralt begrep som gjerne trekkes frem i sammenheng med PE-investeringer er *aktivt eierskap*. PE-aktørene, som vanligvis er organisert i form av ulike typer eierfond, tilfører ikke bare bedriftene kapital, men også kompetanse gjennom aktiv deltakelse i bedriftenes styre og nær kontakt med selskapenes ledelse. Det er derfor PE-fond ofte går under betegnelsen «aktive eierfond». For å få til dette er fondene avhengige av å ta relativt store eierposisjoner i selskapene de investerer i. De er følgelig ikke rene finansielle investorer som eksempelvis de børsfokusede verdipapirfondene.

* Artikkelen er skrevet med finansiell støtte fra Argentum.

^A Leo A. Grünfeld er forskningsleder, MENON Business Economics.

^B Erik W. Jakobsen er Managing Partner MENON Business Economics.

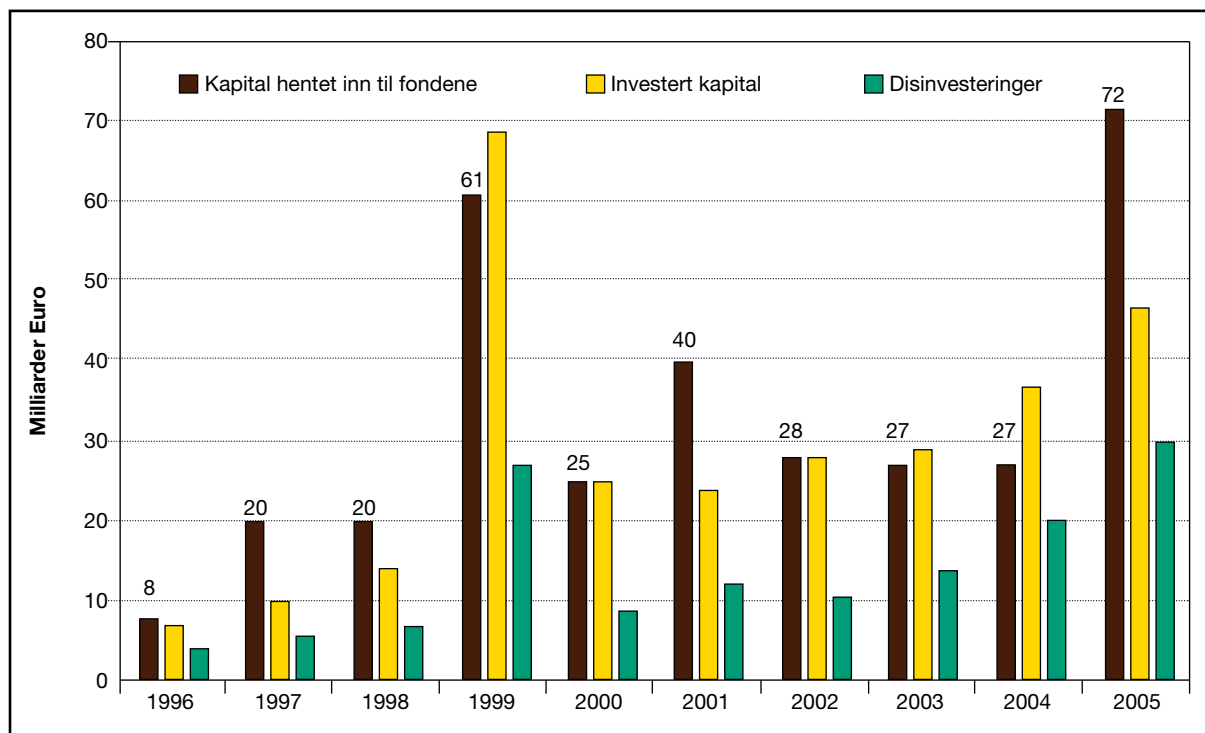
PE-fondene tilfører privat risikokapital rettet mot bestemte faser i bedrifters utvikling. Vanligvis skilles det mellom investeringer rettet mot fasene såkorn, venture, ekspansjon og buyout. Såkorn- og venture-investeringer skjer i den tidlige fasen av bedriftenes utvikling, mens ekspansjon ofte er knyttet til fasen der internasjonalisering står i fokus. Eierfondene har et avgrenset tidsperspektiv, gjerne et sted mellom 3 og 10 år. Å selektere potensielt lønnsomme prosjekter, utvikle disse og selge seg ut av selskapene man har investert i med betydelig gevinst, er fondenes primære oppgave. Det er ikke uvanlig at exit er knyttet til børsnotering av selskapene. I 2005 var 12 av 46 nye noteringer på Oslo Børs finansiert av PE-aktører. Et av disse var FSN Capitals børsnotering av Kongsberg Automotive. Men eierandeler i bedriftene kan også selges til andre selskap, andre PE-fond, ledelsen i selskapet eller andre typer investeringsmiljøer. Buyout-fondene opererer i den andre enden av selskapenes livssyklus. De kjøper modne selskap, for eksempel ved å ta børsnoterte selskap av børsen. Men til syvende og sist er målsettingen den samme: Å selge sine eierandeler med høyest mulig gevinst innenfor en definert tidshorisont.

PE-fondene er vanligvis organisert annerledes enn andre investeringsfond. Fondene forvaltes av et såkalt managementselskap som også står for en liten andel av investeringene. Resten av fondets midler hentes inn gjennom investeringer foretatt av andre aktører som banker, pensjonsfond, forsikringsselskap, ikke-finansielle bedrifter, staten eller privatpersoner. Disse investerer gjennom forhandlinger og inngåelse av omfattende private avtaler som regulerer risikodeling, avkastning og kontroll. De får status som «limited partners» og har ingen direkte kontroll over hvordan fondet forvaltes. I tillegg benytter PE-fond seg av omfattende opplåning i kapitalmarkedet. Partnerne i managementselskapet gis status som «general partners» og står ansvarlige for forvaltningen av alle fondsmidlene. I tillegg til en eventuell positiv avkastning på sine egne investeringer, henter de ansatte i managementselskapet inntekter gjennom ulike forvaltingshonorarer, ikke ulikt det man finner hos forvaltere av verdipapirfond.

1.2 Hvor omfattende er PE-fondenes aktivitet?

I norsk sammenheng er nok kjøpene av Dyno og Orkla Media de mest kjente og omtalte PE-investeringene, men disse fondsinvesteringene er som småtterier å regne sammenlignet med de store plasseringene i USA og Europa. Nylig la et av de største PE-husene 39 milliarder USD på bordet for det største eiendomselskapet i USA (Equity Office Properties). I Danmark ble det største teleselskapet TDC kjøpt opp i fjor av en gruppe internasjonale buyoutfond for 12 milliarder USD. Nordiske PE-fond ville ikke klare å gjennomføre slike oppkjøp. Til det er fondene for små, bransjen ikke tilstrekkelig konsentrert, og fokuset er i større grad rettet mot selskap som opererer i tidligere faser. Det knytter seg stor usikkerhet til det samlede globale omfanget av kapitalplasseringer i PE-fond. Norges bank (2006) har hentet inn tall fra en rekke aktører og estimerer den totale innhenting av kapital til PE-fond i 2005 til 187 milliarder USD. Tall for buyout-aktivitet fra Standard and Poor, gjengitt i the Economist, viser et betydelig større omfang. Her blir den totale verdien på buyout-transaksjoner i USA og Europa alene anslått til 270 milliarder USD i 2005, mens verdiene for 2006 er estimert til 430 milliarder USD. Det kommer ikke klart frem hvordan S&P definerer transaksjonsvolumet, men tallene gir likevel en indikasjon på at oversikten presentert av Norges bank representerer et svært forsiktig anslag. I følge den årlige aktivitetsundersøkelsen til EVCA den europeiske venturekapitalforeningen (2006) ble det hentet inn 72 milliarder Euro til europeiske PE-fond i 2005. Også dette tallet ligger betydelig høyere (50%) enn det som oppgis i Norges banks kartlegging.

Hvor omfattende er egentlig PE-fondenes rolle i det europeiske kapitalmarkedet? Svaret på dette spørsmålet avhenger av hvilke størrelser man tar utgangspunkt i. I henhold til EVCA (2006) har veksten i tilførsel av kapital vært imponerende. I 1996 reiste PE-fondene 8 milliarder

Figur 1 Aktiviteter i europeiske PE-fond.

Kilde: EVCA (2006)

Euro, mot 72 milliarder i 2005 (se figur 1). Det gir en gjennomsnittlig årlig vekst på rundt 30%. I følge denne bransjerapporten anslås den samlede forvaltningskapitalen (målt i kostverdi) til de europeiske PE-fondene til ca. 175 milliarder Euro i 2005. Dette omfanget utgjorde dog ikke mer enn 2% av markedsverdien på de europeiske børsene¹, men en sammenligning av denne typen har begrenset verdi, særlig fordi man sammenligner kostverdi med markedsverdi, noe som bidrar til å undervurdere PE-selskapenes betydning i kapitalmarkedene. Hvis man sammenligner tilførsel av ny kapital til børs og PE i Europa ser bildet annerledes ut. I 2005 hentet PE-aktører inn kapital tilsvarende 45% av ny kapital til børs.

1.3 Hva slags selskaper blir det investert i?

I samtlige internasjonale kartlegginger vises det til en tydelig trend i retning av at en voksende andel av investeringene rettes mot buyout (kun 20% av PE-kapitalen er investeringer i tidlig fase). Men dette mønsteret finner vi ikke igjen i Norge. I 2005 var faktisk fondenes ventureinvesteringer større enn buyout-investeringene. I Norge ble PE-fondene tilført omlag 8 milliarder NOK i 2005, og tilsammen forvaltet fondene en kapital på 26 milliarder. (Foreløpige tall for 2006 anslår at forvaltningskapitalen har økt til 43 milliarder kroner, det vil si en økning på nesten 70 prosent fra 2005 til 2006). Sammenlignet med verdiene på Oslo børs er dette små tall. Markedsverdien på Oslo børs nådde svimlende 1900 milliarder kroner ved utgangen av 2006, og bare selskapet Orkla hadde en markedsverdi på nærmere det dobbelte av verdien på alle plasseringer i norske PE-fond. Den norske PE-bransjen er liten og ung sammenlignet med bransjen i land som Sverige, England og USA. I Sverige forvaltes det en kapital som er 6 ganger større enn i Norge, og antallet registrerte PE-forvaltere teller 115, mot 24 i Norge.

¹ Tall for markeds kapitalisering, emisjonsverdier og IPO er hentet fra World Federation of Exchanges: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp>

Den kraftige økningen i midler som tilflytter verdens PE-fond skulle tilsi at lønnsomheten er høyere i PE-fond sammenlignet med andre aktivklasser. Men derom strides de lærde. I kapittel 2 ser vi litt nærmere på hva forskningen viser om dette. Vårt fokus på lønnsomhet er dog bare en ansats til vår drøfting av PE-investeringenes bidrag til verdiskaping i porteføljebedriftene. I kapittel 3 diskuterer vi den rolle venture-investorene i Norge spiller for tilførsel av kapital til små og ofte innovasjonsrettede bedrifter. I den grad det eksisterer en markedssvikt i kapitalmarkedene, så ligger den i møtet mellom eierne av kapital og de små gründerbaserte foretakene i Norge. Hvis PE-aktørene er med på å redusere denne typen markedsimperfeksjoner vil de også kunne bidra til å øke omfanget av FoU og innovasjon blant mindre bedrifter i næringslivet. Kapittel 4 ser nærmere på PE-aktørenes rolle som utvelger av prosjekter og bedrifter med livets rett, såkalt seleksjon. Aktivt eierskap er ikke nødvendigvis et gode i seg selv. Den aktive eierene må også besitte kompetanse og ressurser som utvider bedriftens mulighet til å skape verdier og lønnsomhet. I kapittel 5 ser vi nærmere på hvilke eieregenskaper hos PE-aktørene som bidrar til høyere verdiskaping og avkastning. I kapittel 6 foretar vi en vurdering av behovet for tilførsel av statlige midler til PE-bransjen, eksempelvis gjennom fond-i-fond-strukturer.

2 FRA LØNNSOMHET TIL VERDISKAPING

Det skrives mye om PE-bransjen både i vitenskapelige tidsskrifter, i finanspressen og i bransjetidsskrifter, men det meste som skrives handler om bransjens evne til å skape lønnsomhet for eierne i form av avkastning på investert kapital. Dette kommer ikke som noen overraskelse etter som lønnsomheten er bransjens selve «*raison d'être*». Men når PE-fondene inntar en stadig viktigere rolle på finansmarkedene blir det også naturlig å rette søkelyset mot investeringenes evne til å skape verdier for andre interessenter i samfunnet. Det er kanskje litt overraskende at faglitteraturen gir indikasjoner på at lønnsomheten i tilknytning til PE-investeringer ikke avviker særlig fra den man finner i mer tradisjonelle investeringer på børsen. Samtidig viser litteraturen at bedrifter med PE-fond på eiersiden har høyere vekst i omsetning, sysselsetting og verdiskaping enn andre bedrifter. Nedenfor tar vi en snarvisitt innom debatten om PE-fondenes lønnsomhet for deretter å gå mer i dybden på diskusjonen rundt evnen til å skape verdier for samfunnet.

2.1 Kort om private equity og lønnsomhet

Aktører med eierandeler i PE-fond binder opp sin kapital over en relativt lang periode. Denne bindingen gjør det vanskelig å identifisere avkastningen på investeringene før fondene er terminert. En vanlig tilnærming til dette problemet er å anvende avkastningsmålet internal rate of return (IRR) som både tar hensyn til betaling av forvaltingshonorarer, rentekostnader, tidspunkt for investering og exit. I følge EVCA (2006c) var den gjennomsnittlige årlige avkastningen på europeiske PE-fond etablert i perioden 1980 til 2005 på 10.3%. Buyoutfond har gjennomgående den høyeste veksten med 13.7% mot 6.3% for venturefond. Dersom man fokuserer på de 25% beste fondene, øker avkastningen til 23%, og for buyout kommer avkastningen helt opp i 32%. Det sentrale spørsmålet er likevel hvorvidt dette utgjør en høyere avkastning enn i alternative aktivklasser.

Kaplan og Schoar (2005) viser at det kun er små avkastingsforskjeller mellom investeringer foretatt gjennom amerikanske PE-fond og børsinvesteringer i S&P500. Analysen føyer seg inn i en lang rekke vitenskapelige studier som finner tilsvarende mønster², men

² Se Norges Bank (2006) for en god og kortfattet gjennomgang av litteraturen.

Kaplan og Schoar (2005), Lerner, Schoar og Wong (2004) og Heel og Kehoe (2005) viser i tillegg at spredningen i avkastning i PE-fondene er mer systematisk enn i andre aktivaklasser. De fondene som gjør det bra ett år, gjør det også systematisk bra i andre år. I tillegg viser Kehoe og Heel (2005) og Alemany og Marti (2006) at disse vedvarende forskjellene i evne til å skape lønnsomhet går hånd i hånd med enkelte tydelige kjennetegn ved forvalterne. Disse kjennetegnene knytter seg til forvalternes kompetanse og beskrives nærmere i kapittel 5.

Det er i utgangspunktet vanskelig å forklare hvorfor PE-bransjen klarer å tiltrekke seg såpass store investeringer når den forventede avkastningen ikke er høyere enn på børsen, særlig i lys av at det hefter en betydelig likviditetspremie ved slike investeringer. Men ettersom enkelte forvaltningsmiljøer gjør det systematisk bedre enn børs, er det naturlig at det strømmer store mengder kapital til aktivaklassen. Disse forvaltningsmiljøene vokser seg dermed store og skaper en økende grad av konsentrasjon av kompetanse i forvaltningsbransjen.

2.2 Private equity og verdiskaping

Under World Economic Forums konferanse vinteren 2007, uttalte en av de mest fremtredende aktørene i PE-bransjen, David Rubenstein fra Carlyle følgende: «*Rather than talk about the jobs created for blue-collar workers, too often people in private equity brag about how much money we make*» (The Economist, 8. februar 2007). Men er det faktisk slik at PE-fondene bidrar til økt sysselsetting i næringslivet og verdiskaping i samfunnet? En ny rapport fra European Venture Capital Association, EVCA (2006b), viser at selskap med PE-fond på eiersiden har skapt en million nye arbeidsplasser i Europa over perioden 2000 til 2004. Dette utgjør en årlig sysselsettingsvekst i selskapene på 5.4%, mot 0.7% vekst i hele økonomien i EU25-området. Bedrifter med PE-fond på eiersiden i EØS-området sysselsatte ca. 6 millioner arbeidstakere ved utgangen av 2004, og 80% av disse jobbet i foretak som kan knyttes til buyout-investeringer. Men det er i de små venturefinansierte selskapene man finner den høyeste årlige sysselsettingsveksten på over 30%. Dersom man fokuserer på den undergruppen av venturefinansierte selskap som baserer seg på spin-offs fra universitetsmiljøene, blir den årlige veksten på hele 60%. Med andre ord kan det se ut som at sysselsettingsveksten blant selskap med PE-investorer er høyere jo mindre foretakene er og jo mer kunnskapsintensive de er. Tilsvarende studier fra de britiske, irske, danske og australske venturekapitalforeningene viser samme positive utviklingstrekk.³

2.2 Problemer knyttet til bransjeanalysene

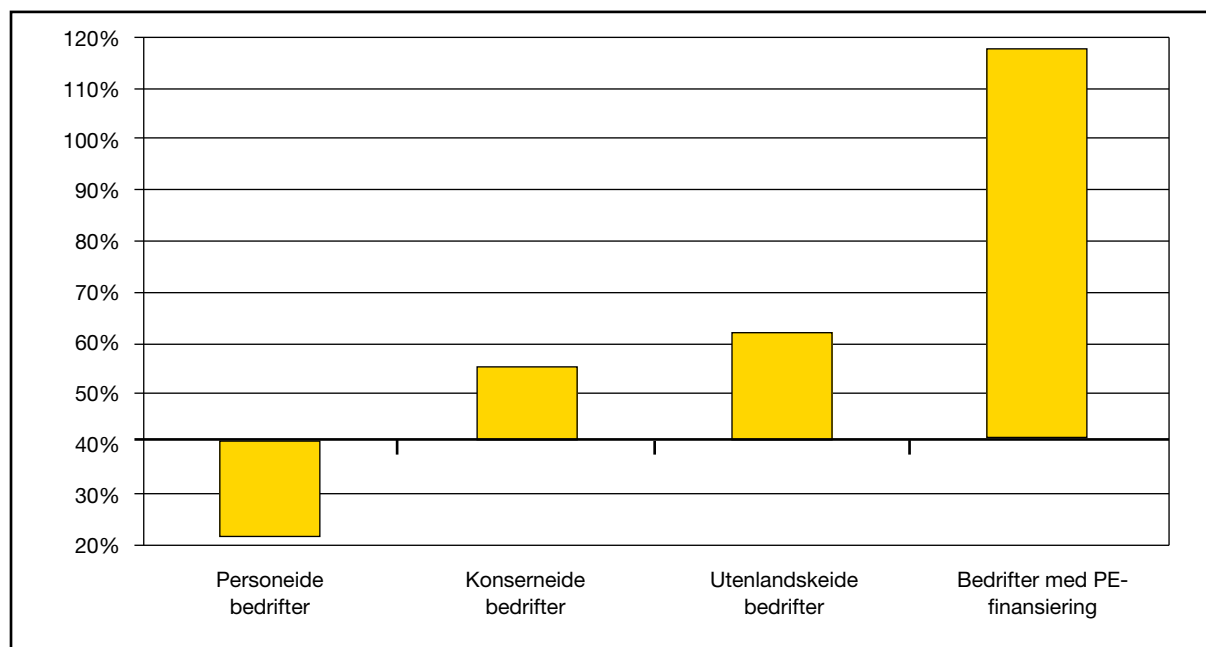
Det er likevel et gjennomgående problem ved disse analysene at man ikke eksplisitt tar høyde for problemer knyttet til undersøkelsenes utvalg av selskap og hva disse sammenlignes med. Det er alt overveiende PE-fondene selv som rapporterer inn data, og de har betydelige incentiver til å vektlegge de positive tallene. I tillegg sammenlignes sysselsettingsveksten med utviklingen i totaløkonomien, og det er uklart om man har tatt ut offentlig sektor, primærnæringer etc. Videre finner en stor andel av ventureinvesteringene sted i tjenestenæringene, og disse næringene kan vise til en helt annen sysselsettingsutvikling enn det vi finner for totaløkonomien. Sist men ikke minst er det et omfattende problem at de foretakene som har gått over ende ikke blir inkludert i analysene.

³ http://www.ivca.ie/economic_impact_study.html
<http://www.bvca.co.uk/>
http://www.vf.dk/download_media.asp?media_id=2208
<http://www.avcal.com.au/html/public/issues06.aspx>

2.3 Hva forteller vitenskapelige studier om sammenhengen mellom PE og verdiskaping?

Alemany og Marti (2005) har gjennomført en vitenskapelig studie av hvordan tilgang på venturekapital påvirker størrelser som sysselsetting, omsetning, bruttomarginer og skatteinbetalinger når man tar hensyn til de metodeproblemene som er beskrevet ovenfor. De har hatt tilgang på alle VC-investeringer i Spanias tre største regioner og har fulgt disse selskapene over en lang tidsperiode. Videre har de foretatt sammenligninger med lignende selskap som ikke har hatt venturekapital inne på eiersiden (såkalt matchinganalyse). Studien viser at selv når man tar hensyn til de metodeproblemene som er skissert over, skårer selskap med venturekapital betydelig bedre enn andre selskap langs samtlige dimensjoner. Disse funnene får tilsvarende støtte i analyser fra Norge. Grünfeld og Jakobsen (2006) sammenligner veksten i verdiskaping (driftsresultat pluss lønnskostnader) i ca 400 selskaper med PE-finansiering med andre selskap uten slik finansiering.⁴ I analysen justeres det for næringstilknytning, størrelse og alder på bedriftene. Foretak med PE-eiere oppnådde ikke mindre enn tre ganger så høy vekst i verdiskapingen over perioden 2000 til 2004 (se figur 2).

Figur 2 Vekst i verdiskaping (2000-2004) fordelt på ulike eiertyper i norsk næringsliv.



Kilde: Grünfeld og Jakobsen (2006).

Også studier fra Sverige bekrefter et mønster hvor bedrifter med PE på eiersiden vokser raskere. NUTEK (2005) viser at porteføljeselskapene til de svenske PE-fondene hadde en årlig omsetningsvekst på 21% over perioden 1999 til 2004. Til sammenligning var veksten i de børsnoterte selskapene på 7%, mens veksten for alle regnskapspliktige selskap i Sverige var på 1.5%. Samtidig er det viktig å fremheve at veksten i de svenske porteføljeselskapene avhenger sterkt av hvilken fase de er i. Selskap med buyout-fond på eiersiden har betydelig lavere vekst i både omsetning og sysselsetting enn porteføljeselskap i tidligere faser. Resultetene fra den svenske undersøkelsen bekrefter i stor grad det mønster som presenteres i EVCA (2006b) der veksten er høyest i selskapene som opererer i venturefasen.

⁴ Analysen ble gjennomført av Lasse B. Lien i forskningsprosjektet «Grenseløs verdiskaping».

2.5 Studier av produktivitet

Å måle en aktørs/aktørgruppes bidrag til et lands økonomisk vekst ved å studere bidrag til sysselsetting og omsetning i bedriftene, er ikke nødvendigvis den beste fremgangsmåten. Både omsetnings- og sysselsettingsveksten kan være ulønnsom eller basere seg på en uheldig allokering av ressurser fra bedrifter eller næringer som kan oppnå større avkastning for ressursene. Hvis dette er tilfelle, kan man få som resultat at denne veksten ikke er gunstig for økonomien som helhet. Det har derfor blitt vanligere å studere bidraget til økonomisk vekst på makronivå gjennom såkalte vekstregnskap der man retter fokus mot produktivitet. Pottelsberghe og Romain (2004) gjennomførte en analyse av denne typen for ventureinvesteringer i 16 OECD-land, inkludert Norge, basert på makrodata. Analysen har som arbeidshypotese at venturekapital både bidrar til teknologisk fremgang gjennom økt FoU og innovasjon, og høyere produktivitet som følge av at bedriftene styrker sin evne til å absorbere og hente inn kunnskap som ligger utenfor bedriftene selv (absorptive capacity). Studien fremhever tre faktorer som bidrar til produktivtetsvekst (målt som total faktorproduktivitet); omfanget av venturekapitalinvesteringer, privat finansiert FoU og offentlig finansiert FoU. Resultatene viser at produktivtetsbidraget fra venturekapital er dobbelt så høyt som bidraget fra privat FoU, mens offentlig FoU ligger et sted i mellom. Men mer venturekapital i et land øker også produktivitetseffekten av FoU. Det kan altså se ut som at ventureinvesteringer ikke bare bidrar direkte til høyere produktivitet, men at de også bidrar indirekte gjennom å gjøre både næringslivets og det offentliges FoU mer produktiv.

Så langt har resultatene fra forskningen vist at PE-bransjens bidrag til verdiskaping er spesielt høy innen venturesegmentet. I likhet med utviklingen i lønnsomhet, vil høyst sannsynlig også bidraget til verdiskaping svinge over konjunktorene, og ikke minst vil dette være relevant for bedrifter som sorterer under kategorien tidligfase. I undersøkelsene vi har referert til har man hovedsakelig fokusert på perioden fra rundt årtusenskiftet til 2005. Dette er en periode som startet med en relativt kraftig nedgang frem til 2003, som deretter ble fulgt av en konjunkturrell oppgang. Det er derfor ikke grunn til å hevde at funnene er sterkt influert av konjunkturmessige faktorer. Man skal likevel være oppmerksom på at resultatene kan være følsomme for analysenes start- og sluttår.

2.6 Er buyoutinvesteringer gunnlig for økonomisk vekst?

Sammenlignet med ventureinvesteringer synes buyout-investeringene å kaste mindre av seg i form av sysselsetting og omsetning. Ettersom disse investeringene utgjør brorparten av investeringene i Europa og USA, er det av stor interesse å identifisere deres bidrag til vekst i totaløkonomien, men så langt er det foretatt svært få studier som ser på produktivtetsutviklingen i selskap med buyout-fond på eiersiden. Buyoutinvesteringer har som hovedhensikt å restrukturere modne selskap, både operasjonelt og finansielt, for å øke den langsiktige lønnsomheten i foretaket. Ofte oppnås restrukturering gjennom rasjonalisering og outsourcing av aktiviteter i selskapet. I enkelte tilfeller deles virksomheten opp i flere selskap for å konsentrere aktivitetene rundt enhetenes kjernekompetanse. Alle disse tiltakene kan bidra til redusert sysselsetting og omsetning i det opprinnelige selskapet, men produktiviteten må opp for å øke lønnsomheten. I følge beregninger presentert i Norges bank (2006) finner man nettopp at den historiske avkastningen i buyoutsegmentet har vært mer enn dobbelt så høy som i venturesegmentet i Europa.⁵ Det er derfor grunn til å forvente at produktivtetsveksten er betydelig høyere i selskap med buyoutfond på eiersiden. Harris, Siegel og Wright (2005) representerer den mest omfattende studien av buyout og produktivitet. Her sammenlignes produktivtetsut-

⁵ I USA er avkastningen derimot svakere i buyout-segmentet. Dette kan reflektere at segmentet har nådd et høyere modningsnivå i USA og at kampen om de gode buyout-casene er hardere i dette markedet, noe som tvinger PE-fondene til å betale en høyere inngangspris, som igjen gir redusert lønnsomhet.

viklingen i 36000 industribedrifter med ca. 5000 bedrifter som hadde erfaring med buyout i England. Studien viste at bedriftene med buyout i utgangspunktet var mindre produktive, men at de viste betydelig høyere produktivitet enn andre bedrifter en stund etter at buyout-eierskapet kom inn. Amess og Wright (2007) påviser også positive lønns- og sysselsettingseffekter i selskap med buyout i England.

Fra et faseperspektiv er dette mønsteret rimelig. Selskap i en tidlig fase krever store investeringer i form av nyansettelser, realinvesteringer etc. Dette slår ikke nødvendigvis ut i økt produktivitet med det første, men fører til høy vekst i sysselsetting og omsetning i begynnelsen av investeringsperioden. Lønnsomheten kan i en tidlig fase være negativ for så å stige raskt senere (den såkalte J-kurven). Det er ikke sjelden at PE-fond selger seg ned i ventureselskap med betydelig gevinst, selv om selskapet fortsatt taper penger. Kjøperne baserer seg da ofte på en positiv utvikling i omsetningen, og verdsetting av ulike aktiva og rettigheter som gir høy forventet langsiktig lønnsomhet. En exit av denne typen vil sjeldnere finne sted i buyout-segmentet da kjøperne forventer omfattende realiseringer av produktivitetspotensialet.

Så langt har vi kun forsøkt å dokumentere empiriske sammenhenger mellom PE-investeringer og sysselsetting, verdiskaping og produktivitet. I de neste tre kapitlene går vi nærmere inn på årsaksforklaringer som kan ligge bak disse sammenhengene. Ikke minst ser vi nærmere på forholdet mellom PE og innovasjon.

3 PE OG TILGANG PÅ RISIKOKAPITAL

Det er liten grunn til å bekymre seg for den generelle kapitaltilgangen i norsk næringsliv. I 2004 satte Finansdepartementet ned en ekspertgruppe (Sandmoutvalget, 2004) som skulle vurdere kapitaltilgangen i norsk næringsliv. Ekspertgruppen konkluderte med at det snarere er for mye enn for lite kapital i norsk næringsliv. Samtidig fremhevet ekspertgruppen at tilgangen på risikokapital til tidligfasebedrifter kan være for lav, selv om kapitaltilgangen generelt er høy.

3.1 Konsensus om mangel på kapital til unge innovative bedrifter

Nye, innovative bedrifter som fortrenger og erstatter eksisterende bedrifter er en viktig kilde til produktivitetsvekst. Selv om det ikke er generell mangel på kapital i Norge, er det mye som tyder på at kapitaltilgangen er fordelt på en uoptimal måte. I følge OECD (2005) er «*Access to financing ... recognised to be a persistent obstacle to the survival and growth of SMEs including innovative SMEs*». EU-kommisjonens White Paper om Financial Services Policy fra 2005 peker på det samme. Særlig er situasjonen vanskelig for unge teknologibedrifter med stort internasjonalt markedspotensial men lang kommersialiseringsfase. I OECD (2005) vises det at risikoprofilen i innovative småbedrifter, i form av manglende ledelses- og organisasjonskompetanse, begrensede markedsrelasjoner og stor andel immaterielle ressurser, gjør det vanskelig å skaffe finansiering fra banker og tradisjonelle investorer. Det er derfor viktig å stimulere eier typer som både har kompetanse til å vurdere bedriftenes forretningsidé, produkter og markedspotensial, og som er villig til å ta tilstrekkelig risiko.

3.2 Fire faktorer som reduserer tilgangen på kapital til tidligfasebedrifter

Gompers og Lerner (1999) peker på fire problemer som reduserer kapitaltilgangen til unge innovative bedrifter: usikkerhet, asymmetrisk informasjon, høy andel immaterielle ressurser og spesifikke forhold i de relevante produkt- og finansmarkedene. Det er stor usikkerhet forbundet med bedrifter i en tidlig fase. Før kommersialisering er det usikkert om teknologien fungerer og hvordan responsen i markedet vil bli. Videre er det vanskelig å vurdere om konkurrentene i markedet vil møte den nye trusselen med mottiltak og om forretningsmodellen er fornuftig.

For å evaluere vekst- og lønnsomhetspotensialet til en bedrift må man ha spesifikk informasjon om bedriftens produkter, organisasjon og kompetanse, samt kunnskap om marked og konkurranseforhold. Gründere som både eier og driver bedriften har større forutsetninger for å besitte denne type informasjon. Dermed oppstår det informasjonsasymmetrier som gjør det vanskelig for investorer å vurdere hvilke gründere som kommer med det beste prosjektet. Dette seleksjonsproblemet, som blant annet er beskrevet nærmere av Myers og Majluf (1984), kan føre til at kapitalmarkedet får trekk av et marked for «mandagsbiler» (Akerlof, 1970).

Et tredje problem unge innovative bedrifter står overfor er at ressursene de besitter i stor grad er immaterielle. Teknologi, markedskunnskap og forretningsmodeller er vanskeligere å beskrive og verdsette enn hva som er tilfellet med fysiske ressurser. Rigger, skip og eiendom er derfor langt enklere å finansiere enn kunnskapsbedrifter.

Variasjoner i produkt- og finansmarkeder er knyttet til temporære variasjoner i kapitalbehov og kapitaltilgang. For eksempel er det en generell oppfatning at tilgangen på kapital var svært god under dot.com-bølgen rundt årtusenskiftet, mens de påfølgende årene var preget av kapitaltørke. De siste to-tre årene har kapitaltilgangen igjen tatt seg kraftig opp. Det er sannsynlig at disse variasjonene slår kraftigere ut for unge innovative bedrifter enn for næringslivet generelt.

3.3 Fools, families and friends

Til sammen fører de fire beskrevne faktorene til at «fools, families, and friends» er den viktigste investorgruppen til gründerbedrifter (Worsøe, 2006). I en undersøkelse av Jakobsen og Lien (2005) av 45 gründerbedrifter som utviklet seg til bedrifter med vedvarende lønnsom vekst, ble 36 finansiert gjennom personlige lån, 35 gjennom oppsparte midler, 28 finansierte bedriften gjennom dobbeltarbeid, 7 levde på familie og venner, 7 hadde finansiering fra private investorer («business angels»), 5 hadde offentlige tilskudd eller lån og 2 hadde venture- eller såkornfinansiering.

Like viktig som å tilføre kapital til nye ideer er det å sørge for at det er de mest lønnsomme ideene som blir realisert. Seleksjonskompetanse krever en kombinasjon av strategisk og finansiell kunnskap, samt substansiell innsikt i bedrifts- og bransjespesifikke forhold. I tillegg krever det tett kontakt mellom eier/investor og gründer (Kehoe og Heel, 2005).

3.4 Seleksjonskompetanse i sentrum

Det er grunn til å tro at aktørene i PE-bransjen har en seleksjonskompetanse som både bidrar til å øke tilgangen på risikokapital til unge innovative bedrifter og til å selektere de gode fra de dårlige ideene. Gompers og Lerner (1999) har vist at venturefond søker mot sektorer og bedrifter hvor usikkerheten er høy, informasjonsskjevheten er betydelig, andelen immaterielle ressurser er stor og markedet er umodent. Årsaken er at det nettopp er i slike situasjoner den potensielle seleksjonsgevinsten er størst. Venturefondene utfører systematiske evalueringsprosesser,⁶ og de er som regel svært spesialiserte. De retter seg mot bestemte næringer, bestemte regioner og bestemte utviklingsfaser og bedriftsstørrelser. I tillegg har partnerne i venturefondene ofte bakgrunn fra bransjene de retter seg mot. Neomed, Teknoinvest, Alliance Venture og Hitec Vision er typiske eksempler på dette fra Norge.

Banker og andre långivere har i utgangspunktet få incentiver til å finansiere unge innovative bedrifter. De har kontraktsfestet kompensasjon og vil derfor ønske å minimere antall tapsprosjekter. De har derfor heller ikke incentiver til å utvikle den samme seleksjonskompetanse som PE-aktørene har. På den annen side kan långivere og andre investorer basere seg på selek-

⁶ Se Frid og Hisrich (1994) for en detaljert beskrivelse av ventureselskapers seleksjonsprosess og en grundig kartlegging av hvilke informasjonskilder som benyttes.

sjonsarbeidet som PE-aktører utfører (de Clercq et al., 2006). PE-aktørene fungerer dermed som «bjellesauer» for andre tilbydere av egen- og lånekapital, slik at PE-finansiering øker sannsynligheten for ytterligere finansiering.

Det er også viktig med finansielle muskler i forbindelse med *ekspansjon*, først og fremst for å etablere seg i nye markeder, men også for å kunne møte priskrig og andre former for aggressiv respons fra etablerte aktører i markedet. PE-aktører tilfører sine bedrifter mer kapital gjennom oppfølgingsinvesteringer enn gjennom initielle investeringer. Dette gjøres fordi bedriftene har behov for kapitaltilførsel i lange perioder, og eierne har bedre styring med bedriftene ved å porsjonere ut kapitalen enn å finansiere hele utviklingen på en gang.

4 PE OG INCENTIVER TIL ENTREPRENØRSKAP

For å sikre at næringslivet blir fornyet er det nødvendig at gode ideer og prosjekter blir realisert. Et implisitt premiss i Sandmoutvalget (2004) er at tilgangen på investeringsprosjekter er eksogent gitt, det vil si uavhengig av egenskaper ved kapitalmarkedet. Denne antakelsen virker lite realistisk. Større og mer kompetente investorer bidrar til å sikre kapital til nyskaping; de fyller nyskapingen med drivstoff. Dermed får potensielle gründere sterkere incentiver til å utvikle sine ideer, simpelthen fordi sannsynligheten for å få realisert dem er større. Omfanget av kapital og entreprenørskap fremstår dermed med gjensidig avhengighet.

4.1 Gjensidig forsterkende mekanismer

Forholdet mellom kapitaltilgang og entreprenørskap er et eksempel på gjensidig forsterkende mekanismer i næringsutvikling. Slike mekanismer er mer generelt formulert i teori om næringsklynger (Krugman, 1991; Porter, 1998). Det er en *gjensidig tiltrekningskraft* mellom kompetente mennesker som søker karrieremuligheter og kunnskapsbedrifter som søker kompetanse, og tilsvarende mellom venturefond som søker prosjekter og gründere som søker kommersialiseringsmuligheter. PE-aktører søker mot arenaer hvor tilgangen på spennende investeringsprosjekter er størst. Dermed trekkes de ofte mot sterke klynger. Den gjensidige tiltrekningskraften mellom gründere og PE-aktører forsterkes av at næringsklynger er kjenntegnet ved høye kunnskapsinvesteringer og rask spredning av kunnskap. Disse mekanismene fører til at innovasjonstakten øker og kommersialisering skjer raskere. Dessuten fører store og voksende miljøer til at muligheten for ytterligere spesialisering blant aktørene styrkes. Det blir for eksempel lettere å bli serie-/parallellgründer fordi exitmulighetene er større. Bjarne Skeie og Jon Gjedebo er eksempler på denne typen gründere i offshorenæringen.

Implikasjonen av de gjensidig forsterkende klyngemekanismene er at man ved å stimulere PE-bransjen også indirekte stimulerer de sterke næringsmiljøene i Norge. Sagt på en annen måte er offentlige fond-i-fond til PE-bransjen et næringsnøytralt virkemiddel med klynge-stimulerende effekt. Det er også et poeng i denne sammenhengen at PE-aktører med bransje- og markedsspesifikk kompetanse gjerne springer ut av sterke klynger, for eksempel Statoil Innovation, Hitec Vision og Alliance Venture.

5 PE OG EIERES VERDIØKENDE ROLLE

I tillegg til at kapitaleiere kan ha god eller dårlig seleksjonskompetanse, kan de både skape og ødelegge verdier i bedriftene de eier. I de to foregående kapitlene argumenterte vi for at PE-aktører bidrar til å styrke kapitaltilgangen til unge innovative bedrifter og til å øke omfanget av entreprenørskap. I tillegg er det grunn til å tro at PE-aktører øker bedrifters innovasjonsevne og evne til internasjonalisering gjennom aktiv og kompetent utøvelse av eierskap. Selv om forsk-

ningen om effekter av private equity fremdeles er begrenset, er det publisert en del forskningsresultater som dokumenter at PE-aktører i stor grad påvirker sine porteføljebedrifters vekst og lønnsomhet. For eksempel fant Kehoe og Heel (2005) at to tredjedeler av forskjeller i PE-aktørers prestasjoner kan knyttes til deres evne til å styrke porteføljebedriftenes konkurransevne. Videre viser Kortum og Lerner (2000) at hver krone investert gjennom venturekapital gir tre ganger så stor effekt på bedrifters tilbøyelighet til å patentere, sammenlignet med en krone investert i FoU.

Det er følgelig enkelte egenskaper ved PE som synes særlig viktige for porteføljebedriftenes suksess. Kehoe og Heel (2005) viser at PE-fond som i utstrakt grad benytter seg av forretnings-spesifikk ekspertise før selve kjøpet gjennomføres, gjør det bedre enn andre PE-fond. Videre bidrar en sterkere incentivering av ledelsen til høyere lønnsomhet, og likeledes er det tydelig at managementselskapets arbeidsinnsats for det nye selskapet de første 100 dagene er avgjørende for den langsiktige lønnsomheten. Alemany og Marti (2006) tar utgangspunkt i et stort panel av porteføljeselskaper og viser at venturefond med lang erfaring bidrar til høyere aktivitetsvekst (sysselsetting og omsetning), mens jo større antall porteføljeselskaper per forvalter, desto lavere blir aktivitetsveksten. Ehrlich et al. (1994) og Rosenstein et al. (1993) indikerer at porteføljebedriftene ser det som særlig verdifullt at PE-fondene bidrar gjennom deltakelse i styre, gjennom å gi strategiske råd og gjennom å rekrutere toppledelse.⁷

Grünfeld og Jakobsen (2006) knytter eiernes evne til å skape verdi i porteføljeselskaper til utøvelsen av tre distinkte roller; drivstoff, styring og komplementering:

- Dyktige eiere *tilfører kapital* i riktige doser og til riktig tid og reduserer dermed tiden fra utvikling til marked – innovasjons- og veksttakten øker.
- Dyktige eiere *tilfører strategisk og finansiell kompetanse* og *styrer* porteføljebedrifter gjennom målformulering, strategivalg, avkastningskrav og incentivering av ledelsen – øker effektiviteten og veksttakten.
- Dyktige eiere *kommuniserer tett med ledelsen* i porteføljebedriftene og *tilfører relevant kompetanse og nettverk* – styrker bedriftenes evne til å realisere sine strategier, for eksempel muligheten til å nå ut på internasjonale markeder

Disse tre rollene korresponderer langt på vei med de seks roller som De Clercq et al (2006) beskriver ventureselskapers verdiøkende aktiviteter langs: Strategisk, finansiell, nettverks-, omdømme-, relasjonell og disiplinerende rolle. En studie av Hsu (2004) illustrerer betydningen av omdømme: Hsu studerte tidligfase-bedrifter som hadde flere tilbud om investering fra ventureaktører, og fant at bedriftene var villig til å selge eierandeler 10-14% billigere til ventureaktører med godt omdømme.

5.1 Om å tilføre ressurser som bedriftene mangler

Bedrifter har ulike behov i ulike faser. Nyetablerte bedrifter har ofte en god idé, men mangler for øvrig det meste. Å bygge en bedrift som skal operere effektivt i et marked er som regel svært tidkrevende. Man må finne personer som har relevant kompetanse og som passer inn i organisasjonen, etablere leverandør- og kunderelasjoner, utvikle IT-systemer, bygge en effektiv administrasjon, etc. Eierne kan bidra til å gjøre kommersialiseringsprosessen raskere og mer målrettet ved å koble nystartede bedrifter med felles behov sammen, for eksempel i en inkubator, og ved å tilføre lederskap, nettverk og lignende. Sårkorn- og ventureselskaper har spesialisert seg på å tilføre denne typen komplementære ressurser.

⁷ Berg-Utby, Sørheim og Widding (2006) finner at porteføljebedriftene til venturefond bare i begrenset grad er fornøyd med tilførselen av kompetanse (smarte penger) fra fondet. Det skal i denne sammenheng pekes på at undersøkelsen ikke relaterer kartleggingen til en kontrollgruppe som kan bidra til å sette resultatene i en sammenheng.

Etablerte selskap har mange av de nødvendige basisressursene, og de har større organisatoriske forutsetninger for å skaffe seg ressurser de mangler. Mange vil imidlertid mangle kraft til ekspansjon, særlig dersom dette krever store investeringer i markedsforståelse, distribusjon, merkevare- og relasjonsbygging. Internasjonale selskaper som besitter denne type ressurser, kan bidra til internasjonal ekspansjon for bedrifter i en vekstfase. Vingmed Sound og Chipcon fikk for eksempel tilgang til internasjonale distribusjonskanaler, markeder og ledelseskompetanse da hhv. General Electric og Texas Instruments kjøpte opp selskapene.

Det er grunn til å tro at komplementære ressurser fra eierne betyr mest for de bedriftene som har svakest ressursbase selv. Trolig er det disse bedriftene som i størst grad vil søke eiere som kan tilføre slike ressurser, for eksempel multinasjonale selskaper med markedsapparat og distribusjonssystemer i mange land.

Behovet for strategisk og finansiell styring og tilføring av komplementære ressurser gjelder ikke bare i unge og ekspanderende bedrifter. Mange modne bedrifter stivner i etablerte strategier, markedskanaler, organisering og arbeidsprosesser. I slike selskaper kan det være et betydelig potensial for produktivetsforbedringer og vekst gjennom restrukturering av virksomheten, i form av ny kapitalstruktur, salg av ufokuserte forretningsområder, outsourcing, divisjonalisering og tydeligere markedsposisjonering. Buyout-fond har spesialisert seg på slike restrukturingsprosesser. Det foreligger få studier av produktivetsgevinstene ved restrukturering, men buyout-fondenes høye lønnsomhet (jmf. Norges Bank, 2006) tyder på at gevinstene er betydelige. Kongsberg Automotive er et godt eksempel i denne sammenheng.

PE-aktører har spesialisert seg på bestemte faser i bedrifters utvikling og har dermed mulighet til å bygge opp en ressursbase som er spesielt tilpasset de utfordringer bedrifter står overfor i denne fasen. Dette illustreres av at hele PE-bransjen er organisert etter bedrifters utviklingsfase; såkorn, venture, ekspansjon og omstilling. På den annen side vil sterk spesialisering i et lite marked gjøre seleksjonsrollen til en utfordring. Det kan simpelthen være for få bedrifter innenfor fondenes spesialområde. Dette er bakgrunnen til at norske PE-aktører i større grad må internasjonaliseres, og til at utenlandske PE-nisjeaktører deltar i utvikling av norske bedrifter.

5.2 Gode og dårlige PE-aktører

Det er ingen automatikk i at PE-aktører bidrar til innovasjon og vekst. Kaplan og Schoar (2005) har vist at det er store stabile avkastningsforskjeller mellom de beste og dårligste aktørene. Dette skiller PE-bransjen fra andre typer kapitalforvaltning hvor avkastning tenderer til å konvertere relativt raskt mot gjennomsnittet (Lerner, Schoar og Wong, 2004). Dette indikerer at PE-aktørenes prestasjonsforskjeller i større grad er basert på konkurransefortrinn som vanskelig lar seg kopiere, for eksempel seleksjonskompetanse, nettverk, strategisk kompetanse og omdømme. Dette er i tråd med innsikten fra strategifagets forskning om lønnsomhetsforskjeller i næringslivet. Om lag to tredjedeler av den forklarte variasjonen i bedrifters lønnsomhet kan tilskrives stabile *bedriftsspesifikke* faktorer, mens kun en tredjedel kan henføres til bransjeforskjeller, det vil si systematiske forskjeller til konkurranseforhold. (Rumelt, 1991; McGahan og Porter, 1997).

6 BØR STATEN INVOLVERE SEG I NÆRINGSLIVET GJENNOM PE?

I innledningen har vi beskrevet PE-fond som en aktivaklasse i kraftig vekst på globalt nivå. Kapitaltilførselen er for tiden god og bransjen bygger gradvis opp en kompetanse som er nødvendig for å bedre lønnsomheten ytterligere. Er det da noe poeng at staten går inn med tilleggs kapital i en slik næring? Fra et næringsøkonomisk perspektiv blir det som oftest pekt på

to vilkår som må være oppfylt for at det skal være samfunnsøkonomisk regningsvarende å intervensere i et marked med statlige virkemidler. For det første må det finne sted en omfattende *markedssvikt*. I kapittel 3 fremhever vi at mangel på kapital til unge innovative bedrifter utgjør et omfattende problem i næringslivet. For det andre kreves det at bedriftene eller næringene ikke selv klarer å organisere eller *koordinere seg ut av markedssvikten*. Dersom kapitaleierne på egen hånd klarer å organisere enheter eller institusjoner i kapitalmarkedet som løser informasjons- og kompetanseproblemet, over ikke alt for lang tid, er det liten grunn til å la myndighetene gå inn med økonomiske virkemidler. Det er også viktig å peke på at staten selv ikke har kompetanse til å sortere mellom gode og dårlige prosjekter i næringslivet.⁸

Fremveksten av PE-fond, særlig rettet mot venturesegmentet, står frem som et godt eksempel på hvordan aktørene i kapitalmarkedet selv klarer å organisere seg ut av en markedssvikt. Dette gjøres ved å finansiere forvaltningsmiljøer (managementselskaper) med relevant finansiell og driftsmessig kompetanse, og både evne og vilje til å utøve aktivt eierskap. Det er dog flere forhold ved kapitalmarkedet, og særlig markedet i Norge, som tilsier at statlig kapitaltilførsel til næringslivet gjennom PE-fond kan gi betydelige samfunnsøkonomiske gevinster dersom tilførselen struktureres på en formålstjenelig måte.

6.1 Behov for å identifisere og utvikle kompetanse i PE-bransjen

En ting er å slå fast at det er markedssvikt forbundet med finansiering av unge innovative bedrifter, noe annet er det å trekke normative implikasjoner av det. Sandmoutvalget, er skeptiske til at myndighetene skal forsøke å rette opp markedssvikten i tilknytning til finansiering av tidligfase-bedrifter:

«Det vil være svært krevende for offentlige myndigheter å skulle kompensere for denne typen informasjonskjevheter. Økt tilgang på kapital vil ikke løse dette problemet, fordi myndighetene vil ha tilsvarende informasjonsproblem som de private investorene når det gjelder å skille de gode prosjektene fra de dårlige.» (Sandmoutvalget, 2004).

Dette er vi enige i. Generell økning i kapitaltilgangen til næringslivet for å styrke tilgangen på risikokapital er et svært upresist virkemiddel hvor gevinstene trolig vil bli mer enn oppveid av redusert kapitalavkastning. Det som skal til for å løse problemet er aktører med tilstrekkelig seleksjonskompetanse. Med det mener vi aktører som er i stand til å identifisere innovative bedrifter med høyt vekst- og lønnsomhetspotensial. Dermed blir kapitalen mer effektivt allokert og både kapitalavkastningen og den samfunnsøkonomiske verdiskapingen øker.

I både innledningen og kapittel 3 har vi vist at PE-miljøet i Norge er lite utviklet sammenlignet med det vi finner i andre europeiske land. Men selv om bransjens aktivitetsnivå er lavt, er det for tiden ikke noe problem å hente inn kapital til nye fond. Problemet ligger først og fremst i mangelen på kompetente forvaltningsmiljøer. Slike forvaltningsmiljøer vokser ikke frem av seg selv, men dyrkes frem gjennom konkurranse mellom miljøene og aktiv seleksjon fra investorenes side. Fordi denne investeringsformen er relativt ny i Norge, vil mange investorer ha problemer med å velge ut de gode PE-fondene. Vi står med andre ord overfor et informasjonsproblem på et annet nivå i kapitalmarkedet; mellom eierene av andeler i fondene (Limited Partners) og de ansatte i managementselskapene (General Partners). Dersom dette problemet forblir uløst, vil svak konkurranse bidra til en dårligere utvikling av kompetansebasen i bransjen, med lavere langsiktig verdiskaping som resultat. Når kompetansen er for dårlig

⁸ Det nevnes ofte som et tredje kriterium at økonomiske ressurser tilført gjennom den statlige næringspolitikken har en kostnad knyttet til det samfunnsøkonomiske effektivitetstapet ved omfordeling av ressurser gjennom skatter, og at disse må tas i betraktning. Det knytter seg stor usikkerhet til størrelsen på dette tapet, men de fleste samfunnsøkonomer innser at kostnadene fort overstiger 15% av skatteprovenyet. Dette er imidlertid irrelevant for vurderinger av statlige PE-investeringer, fordi det ikke krever skattefinansiering.

utviklet hos de som skal plassere kapital i PE-fondene, kan myndighetene bidra til å styrke kompetansen gjennom å sette av ressurser til et eget investeringsmiljø der det nettopp fokuseres på å utvikle metoder for å vurdere kvaliteten i de ulike PE-fondene. Dagens organisering av statlig kapitaltilførsel gjennom fond-i-fond må anses som et godt utgangspunkt for denne typen tiltak. Det statlige fond-i-fondet Argentum synes også å satse stadig større ressurser på å identifisere gode managementselskaper.

OECD (2007) inneholder en bred vurdering av norsk økonomi og føyer seg inn i en rekke studier som peker på at man får liten avkastning på FoU i Norge. Analysen peker på at en av årsakene til dette ligger i mangelen på produktiv kontakt mellom innovasjons- og forskingsmiljøene på den ene siden og kapitalmarkedet på den andre siden. OECD nevner eksplisitt at omfanget av venturekapital i Norge er lavt og at en stimulering av denne investeringsformen vil kunne bidra til å øke kommersialiseringspotensialet knyttet til norsk FoU. Men igjen er det viktig å påpeke at offentlig tilførsel av midler må organiseres slik at kapitalen stømmer til de prosjektene som kaster mest av seg.

6.2 En bølge av selskap som må selges de neste 10 årene

EU har den siste tiden rettet økende oppmerksomhet mot fremtidige problemer i næringslivet drevet frem av demografiske endringer (se European Commission, 2002 og Ovesen og Sandal, 2006). Eldrebølgen har den effekt at et stort antall selskap vil trenge nye eiere i løpet av den neste 10-årsperioden. Anslagene på hvor mange varierer sterkt, men volumet av slike selskap vil sannsynligvis dobles i slutten av perioden sammenlignet med i dag. Med et stort tilbuds-overskudd i markedet for selskapskontroll blir det viktig å etablere aktører i kapitalmarkedet som klarer å ta unna en større del av tilbudet av bedrifter. Man kan med andre ord hevde at det foreligger et behov for å utvikle større kapasitet innen institusjoner som vet hvordan bedrifter skal verdsettes og som kan bidra til å øke aktiviteten i eiermarkedet. Da er det naturlig å fokusere på PE-fondene som aktører som kan fylle denne rollen. Her vil spesielt buyout-kompetansen komme til anvendelse ettersom mange av selskapene som legges for salg på grunn av eiernes alder vil være relativt modne. Dersom staten går inn som omfattende andels-eier i buyoutfond motivert ut fra denne problemstillingen, er det igjen viktig at eierskapet utøves på armlengdes avstand i forvaltningsmiljøer med solid kompetanse. Igjen ser vi derfor at det mest sentrale argument bak offentlige tilførsel av kapital til PE-bransjen, knytter seg til seleksjon og utvikling av kompetanse i næringen.

Avslutningsvis skal det fremheves at vi finner liten grunn til å frykte at investeringer gjennom PE-fond gir lavere kapitalavkastning enn gjennom andre aktivklasser. I lys av den reativt tydelig positive sammenhengen mellom PE-eierskap og sysselsetting, verdiskaping og produktivitetsvekst, er det derfor god grunn til å bidra til at denne aktivklassen får utvikle og modne seg videre gjennom de neste årene. Særlig gjelder dette investorer som har et langsiktig perspektiv på sine investeringer.

Referanser:

- Akerlof, G. (1970): «The market for «lemons»: Qualitative uncertainty and the market mechanism». *Quarterly Journal of Economics*, 84: 488-500.
- Alemany, L. og J. Marti (2005): Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms, working paper - march 2005, Facultad CC. Económicas y Empresariales, Universidad Complutense, Madrid.
- Alemany, L. og J. Marti (2006): Do Venture Capitalists' characteristics affect the performance of the firms they back? working paper - January 2006, Facultad CC. Económicas y Empresariales, Universidad Complutense, Madrid.
- Amess, K., og M. Wright (2007): «The Wage and Employment effects of leveraged buyouts in the UK», *International Journal of the Economics of Business*, forthcoming.
- Berg-Utby, T., R. Sørheim og L.Ø. Widding (2006): «Venture Kapital: Smarte penger?» *Praktisk Økonomi og Finans*, nr 2.
- De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O. og Sapienza, H. J. (2006): «An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy». *Academy of Management Perspectives*, 20, 90-112.
- Ehrlich, S. B., A. F. De Noble, T. Moore, og R. R. Weaver (1994): «After the cash arrives: a comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms». *Journal of Business Venturing* 9: 67-82.
- EU-kommisjonen (2005): White Paper on Financial Services Policy.
- European Commission, Enterprise Directorate-General (2002): *Final report of the expert group on the transfer of small and medium-sized enterprises*.
- EVCA (2006): *EVCA yearbook 2006*, European Venture Capital Association, Belgium.
- EVCA(2006b): Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, Research Paper, European Venture Capital Association, Belgium.
- EVCA (2006c): Pan-European survey of Performance, Research note, European Venture Capital Association, Belgium.
- Fried, V. H. og Hisrich, R. D. (1994): «Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making». *Financial Management*, 23, 28-37.
- Gompers, P og J. Lerner (1999): *The venture capital cycle*. The MIT Press.
- Grünfeld, L. og E.W. Jakobsen (2006): *Hvem eier Norge: Eierskap og verdiskaping i et grenseløst næringsliv*. Universitetsforlaget.
- Harris, R., Siegel, D. og M. Wright (2005): «Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom». *Review of Economic and Statistics*, 87, 148-153.
- Hsu, D. (2004): «What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation». *Journal of Finance*, 59: 1805-1844.
- Jakobsen, E.W. og L.B. Lien (2005): *Vekstskapere i Norge – kilder til vekst*. Stiftelsen Grenseløs verdiskaping/Ernst & Young.
- Kaplan, S. og A. Schoar (2005): Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital. NBER working paper no 9807, Cambridge, MA.
- Kehoe, C og J. Heel (2005): «Why some Private-equity firms do better than others». *The McKinsey Quarterly*, 2005 Number 1.
- Kortum, S.S. og J. Lerner (2000): «Assessing the impact of venture capital on innovation». *Rand Journal of Economics*, Winter.
- Krugman, P.M. (1991): *Geography and trade*, MIT Press. Cambridge, Mass. USA.
- Lerner, J., A. Schoar og W. Wong (2005): Smart Institutions, Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle, NBER working paper no 11136, Cambridge, MA.
- McGahan, A. og M. Porter (1997): «How much does industry matter, really?» *Strategic Management Journal* 18: 15-30.

- Myers, S.C. og N.S. Majluf (1984): «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have». *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
- Norges Bank (2006): Long-term market outlook, Staff Memo, Investment Strategy; Norges Bank, Oslo.
- NUTEK (2005): Utvecklingen för Riskkapitalbolagens portföljbolag 1999-2004, rapport nr. 22/2005, Stockholm.
- OECD (2005): *SME and Entrepreneurship Outlook*, Paris.
- OECD (2007): Norway, *OECD economic surveys*, Paris.
- Ovesen, S. og Sandal, G. (2006): Eierskifter i norske bedrifter, KPB-Rapport, Kunnskapsparken i Bodø.
- Porter, M (1998): «Clusters and the new economics of competition». *Harvard Business Report*, 76 (6): 77-90.
- Pottelsberghe, B. van og A. Romain (2004): The Economic Impact of Venture Capital, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper 18/2004, Frankfurt.
- Reve, T og E.W. Jakobsen (2001): *Et verdiskapende Norge*. Universitetsforlaget.
- Rosenstein, J., A. V. Bruno, W. D. Bygrave, og N. T. Taylor (1993): «The CEO, venture capitalists and the board». *Journal of Business Venturing* 8, no. 2: 99-113.
- Rumelt, R.P. (1991): «How much does industry matter?» *Strategic Management Journal* 12 (3): 167-185.
- Sandmoutvalget, 2004: Kapitaltilgang og økonomisk utvikling. Rapport fra ekspertgruppe som har vurdert Norges kapitalstyrke. Finansdepartementet.
- Worsøe, A. (2006): «En generell introduksjon til Venture Capital og Private Equity». *Praktisk Økonomi og Finans*, nr 2.