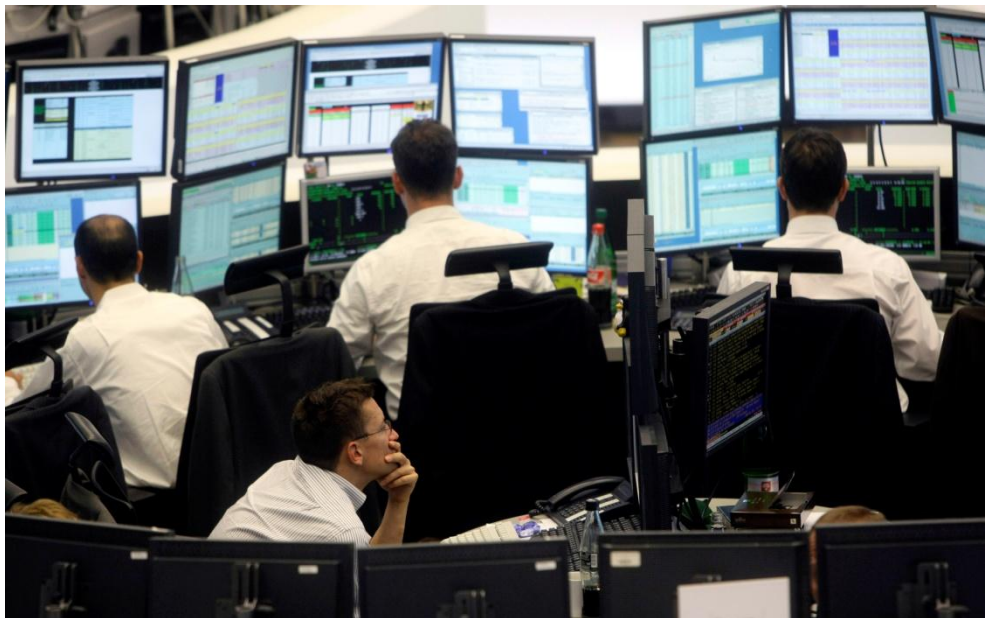


Økt avkastning gjennom regionale forvaltningsmiljø

Scenarier for forvaltningen av statens finansielle formue

13.oktober 2011



Våre vurderinger bygger på faktainformasjon som har fremkommet i intervjuer med en rekke personer i ulike fagmiljøer knyttet til kapitalforvaltning i Trondheim og Norge, samt fra en rekke kilder (se referanseliste i vår rapport). PricewaterhouseCoopers (PwC) har ikke foretatt noen selvstendig verifisering av informasjonen som har fremkommet, og vi innestår ikke for at den er fullstendig, korrekt og presis. PwC har ikke utført noen form for revisjon eller kontrollhandlinger.

SpareBank 1 SMN har rett til å benytte informasjonen i denne rapporten i sin virksomhet, i samsvar med forretningsvilkårene som er vedlagt vårt engasjementsbrev. Rapporten og/eller informasjon fra rapporten skal ikke benyttes for andre formål.

PwC beholder opphavsrett og alle andre immaterielle rettigheter til rapporten samt ideer, konsepter, modeller, informasjon og know-how som er utviklet i forbindelse med vårt arbeid.

Enhver handling som gjennomføres på bakgrunn av vår rapport foretas på eget ansvar.

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse.....	3
1. Innledning.....	4
2. Oppsummering.....	6
3. Oversikt over statens formue.....	8
4. Utfordringer knyttet til forvaltningen av statens formue	12
4.1. Vi underinvesterer i kommersialisering av forskning.....	12
4.2. Vi går glipp av avkastningsmuligheter.....	13
4.3. Ingen bred nasjonal industribygging	16
5. Regional kapitalforvaltning	17
5.1. Norske regionale kapitalforvaltningsmiljøer.....	17
5.2. Internasjonale regionale forvaltningsmiljøer.....	21
6. En nasjonal strategi for kapitalforvaltning og innovasjon	24
6.1. Reallokering av formue og nye mandater muliggjør fremtidig verdiskapning og økt avkastning	24
6.2. Sterke regionale miljøer skaper en bred nasjonal forvaltningsindustri	25
7. Trondheims rolle innenfor en nasjonal strategi	27
8. Referanser.....	28
9. Appendiks	30

1. Innledning

Utgangspunktet for denne analysen er å se på hvordan man kan bygge en bred nasjonal forvaltningsindustri. For å besvare dette spørsmålet har vi gjennomgått dagens forvaltning av Statens finansielle formue, sett på hvilke utfordringer som er knyttet til den, og hvorvidt det kan være behov for å legge om deler av forvaltningen. Vi har deretter, fra et faglig perspektiv, sett på hvilke områder det kan være naturlig å trekke veksler på de regionale miljøene i større grad enn i dag. Avslutningsvis ser vi på hvilken rolle Trondheim kan ta.

Rapporten er forankret i samfunnsøkonomi- og finansforskningen, men er søkt skrevet på en måte som gjør den lettere tilgjengelig. Dette fører til at detaljeringsgraden er noe begrenset og at direkte tekniske diskusjoner er utelatt. Vi henviser til vår referanseliste som gir en oversikt over den mest aktuelle forskningen.

Har vi vilje til å utvikle en bred nasjonal kapitalforvaltningsindustri?

Norge er i dag en av verdens største kapitalister gjennom våre to pensjonsfond samt direkte eierskap i giganter som Statoil, Telenor, Yara og Statkraft. Over 1% av verdens børsnoterte selskaper er eid av Norge. Norge har med andre ord bygget en enorm finansiell ressurs fra oljeressursene. Men i stor grad forvaltes disse pengene av utenlandske forvaltningsmiljøer eller av Norges Bank; vi bygger ikke en egen nasjonal industri fra denne ressursen slik vi har gjort basert på fiske, vannkraft og olje.

200 år som finanstyngdepunkt

Trondheim har en stolt historie som finansby. Institusjoner som SpareBank 1 SMN og Fokus bank har lang historie i Trondheim, SpareBank 1 SMN siden 1823. Norges Bank hadde sitt hovedkontor i Trondheim fra nasjonalbanken ble etablert i 1816 inntil hovedkontoret ble flyttet til Oslo i 1897. Historien har vært preget av dynamikk, og dagens finanssektor i Trondheim er en diversifisert sektor med store aktører som de nevnte to banker, KLP, Kommunekreditt, DnB NOR, Nordea, Danica og Vital. I dag arbeider ca 3 600 (NiT 2010) personer i finansbransjen i Midt-Norge.

Den tradisjonelle trønderske egenkapitalbasen har vært innrettet mot eiendomsinvesteringer, og byen har et sterkt miljø innen industrielt motivert eiendomsforvaltning og -utvikling gjennom kapitalmiljøene i bl.a. Reitan, Realinvest, Kjeldsberg, Koteng, KLP og Basale/OBOS. SIVA har bygget seg opp som en meget kompetent aktør innen industriell utviklingseiendom og infrastruktur, med investeringer både i Norge og Europa.

I 2001 sa næringsminister Grethe Knudsen at det var umulig å etablere et venturemiljø nord for Dovre. I 2011 forvaltes 20% av all venturekapital i Norge fra Trondheim, og det er etablert en sterk og anerkjent klynge med blant annet Viking Venture, Investinor, ProVenture Seed, Midvestfondene, NTNU TTO, Sinvent, Staur og Kverva. Dette viser muligheten til å skape nye miljøer dersom det finnes vilje.

Den klare ambisjonen om å skape nye virksomheter fra forskning ved våre universiteter er få plasser mer tydelig enn ved NTNU. Fra institusjonen med hovedansvar for teknisk-naturvitenskaplige fag skapes det hvert år et vell av nye forretningsideer som kan kommersialiseres, mange med stort internasjonalt potensiale. Kombinasjonen ideskaping og venturekapital gjør Trondheim til et meget slagkraftig senter for utvikling av fremtidens norske industrier.

Hvor går veien videre for Trondheim som senter for kapitalforvaltning og innovasjon?

Det er med dette som bakteppe SpareBank 1 SMN ("SMN") ønsker å synliggjøre utviklingsscenarier for Trondheim som et senter for kapitalforvaltning og innovasjon. SMN vil bidra til en faktabasert analyse som ser på hvilke styrker Trondheim har å bygge videre på, men også hvilke gode miljøer som finnes i de store byene i andre regioner.

PwC ble engasjert for å gjøre denne analysen og vårt team har i perioden mai til oktober 2011 gjennomgått nyere forskning og evalueringer av eksisterende miljøer, intervjuet lederne for de fleste miljøene i Midt-Norge, hatt dialog med øvrige beslutningstakere og interesseorganisasjoner – og etablert et omfattende faktagrunnlag knyttet til denne problemstillingen.

2. Oppsummering

Denne rapporten peker på fire store utfordringer Norge som nasjon står overfor knyttet til (1)kapitaltilgang, (2)porteføljesammensetning, (3)industribygging og (4)sentralisering.

Den første utfordringen er **mangel på egenkapital for norske vekstselskaper**. Dette gjelder unoterte selskaper generelt, og såkorn-segmentet spesielt. De landsdekkende såkornfondene er i praksis tomme for kapital, mens private investorer søker seg til senere investeringsfaser hvor forventet risikojustert privatøkonomisk avkastning er høyere. Ventureinvesteringene i Norge er også synkende, og gjennomsnittsinvesteringen blir stadig mindre. Såkorninvesteringer gir imidlertid betydelige samfunnsøkonomiske gevinster gjennom å bidra til å løfte nasjonens fremtidige verdiskapning. Staten kan realisere denne samfunnsøkonomiske avkastningen ved å bidra med kapital for direkteinvesteringer eller fond-i-fond-investeringer i såkornfasen. I tillegg kan staten øke konkurransen om investeringsobjekter i venture gjennom investeringer i senere fase for å påvirke private investorer til å ta posisjoner i såkorn/tidlig venture for å sikre seg deal-flow.¹

Den andre utfordringen er dagens allokering av statens finansielle formue. **96% av statens egenkapitalinvesteringer er investert i børsnoterte selskaper**. Til sammenligning har den gjennomsnittlige private investor kun 20% av totale egenkapitalinvesteringer i noterte aksjer. Den norske stat har altså valgt å sette sammen sin finansielle portefølje annerledes enn investorer som har rent privatøkonomiske incentiver, noe som er vanskelig å forklare fra et teoretisk perspektiv. Videre viser de fleste studier at øvre kvartil av fond og forvaltere oppnår en vesentlig meravkastning utover børsnoterte aksjer, og det påvises en statistisk signifikant seriekorrelasjon i avkastning. Ettersom det er all grunn til å tro at Norge vil oppleves som en så attraktiv investor at man vil få tilgang til de aller fleste, og dermed beste forvalteres fond, er det sannsynlig at Staten går glipp av meravkastning ved å være ensidig eksponert mot børsnoterte selskaper.

Den tredje utfordringen er at **vi bygger opp forvaltningskompetanse utenfor Norge i stedet for å bygge opp en nasjonal forvaltningsindustri**. Historisk har Norge tatt bevisste politiske valg og reist vellykkede industrier, som skipsfart-, kraft-, og ikke minst olje og gassindustri, basert på naturressurser. Den største ressursen landet i dag besitter er den finansformue disse industriene har bygget opp. Men vi viser nå liten vilje til å utnytte denne kapitalressursen til å reise en ny nasjonal industri.

I den grad forvaltningskompetanse i dag er bygd opp innenlands, er denne **i stor grad sentralisert rundt to miljøer i Oslo**: NBIM og Folketrygdfondet. Dette medfører at 99,8% av statens finansielle formue forvaltes fra et område (Oslo og Akershus) som bare utgjør 23% av Norges befolkning, noe som utgjør et potensielt demokratisk problem med tanke på maktkonsentrasjon. Det begrenser også rekrutteringsmulighetene for forvaltningen, og det gir ikke incitament gjennom konkurranse mellom forvaltningsmiljøer. Dette er den fjerde utfordringen tilknyttet statens finansielle formue vi står overfor.

På andre industrielle områder er det lagt vekt på at industrialisering og nasjonal kompetanseoppbygging skal komme hele landet til gode. Utviklingen av oljeindustrien er et eksempel på dette. Dette har lagt grunnlag for nasjonale strategier og nasjonal konsensus. Dersom også de andre norske regionene får ta del i forvaltningen av denne formuen, vil også disse oppleve en sterk kompetanseoppbygging på dette området. Trolig ville resultatet av en mer balansert tilnærming være en sterkere og mer robust oppslutning om forvaltningens rammer og form.

De fire utfordringene kan angripes i en felles løsning. Løsningen innebærer å utvikle nye miljøer basert på eksisterende investeringsmiljøer utenfor Oslo for å ivareta forvaltningen av nye aktivaklasser. Av eksisterende miljøer har etableringen av Argentum og Investinor vist at det er

¹ En strøm av investeringsobjekter man kan vurdere å investere i.

mulig å bygge konkurransedyktige og slagkraftige miljøer også utenfor Oslo. I tillegg er de store universitetsbyene etablert med sine nisjer: Stavanger har oljerelaterte investeringer gjennom for eksempel Hitec Vision og EnergyVentures, Bergen har fond-i-fond gjennom Argentum, og Trondheim har et sterkt venturemiljø og industrielt eiendomsmiljø. Den skisserte løsningen vil både øke kapitaltilførselen til selskapene som skal stå for morgendagens verdiskapning, øke avkastningsmulighetene på statens finansportefølje, og medføre oppbygging av en nasjonal forvaltningsindustri der vi utnytter landets totale kompetanse og reduserer sentraliseringstakten.

Trondheim kan innenfor denne løsningen bidra med to sterke miljøer som speiler de nasjonale interessene for nye investeringsmandat, og ta et utvidet ansvar ved å:

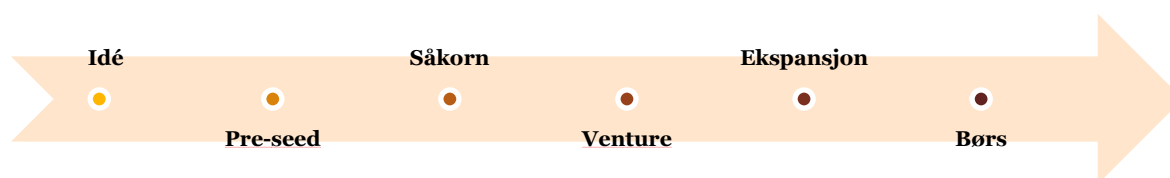
1. Forvalte norske og internasjonale direkteinvesteringer i unoterte selskaper langs hele livsløpet gjennom Investinor og fond-i-fond-investeringer i teknologifokuserte aktive eierfond gjennom et nytt miljø.
2. Bygge videre på de sterke miljøene for industriell eiendomsutvikling og infrastruktur til å forvalte den delen av SPUs eiendomsmandat NBIM ikke har bygget opp kompetanse innenfor.

3. Oversikt over statens formue

Det norske statlige eierskapet omfatter i det vesentligste Statens pensjonsfond utland, Statens pensjonsfond Norge, Statens obligasjonsfond og det direkte statlige eierskapet i norske selskap, forvaltet av henholdsvis Norges Bank Investment Management (NBIM), Folketrygdfondet og departementene.

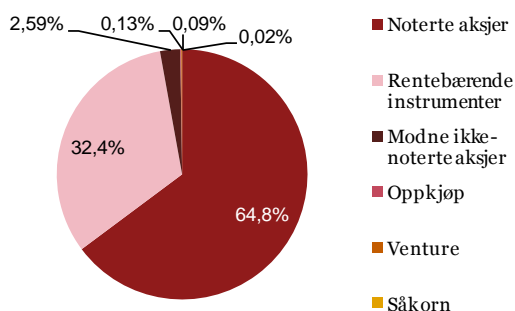
I dette kapitlet vil vi beskrive det finansielle statlige eierskapet i dag, hvordan det fordeler seg mellom aktivaklasser og hvordan forvaltningen er organisert.

Figur 1 - Investeringsfaser

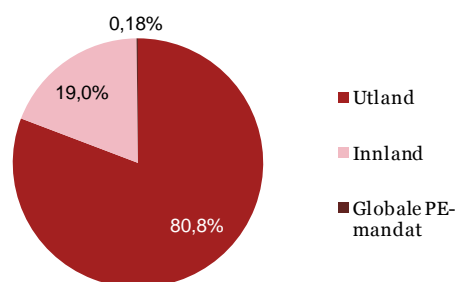


Egenkapitalinvesteringer deles ofte inn etter hvilken fase selskapet er i, hvor man skiller mellom såkorn, venture og moden fase som vist i Figur 1 ovenfor.

Figur 3 - Aktivaklasser



Figur 2 - Geografiske mandat

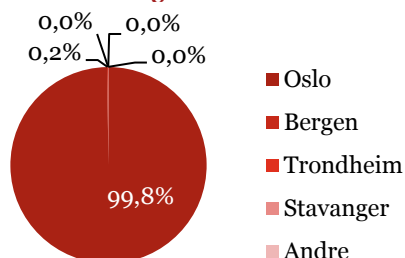


Figur 3 viser hvordan det statlige eierskapet fordeler seg mellom de ulike investeringskategoriene; noterte aksjer, rentebærende instrumenter, modne ikke-noterte aksjer, oppkjøp (også kalt buyout), venture og såkorn.² Som man kan se er andelen utenfor børs liten, og domineres av modne selskaper som Statkraft, Entra og Posten.

Figur 2 viser sammensetningen av statens investeringer fordelt etter hvorvidt investeringsmandatet er innenlands, utenlands eller globalt.³

Som vist i figuren til høyre, er nær all statlig formuesforvaltning basert i Oslo. Etter Finansdepartementets (2011) egne prognoser for SPU vil 99,9% av all statlig formue forvaltes fra Oslo i 2020.

Figur 4 - Geografisk fordeling av statlig formuesforvaltning



² Se Appendiks for detaljer.

³ Med globalt mandat menes aktive eierfond der det investeres både i utlandet og i Norge, og gjelder her fondsinvesteringer gjennom Argentum Fondsinvesteringer AS omtalt nedenfor.

I det følgende diskuteres de ulike formene for norsk statlig eierskap nærmere.

Statens pensjonsfond utland

Statens pensjonsfond utland (SPU) forvaltes av Norges Bank Investment Management og hadde per 31.12.2010 en markedsverdi på MRD NOK 3 077. Av dette var MRD NOK 1 891 (61,5%) investert i noterte aksjer og MRD NOK 1 186 (38,5%) i rentepapirer. SPU har mandat til å investere i børsnoterte aktiva utenfor Norge, med føringer på porteføljevækt mellom ulike verdensdeler. 1.mars 2010 fikk Norges Bank mandat til å gradvis investere inntil 5% av fondet i eiendom, sammen med investeringer i aksjer og rentepapirer på henholdsvis 60% og 35-40% (tidligere 60% og 40%). Første investering i eiendom ble gjennomført i januar 2011 med kjøpet av 25% av Regent Street i London til en verdi av MRD NOK 4,2. I juli kjøpte fondet også eiendom i Paris til en samlet verdi av MRD NOK 5,5.

Forvaltningen er organisert gjennom et hovedkontor i Oslo, og avdelingskontorer i Shanghai, Singapore, London og New York. Ca 10% av forvaltningen er satt ut til eksterne forvaltere⁴.

Fondet følger en utvidet indeksstrategi hvor man tilstreber å matche en indeks, men med lavest mulige kostnader. Utvidet indeksering søker å utnytte prisforskjeller på nært beslektede aksjer eller obligasjoner, blant annet ved å bytte ut aksjer i referanseindeksen med aksjer med tilsvarende egenskaper som er gunstigere priset. Dette kan være innen samme selskap eller eierstruktur. Fondet deltar også i egenkapitalutvidelser der nye aksjer tilbys til lavere priser enn markedsprisen på eksisterende aksjer i referanseporteføljen, eller i børsnoteringer av selskaper som forventes å bli tatt opp i referanseindeksen.⁴

Statens Pensjonsfond Norge

Statens pensjonsfond Norge (SPN) forvaltes av Folketrygdfondet og hadde per 31.12.2010 en markedsverdi på MRD NOK 132,8. Fondet har som mandat å investere 50-70% i noterte aksjer og 30-50% i rentebærende instrumenter. 80-90 prosent av aksje- og renteporteføljene skal plasseres i Norge, mens 10-20 prosent skal plasseres i en nordisk aksje- og obligasjonsportefølje (Danmark, Finland og Sverige). Per 31.12.2010 var 57% plassert i norsk aksjer og 29% i norske rentepapirer, mens andelen i nordiske aksjer og rentepapirer var henholdsvis 9% og 5%.

Statens obligasjonsfond

Også Statens Obligasjonsfond forvaltes av Folketrygdfondet. Fondet ble opprettet i mars 2009 for å bidra til økt likviditet i, og kapitaltilgang til, det norske kredittobligasjonsmarkedet i forbindelse med finanskrisen. Fondet ble tilført en kapital på MRD NOK 50, med mandat om å plassere i kontolån, innskudd og rentebærende instrumenter med utsteder hjemmehørende i Norge. Investert kapital i fondet hadde ved utgangen av 2010 en markedsverdi på MRD NOK 9,3.

Direkte eierskap

Statens direkte eierskap forvaltes av departementene, hovedsakelig Nærings- og handelsdepartementet og Olje- og energidepartementet. Det direkte eierskapet omfatter både selskaper kategorisert som noterte og modne ikke-noterte aksjer, der Statoil ASA, Telenor ASA og DnB NOR ASA er eksempler på noterte aksjer, mens verdien av de modne ikke-noterte aksjene domineres av Statkraft SF. Verdien av de unoterte aksjene er i eierskapsmeldingen satt til bokført verdi, noe som i beretningen antas å være konservativt vurdert, og at selskaper med såkalt sektorpolitiske mål ikke er verdsatt. Vi har anvendt eierskapsmeldingens verdiestimer for denne type selskaper.

Statens direkte eierskap omfatter også **Argentum Fondsinvesteringer AS** (100%), under forvaltning av Nærings- og handelsdepartementet. Dette selskapet plasserer etter en fond-i-fond struktur i aktive eierfond, både venture- og oppkjøpsfond. Per august 2011 bestod porteføljen av

⁴ Kilde: NBIMs hjemmesider, oppdatert 27.04.2011

55 fond med totalverdi MRD NOK 7,4 ⁵, hvorav andelen venture- og oppkjøpsfond var henholdsvis 33% og 67%.⁶ Argentum investerer først og fremst i fond med globale mandat, med nordiske PE-fond som spesialisering. I tillegg er 6% av den totale fondsporteføljen mandat kun for Norge.

Også **Investinor AS** foretar investeringer som et aktivt eierfond, med mandat om å investere i internasjonalt orienterte og konkurransedyktige norske bedrifter i tidlig vekst- og ekspansjonsfase. Selskapet eies 100% av Innovasjon Norge, som igjen eies av staten ved Nærings- og handelsdepartementet (51%) og fylkeskommunene. Investinor skal ha et særskilt fokus på satsingsområdene miljø, energi, reiseliv, marin og maritim sektor, og kan maksimalt eie 49% av aksjekapitalen i sine porteføljeselskaper (investering etter matching-prinsippet). Per 30.06.2011 hadde selskapet investert og kommitert MNOK 969 ⁷ i til sammen 21 selskap, alle i venture-fasen. Den totale forvaltningsrammen på MNOK 2 200 ble foreslått utvidet med MNOK 1 500 i Statsbudsjettet for 2012.

Såkorndfondene

De statlige såkorndfondsordningene ble opprettet i to bølger i perioden 1998-2008, og administreres av Innovasjon Norge, med eksterne forvaltningsselskap som forvaltere av kapitalen. Alle fondene er organisert som aksjeselskap med private aktører som aksjonærer (limited partners), mens staten tilfører kapital gjennom ansvarlig lånekapital. I tillegg ble det etablert et eget såkorndfond for Møre og Romsdal, finansiert gjennom et ansvarlig lån fra Møre og Romsdal fylkeskommune. Tabellen nedenfor gir en oversikt over fondene, deres forvaltere og investert kapital ⁸:

Tabell 1 - De 16 såkorndfondene

	Fond	Mandat	Sted	Total kapital investert (MNOK)	Offentlig andel	Offentlig kapital investert (MNOK)
Bølge 1	Startfondet AS	Landsdekkende	Oslo	250	50%	125
	Såkorndinvest Sør AS	Regional	Kristiansand	91	50%	46
	Såkorndinvest Nord AS (SINAS)	Regional	Bodø	68	50%	34
	Såkorndinvest Midt-Norge AS (SIM)	Regional	Trondheim	65	50%	33
	Såkorndinvest Innlandet AS	Regional	Brøttum	38	50%	19
	Såkorndinvest AS	Regional	Stavanger	59	50%	30
Bølge 2	Sarsia Seed AS	Landsdekkende	Bergen	112	50%	56
	Såkorndinvest II AS	Landsdekkende	Stavanger	117	50%	59
	ProVenture Seed AS	Landsdekkende	Trondheim	200	50%	100
	Alliance Venture Polaris AS	Landsdekkende	Oslo	163	50%	82
	KapNord Fond AS	Distrikt	Bodø	150	70%	105
	Fjord Invest SørVest AS	Distrikt	Førde	71	62%	44
	NorInnova Invest AS	Distrikt	Tromsø	132	70%	92
	Midvest I AS	Distrikt	Namsos	35	70%	25
	Midvest II AS	Distrikt	Namsos	19	50%	9
	Møre og Romsdal Såkorndfond AS	Distrikt	Kristiansund	45	45%	20
				1 615		877

⁵ Verdien er beregnet som eierandel*fondsstørrelse*NOK/fremmed valuta, der eierandel og fondsstørrelse fremgår av selskapets hjemmeside, Argentum Fondsinvesteringer (2011).

⁶ De to fondene som av selskapet er definert "Venture, Small/mid-cap buyout" er her klassifisert som venture.

⁷ Beløpet inkluderer kommitert kapital og kapital i forhandlinger, Investinor (2011).

⁸ Tallene for bølge 1-fondene er hentet fra Menon (2009), mens tallene fra bølge 2-fondene er innhentet direkte fra fondene i august 2011.

Av totalt 16 fond, er fem av fondene landsdekkende, mens de andre enten er regionale eller distriktsrettede. Ett av fondene (Såkorinvest Innlandet AS) er nedlagt. De distriktsrettede fondene er avgrenset til å investere i unoterte SMB-bedrifter i næringssvake kommuner. I disse fondene er andelen offentlig kapital tilført som ansvarlig lånekapital fra staten høyere enn i de øvrige (70% heller enn 50%), med unntak av Midvest II.

Tabell 2 - Tilgjengelig kapital til nye investeringer per 30.06.2011

Fond	MNOK
Sarsia Seed AS	42
Såkorinvest II AS	38
Pro venture seed AS	0
Alliance Venture Polaris AS	17
	97

Såkorfondene har en samlet forvaltningskapital på MRD NOK 3,3, hvorav MRD NOK 1,5 er investert per august 2011. Per 30.06.2011 var det begrenset med kapital tilgjengelig i de landsdekkende fondene i bølge 2, og kun 10% av kapitalen gjenstod til investeringer i nye såkornbedrifter, som vist i Tabell 2 til høyre. Det forventes å være tilnærmet tomt for kapital for nyinvesteringer i løpet av 2011.

I 2009 ble ordningen for statlig finansierte såkornfond evaluert av Menon Business Economics,⁹ som anbefalte en videreføring av ordningen, men med enkelte endringer, bl.a. knyttet til rente og maksimalgrensen på kapital kanalisert til en enkelt investering. Rapporten anbefalte videre at nye såkornfondordninger burde baseres på større, landsdekkende fond, og med staten inn også på eiersiden. I Statens eierberetning 2010 (Nærings- og handelsdepartementet, 2010) ble det annonsert at regjeringen ville legge frem forslag om etablering av nye landsdekkende såkornfond.

I Nærings- og handelsdepartementets budsjettproposisjon for 2012 blir det varslet at Regjeringen på egnet måte vil komme tilbake til Stortinget med forslag om landsdekkende såkornfond, og at Regjeringen for nye såkornfond vil vurdere hvordan det kan legges til rette for å gi insentiver for best mulig forvaltning av statens verdier.

⁹ Se Menon (2009).

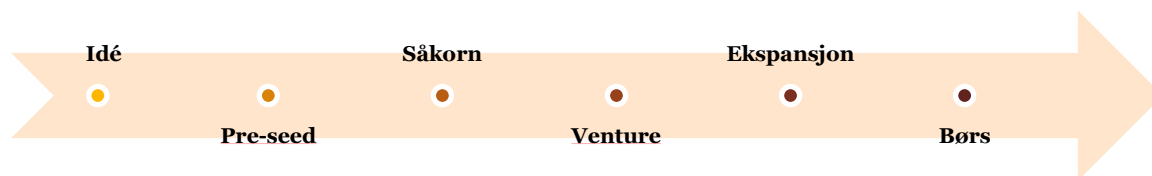
4. Utfordringer knyttet til forvaltningen av statens formue

Forvaltningen av statens formue, slik denne er beskrevet i forrige kapittel, står overfor flere store utfordringer. Dette er tema for Kapittel 4.

4.1. Vi underinvesterer i kommersialisering av forskning

For verden sett under ett skjer bare 20% av verdiskapningen i børsnoterte selskaper¹⁰, og det er liten grunn til å tro at andelen er større i Norge siden Norge har et relativt lite utviklet kapitalmarked (Reve et al 2001). Den typiske egenkapitalinvestor har en "home bias" og investerer i sin umiddelbare geografiske nærhet heller enn å spre investeringene sine utover det globale investeringsuniverset (Secru og Vanpee 2007). Tilgangen på kapital for norske vekstselskaper fra utenlandske investorer er derfor begrenset. Kombinert med at Norge som nasjon har svake private eierskapsmiljøer, skaper dette en utfordring knyttet til tilgang på egenkapital. Utfordringen gjelder særlig for unoterte selskaper med liten markedsverdi (i dag), hvor det er grunn til å tro at "home bias" er enda større enn for noterte markeds plasser. Dette er kritisk da unoterte selskaper ofte er teknologibaserte vekstselskaper, nettopp det våre politikere peker på som kilden til verdiskaping i Norge "etter oljen".

I dag er kapitalmangelen særlig tydelig innen såkorn-segmentet i Norge, men det er også en viss debatt om kapitalmangel i andre deler av norsk næringsliv (Sandmo 2004, Grünfeld og Jacobsen 2009). Blant annet er det sterkt synkende investeringer i venture og stadig mindre enkeltinvesteringer¹¹. De landsdekkende såkornfondene i universitetsbyene rapporterer om at de ikke har midler til nye investeringer, og kan dermed ikke finansiere noen nye spin-offs fra forskningen før nye midler er på plass. Situasjonen blir særlig alvorlig når andre miljøer, som for eksempel SINTEFs fond Sinvent AS, baserer seg på co-investorer, og TTO-ene¹² ikke har finansielle muskler til å løfte case uten en dominant andel ekstern egenkapital. I tillegg er det svakere forventet risikojustert privatøkonomisk avkastning i såkorn enn i venture og oppkjøp, slik at private penger søker seg til senere faser. Konsekvensen er full stopp i kommersialisering av norsk forskning nå og de neste årene, noe som potensielt sett kan ha betydelig konsekvenser for nasjonens fremtidige verdiskaping – og ikke minst føre til tap av samfunnsøkonomisk avkastning.



Figur 5 - Kapitalkjeden fra ide til børs

Så lenge det er god tilgang på investeringsobjekter vil private investorer erfaringsmessig søke seg til senere investeringsfaser med mer modne selskaper, og høyere risikojustert avkastning. Dersom konkurransen om "deal flow" økes vil investorene måtte rette blikket mot tidligere fase investeringer for å sikre seg tilgang til investeringsobjekter og fordi mer tilgjengelig kapital erfaringsmessig reduserer avkastningen (Breyholtz og Saga 2011). Dette skjer blant annet i USA

¹⁰ Viking Venture/NVCA 2011

¹¹ Viking Venture/NVCA 2011

¹² Technology Transfer Office – universitetenes kommersialiseringsenheter

nå, hvor det er så sterkt rift om venture-case at partnerne i venture-fond gjør investeringer i såkorn for nettopp å sikre seg deal flow.

Når det er forskjell mellom privatøkonomisk og samfunnsøkonomisk avkastning, som medfører at den samfunnsøkonomiske avkastningen ikke blir realisert, eksisterer det en markedssvikt. En markedssvikt er den klassiske begrunnelsen for offentlig inngripen i frie markeder.

Staten kan realisere denne samfunnsøkonomiske avkastningen på to måter:

- a) Bidra med kapital for direkteinvesteringer eller fond-i-fond-investeringer i såkornfasen
- b) Øke konkurranse om investeringsobjekter i venture gjennom investeringer i senere fase for å påvirke private investorer til å ta posisjoner i såkorn/tidlig venture for å sikre seg deal-flow¹³.

Både "Brende-fondene" og "Ryan-fondene" var basert på den første løsningen. I dag er det trolig for lite kapital i venturefasen i det norske markedet til at den andre løsningen gir stor effekt uten en meget stor kapitaltilførsel.

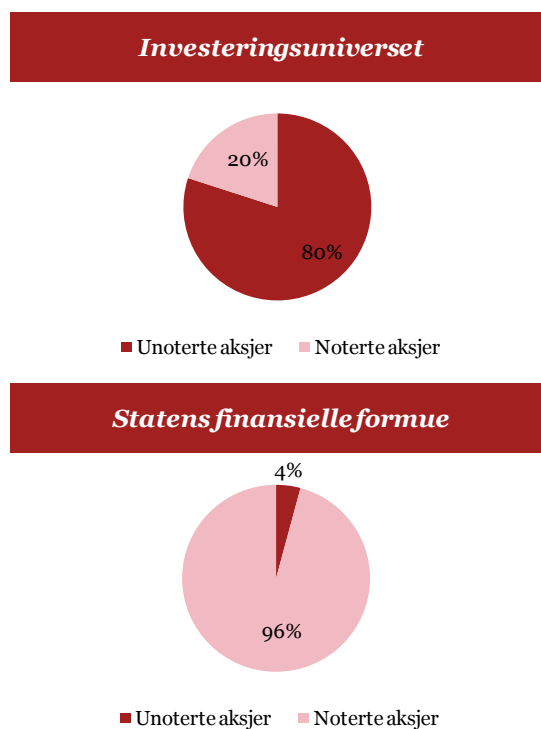
4.2. Vi går glipp av avkastningsmuligheter

Investeringer i unoterte selskaper gir potensielt sett meget attraktiv avkastning¹⁴

Staten har som nevnt aktivt valgt å investere kun i børsnoterte aksjer gjennom Statens pensjonsfond Norge ("SPN") og Statens pensjonsfond utland ("SPU"). Utover dette sitter Næringsdepartementet på en portefølje av unoterte aksjer, både direkte eierskap og gjennom Argentum og Innovasjon Norge. Andelen av statens egenkapitalinvesteringer i unoterte aksjer utgjør imidlertid bare 4% av samlede investeringer, sammenlignet med 80% for den gjennomsnittlige private investor. Den

norske stat har altså valgt å sette sammen sin finansielle portefølje annerledes enn investorer som har rent privat-økonomiske incentiver. Dette er vanskelig å forklare fra et teoretisk perspektiv.

Det er de siste årene gjennomført en rekke undersøkelser som søker å måle avkastningen¹⁵ for en investor på investeringer i unoterte aktiva. Å foreta slike undersøkelser er i utgangspunktet ikke trivielt siden det er varierende grad av transparens i rapportering av avkastning, forskjellig operasjonell og finansiell risiko i porteføljene, vesentlig verdsettelsestekniske utfordringer og ikke minst elementer av bevisst og ubevisst seleksjon i datasettene som analyseres.



Figur 6 - Sammensetningen av Statens finansielle formue per 31.12.2010

¹³ En strøm av investeringsobjekter man kan vurdere å investere i.

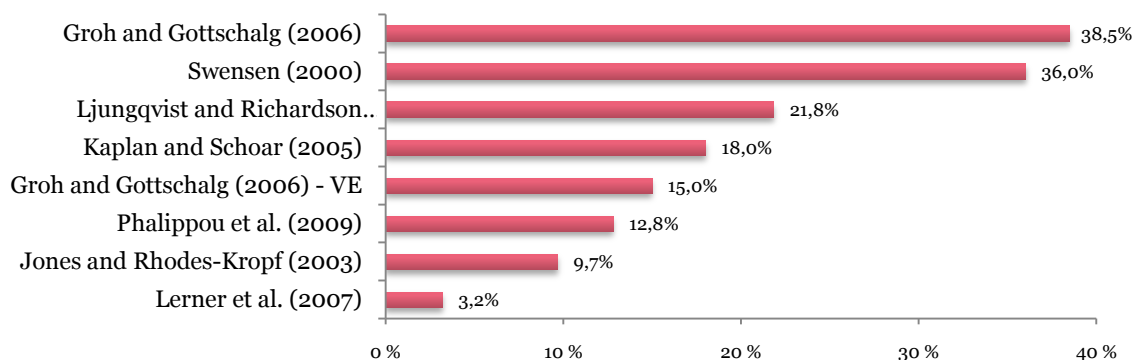
¹⁴ Denne drøftelsen er blant annet basert på Breyholtz og Saga (2010).

¹⁵ Ofte målt som internrenten ("IRR")

Felles for de fleste studiene av avkastningshistorikk er likevel at de finner en kraftig spredning i avkastning mellom de ulike kvartilene som fond og forvaltere grupperes i, og at man kan påvise en statistisk signifikant seriekorrelasjon i avkastning.

Figur 7 nedenfor oppsummerer resultatene fra de enkelte studiene som er gjort. Flertallet av studiene viser en vesentlig meravkastning utover børsnoterte aksjer. Den brede aksjeindeksen S&P500 gav til sammenligning en gjennomsnittlig avkastning (CAGR) på 8,8%¹⁶ i perioden 1988-2010.

Figur 7 – Avkastning (IRR) etter honorarer for aktive eierfond

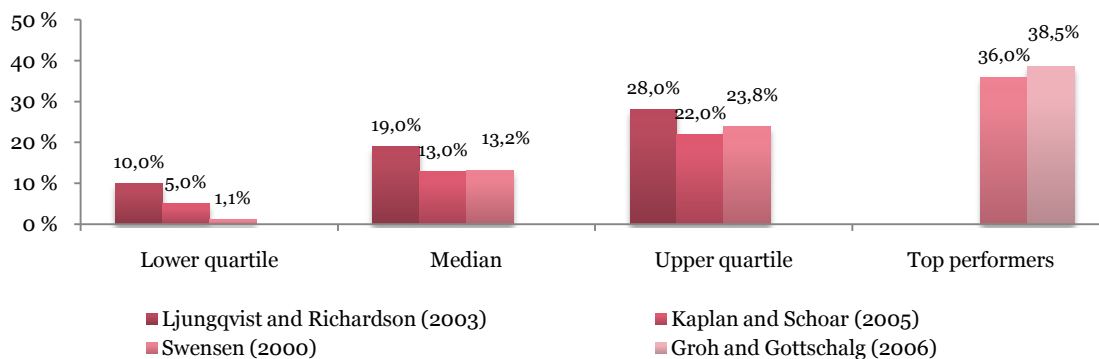


Fagøkonomer og beslutningstakere som hevder at avkastningen i unoterte aktiva er for svak relativt til risiko, viser ofte til studier av Phalippous forskning. Stucke (2011) finner imidlertid at dataene som bl.a. Phalippou og Gottschalg (2009) baserer seg på har en negativ bias, og at studier som baserer seg på samme data som Phalippou og Gottschalg (2009) rapporterer for lav avkastning. Phalippou var Finansdepartementets rådgiver da aktive eierfond-mandat for SPU ble diskutert vinteren 2011, og han utarbeidet en rapport om forventet avkastning for eventuelle PE-investeringer gjort av SPU (Phalippou 2011). Harris, Jenkinson og Kaplan (2011) konkluderer med at både gjennomsnittlige og median aktive eierfond i oppkjøpssegmentet gir meravkastning utover noterte aksjer. Venture-segmentet har ikke gitt meravkastning i ti-året etter år 2000, men gav imidlertid meravkastning gjennom 1980- og 1990-tallet.

Videre viser studiene at det er stor forskjell i avkastningen mellom de dårligste og de beste forvalterne, og også mellom de gjennomsnittlige og de beste.

Figur 8 nedenfor viser gjennomsnittlig avkastning for de enkelte kvartilene fra fire forskjellige studier (obs: noe forskjellig kategorisering mellom studiene).

Figur 8 –Avkastning (IRR) etter honorarer

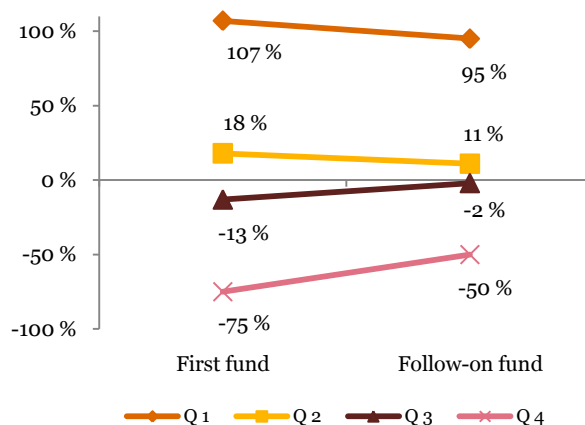


¹⁶ Wikipedia: http://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_500#Market_statistics

Seriekorrelasjon i avkastning gjør at man gjennom god seleksjon av de beste forvalterne kan høste bedre avkastning, dog forutsatt at man får lov til å investere gjennom dem. De beste forvalterne kan velge ut de investorene man ønsker seg, og det er all grunn til å tro at Norge vil oppleves som en så attraktiv investor at man vil få tilgang til de aller fleste forvalteres fond.

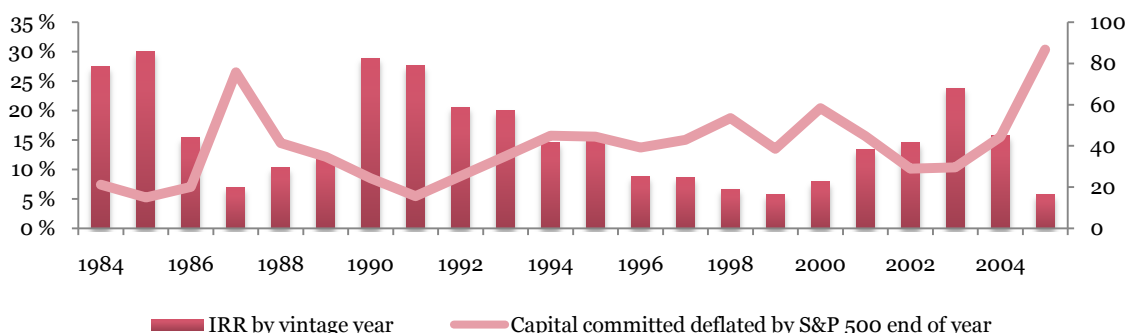
Figur 9 til høyre illustrerer statistisk signifikant seriekorrelasjon i avkastning som Merkaat (2008) finner. Figuren viser relativ avkastning i første og andre fond for forvaltere, delt inn i kvartiler. En forvalter med et fond i øvre kvartil leverer 107% høyere avkastning enn gjennomsnittet på første fondet og leverer typisk 95% høyere avkastning enn gjennomsnittet, og er fortsatt i første kvartil, fra fond 2. Som man også ser av figuren til høyre så er seriekorrelasjonen også tilstede for de svakere kvartilene, men at det er en sterk positiv endring fra fond 1 til fond 2 for de to svakeste kvartilene.

Figur 9 - Seriekorrelasjon (Merkaat (2008))



Et tilleggsmoment som taler for verdien av aktiv forvaltning av investeringer i aktive eierfond er timingperspektivet. Som man ser av Figur 10 nedenfor er avkastningen sterkt motsykkelig med tilgangen på kapital, noe som gir rom for opportunistiske strategier.

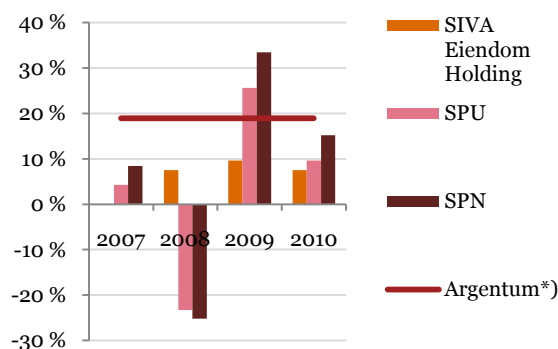
Figur 10 - IRR etter fondsetableringsår (Breyholtz og Saga 2011)



Timingperspektivet sammenholdt med høy og seriekorrelert avkastning gitt tilgang til øvre kvartil forvaltere, gir grunn til å tro at det valget man har tatt om å ekskludere investeringer gjennom aktive eierfond fra Statens finansielle formue medfører lavere avkastning enn man ellers kunne fått.

Det er interessant å se hvilken avkastning Staten har hatt på sine egne investeringer i aktive eierfond. Argentum har investert ca MRD NOK 6 i aktive eierfond på statens vegne, og Figur 11 til høyre viser hvilken avkastning de har skapt, sammenlignet med SPU og SPN. Som man kan se av figuren har Argentum levert en avkastning siden oppstart på i underkant av 20% (IRR), mens SPN og SPU bare i ett av disse årene har klart å levert høyere avkastning. SIVA Eiendom Holding har levert en stabil avkastning i perioden 2008-2009, målt som

Figur 11 - Avkastning 2007-2010



rullerende 5-års egenkapitalavkastning¹⁷. I følge SIVAs egne estimater er egenkapitalavkastningen på de investeringer som er gjort etter at man fikk et klarere kommersielt fokus i størrelsesorden 10-15% per år.

Eiendomsinvesteringene er sterkt begrenset

Som nevnt i Kapittel 3, fikk NBIM i 2010 mandat til å investere inntil 5% av SPU i eiendom, og mandatets overordnede rammer nevner utvikling som del av hva eiendomsporteføljen kan investeres i.

I mandatets krav til diversifisering (§4-6) heter det at banken skal begrense risikoen i eiendomsporteføljen gjennom rammer for... b) investeringer i eiendom under utvikling. Hovedstyret i Norges Bank har basert på dette fastsatt at maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene kan gjøres i eiendom under utvikling. Referanseindeksen for måling av avkastning er videre produsert av Investment Property Databank (IPD), som ikke inkluderer utviklingseiendom i sine indekser (for å unngå å få med bl.a. superprofitteffekter) (IPD Index Guide 2011). Investeringer i utviklingseiendom innenfor dagens SPU-mandat ser derfor ut til å være sterkt begrenset. Det er uklart hvorvidt denne begrensningen tar hensyn til de økte avkastningsmulighetene som ligger i utvikling.

Staten har allerede et organ for investeringer i industriell utviklingseiendom og infrastruktur. Som nærmere beskrevet i Kapittel 5, har SIVA lang og god erfaring med denne type investeringer, også internasjonalt.

4.3. Ingen bred nasjonal industribygging

Norsk økonomisk historie forteller om flere vellykkede industrireisinger basert på naturressurser. Norge er en stor aktør innen marin og maritim industri som følge av vår nærhet til havet og våre fiskeressurser, vi har en stor kraftkrevende industri som følge av våre vannkraftressurser og vi har en internasjonalt orientert og meget konkurransedyktig offshore leverandørindustri som følge av våre olje- og gassressurser.

Denne tenkningen er i liten grad synlig når vi nå har omformet våre naturressurser til en av verdens største kapitalressurser. Gjennom den strukturen man har valgt på forvaltningen av SPU bygger man opp forvaltningskompetanse i private miljøer utenfor Norge og bidrar i liten grad til å utvikle en norsk forvaltningsindustri.

Flere har tatt til orde for at man bør legge til rette for å utvikle en norsk industri, for eksempel gjennom å gradvis flytte forvaltningen av SPU hjem til Norge etter hvert som man bygger opp kompetanse og forvaltningsmiljøer i Norge (Reve et al 2001).

Av den delen av statens finansielle formue som i dag forvaltes i Norge, forvaltes hele 99,8% fra Oslo og Akershus, en region som bare utgjør 23% av Norges befolkning. Forvaltningen er i stor grad sentralisert rundt to miljøer: NBIM og Folketrygdfondet. Dette utgjør et potensielt demokratisk problem siden disse miljøene, som noen av de største investorene i verden innenfor sine mandater, får en stor markedsrett. Å forebygge maktkonsentrasjon og sikre maktbalanser er en av de viktige pilarene i et demokrati. Man kan også stille spørsmål ved om denne tilnærmet totale sentraliseringen er i tråd med politiske mål og vedtak.

¹⁷ Inkluderer også investeringer som ikke er kommersielt begrunnet.

5. Regional kapitalforvaltning

5.1. Norske regionale kapitalforvaltningsmiljøer

Norge er et land fattig på private eiermiljøer. Men til tross for dette har det de siste 20 årene blitt bygget opp flere meget kompetente miljøer i regionbyene Stavanger, Bergen, Kristiansand og Trondheim. I tillegg er det et såkorn/inkubator-miljø i NorInnova i Tromsø.

Disse miljøene har hver sine styrker. Stavangermiljøene har i tillegg til noterte aksjer, kompetanse på aktive eierfond innenfor olje- og gasssektoren. Miljøene i Bergen besitter også kompetanse i forvaltningen av noterte aksjer, og har i tillegg vist resultater i forvaltningen av aktive eierfond, herunder fond-i-fond ved Argentum. I Kristiansand har RASMUSSENGRUPPEN etablert et miljø innen aktivt eierskap, mens Trondheim er blitt venturehovedstaden med sin nærhet til forskningsmiljøene i tilknytning til NTNU. Felles for kapitalforvaltningen i de fire byene er at de har gode resultater å vise til til tross for en veldig liten kapitalbase sammenlignet med Statens Oslo-baserte finansielle formue.

Vi vil i det følgende kort redegjøre for disse miljøene.

Stavanger

SKAGEN Fondene

Forvaltningsselskapet SKAGEN AS ble etablert i 1993, initiert av gründernes interesse for at SR-bank skulle selge sin fondsforvaltningsdivisjon. Kjøpet ble aldri noe av, men SKAGEN ble i stedet etablert med utgangspunkt i gründernes humankapital. Selskapet eies i dag av gründerne samt nøkkelpersoner, og er organisert som et uavhengig partnerskap. Per august 2011 forvalter SKAGEN tre aksjefond og fire pengemarkedsfond. Investeringsfilosofien er aktiv og verdibasert forvaltning med brede mandater, hvor spesialiteten er globale investeringer og investeringene ikke er begrenset til bestemte land eller bransjer. Felles for investeringene er at de gjøres i undervurderte, underanalyserte og upopulære selskaper.

I løpet av 2010 passerte total forvaltningskapital MRD NOK 100, til MRD NOK 110,3, fordelt mellom aksjefondene og pengemarkedsfondene med hhv MRD NOK 102,6 og MRD NOK 7,6.¹⁸ Fondene har oppnådd gode rangeringer fra blant annet ratingbyrået Morningstar, med fem stjerner på hver av aksjefondene SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki. Disse fondene slo for øvrig sine referanseindekser i 2010. Av pengemarkedsfondene er tre av fire fond rangert til fire stjerner av Morningstar, og leverte god avkastning også under lavrenteregimet i 2010.

HitecVision

HitecVision AS er privat eid og startet opprinnelig som et oljeserviceselskap, som tilbyder av kontrollsystemer og instrumentering til oljebransjen. På bakgrunn av den industrielle kompetansen og kapitalen fortsatte selskapet fra 2005 som et rent investeringsselskap i aktive eierfond innen olje- og gasssektoren i Europa og Nord-Amerika. HitecVision forvaltet per august 2011 tre fond; HitecVision Private Equity IV (2006), HitecVision V(2008) og HitecVision Asset Solutions (2010). Selskapet forvaltet også HitecVision III (2002), der samtlige ni porteføljeselskaper ble solgt innen utgangen av 2009.

Per august 2011 har HitecVision en forvaltningskapital på MRD NOK 8,5, fordelt mellom fond IV, V og Asset Solutions med henholdsvis MUSD 300, 816 og 420.¹⁹ Selskapet hadde et resultat før

¹⁸ Tallene er hentet fra selskapets årsrapport, SKAGEN AS (2010).

¹⁹ Tallene er hentet fra selskapets hjemmeside, HitecVision (2011).

skatt lik MNOK 17,6 i 2010, mot MNOK 115,3 i 2009.²⁰ Resultatreduksjonen ses i forbindelse med at selskapet i 2010 ikke lenger mottok eierandeler fra HitecVision III, mens øvrige fond ikke ennå var kommet i en fase der eierne mottar resultatandel.

Energy Ventures

Energy Ventures er et norsk frittstående venturekapitalmiljø med fokus på oppstrøms olje- og gassteknologier, etablert i 2002. De er lokalisert i Stavanger, Aberdeen og Houston. De har investert i totalt 29 selskaper og gjennomført 11 exits. De har en total kommitert kapital på ca MRD NOK 4,5. Energy Ventures har realisert meget god avkastning på sine investeringer, og fikk blant annet 300% årlig avkastning på sin investering i Revus²¹.

Bergen

Holberg Fondene

Holberg Fondsforvaltning AS ble etablert i 2000, og er organisert etter en partnermodell gjennom morselskapet Holberg Forvaltning AS. Fondene selskapet forvalter har et globalt investeringsunivers, med mål om å være ledende forvalter av norske og nordisk fond, og består per august 2011 av fem aksjefond og to pengemarkedsfond.

Ved utgangen av 2010 hadde Holberg Fondene en total forvaltningskapital på MRD NOK 22,8.²² I 2010 hadde de to eldste og største aksjefondene Holberg Norge og Holberg Norden svakere avkastning enn sine respektive referanseindekser. Fondene har imidlertid levert godt over tid. Holberg Norge har i en tiårsperiode hatt en årlig avkastning på 13,1%, 4,9%-poeng mer enn fondets referanseindeks. Holberg Norden har i samme periode hatt en meravkastning på 2,9%-poeng i forhold til fondets nordiske referanseindeks. Pengemarkedsfondet Holberg Likviditet har også levert høyere årlig avkastning enn fondets referanseindeks siste 10 år, og slo referanseporteføljen også i 2010.

Borea

Borea Holding AS er et investeringsselskap etablert med basis i privat finansiell kapitalbase, der hovedaksjonærer er selskaper eid av Fritz Rieber, Trond Mohn, Morten Ulstein, Helge Møgster og deres familier. Selskapet har i dag virksomhet både innen forvaltning av børsnoterte verdipapirer gjennom Borea Asset Management, og aktivt eierfond gjennom selskapet Borea Opportunity Management. Borea Opportunity Management ble etablert i 2006 og investerer i unoterte selskaper med vekstpotensiale. Eiendom og shipping, samt selskaper i ekspansjonsfasen er utelatt fra investeringsuniverset. Borea Asset Management ble etablert i 2005 og har avtale om forvaltning med fire investeringsselskaper, i tillegg til å forvalte og administrere to spesialfond, Borea Global Equities og Borea European Credit, som investerer i henholdsvis egenkapitalinstrumenter og gjeldsinstrumenter.

Per august 2011 hadde Borea Holding totalt en forvaltningskapital på MRD NOK 2,2, fordelt jevnt mellom Opportunity Management og Asset Management.²³ I 2010 hadde selskapet et resultat før skatt på MNOK 19,6.²⁴

Argentum

Argentum Fondsinvesteringer AS er et statlig eid investeringsselskap etablert i 2001. Dette som en del av statens kapitalforvaltning, hvor staten har som mål for eierskapet å *få god avkastning på investeringer i aktive eierfond (private equity), å fremme tilgangen til kapital for selskaper i en utviklingsfase gjennom saminvesteringer i slike fond med private investorer, og å bidra som investor til en videreutvikling av private equity-bransjen* (Nærings- og handelsdepartementet, 2010). Argentum investerer etter en fond-i-fond struktur, i både venture- og oppkjøpsfond, der fondene først og fremst i fond har globale mandat, med nordiske PE-fond som spesialisering.

²⁰ Se selskapets årsrapport, HitecVision AS (2010).

²¹ Aftenbladet (2008)

²² Se selskapets årsrapport, Holberg Fondsforvaltning AS (2010).

²³ Tallene er hentet fra selskapets hjemmeside, Borea Holding (2011).

²⁴ Tallene er hentet fra ProffForvalt (2011).

Per august 2011 bestod porteføljen av 55 fond med totalverdi MRD NOK 7,4.²⁵ Argentum leverte i 2010 sitt beste resultat noensinne med et resultat før skatt på MRD NOK 1,01. Selskapet hadde da siden etableringen levert en årlig avkastning på investeringene på 18,9%. Til sammenligning hadde øvre kvartil av Europas aktive eierfondsforvaltere en årlig avkastning i samme periode på 4,6%, mens Oslo Børs i samme periode hadde en årlig avkastning på 11,3%.²⁶

Kristiansand

RASMUSSENGRUPPEN

RASMUSSENGRUPPEN er et familieeid konsern, etablert i 1936 som et internasjonalt skipsrederi. Med utgangspunkt i den finansielle kapitalbasen som er blitt bygd opp siden den gang, driver konsernet i dag virksomhet innen fire forretningsområder: finansielle investeringer, eiendom og eiendomsutvikling, skipsfart og verdipapirhandels- og kapitalforvaltning. De finansielle investeringene gjøres i modne selskaper med etablerte markedsposisjoner og tilfredsstillende resultatutvikling og kapitalavkastning. Denne delen av virksomheten drives gjennom morselskapet RASMUSSENGRUPPEN AS, samt tre heleide datterselskaper. Verdipapirhandel- og kapitalforvaltningsvirksomheten gjelder en 21% eierandel i Arctic Securities ASA, ervervet i 2010.

RASMUSSENGRUPPEN hadde per 31.12.2010 en total kapital på MRD NOK 12,0, og et resultat før skatt i 2010 på MNOK 670.²⁷ Det er virksomheten innen finansielle investeringer som står for MNOK 633 av resultatet før skatt i 2010.

Trondheim

Viking Venture

Viking Venture Management AS ble etablert med bl.a. Orkla på eiersiden i 2001 og er privat eid som et partnerskap. Selskapet investerer i venture-segmentet, med investeringsfokus på norske teknologiselskaper innen elektronikk/programvare, olje og gass, og materialer og ren teknologi. Viking Venture tar betydelige eierandeler i sine porteføljeselskaper, og har siden oppstart etablert tre fond.

Viking Venture har en forvaltningskapital på MRD NOK 1,2, investert i over 31 porteføljeselskaper.²⁸ Fra de to første fondene er det blitt solgt eller børsnotert 10 selskaper med betydelig gevinst, der salget av Nacre AS ble kåret til Best Venture Exit of the Year i Norden i 2007 av Nordic Unquote. For øvrig ble et av porteføljeselskapene Viking Venture III eier sammen med ProVenture Seed og Investinor (se under), GasSecure AS, nylig tildelt Frost & Sullivan European Technology Innovation Award 2011 (Frost & Sullivan 2011).

ProVenture Seed

ProVenture Seed AS er et av fondene i den statlige såkornfondordningen, etablert i 2006 som del av bølge 2. Som i de andre fondene i såkornfondene, er det private aktører som er aksjonærer (limited partners), mens staten tilfører kapital gjennom ansvarlig lånekapital. Andelen statlig kapital i ProVenture Seed er 50%. Fondet har landsdekkende mandat og investerer i såkornselskaper definert fra teknologiverifikasjon til første salg er gjennomført. Bransjefokuset er Energi, IKT, Maritim eller Prosess/Material.

ProVenture hadde per 30.06.2011 investert MNOK 200, jf Tabell 1, og satt av MNOK 40 til oppfølgingsinvesteringer. På dette tidspunktet er det ikke mer kapital tilgjengelig for nyinvesteringer. Fondet publiserte 1.september 2011 en exit ved salget av teknologiselskapet New Index til det japanske storkonsernet Seiko Epson.

²⁵ Verdien er beregnet som eierandel*fondsstørrelse*NOK/fremmed valuta, der eierandel og fondsstørrelse fremgår av selskapets hjemmeside, Argentum Fondsinvesteringer (2011).

²⁶ Se selskapets hjemmeside, Argentum (2011)

²⁷ Se selskapets årsrapport, Rasmussengruppen (2010)

²⁸ Se selskapets hjemmeside, Viking Venture Management (2011)

Investinor

I likhet med Argentum er Investinor AS en forvalter av statlig kapital, og er eid av Innovasjon Norge. Selskapet ble etablert i 2008, med formål *å bidra til økt verdiskaping gjennom å tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter, primært nyetableringer* (Nærings- og handelsdepartementet 2009). Investinor kan maksimalt eie 49% av aksjekapitalen i sine porteføljeselskaper, og må derfor følge privat kapital. Selskapet investerer i internasjonalt orienterte og konkurransedyktige norske bedrifter i tidlig vekst- og ekspansjonsfase, og skal ha et særskilt fokus på satsingsområdene miljø, energi, reiseliv, marin og maritim sektor.

Per 30.06.2011 hadde selskapet investert og kommittert MNOK 969²⁹ i til sammen 21 selskap, alle i venture-fasen. Investinor realiserte i oktober 2011 sin investering i OCAS. Den totale forvaltningsrammen på MNOK 2 200 ble foreslått utvidet med MNOK 1 500 i Statsbudsjettet 2012.

SIVA

SIVA – Selskapet for industrivekst SF er også 100% statlig eid, ved Nærings- og handelsdepartementet. Selskapets hovedoppgave er å bidra til vekst og utvikling av næringslivet i distriktene gjennom å tilføre kapital, kompetanse og nettverk. Da SIVA ble etablert i 1968 var formålet å tilrettelegge næringsseierdom for industri og innovasjon gjennom etablering av industriparkeer. Denne eiendomsvirksomheten drives i dag gjennom det heleide datterselskapet SIVA Eiendom Holding AS, og utgjør fortsatt den største delen av virksomheten. SIVA driver i tillegg innovasjonsaktiviteter med inkubatorer, forsknings- og kunnskapspark, næringshager og industri-inkubatorer. Sammen med andre investorer har SIVA også etablert flere investeringselskaper i såkorn- og venture-segmentet. Selskapet vektlegger saminvesteringer med privat næringsvirksomhet.

SIVAs balanse per 31.12.2010 var MNOK 2 905, der 85% var knyttet til eiendomsvirksomheten.³⁰ På samme tidspunkt hadde konsernet eierskap i 40 eiendomsselskaper, 22 forsknings- og kunnskapspark, 45 næringshageselskaper, 11 såkorn- og ventureselskaper og 10 regionale utviklingselskaper. I en omfattende evaluering av SIVA utarbeidet av Oxford Research og NIBR (S. Johnsen m.fl. 2010), konkluderte rapporten at SIVA arbeider effektivt og har bygget opp et virkningsfullt nettverk for nyskaping og industrivekst.

Kverva

Kverva AS er et privat eid investeringselskap som investerer innen marin sektor. Selskapet ble opprinnelig etablert som et holdingselskap for eierskapet i SalMar AS, og fortsatte etter nedsalg i selskapet som et rent investeringselskap innen samme sektor fra 2007. Kverva investerer gjennom hele verdikjeden i marin sektor, og eier i tillegg til SalMar, flere ikke-børsnoterte selskaper. Utover dette driver Kverva likviditetsforvaltning i norske og internasjonale børsnoterte selskaper innen marin sektor, samt plasseringer i rentepapirer. Fortrinnsvis ønsker selskapet å tilføre sine porteføljeselskaper kompetanse og nettverk gjennom aktivt eierskap i tillegg til kapital. Kverva har en forvaltningskapital på ca 3,5 MRD.

Staur Holding

Staur Holding AS er det private investeringselskapet til familien Østhus, som blant annet har skapt sin formue gjennom næringsmiddelindustri. Staur Holding har investeringer innen en rekke sektorer, både næringsmiddel, fast eiendom, olje og gass og teknologiselskaper. Staur Holding har en total kapital på ca 0,7 MRD.

²⁹ Beløpet inkluderer kommittert kapital og kapital i forhandlinger, Investinor (2011).

³⁰ Tallene er hentet fra selskapets årsrapport 2010, SIVA (2010)

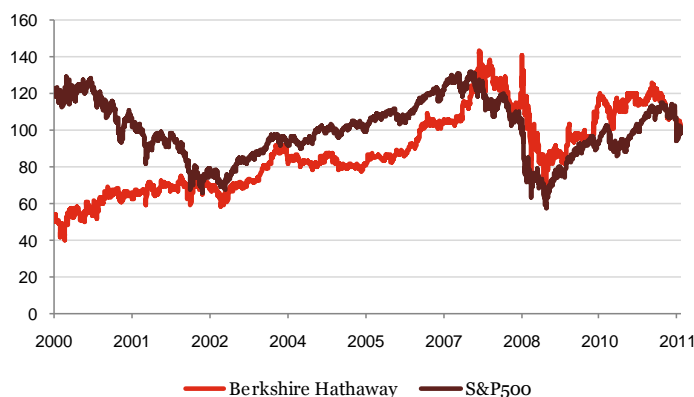
5.2. Internasjonale regionale forvaltningsmiljøer

I en rekke andre land har man klart å etablere sterke regionale forvaltningsmiljøer utenfor hovedstedene. Frankfurt, Zürich, Geneve, Milano, Houston, Glasgow og Omaha er eksempler på dette. Vi vil diskutere de to sistnevnte nærmere i det påfølgende.

Omaha , Nebraska

Den amerikanske byen Omaha i delstaten Nebraska hadde i 2010 ca 400 000 innbyggere, og var med det USAs 42. største by.³¹ Til tross for sin relativt beskjedne størrelse og geografiske plassering har Omaha gått fra å være kjent for landbruk, særlig slakteriarbeid, til å være et stort forretningsentrum. I dag huser byen fem Fortune 500 selskaper: Berkshire Hathaway (7), Union Pacific (153), ConAgra Foods (200), Peter Kiewit Sons' (249) og Mutual of Omaha Insurance (399).³²

Figur 12 - Kursutvikling (indeksert) Berkshire Hathaway og S&P500 (dagens kurs=100)



Union Pacific og ConAgra Foods driver begge innen næringsmiddelindustrien, og deres tilhørighet til

Omaha kan derfor naturlig knyttes til byens røtter i landbruks-næringen. Forklaringen på hvorfor også andre selskaper er etablert i Omaha er ikke like åpenbar, men kan knyttes til lokale enkeltpersoners kapital og valg. Dette gjelder ikke minst Warren Buffett, styreleder og CEO i Berkshire Hathaway, en av verdens rikeste menn og kjent som orakelet fra Omaha. Buffett begynte i 1962 å kjøpe aksjer i Berkshire Hathaway, som på det tidspunktet drev virksomhet innen tekstilbransjen og med hovedkvarter i New Bedford, Massachusetts. Etter at Buffett fikk kontroll over selskapet i 1965 flyttet han gradvis virksomheten fra New Bedford til sin egen hjemby, Omaha, og begynte gradvis å investere i forsikringsindustrien og foreta andre investeringer.

I dag er Berkshire Hathaway et rent investeringsselskap med betydelige andeler i selskaper som Coca-Cola, Wells Fargo, American Express og Wesco Financial Corp. Senest i august gikk selskapet inn og kjøpte preferanseaksjer til en verdi av fem milliarder dollar i den amerikanske storbanken Bank of America. Fra 03.01.2000-06.09.2010 gav aksjene i Berkshire Hathaway en totalavkastning på 87% sammenlignet med en negativ avkastning på 20% for S&P500-indeksen, jf Figur 12. Warren Buffet har offentlig gitt uttrykk for at det neppe hadde vært mulig å oppnå en så god avkastning for Berkshire Hathaway over tid hvis de var etablert på Wall Street, fordi det da hadde vært vanskeligere å frigjøre seg fra "gruppetenkningen" fra de rådende miljøene man i det daglige ville ha omgitt seg med.

Andre lokale, kapitalsterke personer med betydning for Omaha har vært J. Joseph Ricketts, grunnlegger av TD Ameritrade - et stort online meglerhus i USA, og Walter Scott Jr, styremedlem i Berkshire Hathaway og tidligere CEO i Peter Kiewit Sons' Incorporated.

Historien om Omaha er et eksempel på hvordan en mindre sentral by kan ha et finansmiljø basert på en privat kapitalbase og bevisste valg, og det med stor suksess.

³¹ US Census Bureau (2010).

³² Fortune 500 lister de 500 amerikanske selskapene med høyest inntekt, og publiseres av CNN Money (2011).

Glasgow, Skottland

Glasgow hadde i 2010 ca 590 000 innbyggere, er største by, men ikke hovedstad i Skottland. Byen var tidligere kjent som et industrisentrum, men har i senere år vokst frem til å bli et finanssentrum. Mellom 1998 og 2001 vokste finanssektoren med hele 30%, noe som betydelig reduserte forspranget til Edinburgh, som historisk sett har vært senteret for skotsk finanssektor. I 2006 var private investeringer i Glasgow MRD GBP 4,2 – en økning på 22% dette året.³³

Byen huser i dag prestisjetunge investeringsbanker som JP Morgan, Barclays Wealth, RBS og Morgan Stanley, og noen av Storbritannias største forsikringsselskap, som Direct Line, AXA og Norwich Union. I 2011 ble Glasgow rangert som nummer 17 på The Global Financial Centres Index (Z/Yen Group 2011) over topp 20 finanssentre i Europa.

Suksessfaktorene til Glasgow har vært bevisst satsing og utpreget samarbeid mellom det offentlige og private aktører for å tilrettelegge byen for næringsliv og forretninger. Dette gjelder for det første utbygging av næringseiendommer, der Financial Services District (FISD) har vært en storsatsing. FISD-prosjektet er gjennomført som et samarbeid mellom offentlig og privat sektor, og så langt er over MRD GBP 1 investert, hvorav 90% er private investeringer. Siden starten har mer enn 15 000 jobber flyttet inn i området, av dem investeringsbankene nevnt ovenfor. For det andre gjelder tilretteleggingen investeringer i infrastruktur, både fysisk og virtuell, for å sikre lett tilgang til både interne og eksterne marked.

I tillegg har Glasgow god tilgang på kompetent arbeidskraft, men blant annet tre av Skottlands største universiteter i byen: Glasgow, Strathclyde og Caledonian. Til sammen tilbød Glasgow høyere utdanning til i underkant av 70 000 studenter utdanningsåret 2009/2010.³⁴

Historien om Glasgow viser at en mindre by i europeisk sammenheng, som ikke er hovedstad og som ikke har spesielle historiske forutsetninger, kan bli et finanssentrum basert på politiske valg og ved å dra nytte av universitetsmiljøer.

Texas som hedgefondsentrum³⁵

Et annet amerikansk eksempel på suksessfulle finansmiljø utenfor sentrale miljøer, er hedgefondmiljøet i Texas, USA. Texas forvalter hedge-fond til en verdi rundt MRD USD 40, noe som gjør staten femte størst på hedge-fond i USA etter New York, Connecticut, Massachusetts og California. Suksessen kan forklares med nærhet til olje- og gassindustrien, der etterspørselen etter denne type fond er høy. Videre er kostnadene knyttet til kontorbygg og ansatte langt rimeligere enn tilsvarende i eksempelvis New York. At et mindre sentralt forvaltningsmiljø i tillegg har bedre mulighet for å være uavhengig og unngå gruppetekning i forvaltningen, er et siste moment som kan trekkes frem i forklaringen på hedge-fondsuksessen i Texas.

Felles for Omaha og Glasgow er at deres fremvekst som finanssentre er en konsekvens av bevisste private og politiske valg, dog med forskjellige virkemidler. Warren Buffet kunne gjort som mange

	GFCI 9 Rank	GFCI 9 Rating
London	1	775
Zurich	8	665
Geneva	9	659
Frankfurt	14	654
Paris	20	637
Luxembourg	21	630
Munich	25	617
Edinburgh	29	600
Amsterdam	32	593
Dublin	=33	592
Stockholm	=33	592
Madrid	37	588
Brussels	=41	581
Milan	=41	581
Vienna	43	576
Copenhagen	=46	571
Glasgow	=46	571
Rome	48	568
Oslo	53	560

Tabell 3 The Leading 20 European Centres

³³ Tallene er hentet fra Skottlands offisielle hjemmeside, Skottland (2011).

³⁴ Glasgow Economic Partnership (2011).

³⁵ The Economist (2011).

andre kapitalister og lagt forvaltningen sin til New York, men han valgte å bygge videre på miljøet i småbyen Omaha. Politikerne i Glasgow valgte å satse på fysisk og kompetansemessig infrastruktur for å bygge en finanssektor. For Texas sin del så er det nærheten til industrien som er viktigste, samt lave kostnader. Hitec Vision og Energy Ventures er eksempler på vellykkede industrifokuserte aktive eierfond i Norge, ikke unaturlig lokalisert i Stavanger. På samme måte er Viking Venture lokalisert i Trondheim, nært teknologimiljøene ved NTNU.

Tilsvarende er de foran nevnte Skagen- og Holberg-fondene eksempler på vellykkete bevisste lokaliseringsvalg gjort av private – men i Norge. Staten har på sin side også foretatt konkrete valg – men i motsetning til de nevnte private miljøene valgte Staten å sentralisere sin kapitalforvaltning til Oslo. Hvor bevisst dette valget har vært, kan diskuteres. Det kan hevdes at valgene mer har vært en konsekvens av at Norges Bank og Folketrygdfondet fikk sine første aksjemandater, og at det deretter ble ”automatikk” i at disse to Oslobaserte institusjonene skulle beholde sin eksklusivitet også etter at statens formue økte sterkt. Noen inngående behandling av spørsmålet om lokalisering synes ikke å ha vært foretatt av regjering eller storting, slik man vanligvis opplever når staten vurderer å etablere statlig virksomhet *utenfor* Oslo.

6. En nasjonal strategi for kapitalforvaltning og innovasjon

Dette kapitlet skisserer hvordan de fire store utfordringene Norge står overfor, som nevnt innledningsvis og utdypet i Kapittel 4; (1)kapitaltilgang, (2)porteføljesammensetning, (3)industribygging og (4)sentralisering, alle kan løses med en sammenfallende strategi.

6.1. Reallokering av formue og nye mandater muliggjør fremtidig verdiskapning og økt avkastning

Allokér mer kapital til investeringer i unoterte selskaper i Norge

Det er et paradoks at vi lar være å allokere kapital til å utvikle norsk forskning og innovasjon til nye næringer samtidig som vi går glipp av avkastningsmuligheter i samme segment, som beskrevet i Kapittel 4.1 og 4.2. Gjennom Statens pensjonsfond Norge har vi en kapitalbase som skal investeres i Norge og Norden, og Staten har også vesentlige deler av sin finansielle formue investert direkte i Norge – men da primært i svært store og modne selskaper. Dersom en begrenset del av denne norsk-allokerede formuen ble reallokert (innenfor dagens geografiske rammer) mot teknologibaserte vekstselskaper, vil det kunne gi store verdiskapningseffekter og samtidig potensielt kunne gi høy avkastning

Konkret er det flere måter Staten kan gjøre dette på, for eksempel gjennom direkte co-investeringer eller gjennom fond-i-fond-investeringer. Dette vil kreve at Staten enten allokere kapital direkte fra Næringsdepartementet eller Finansdepartementet, eller at man endrer mandatet for SPN slik at de får anledning til å investere i unoterte aksjer. På denne måten vil man også kunne oppnå at private investorer tar posisjoner i tidligere segmenter av kapitalkjeden.

For direkteinvesteringer/co-investeringer bør Staten vurdere å åpne opp mandatet til Investinor slik at Investinor kan ta posisjoner i alle utviklingsstadier for unoterte selskaper, og også en utvidelse av det geografiske mandatet, for eksempel til å dekke Norden.

Lerner og Gurung (2009) finner i sine analyser at selskaper med en ”moderat” andel offentlig venturekapital på eiersiden gjør det bedre enn både de som har ingen offentlig venturekapital eller stor andel offentlig venturekapital blant sine eiere. Dette funnet støtter opp under Investinor-modellen med matching-investeringer hvor den private kapitalen ”disiplinerer” den offentlige.

Gi et eller flere mandater til å investere i unoterte selskaper utenfor Norden

For å få tilgang til potensielt høyere risikjustert avkastning på investeringene utenlands, bør det etableres nye mandater for investering av statlig kapital internasjonalt. Departementet har allerede til vurdering mandater innenfor infrastruktur og miljøinvesteringer.

Mandater kan omfatte både fond-i-fond og direkteinvesteringer. Det kan være naturlig at direkte investeringer av denne art blir tillagt Investinor, som er det etablerte statlige forvaltningsmiljøet for investeringer i unoterte aksjer i Norge. For Investeringer i både Norge og internasjonalt bør et slikt mandat gjelde hele verdikjeden, og ikke som i dag avgrenses til ”tidlig ekspansjonsfase”.

Gi livselskap og pensjonskasser økt tilgang til investeringer i unoterte selskaper.

Kapitalforvaltningsforskriftene³⁶ bør endres slik at det gis økt tilgang til investeringer i aktive eierfond for livselskaper og pensjonskasser. Dette vil bidra til å utvikle også det norske forvaltningsmiljøet for unoterte egenkapitalinvesteringer. Internasjonalt er ”sekkeposten” eller dens tilsvarende bestemmelser i de fleste tilfeller vesentlig større enn 7 prosent. I Sverige kan eksempelvis inntil 10 prosent av de forsikringsmessige avsetninger til forsikringsselskapene plasseres i private equity. Mer restriktive plasseringsbegrensninger i Norge enn i andre land reflekteres også i statistikken som viser at europeiske forsikringsselskap og pensjonskasser i 2008 i snitt stod for 32 prosent av allokeringen av kapital til private equity, en økning fra 26 prosent i 2007.

Så Kornbølge 3 må komme svært raskt

Som påpekt i Kapittel 4.1 er kapitalbehovet særlig stort i såkornsegmentet, som følge av lav privatøkonomisk interesse og tomme såkornfond. Som del av de foreslåtte direkte investeringene i avsnittet over bør derfor Staten snarest etablere en ”såkornbølge 3” innrettet mot de store universitetsbyene Oslo, Stavanger, Bergen, Trondheim og Tromsø. Det bør være et forvaltningsmiljø i hver by, men med landsdekkende og likelydende mandat.

6.2. Sterke regionale miljøer skaper en bred nasjonal forvaltningsindustri

Dersom Norge velger å gå i den retningen vi har skissert i forrige delkapittel, vil det være behov for miljøer som kan forvalte investeringene i unoterte aksjer. Kapittel 5 viste at vi allerede har mange sterke miljøer i flere regioner å spille på. Erfaringene fra andre land viser at man har lykket med å bygge opp sterke regionale miljøer utenfor hovedstedene blant annet i Milano, Frankfurt, Zurich, Geneve, Omaha, Texas og Glasgow – basert på kapitalbase, infrastruktur og vilje.

En del av denne debatten om lokalisering er det klassiske ”infant industry”-argumentet³⁷ som går på at for å kunne bygge opp en nasjonal industri må nasjonalstaten beskytte industrien bak handelsbarrierer. Dette er en strategi som ble brukt av USA gjennom store deler av 1800-tallet og helt frem til 1945, og som anvendes i varierende grad blant mange fremvoksende økonomier i dag (Zedillo 2000). Dette argumentet er kontroversielt fagøkonomisk, siden man har påvist utfordringer både ved å velge hvilke industrier det er riktig å beskytte, manglende incitament til innovasjon gjennom konkurranse og ikke minst faren for ”handelskriger”. Vi har i vårt arbeid ikke tillagt dette argumentet vekt siden det primært er aktuelt i debatten om tildeling av eksterne forvaltningsmandater heller enn etablering av statlige enheter for ”primærforvaltning”³⁸. Samtidig kan en nasjonal politisk beslutning om å plassere ”primærforvaltningen” av nye mandater i strid med sentraliseringskreftene forstås som en variant av dette argumentet. En lokalisering av mandater til Oslo på områder uten internasjonalt ledende miljøer kan også kunne forstås på denne måten.

En beslutning om å lokalisere forvaltningen av nye mandater som for eksempel såkorn, investeringer i aktive eierfond gjennom fond-i-fond eller industriell eiendomsutvikling og infrastruktur utenfor Oslo vil være en politisk beslutning om å bygge en nasjonal industri basert på regionale miljøer. Men det er også en beslutning som man finner støtte for i erfaringer fra andre som har gjort det samme, og rent prinsipielt så vil det være et viktig grep for å redusere maktkonsentrasjon og sentralisering i samfunnet.

³⁶ forskrift om skadeforsikringsselskapers kapitalforvaltning og forskrift om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning

³⁷ Alexander Hamilton var en av de første som formulerte dette argumentet i ”Report on Manufactures” (1790).

³⁸ Forvaltningsmiljøer direkte underlagt Staten, som for eksempel NBIM, Folketrygdfondet, Argentum, Investinor og SIVA.

Behov for et miljø som kan drive forvalter- og fondsseleksjon

Som vi har vist i kapittel 4 er det signifikant seriekorrelasjon i avkastning blant forvaltere av aktive eierfond. I tillegg er dette en aktivaklasse hvor det er sterk syklisitet, og hvor (for) mye kapital fører til lavere avkastning. Dette gir rom for å skape meravkastning gjennom forvalter- og fondsseleksjon, og opportunistiske strategier hvor man søker å ”treffe” markedet.

Dersom deler av Statens finansielle formue skal plassere i aktive eierfond vil det være behov for ett eller flere miljøer som spesialisere seg i å velge forvaltere, velge fond og gjennomføre og følge opp denne type investeringer. Dette miljøet vil ha behov for tung kompetanse om investeringer i aktive eierfond, erfaring fra å drive aktive eierfond og industriell kompetanse. Argentum er trolig det eneste forvaltningsmiljøet i den statlige sfæren som har denne type kompetanse i dag. Det vil derfor være naturlig å gi Argentum en fremskuttet rolle som fond-i-fond-forvalter på vegne av Staten. Men samtidig er det, særlig i det norske markedet, en risiko for at Argentum blir ”for mektig” ovenfor fondene de plasserer penger i. Det kan derfor være hensiktsmessig å dele opp et fond-i-fond-mandat i flere deler, og for eksempel bygge videre på det teknologifokuserte venturemiljøet i Trondheim og energimiljøet i Stavanger på disse områdene. Det er viktig at de enkelte miljøene får tilstrekkelig store mandater til å bygge kritisk størrelse.

Behov for et miljø innen eiendomsutvikling og infrastruktur

Eiendomsutvikling er vesentlig forskjellig fra å investere i investeringseiendom. Det krever en grunnleggende industriell kompetanse, og de mest vellykkede aktørene har gjerne sitt utgangspunkt enten i entreprenør-virksomhet eller som utviklere av eiendom for eget bruk. Eksempler på slike er Kjeldsberg, Reitangruppen, Veidekke, NCC og OBOS. Kompetansebehovet er også avhengig av type utviklingsprosjekter. For eksempel vil industrieiendommer, infrastruktur og næringsbygg/boliger/byutvikling kreve vidt forskjellig kompetanse.

Dersom deler av Statens finansielle formue skal investeres i denne eiendomsutvikling og infrastruktur vil det være behov for et kompetent miljø til denne type investeringer. Staten har allerede et miljø med kompetanse innen industriell eiendomsutvikling og infrastruktur i SIVA. SIVA har også internasjonal erfaring. Dette miljøet kan man bygge videre på, og Trondheim har også en rekke miljøer hvor det finnes tung kompetanse innen øvrige typer eiendomsutvikling.

7. Trondheims rolle innenfor en nasjonal strategi

Den nasjonale strategien skissert i forrige kapittel gir en rekke muligheter for Trondheim. Trondheim er venturehovedstaden med sine venturemiljøer og teknologimiljø, og byen har et vitalt eiendomsmiljø.

Innenfor den nasjonale strategien vil vi peke på fem områder hvor Trondheim har en naturlig rolle:

1. **Investinor utvides ytterligere.** Co-investeringer og direkte investeringer i unoterte selskaper blir en del av strategien for investeringer i Norge og også internasjonalt og Staten har allerede Investinor som redskap for denne type investeringer.
2. **Et av fond-i-fond-mandatene for aktive eierfond legges til Trondheim,** gjerne med vekt på utvelgelse av teknologifokuserte aktive eierfond.
3. **Konkurransedyktige private forvaltningsmiljøer tilføres kapital fra Argentum.** De økte rammene til investering i aktive eierfond i Norge vil bli plassert av Argentum etter kommersielle vurderinger. Dersom Trondheim har gode nok miljøer også i fremtiden vil disse få en bedre kapitaltilgang.
4. **Siva tar ansvar for en del av forvaltningen av statens finansielle eiendomsinvesteringer,** og tar et spesifikt ansvar for industriell utviklingseiendom og infrastruktur global.
5. **Et av de nye landsdekkende såkornfondene** legges til Trondheim. Eksisterende forvaltermiljø i Proventure Seed har levert gode resultater og kan være en aktuell kandidat for å vinne dette mandatet.

8. Referanser

Aftenbladet (2008): Aktive eierfond bidrar stort til industriutvikling, <http://www.aftenbladet.no/energi/kommentar/article632753.ece>

Argentum Fondsinvesteringer (2011), Fund Portfolio, <http://www.argentum.no/Main-categories/Argentum/Portfolio/>.

Borea Holding (2011), <http://www.borea.no>.

Breyholtz og Saga (2010): Is Private Equity a Superior Organizational Form?, Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse, NTNU.

CNN Money (2011): Fortune 500 2011, http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2011/?iid=F_Sub.

Frost & Sullivan (2011): *2011 European Gas Detection Industry Technology Innovation Award*, <http://www.gassecure.com/novus/upload/article/Innovation%20award.pdf>.

Glasgow Economic Partnership (2011): "Skills and Qualifications", *Glasgow economic facts*: http://www.glasgoweconomicfacts.com/Dept.aspx?dept_id=153.

Groh, A. og O. Gottschalg (2006): "The risk-adjusted performance of US buyouts". *Les Cahiers de Recherche* 834.

Grünfeld, L. og Jacobsen, E.W. (2009): *Hvem eier Norge?*, Universitetsforlaget, Oslo.

Harris R., Jenkinson T. og S.N. Kaplan (2011): "Private Equity Performance: What Do We Know?", Social Science Research Network, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1932316.

HitecVision (2010), Årsrapport 2010, http://www.hitecvision.com/htv/publicfile/download/file_database/HitecVision%202010.pdf.

HitecVision (2011), <http://www.hitecvision.com>

Holberg Fondsforvaltning AS (2010), Årsrapport 2010, <http://www.holbergfondene.no/viewfile.aspx?id=1286>.

Investinor (2011), Kvartalsrapport Q2, <http://investinor.no/publications/33/%c3%a5rsrapporter>.

Investment Property Databank (2011): IPD Index Guide Edition 6.

Johansen, S., Furre, H., Brastad, B., Flatnes, A. og F. Gundersen (2010): *Infrastruktur gjør forskjell. Evaluering av SIVA 2002-2008*. Samarbeidsrapport NIBR/Oxford Research AS, Oslo.

Jones, C. og Rhodes-Kropf (2003): *The price of diversifiable risk in venture capital and private equity*. Working paper, Columbia University.

Kaplan, S. og A. Schoar (2005): "Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows", *The Journal of Finance* 60, 1791-1823.

Lerner, J., Schoar, A. og W. Wongsunwai (2007): "Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle". *The Journal of Finance* 62, 731-764.

Lerner, J, og Gurung, A, (2009): The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010, World Economic Forum Working Paper.

Ljungqvist, A. og M. Richardson (2003): *The cash flow, return and risk characteristics of private equity*. NBER working paper, Cambridge.

MENON Business Economics (2009): "Veksthus eller såkorn til spille? Evaluering av ordningen for såkornfond under Innovasjon Norge", MENON-publikasjon nr.5.

NiT (2010): Kartlegging av finansnæringen i Trøndelag 2010, Trondheim, Næringsforeningen i Trondheim Nærings- og handelsdepartementet (2009). *Statsbudsjettet 2009*. St.prop. nr 13 (2009-2010).

Nærings- og handelsdepartementet (2010). *Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi*. St.meld. nr 13 (2010-2011). Oslo, Nærings- og handelsdepartementet.

Phalippou, L.(2011):" An Evaluation of the Potential for GPF to Achieve above Average Returns from Investments in Private Equity and Recommendations Regarding Benchmarking", Social Science Research Network, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1807569 .

Phalippou, L. og O. Gottschalg (2009): "The Performance of Private Equity Funds". *Review of Financial Studies* 22, 1747-1776.

RASMUSSENGRUPPEN AS (2010), Årsrapport 2010, <http://www.rasmussen.no/wp-content/uploads/2011/07/Årsoppgjør-til-nettside-2010.pdf>.

Reve, T., Roland,K. og Norman,V. (2001): Rikdommens problem. Universitetsforlaget, Oslo.

Sandmo (2004): *Kapitaltilgang og økonomisk utvikling* (Sandmo-utvalget). Finansdepartementet

Sercu, Piet M. F. A. and Vanpee, Rosanne, Home Bias in International Equity Portfolios: A Review (August 2007). Tilgjengelig fra SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1025806>

SIVA (2010), Årsrapport 2010, [http://www.siva.no/symfoniny/pubstore.nsf/0/828C001EF3DA0E14C12578940043AE4C/\\$file/SIVA%20SF%202010.pdf](http://www.siva.no/symfoniny/pubstore.nsf/0/828C001EF3DA0E14C12578940043AE4C/$file/SIVA%20SF%202010.pdf).

SKAGEN AS (2010), Årsrapport 2010, https://www.skagenfondene.no/Global/2.0_PDFs/2.7_Annual_Report/Norway/20100201_Aarsrapport-2010.pdf.

Skottland (2011) offisiell hjemmeside: "Let Glasgow Flourish", <http://www.scotland.org/features/item/let-glasgow-flourish/>

Swensen, D. (2000): *Pioneering portfolio management: an unconventional approach to institutional investment*. Free Press, New York.

The Economist (2011): "Stetsons and spreadsheets", *The Economist*, 30. Juli 2011.

US Census Bureau (2010):"United States Census 2010", <http://2010.census.gov/2010census/index.php>.

Viking Venture Management (2011): <http://vikingventure.no/index.asp>.

Zedillo, Ernesto (2000.) Technical Report of the High-Level Panel on Financing for Development. New York: United Nations.

Z/Yen Group (2011): "The Global Financial Centres Index 9", *Financial Centres Futures 1-2011*.

9. Appendiks

Fordeling av statens formue

MNOK	Børs Innland	Børs Utland	Modne ikke- noterte aksjer Innland	Renteberende instrumenter Innland	Renteberende instrumenter Utland	Buy Out Innland	Buy Out Utland	Venture Innland	Venture Utland	Såkkorn Innland	Såkkorn Utland	SUM
Statens pensjonsfond Norge	75 709	12 206		38 424	6 470							132 809
Statens pensjonsfond Utland		1 891 000			1 186 000							3 077 000
Statens obligasjonsfond				9 302								9 302
Nærings- og handelsdepartementet	207 173		82 906									290 079
Kommunal- og regionaldepartementet			4 034									4 034
Landbruks- og matdepartementet			11									11
Samferdselsdepartementet			12 426									12 426
Olje- og energidepartementet	296 104											296 104
Argentum Fondsinvesteringer AS						325 4 620		109 2 371				7 425
Investinor AS								969				969
Såkkornfondene										813		813
Selskaper med sektorpolitiske mål	Ikke verdsatt											0
SUM	578 986	1 903 206	99 377	47 726	1 192 470	325 4 620	1 078	2 371	813	0		3 830 972



Om PwC

PwC tilbyr bransjerettede tjenester innen revisjon, rådgivning, skatt og avgift til offentlige og privateide virksomheter. Basert på et flerkompetansemiljø skal vi bidra til god styring og kontroll hos våre kunder, og positivt påvirke selskapets evne til verdiskapning og utvikling.

Hver dag går mer enn 163 000 mennesker i 154 land på jobb for å hjelpe våre kunder til å lykkes. I Norge er vi over 1500 ansatte representert ved 38 kontorer.

Våre kunder varierer fra noen av verdens mest komplekse organisasjoner til små og mellomstore lokale virksomheter.

I Midt-Norge er vi regionens ledende tverrfaglige kompetansehus innenfor revisjon, rådgiving og skatt/avgift med over 90 medarbeidere og bistår mange av regionens største virksomheter.

Denne rapporten er utarbeidet av medarbeidere i vårt fagmiljø for strategi og analyse i Trondheim.

Kontaktpersoner PwC:

Ansvarlig partner:

Rolf Tørring

T: 95 26 14 00

rolf.torring@no.pwc.com

Prosjektleder:

Stian Gårdsvoll

T: 95 26 14 02

stian.gaardsvoll@no.pwc.com
