

Finans

Et dyrt bekendtskab

Risiko. Ny undersøgelse sår tvivl om pensionskassernes investeringsstrategi - Satsning på unoterede aktier har været en dårlig forretning - Private equity har givet et klart dårligere afkast end investeringer i børsnoterede selskaber - Det viser en gennemgang af pensionskassernes aktieinvesteringer herhjemme i de seneste 10 år - Sektoren satser fortsat stort på private equity-investeringer

Danske pensionskasser og pensionsselskaber er samlet set gået glip af store indtægter de seneste 10 år ved at placere pensionsmidler i unoterede aktier. Afkastet fra investeringer i unoterede virksomheder har nemlig været klart lavere end fra børsnoterede selskaber. Det viser en helt ny analyse af de danske pensionskassers investeringer i private equity - unoterede aktier - i Danmark. Undersøgelsens dokumentation af de unoterede aktiers dårlige afkast kommer samtidig med, at danske pensionskasser for tiden over en bred kam melder ud, at de ønsker at investere mere i *private equity*, først og fremmest ved at skyde penge ind i store kapitalfonde, der for øjeblikket er på aggressive opkøb herhjemme.

Men satsningen på unoterede aktier har været en dårlig forretning for pensionskapitalen. En omfattende analyse af samtlige danske pensionskassers private equity-investeringer i Danmark i perioden 1995-2004 viser nemlig, at afkastet af de unoterede aktier i gennemsnit per år har ligget mere end 5 pct. under afkastet fra danske, børsnoterede selskaber. Analysen er gennemført af Kasper Meisner Nielsen, adjunkt på Institut for Finansiering samt forsker ved Centre for Economic and Business Research på Copenhagen Business School. Se figur 1.

Antallet af danske pensionskasser med investeringer i privat equity har i de sidste 10 år ligget på mellem 36 og 45, og den gennemsnitlige pensionsformue er i tidsrummet vokset betragteligt - fra 11 til 25 milliarder kr. Samtidig har der været store udsving i, hvor stor en andel af pensionskassernes samlede aktieinvesteringer i Danmark, private equity har udgjort. Fra et lavpunkt på knap 9 pct. i 2000, udgjorde pensionskassernes investeringer i unoterede aktier i både 2003 og 2004 mere end en fjerdedel af de samlede danske aktieinvesteringer. Se figur 2.

“Den samlede markedsværdi af pensionskassernes un-

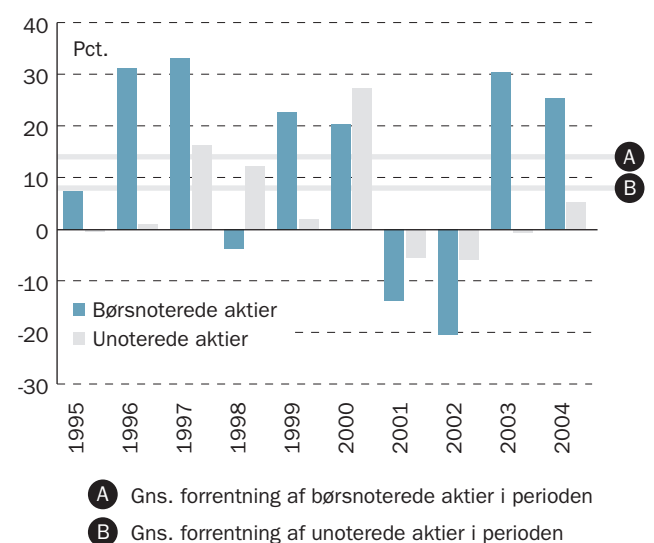
terede aktieinvesteringer lå ved udgangen af 2004 på over 11 milliarder kr., hvilket er et betydeligt beløb,” siger Kasper Meisner Nielsen til Ugebrevet.

Generel mangel på viden

De danske pensionskassers lave forrentning af investeringer i unoterede virksomheder passer ind i en række af internationale forskningsresultater, der alle har sat spørgsmålstegn ved, om private equity giver investorerne et afkast, som står

MM | En dårlig forretning

Gns. årligt afkast af danske pensionskassers investeringer i DK



Figur 1: De seneste 10 år har pensionskassernes investeringer i private equity ligget klart under afkastet fra pensionskassernes investeringer i børsnoterede virksomheder.

Note: Der kan ikke sluttes direkte fra disse tal til de omtalte konklusioner i undersøgelsen.
Kilde: CBS: "The Return to Pension Funds - Private Equity Investments: Another Piece to the Private Equity Premium Puzzle".

i forhold til risikoen. Den gennemgående konklusion i disse undersøgelser har været, at hverken iværksætteren, der investerer hele sin formue i egen virksomhed, eller internationale venturefonde, der skyder kapital i unge virksomheder, tilsyneladende har kunnet opnå et afkast af deres investeringer, der ligger over afkastet fra børsnoterede virksomheder.

“Vi taler her om, hvad der i internationale forskningskredse kaldes *The Private Equity Premium Puzzle*: at risiko og afkast tilsyneladende ikke følges ad på det unoterede område, sådan som den finansielle teori ellers tilsiger. Og alligevel fortsætter investeringsmidlerne med at strømme ind på området,” konstaterer Kasper Meisner Nielsen, der mener, at vi generelt mangler forskning på området.

“Set i forhold til den stigende samfundsøkonomiske betydning af private equity-investeringer og politikernes ambitioner på området er der behov for meget mere viden om, hvordan markedet for unoterede investeringer fungerer,” vurderer han.

Private equity skaber for øjeblikket dagligt overskrifter i den erhvervspolitiske debat, hvor der er stort fokus på kapitalfondenes opkøb blandt danske virksomheder. Af opsigsvækkende eksempler inden for de seneste par år kan nævnes Falck, ISS og Chr. Hansen, og aktuelt har flere kapitalfonde kig på TDC. Samtidig har politikerne med en lovændring pr. 1. oktober gjort det muligt for private pensionsopsparende at placere op til 75 pct. af deres pensionsdepot i unoterede selskaber.

Repræsentanter for store danske pensionskasser giver over for Ugebrevet udtryk for, at pensionssektoren i de foregående 10 år har måttet betale lærepenge på de unoterede aktiers område: “Private equity er et forholdsvis nyt investeringsområde i Danmark for pensionskapitalen, der har begået nogle begynderfejl,” erkender managing partner i ATP Private Equity Partners, Jens Bisgaard-Frantzen.

Det har på det seneste fået pensionssektoren til at opgive de direkte investeringer i private equity til fordel for indirekte investeringer ved at skyde penge ind i kapitalfonde.

Private equity giver lavere afkast

Danske pensionskasser har siden 1995 i deres årsrapporter skullet offentliggøre både det årlige afkast af deres investeringer i unoterede - og børsnoterede - danske aktier opgjort efter en skabelon udsendt af Finanstilsynet, samt navnet på de virksomheder, hvor de har en ejerandel på 5 pct. og derover.

Det har gjort det muligt for Kasper Meisner Nielsen at foretage analyser af private equity-området, der ikke bygger på stikprøver eller frivillige indberetninger fra investorerne, men som omfatter alle danske pensionskasser og deres investeringer i unoterede, danske virksomheder opgjort efter

Ordbog

- **Private equity:** Aktier eller mere præcist: ejerandele i selskaber, der ikke er børsnoterede. Unoterede aktier, unoterede selskaber og unoterede investeringer bruges som synonymmer.
- **Public equity:** Aktier i børsnoterede selskaber. Børsnoterede aktier, børsnoterede selskaber og børsnoterede investeringer bruges som synonymmer
- **Private equity-fonde:** Betegnelse for milliardstore, internationale fonde, der investerer i private equity. Kapitalfonde bruges som synonym.
- **Venturefonde:** Private equity-fonde, der investerer i de tidlige faser af virksomhedernes livscyklus, dvs. fra opstarten til og med ekspansionsfasen (leverer venturekapital).
- **Buy out/in-fonde:** Private equity-fonde, der investerer i de senere faser af virksomhedens livscyklus - dvs. modne virksomheder (leverer buy out/in-kapital). Er normalt meget større end venturefondene. Når der i den nuværende debat om virksomhedsopkøb i Danmark tales om “kapitalfonde”, tænkes der altså i virkeligheden på “buy out/in-fonde”.
- **Afnotering:** Buy out-fondene foretager ofte opkøb af børsnoterede selskaber med henblik på at tage dem af Fondsbørsen, dvs. gøre dem unoterede. Markante eksempler på dette har herhjemme været afnoteringen i 2004 af Falck og af ISS i år.

ensartede principper for perioden 1995 til 2004. Samtidig er der adgang til de økonomiske resultater i samtlige danske, unoterede virksomheder fra deres offentliggjorte årsregnskaber.

Bruges de offentliggjorte data fra pensionskasserne til at sammenligne de årlige afkast af investeringer i børsnoterede virksomheder og i private equity i Danmark, afslører de to grundlæggende forskelle:

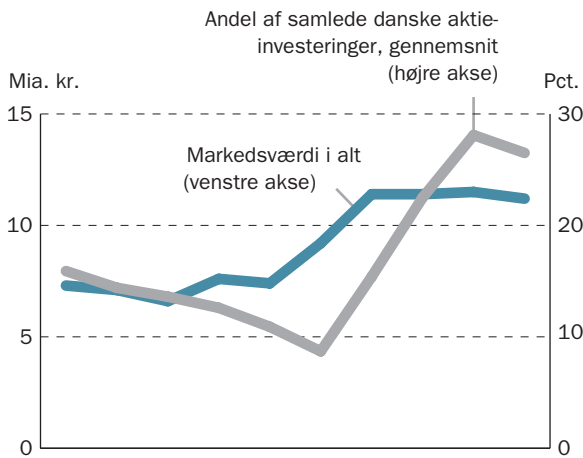
- **Større udsving.** Pensionskassernes afkast fra private equity-investeringer svinger meget mere år for år end afkastet fra de børsnoterede selskaber.
- **Lavere afkast.** For det andet har de danske pensionskassers gennemsnitlige, årlige afkast af børsnoterede aktier i de sidste 10 år ligget på knap 14 pct., mens private equity-investeringernes gennemsnitlige afkast er på 8 pct.

“Denne forskel i årligt afkast på over 5 pct. i de børsnoterede aktiers favør er det, vi i forskningssprog kalder statistisk signifikant, dvs. den dækker ikke over tilfældigheder, men over en reel forskel i økonomisk resultat,” siger Kasper Meisner Nielsen.

En gennemsnitlig, årlig forskel i afkast mellem de to typer af investeringer på over fem procent lyder måske ikke

M/M | **Satser stort**

Danske pensionskassers investeringer i unoterede virksomheder i Danmark



Figur 2: Investeringer i unoterede virksomheder er blevet et populært - og voksende - område for den danske pensionsbranche.

Kilde: CBS: "The Return to Pension Funds - Private Equity Investments: Another Piece to the Private Equity Premium Puzzle".

af så meget, men betyder alligevel, at 1 million pensionskassers kronen investeret i 1995 i børsnoterede, danske aktier i gennemsnit i 2004 vil have en værdi på over tre millioner kr., mens en tilsvarende investering i private equity ikke engang vil være vokset til to millioner kr.

Kasper Meisner Nielsen understreger, at han ved beregningen af forskel i afkast har taget hensyn til, at private equity-investeringer ofte først giver afkast på længere sigt, og derfor er pensionskasser, der kun har investeret i unoterede aktier i en del af ti-årsperioden, ikke med i undersøgelsen.

Et uforklarligt paradoks

En af den finansielle teoris grundpiller er, at risiko og afkast hænger sammen, sådan at et højt afkast er en belønning til investor for at løbe en stor risiko for tab. Men intet tyder ifølge undersøgelsen på, at pensionskassernes private equity-investeringer skulle være mindre risikofyldte end de børsnoterede, måske tværtimod. For pensionsforvalternes årlige afkast af de unoterede aktier svinger kraftigere end afkastet fra de børsnoterede selskaber, hvilket normalt forbindes med en større risiko. Desuden er de unoterede virksomheder, som investerer i, normalt både mindre og yngre end de børsnoterede, og det burde også pege i retning af en højere risiko for at lide tab.

"Derfor konkluderer jeg forsigtigt, at private equity-investeringerne er mindst lige så risikofyldte som de børsnoterede, og derfor kan pensionskassernes lavere afkast fra private equity-området ikke forklares med, at de løber en lave-

re risiko ved den slags investeringer. Tværtimod skulle pensionskasserne have haft et afkast, der mindst var på højde med de børsnoterede aktiers," konstaterer Kasper Meisner Nielsen.

Internationale undersøgelser har vist, at pensionsforvalterne generelt er intelligente og forsigtige investorer, der undgår investeringer, hvor afkastet ikke står mål med risikoen. Derfor er det vanskeligt overordnet at forklare, hvorfor udenlandske og danske pensionskasser i stigende omfang investerer i private equity på trods af det relativt dårlige afkast.

"Jeg har i min søgen efter forklaringer på dette tilsyneladende paradoks set på, om interessen kan skyldes egeninteresser hos de investeringsansvarlige i de enkelte pensionskasser. Det kunne f.eks. være, at de som belønning for investeringen fik tildelt bestyrelsesposter i de nye porteføljeselskaber. Men kigger man på tallene for nyudnævnte bestyrelsesmedlemmer fra pensionskasserne i selskaber i perioden umiddelbart efter, at pensionskasserne er kommet ind i ejerkredsen, så er der tale om meget begrænsede personsamfund," forklarer Kasper Meisner Nielsen.

Heller ikke andre forsøg på forklaringer såsom hensyntagen til lokale erhvervspolitiske ønsker om udvikling og beskæftigelse, eller at fagforeningerne traditionelt har siddet på pensionskasserne og tvunget dem til at foretage politiske, men ikke særligt heldige investeringer, hænger sammen.

"De argumenter kunne i givet fald lige så godt bruges over for pensionskassernes investeringer i børsnoterede aktier. Desuden viser mine undersøgelser, at lønmodtager- og arbejdsgiverstyrede pensionskasser, der kunne mistænkes for at tage politiske hensyn i deres investeringer, er lige så gode - eller dårlige - til at forrente deres investeringer i unoterede virksomheder som de privatejede pensionskasser," siger Kasper Meisner Nielsen.

Sammenfald af overoptimisme og fejlvurdering

Danske pensionskasser har oven i købet været specielt uheldige med deres danske private equity-investeringer. En sammenligning af kassernes unoterede virksomhedsinvesteringer med en kontrolgruppe bestående af unoterede virksomheder inden for den samme branche, men uden pensionskasserne som medejere, viser, at pensionskassernes private equity-investeringer i gennemsnit har haft en indtjening, der er over 2 pct. dårligere end kontrolgruppens. Denne konstatering forklarer dog ikke fuldt ud, hvorfor de danske pensionskasser ikke har evnet at skabe et konkurrencedygtigt afkast af deres investeringer i private equity.

"Selvom min analyse på dette område ikke tillader håndfaste konklusioner, så peger udelukkelsesmetoden samlet

set i retning af, at de skuffende afkast skal forklares med, at værdien af porteføljevirkomhederne udvikler sig svagere, end det har været forventningen ved investeringens start. En forkert forventning, der sandsynligvis skyldes en generel overoptimisme og fejlvurdering af risici ved private equity-investeringerne fra pensionskassernes side,” konkluderer Kasper Meisner Nielsen.

Disse overdrevne forventninger til den økonomiske udvikling inden for private equity afspejler sandsynligvis, at der har eksisteret et psykologisk pres på pensionskasserne for at fremstå som handlekraftige organisationer, der også kunne præstere gode afkast af investeringer på det unoterede område.

Pensionssektoren har betalt sine lærepenge

ATP er Danmarks suverænt største investor blandt danske pensionskasser i unoterede aktier med 17 milliarder kr. øremærket til private equity. Desuden har ATP et overordnet mål om, at omkring 10 pct. af pensionsformuen på over 300 milliarder kr. til stadighed skal være placeret i unoterede virksomheder. Investeringerne sker gennem datterorganisationen ATP Private Equity Partners, hvor managing partner Jens Bisgaard-Frantzen er leder. Han mener, at en række faktorer samlet kan forklare, hvorfor danske pensionskasser i de sidste 10 år har fået mindre ud af at investere i unoterede end i børsnoterede aktier.

Mange pensionskasser har historisk set villet styre investeringerne selv, selvom man ikke har haft kompetencen til det.

Jens Bisgaard-Frantzen, managing partner, ATP Private Equity Partners

“Mange pensionskasser har historisk set villet styre investeringerne selv, selvom man ikke har haft kompetencen til det og ikke konsekvent nok har varetaget sine ejerinteresser. Det har sikkert også haft betydning, at aflønningen af de ansatte ikke har været koblet til de økonomiske resultater af de private equity-investeringer, de har haft ansvaret for. Endelig har den danske tradition med, at danske pensionskasser samlet kun har besiddet minoritetsandele i de unoterede virksomheder, ikke været befordrende for deres muligheder for at sætte afkast og exits på dagsordenen,” siger Jens Bisgaard-Frantzen.

Han mener, at ATPs nye strategi på private equity-området har gjort op med fortidens synder.

“Da vi i ATP for et par år siden besluttede at satse på det unoterede område, valgte vi også, at vores unoterede investeringer udelukkende skulle foregå indirekte gennem kom-

petente private equity-fonde, og vi bruger megen tid på at finde og skabe kontakt til dem med de bedste ledelser; dvs. dem, der gennem fondenes historiske resultater har bevist, at de kan skabe afkast, der ligger i den bedste fjerdedel. Kun ved at finde og investere i de bedste kapitalfonde kan man opnå et afkast, der ligger over børsmarkedets,” forklarer Jens Bisgaard-Frantzen.

Konkret screener ATP konstant markedet og har en liste på 800 kapitalfonde, som bliver kogt ned til et mindre antal aktører, som pensionsgiganten så har kontakt til.

Vicedirektør Dorrit Vanglo fra Lønmodtagernes Dyrtidsfond mener, at der de seneste 10 år er sket så store ændringer i den måde, som de danske pensionskasser investerer i unoterede virksomheder på, og i hvilke pensionskasser der er aktive på området, at det er vanskeligt at finde en forklaring på afkastets størrelse, der holder igennem hele perioden.

“I de første år af denne periode var en lille gruppe af pensionskasser meget aktive i unoterede selskaber, som de investerede i direkte ved at købe minoritetsandele. Senere gik markedet helt dødt, og det fik først en renæssance fra omkring årtusindeskiftet, hvorefter det har været private equity-fondene, der har sat dagsordenen på området. Nu sker investeringerne næsten kun indirekte gennem disse fonde,” siger hun.

Dyrtidsfonden gik selv tidligere på året massivt ind på private-equity-området ved at etablere pengetanken LD Equity II K/S med et kapitalgrundlag på op mod tre milliarder kr., der er stillet til rådighed af store danske, industrielle og institutionelle investorer.

Lars Løcke | mm@mm.dk

Referencer

- Kasper Meisner Nielsen: “The Return to Pension Funds’ Private Equity Investments: Another Piece to the Private Equity Premium Puzzle?”, CBS, 2005. Undersøgelsen kan downloades på www.cebr.dk/privateequity