

**Fundur LL um óhefðbundnar fjárfestingar**  
**Framtaksfjárfestingar**

**LSR – Eignastýring**

**Róbert Aron Róbertsson**



**Mars 2006**

---

## Yfirlit

- Framtaksfjárfestingar - almennt
- Yfirlit yfir ávöxtun og áhættu
- Lög um fjárfestingar lífeyrissjóða
- Meðferð í bókum lífeyrissjóða
- Uppbygging framtakssjóðasafns LSR
- Samantekt

---

## Yfirlit

- Framtaksfjárfestingar - almennt
- Yfirlit yfir ávöxtun og áhættu
- Lög um fjárfestingar lífeyrissjóða
- Meðferð í bókum lífeyrissjóða
- Uppbygging framtakssjóðasafns LSR
- Samantekt



---

## Hvað eru framtaksfjárfestingar?

- Fjárfestingar í fyrirtækjum sem eru ekki skráð á hlutabréfamarkaði
  - Margfalt fleiri fyrirtæki en eru skráð á markaði
- Ekki endilega lítil fyrirtæki
- Ekki endilega ný fyrirtæki
- Framtaksfjárfestingar má flokka í eftirfarandi flokka:
  - **Áhættufjármagn (Venture Capital):** Allt frá sprotafjármögnun (seed financing) til seinna stigs fjármögnunar (later-stage financing)
  - **Uppkaup(Buyouts):** Uppkaup gjarnan með notkun lána í smærri, millistórum og stærri stjórnendakaupum
  - **Millilagsfjármögnun (Mezzanine Financing):** Brúar bilið milli fjárfestis og banka. Lán á hærri vöxtum en gengur og gerist
  - **Sérstakar aðstæður(Special Situations):** Nær til allra fyrrgreindra flokka
  - **Seinni kaup framtakssjóða (Secondary Funds):** Nær til allra fyrrgreindra flokka

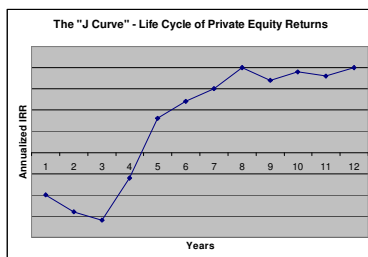
---

## Form framtaksfjárfestinga

- Algengast að sjóðirnir séu reknir í formi samlagshlutafélaga (e. limited partnership).
- Ábyrgð hluthafa, annarra en aðalhluthafa (e. general partner) takmarkast við fjárfestingu þeirra í félaginu.
- Bréf samlagshlutafélaganna geta verið skráð eða óskráð.
- Algengt að félögin séu skráð "off-shore", t.d. á Cayman Islands eða Channel Islands.

# Einkenni framtaksfjárfestinga

- Ádráttarfyrikomulag
  - Fjárfestir skuldbindur sig í upphafi og greiðir svo þegar fé þarf til fjárfestinga
- Skuldbindandi fjárhæð er venjulega greidd á 1 – 5 ára tímabili
- Hagnaður er venjulega greiddur til baka til fjárfesta á 4 – 10 ári
- Þóknun er greidd af skuldbindandi fjárhæð meðan verið er að kalla inn fjármagnið og svo er þóknun greidd af innra virði sjóðsins eftir það (e. NAV)
- J-kúrfu áhrifin:
  - Lýsir lögun meðalársávöxtun framtaksfjárfestinga
  - Þóknun greidd af skuldbundinni fjárhæð
  - Slæmar fjárfestingar innleystar eða færðar niður snemma



---

## Kostir framtaksfjárfestinga

- Söguleg ávöxtun hærri en á skráðum hlutabréfum
- Aðilar sem sérhæfa sig í rekstri og uppbyggingu fyrirtækja í gegnum meirihlutaeign
- Áhættudreifing fyrir safn skráðra hlutabréfa
- Margfalt fleiri óskráð fyrirtæki heldur en skráð
  - Framtakssjóðir með mun minna fjármagn heldur en sjóðir sem fjárfesta í skráðum hlutabréfum
- Aðgangur að löglegum innherjaupplýsingum
- Möguleiki á að fjárfesta í frumkvöðlum
- Bestun á uppsetningu efnahagsreiknings
- Sjóðstjórar fjárfesta í flestum tilvikum talsverðu af eigin fé og stór hluti þóknana tengist árangri

---

# Áhætta í framtaksfjárfestingum

- Starfsmannaáhætta
  - Sjóðstjórar sem náð hafa árangri eru líklegir til að ná áfram árangri. Mikilvægt að slíkir aðilar láti ekki af störfum.
- Ferlið
  - Kostgæfnisathugun mikilvæg
  - Mikið um lögfræðileg málefni, fyrirvarar og fleira
- Skortur á seljanleika
  - Erfitt getur reynst að losa fjárfestingu þegar og ef þess gerist þörf
- Neikvæð ávöxtun fyrstu árin
  - Þóknanir greiddar af skuldbundinni fjárhæð
  - Slæmar fjárfestingar innleystar eða færðar niður snemma
  - Fjárfestingum haldið á kostnaðarverði

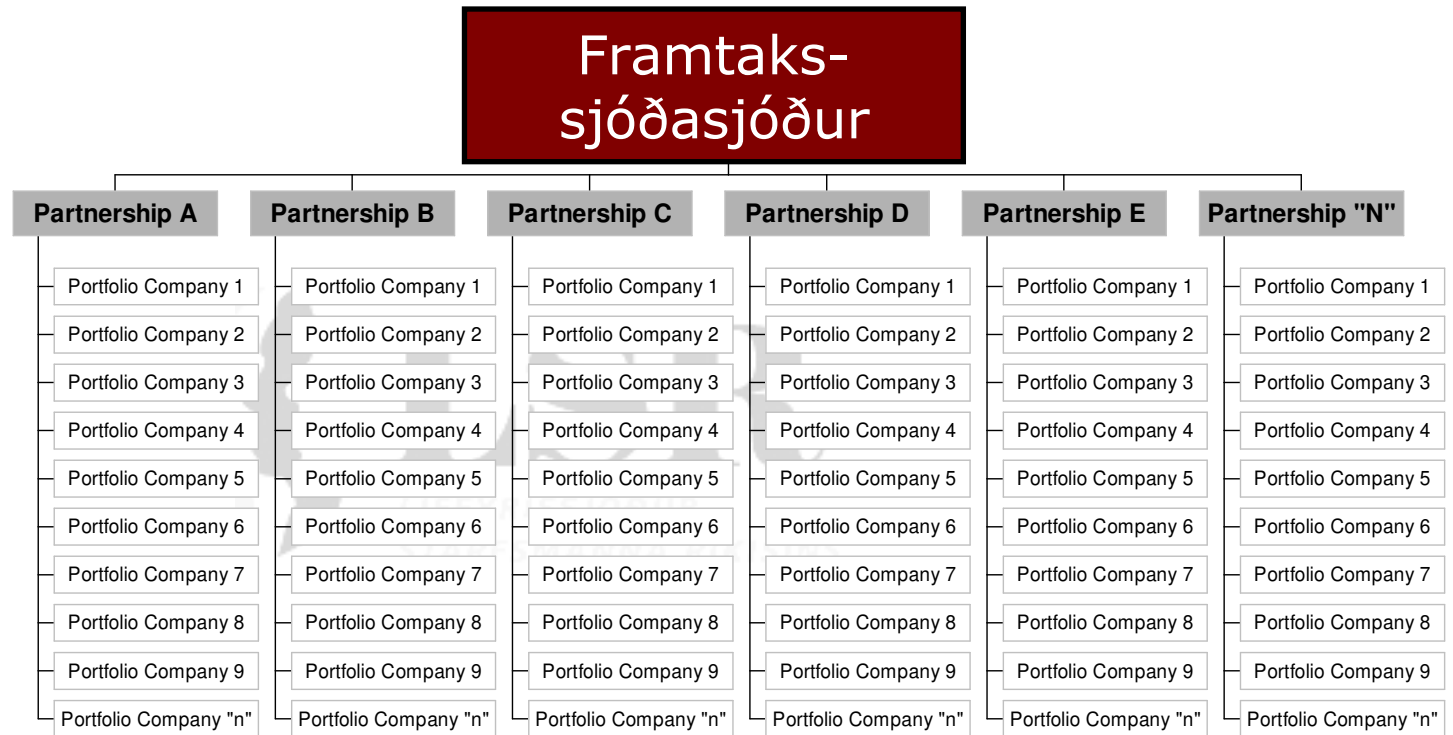


---

## Innlausn framtaksfjárfestinga

- Yfirleitt horft á þrjár leiðir
  - Skrá viðkomandi félag á markað (e. IPO)
  - Sala til áhugaverðs kaupanda, t.d. annars framtakssjóðs
  - Strategískir kaupendur, t.d. fyrirtæki í svipaðri starfsemi
- Mikilvægt að framtakssjóður horfi á alla möguleika þar sem ekki eru alltaf allar þrjár leiðirnar færar

## Sjóðasjóðir (e. Fund of Funds)



---

## Kostir sjóðasjóða

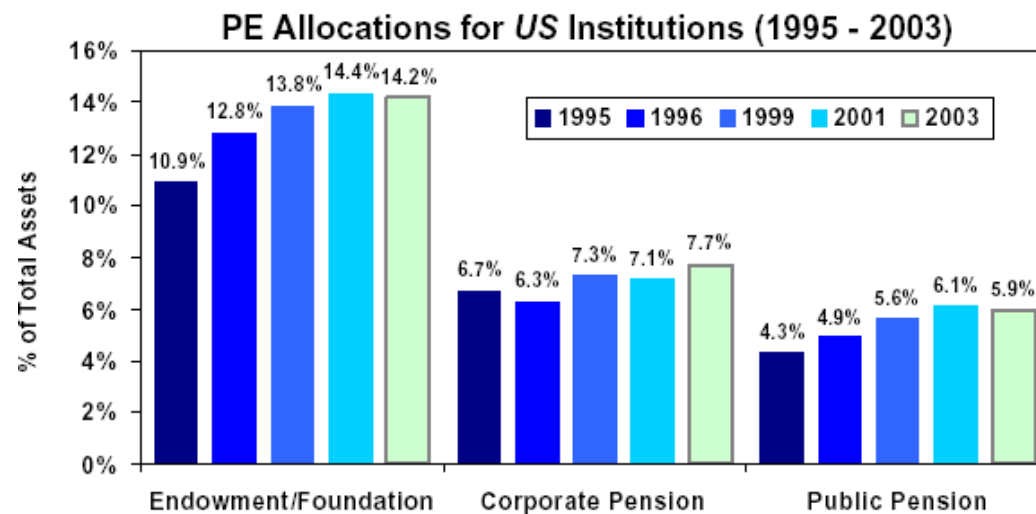
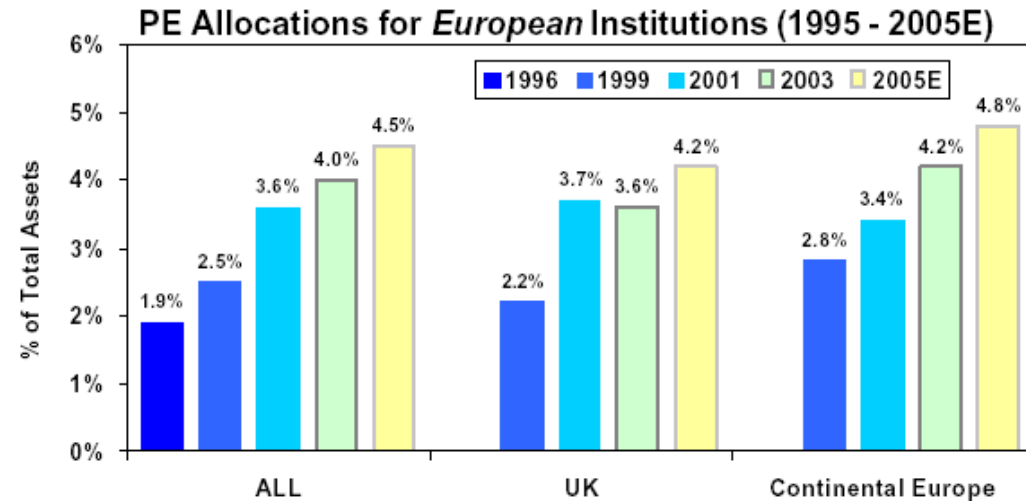
- Sérfræðipækning
  - Útvistun til sjóðasjóða sem sjá um rannsóknir og kostgæfnisathuganir við val sjóða með góða ávöxtunarmöguleika
- Aðgangur
  - Eykur möguleika á aðgangi að bestu sjóðunum sem geta verið takmarkaðir fyrir nýjum fjárfestum
  - Minni fjárfestar komast jafnvel ekki inn í góða sjóði þar sem lágmarksfjárfesting getur verið nokkuð há
- Áhættudreifing
  - Sjóðasjóðir veita áhættudreifingu gagnvart sjóðstjórum, atvinnugreinum, löndum, fjárfestingarstefnu.

---

## Gallar sjóðasjóða

- Sjóðasjóðir oft kallaðir “þóknanir ofan á þóknanir” (e. Fees of Fees)
- Sjóðasjóðir eru í flestum tilfellum með mun styttri sögu heldur en framtakssjóðir
  - Erfiðara að meta sögulegan árangur
- Mikið af sjóðasjóðum reknir af dótturfélögum banka
  - Hugsanlegir hagsmunaárekstrar
- Safn sjóðasjóða => of mikil áhættudreifing ?

# Framtaksfjárfestingar vaxandi hluti af eignasamsetningu erlendra stofnanafjárfesta



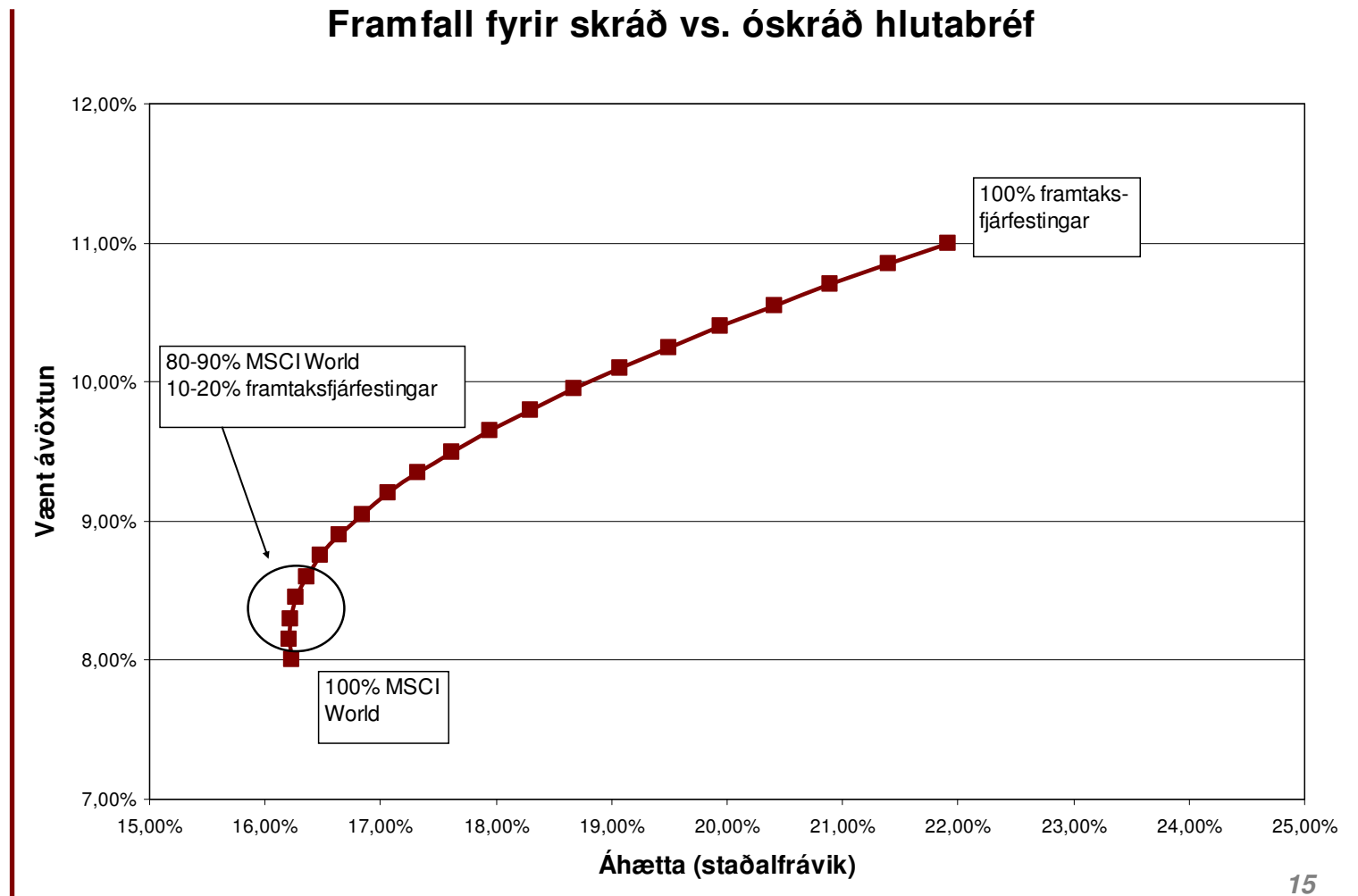
---

## Yfirlit

- Framtaksfjárfestingar - almennt
- Yfirlit yfir ávöxtun og áhættu
- Lög um fjárfestingar lífeyrissjóða
- Meðferð í bókum lífeyrissjóða
- Uppbygging framtakssjóðasafns LSR
- Samantekt



# Ávöxtun og áhætta - Framfall



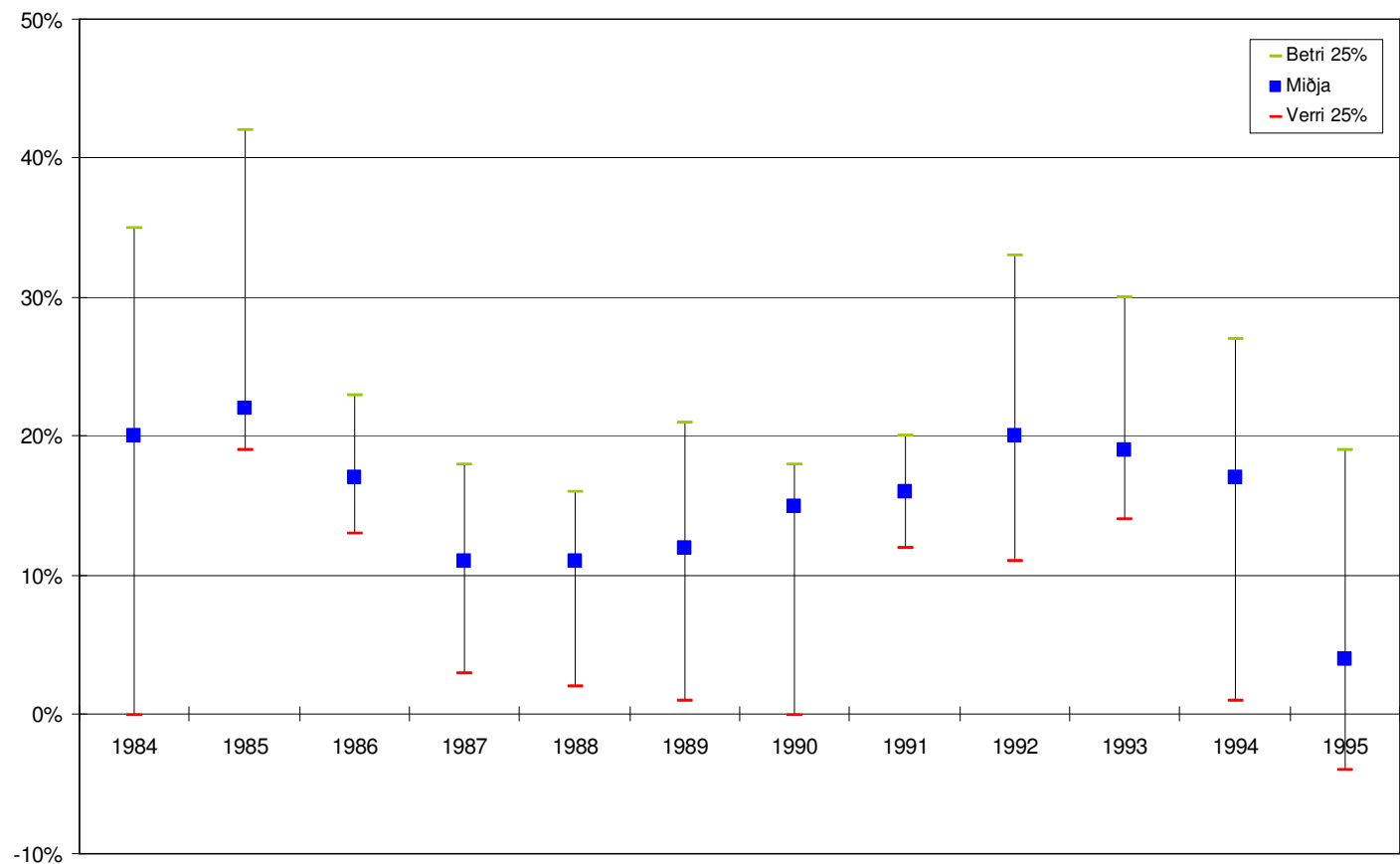
## Söguleg ávöxtun

Meðaltal ávöxtunar í Bandaríkjunum			
Skráð vs. Óskráð			
	5 ár	10 ár	15 ár
Framtaksfjárfestingar	6,7%	13,3%	14,2%
S&P 500	2,1%	10,2%	11,8%
<b>Umframávöxtun</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,4%</b>



# Mikill munur á ávöxtun sjóða

Mikill munur á ávöxtun milli aðila



---

## Yfirlit

- Framtaksfjárfestingar - almennt
- Yfirlit yfir ávöxtun og áhættu
- Lög um fjárfestingar lífeyrissjóða
- Meðferð í bókum lífeyrissjóða
- Uppbygging framtakssjóðasafns LSR
- Samantekt



---

## Heimild til fjárfestingar sbr. lög nr. 129/1997

- Það er að ýmsu að huga vegna skilyrða laganna
  - Að verðbréf séu framseljanleg, sbr. 2. málsl. 1. mgr. 20. gr. laganna.
  - Hvort verðbréf félaganna/sjóðanna séu skráð eða óskráð, sbr. 2. og 3. mgr. 36. gr. laganna.
  - Að útgefandi verðbréfa sé frá OECD ríki eða Liechtenstein.
  - Ef hlutabréf/hlutdeildarskírteini er óskráð skulu engar hömlur vera á viðskiptum með þau og ársreikningar hlutafélaganna/sjóðanna öllum aðgengilegir.

## Heimild til fjárfestingar sbr. lög nr. 129/1997 frh.

- Að teknu tilliti til þessa þá má segja að framtaksfjárfestingar flokkist sem
  - Fjárfesting í óskráðum hlutabréfum fyrirtækja, sbr. 6. tl. 1. mgr. 36 gr. eða í
  - „öðrum sjóðum um sameiginlega fjárfestingu“, sbr. 8. tl. 1. mgr. 36. gr. og því
  - takmarkað hve stóran hlut af hreinni eign má fjárfesta í þessum kosti.
  - Einnig er takmarkað hversu mikinn hlut af fyrirtæki, félagi eða sjóði má eiga.

Takmarkanir laganna	Hlutfall af hreinni eign
Óskráð hlutabréf	10,0%
Sjóðir um sameiginlega fjárfestingu	10,0%

Takmarkanir laganna	Hlutfall af félagi/sjóði
Hámarkseign lífeyrissjóðs	15,0%

---

## Kostgæfnisathugun (e. Due Dilligence)

- Hvort tvísköttunarsamningur sé í gildi milli Íslands og þess ríkis sem útgefandi er skráður í.
- Annað, t.d. hið almenna um að gott og stöðugt réttarkerfi sé í því ríki þar sem félag/sjóður er með aðsetur og sömuleiðis í þeim ríkjum sem sjóðurinn hyggst fjárfesta mest í.
- Ytri staðfesting á sögulegri ávöxtun
- Starfsmannavelta
- Hverjir hafa fjárfest hjá viðkomandi sjóði
- Samstarfsaðilar
- Endurskoðendur
- Heimsókn í höfuðstöðvar
- ...

---

## Yfirlit

- Framtaksfjárfestingar - almennt
- Yfirlit yfir ávöxtun og áhættu
- Lög um fjárfestingar lífeyrissjóða
- Meðferð í bókum lífeyrissjóða
- Uppbygging framtakssjóðasafns LSR
- Samantekt



---

## Bókhaldsleg meðferð framtaksfjárfestinga

- **Kostnaðarverðsaðferð**
  - Við greiðslu í framtakssjóði er byggð upp staða á genginu einum
  - Við endurgreiðslu frá framtakssjóðum er staðan tröppuð niður aftur
  - Ekki er um neina gengisbreytingu að ræða og hagnaður/tap myndast í lokin
- **Kostir**
  - Aðferðin er einföld í framkvæmd
  - Nálgast á einfaldan hátt uppsafnaða stöðu sjóðsins
  - Einfalt að skýra og stemma af fyrir bókhald og endurskoðendur
- **Gallar**
  - Tekur ekki mið af kostnaði, afskriftum og hækkunum
  - Gefur ekki skýra mynd af raunverulegu markaðsvirði framtakssjóðanna
  - Hagnaður og tap myndast mjög seint í ferlinu, eignir ofmetnar/vanmetnar
  - Getur valdið stjórnendum og sjóðstjórum áhyggjum vegna ónákvæmni í nálgun

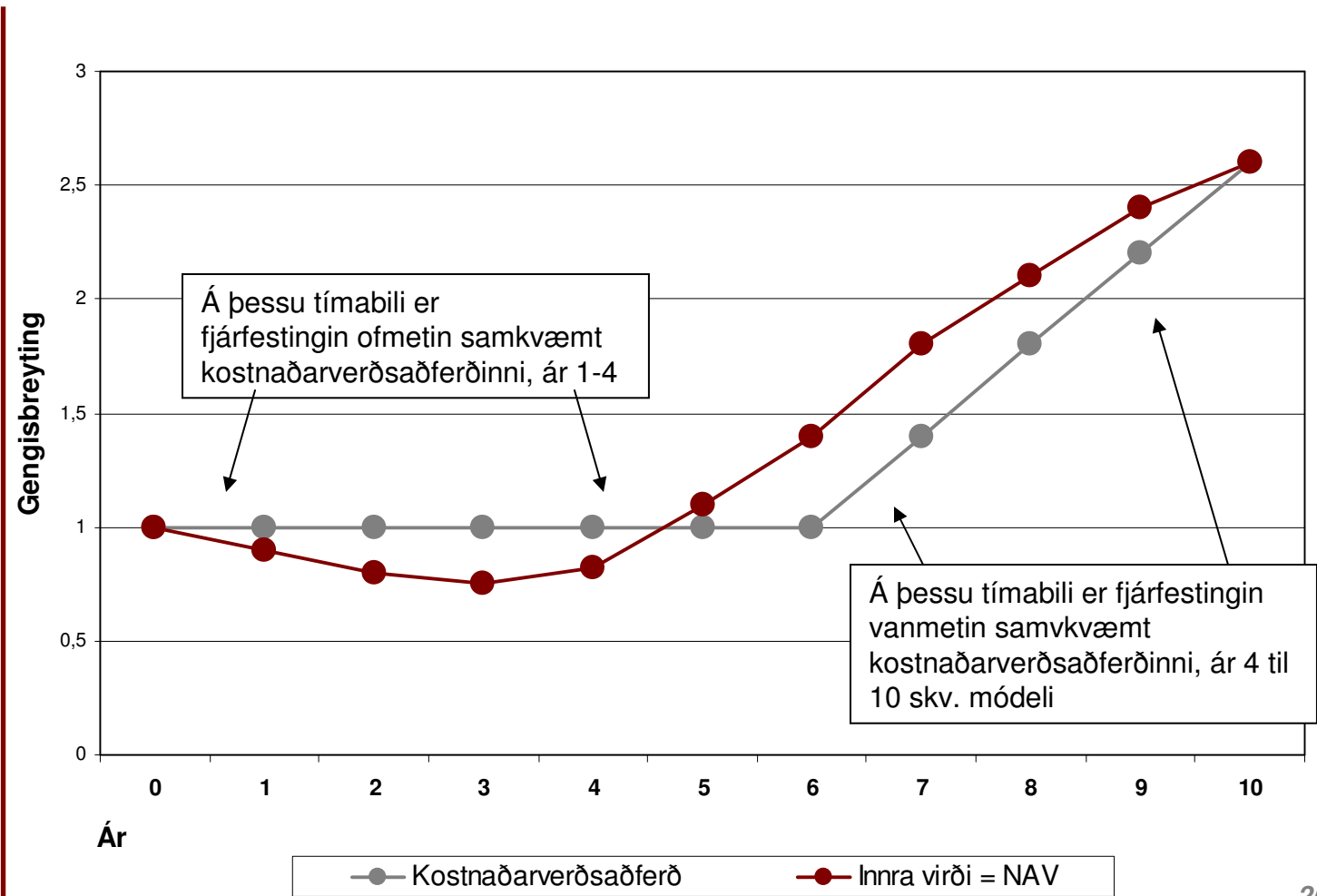
---

## Bókhaldsleg meðferð framtaksfjárfestinga

- Nálgun á markaðsverð (innra virði)
  - Við greiðslu í framtakssjóði er byggð upp staða á genginu einum
  - Ársfjórðungslegar skýrslur sjóðanna greina frá mati þeirra á innra virði eigna
  - Innra virði "Net Asset Value" er mat á eignum sjóðsins að frádregnum kostnaði
  - Um hækkanir gilda strangar reglur sem þróaðar eru af fagaðilum (EVCA – GAAP)
- Kostir
  - Aðferðin nálgast mat eignanna á líftíma sjóðanna
  - Ekki mjög flókið að bóka kaup og svo miða við gengi eða innra virði
  - Auðvelt að vísa í skýrslur frá sjóðum – er ráðandi aðferð í heiminum í dag
- Gallar
  - Getur gefið falska mynd af raunverulegu markaðsvirði sjóðanna
  - Sjóðir sem greiða mikið út snemma hafa "bókhaldslegt forskot"
  - Sjóðstjórar framtakssjóðanna hafa verulegt svigrúm til að hafa áhrif á "innra virðið"



## Munur á aðferðum



---

## Yfirlit

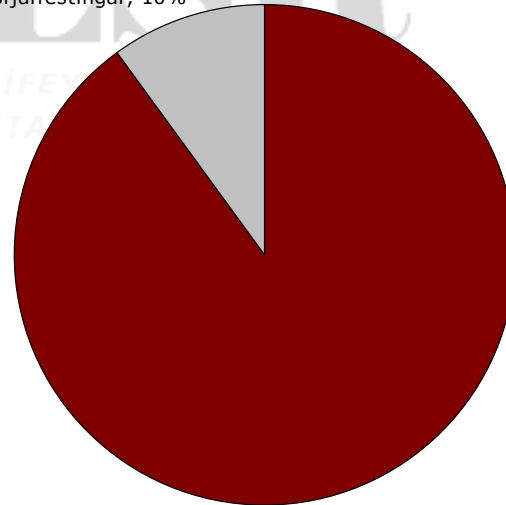
- Framtaksfjárfestingar - almennt
- Yfirlit yfir ávöxtun og áhættu
- Lög um fjárfestingar lífeyrissjóða
- Meðferð í bókum lífeyrissjóða
- Uppbygging framtakssjóðasafns LSR
- Samantekt

## Markmið LSR & LH um framtaksfjárfestingar

- Í lok árs 2012 verði eign í framtakssjóðum 3% af heildareignum, eða tæplega 10% af erlendri hlutabréfaeign sjóðanna.
- Ávöxtun framtaksfjárfestinga sé 3-5% betri en af skráðum erlendum hlutabréfum yfir líftíma þeirra.

### Samsetning erlendra hlutabréfa - stefna

Framtaksfjárfestingar; 10%



Erlend skráð hlutabréf; 90%

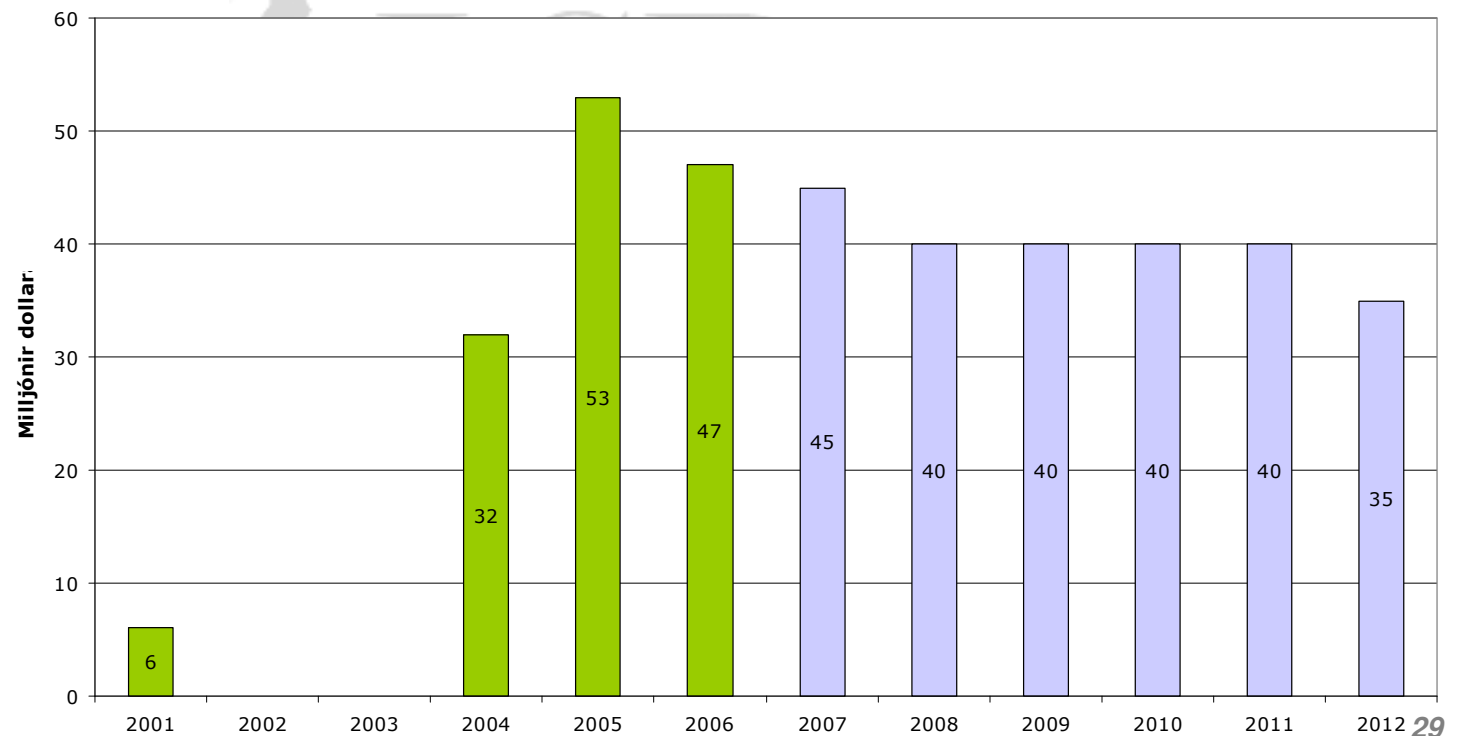
## Leiðir að markmiði um eignasamsetningu og ávöxtun

- Til að ná markmiðum um eignasamsetningu þarf að skuldbinda sjóðina um 30-50 m. USD árlega til að vera með um 3% af heildareignum í framtaksfjárfestingum innan 6-8 ára.
  - Hér er tekið tillit til eignaukningar sjóðanna, ávöxtunar framtaksfjárfestinganna og greiðslna til sjóðanna þegar undirliggjandi eignir eru seldar.
  - 90% skráð / 10% óskráð er blanda sem hefur sögulega gefið hærri ávöxtun og "svipaða/minni áhættu" heldur en 100% skráð.
- Eðlilegt er að byggja eignaflokkinn upp yfir tíma (6-8 ár) í stað þess að fara með miklum hraða.
- Mestu máli skiptir að velja góða samstarfsaðila
  - Mikill munur á ávöxtun milli framtakssjóða
  - Nauðsynlegt er að fjárfestar fái umbunað fyrir aukna áhættu sem helst lýsir sér í mjög litlum seljanleika og upplýsingaskorti.
- Þróun við val á samstarfsaðilum
  - Byggja upp áhættudreift safn
    - Fyrsta skref: Global sjóðasjóðir
    - Annað skref: Skoða vel áhættudreifða sjóði og einnig landssvæðasjóðasjóði

## Markmið um eignasamsetningu frh.

- Hér að neðan gefur að líta myndrænt hvaða fjárhæðir LSR hefur skuldbundið sig til fjárfestingar í framtakssjóðum hingað til og svo fjárfestingarstefnu í framtakssjóðum.

**Fjárfestingarstefna í framtaksfjárfestingum (í USD)**



---

## Yfirlit

- Framtaksfjárfestingar - almennt
- Yfirlit yfir ávöxtun og áhættu
- Lög um fjárfestingar lífeyrissjóða
- Meðferð í bókum lífeyrissjóða
- Uppbygging framtakssjóðasafns LSR
- Samantekt



---

## Samantekt

- Af hverju ættu lífeyrissjóðir að fjárfesta í framtakssjóðum ?
  - Möguleiki á bættri ávöxtun
  - Áhættudreifing
- Eru framtaksfjárfestingar ákjósanlegur eignaflokkur ?
  - Farvegur fyrir þolinmótt fjármagn
  - Ef vel tekst til þá fá fjárfestar umbunað fyrir
    - Lítinn sem engan seljanleika
    - Skort á upplýsingum
- Hvað ber helst að varast ?
  - Mikill ávöxtunarmunur á framtakssjóðum
    - Ef ekki tekst vel upp við val á samstarfsaðilum í framtaksfjárfestingum er betra heima setið en af stað farið
  - Lítil sem enginn seljanleiki
  - Lögfræðileg atriði
    - Kostgæfnisathugun í upphafi gríðarlega mikilvæg