Evaluering av Investinor AS

På oppdrag for Nærings- og fiskeridepartementet

oslo**economics**

Om Oslo Economics

Oslo Economics utreder problemstillinger og gir råd til myndigheter, organisasjoner og bedrifter. Vi forstår problemstillingene som oppstår i skjæringspunktet mellom marked og politikk.

Vi er et samfunnsfaglig analyse- og rådgivningsmiljø med erfarne konsulenter med bakgrunn fra offentlig forvaltning og ulike forsknings- og analysemiljøer. Oslo Economics har i dag rundt 70 medarbeidere, hvorav mer enn 15 med doktorgrad. Vi tilbyr innsikt basert på fagkompetanse, sektorerfaring og et nettverk av samarbeidspartnere.

Evalueringer

Oslo Economics tilbyr evalueringer av programmer, handlingsplaner, tiltak, aktiviteter, virkemidler og organisasjoner. Vi har bred kompetanse og erfaring fra å evaluere former for effektivitet og måloppnåelse samt organisasjonsmessige forhold som ansvars-, rolle- og arbeidsdeling.

For å utføre evalueringer har vi et bredt spekter av metoder for informasjonshenting og analyse, både kvantitative og kvalitative. Videre kan vi trekke på kunnskap fra et omfattende nettverk av samarbeidspartnere.

Evaluering av Investinor AS/2023-27
© Oslo Economics, 21. oktober 2022
Kontaktperson:
Magne Asphjell / Partner
mka@osloeconomics.no, Tel. 938 03 677
Foto/illustrasjon: iStock.com

Innhold

Sammendrag og konklusjoner 5

1. Om oppdraget og rapporten 8

1.1 Bakgrunn 8

1.2 Mandat for oppdraget 8

1.3 Gjennomføring 8

1.4 Rapportens oppbygning 10

2. Hvorfor egenkapitalfinansiering og egenkapitalvirkemidler 12

2.1 Egenkapitalfinansiering av bedrifter 12

2.2 Rasjonale for inngripen i egenkapitalmarkedet 14

2.3 Egenkapitalvirkemidler i Norge 16

2.4 Andre statlige virkemidler i Norge 17

2.5 Egenkapitalvirkemidler i andre land 17

2.6 Forskningslitteraturen om effekter av statlig venturekapital 18

3. Investinors virksomhet 20

3.1 Om Investinor 20

3.2 Investeringsmandater og juridisk organisering 21

3.3 Eierstyring og generelle bestemmelser 22

3.4 Kommersiell investeringsvirksomhet 22

3.5 Investeringsvirksomhet med elementer av statsstøtte 26

4. Utviklingen i det norske markedet for investeringer i tidligfase 29

4.1 Kapitalinnhenting til venturefond 29

4.2 Investeringer i selskap 30

4.3 Økosystemet rundt tidligfaseinvesteringer 32

4.4 Estimater på kapitalgap 35

5. Vurderinger av Investinors mål, formål og mandater 36

5.1 Vurdering av stringens i statens mål om høyest mulig avkastning over tid 36

5.2 Vurdering av om mandatene kan øke verdiskapingen i norsk økonomi ved å løse markedssvikt 38

5.3 Vurdering av sammenhengen mellom Investinors mandater og andre aktører 40

6. Vurdering av Investinors ressurstilgang, ressursbruk og historiske resultater 43

6.1 Ressurstilgang 43

6.2 Ressursbruk – Driftskostnader 46

6.3 Historisk avkastning i Investinor 50

7. Vurderinger av Investinors måloppnåelse 54

7.1 Aktive direkteinvesteringer 54

7.2 Indirekte investeringer (fond-i-fond og matching) 59

7.3 Statsstøttede mandater 60

8. Samfunnsøkonomisk analyse 62

8.1 Direkteinvesteringer 62

8.2 65

8.3 Indirekte investeringer (fond-i-fond og matching) 65

8.4 Statsstøttede mandater 67

8.5 Konklusjon om samfunnsøkonomisk lønnsomhet 67

9. Samlet vurdering og anbefalte tiltak 69

9.1 Endringer i rammebetingelsene for Investinors direkteinvesteringer 69

9.2 Mulige endringer i mandatene 69

9.3 Begrunnelse og mål for Investinor som statlig virkemiddel 70

9.4 Om kapitaltilførsel 71

9.5 Om grensedragningen mellom Investinor og andre virkemidler 72

10. Referanser 73

Sammendrag og konklusjoner

Vår evaluering viser at det finnes et stort potensial for å realisere samfunnsøkonomiske gevinster gjennom Investinors virksomhet. Vi anser at statens virkemiddelbruk er relevant i et marked som fortsatt preges av knapphet på kapital, og Investinors organisasjon har god og riktig kompetanse til å gjennomføre sine oppgaver. Flere forhold ligger også til rette for en kostnadseffektiv måloppnåelse. Vi ser imidlertid flere utfordringer knyttet til målkonflikter, og begrensninger knyttet til Investinors arbeid påfører virkemiddelet betydelig potensiell nedside, både kommersielt og samfunnsøkonomisk.

Om utredningen

Oslo Economics har gjennomført en evaluering av det statlige investeringsselskapet Investinor AS: Sluttrapporten er strukturert for å besvare evalueringsspørsmålene som Nærings- og fiskeridepartementet har ønsket svar på. Evalueringen består også av en samfunnsøkonomisk analyse, som veier de positive og negative samfunnsmessige virkningene relatert til de ulike mandatene. I denne oppsummeringen gir vi et overordnet bilde av våre funn.

Gevinster og nyttevirkninger

Hovedfunnene fra evalueringen viser at det er mye som fungerer bra, både i det norske økosystemet for oppstartsbedrifter, i styringen av Investinor, og i Investinors organisasjon:

- Den viktigste positive nytteverdien av Investinor som virkemiddel er at kapitalen Investinor har under sin forvaltning har et stort gevinstpotensial, både bedriftsøkonomisk og samfunnsøkonomisk. Det er gode grunner til å tro at det er for lite kapital i markedet for tidligfasekapital sammenlignet med hva som er samfunnsøkonomisk optimalt. Uten kapitalen Investinor bidrar med ville dette kapitalgapet antakelig vært større.
- Investinor bidrar også på andre måter til å bygge et bedre fungerende marked for tidligfasekapital i Norge. Dette gjør Investinor ved å bidra til å bygge opp kompetente kapitalforvaltningsmiljøer både gjennom rent kommersielle investeringer i andre fond, og gjennom oppfølging av statens investeringer i fond som har elementer av statsstøtte.
- Investinors innretning som kommersiell investor gjør trolig at virkemiddelbruken er mer effektiv enn andre typer virkemidler. I virkemidler som ikke tar kommersielle hensyn er potensialet for å realisere samfunnsøkonomisk ulønnsomme investeringer langt større. Vår vurdering er at den kommersielle innretningen bidrar til at Investinor har en effektiv drift av egen organisasjon.
- Vårt inntrykk er at Investinors organisasjon har god og relevant kompetanse til å gjennomføre investeringer. Det er videre et potensial for at Investinors kompetanse kan utnyttes bedre i en veiledende rolle for det norske økosystemet i arbeidet med å utnytte mulighetene som ligger i Det europeiske investeringsfondet.
- Med visse foreslåtte endringer i rammebetingelsene mener vi det er gode grunner til å videreføre Investinor som virkemiddel, selv når kapitalmarkedene fungerer godt. Markedet for tidligfasekapital har vist seg å være ustabilt, og Investinor kan være et nyttig og kostnadseffektivt virkemiddel for staten i tider hvor kapitalmarkedet fungerer mindre godt. Kostnadene knyttet til å opprettholde Investinor som et virkemiddel i perioder hvor markedet fungerer godt kan også være relativt begrensede.

Utfordringer og begrensinger

Vi ser også en del utfordringer med Investinor som virkemiddel slik det er innrettet i dag. I rapporten vår drøfter vi disse nærmere, og foreslår endringer og mulige løsninger.

- Hovedutfordringen til Investinor som selskap og virkemiddel er at flere målkonflikter begrenser måloppnåelsen. Statens mål i næringspolitikken er størst mulig samlet verdiskaping i norsk økonomi. Investinor kan bidra med økt verdiskaping, enten gjennom investeringer som gir avkastning på

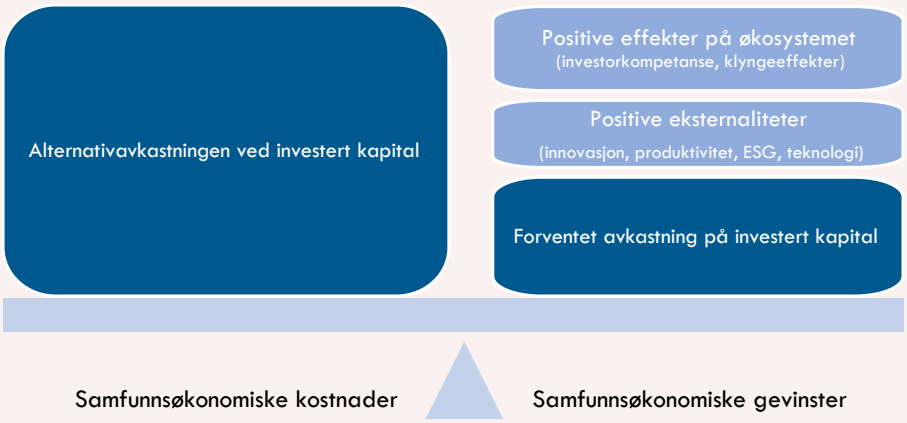
statens kapital, eller ved å være et virkemiddel som retter opp i en markedssvikt. Vi argumenterer for at disse to kildene til verdiskaping i noen tilfeller er i konflikt, og må veies mot hverandre.

- Statens mål med eierskapet i Investinor er høyest mulig avkastning. Direkte investeringsvirksomhet med mål om høyest mulig avkastning gir begrensede muligheter til å samtidig korrigere en svikt i kapitalmarkedet. I rapporten gjennomgår vi hvordan tenkelige kilder til markedssvikt løses av de ulike mandatene. Vi konkluderer med at staten gjennom indirekte investeringer på en mer effektiv måte kan korrigere markedssvikt, både innenfor en kommersiell ramme og gjennom statsstøttede mandater.
- For å styre selskapet til å løse sviktene i kapitalmarkedet gjennom sitt direkte investeringsmandat har staten pålagt Investinor en rekke bibetingelser og begrensinger i sine direkte investerings-muligheter. Vår vurdering er at disse begrensingene i liten grad styrer selskapet mot å løse kilder til markedssvikt. Samtidig fører begrensningene til vesentlig redusert forventet avkastning. Med lav oppside og betydelig nedside mener vi slike begrensinger reduserer den samfunnsøkonomiske lønnsomheten av hele Investinor som virkemiddel.
- Investinor har i dag ikke frihet til å allokere kapital fritt mellom direkte og indirekte investeringer. Direkte investeringer utgjør om lag fire femtedeler av midlene Investinor investerer selv. Dette har historiske årsaker. I lys av de forventede virkningene i hvert mandat ser ikke dette ut som en hensiktsmessig fordeling. Vi mener at en vridning mot en større andel indirekte investeringer ville gitt en mer hensiktsmessig balanse i porteføljen.
- Vi diskuterer hvordan ulike markedssvikter kan føre til at oppstartsbedrifter kan få tilført mindre kapital enn det som er optimalt ut fra et teoretisk samfunnsøkonomisk perspektiv. En viktig erkjennelse er at markedet, selv etter inngripen fra statlige virkemidler, aldri kan bli perfekt. Markedssvikten som kommer fra at gründer og investor har asymmetrisk informasjon kan ikke løses av Investinor, og antakelig heller ikke av andre virkemidler. En viss grad av friksjon og imperfeksjon i markedet for tidligfasekapital må man derfor akseptere.
- En siste utfordring ved Investinor sitt direkteinvesteringsmandat er at investeringene, i tillegg til å utgjøre finansiell nedsiderisiko for selskapet, også har en samfunnsøkonomisk nedside. Dersom Investinor, enten på grunn av svakheter i seleksjon, begrenset investeringsunivers, eller politiske føringer, tilfører kapital til selskaper som er ulønnsomme, kan dette skape vridninger i markedet som er svært samfunnsøkonomisk kostbare. At ulønnsomme selskaper legger beslag på humankapital og realkapital som ville kastet mer av seg i andre investeringer fører til samfunnsøkonomiske tap.

Konklusjoner om samfunnsøkonomisk lønnsomhet

Investinors virksomhet vil kunne anses å være samfunnsøkonomisk lønnsom hvis nyttevirkningene er større enn summen av kostnadene. Kostnadene omfatter både direkte kostnader og kostnader som oppstår ved at ressursene tiltaket legger beslag på alternativt kunne vært anvendt på tiltak som gir høyere nytte (alternativkostnaden). Nyttevirkningene er, i tillegg til forventet avkastning, positive eksternaliteter for samfunnet i form av teknologiutvikling, innovasjon, produktivitetsvekst, og nyttevirkninger av at kapitalmarkedet fungerer bedre. Det siste poenget kan for eksempel skyldes mer kompetente investorer og et bedre fungerende økosystem.

Figur 1: Illustrasjon av samfunnsøkonomiske kostander og gevinster



Illustrasjon: Oslo Economics

Vi konkluderer med at de **indirekte investeringene** trolig kan gjennomføres på en måte som tilfører samfunnsøkonomisk verdi. Dette følger i stor grad av at en i disse investeringene vil kunne ha en forventet avkastning på linje med bransjen generelt. Forventet avkastning kan derfor bli omtrent lik alternativavkastningen. Samtidig kan indirekte investeringer i tidligfasemarkedet utløse positive eksternaliteter for samfunnet og bidra til positive virkninger for økosystemet. Indirekte investeringer gir samtidig liten risiko for negative eksternaliteter. Det er derfor sannsynlig at summen av positive virkninger og avkastning overstiger forventet avkastning.

Spørsmålet om de **direkte investeringene** er samfunnsøkonomisk lønnsomme er svært følsomt for hvor forskjellig den forventede avkastningen er fra alternativavkastningen. Med de begrensninger og krav som gjelder for Investinors direkteinvesteringsmandat mener vi det må forventes at selskapet må oppgi potensiell lønnsomhet i sin virksomhet. For at direktemandatet skal være samfunnsøkonomisk lønnsomt må nyttevirkningene for samfunnet og økosystemet derfor være desto større. Vi mener at direktemandatet bare i begrenset grad er effektivt innrettet for å løse markedssvikt og skape slike nyttevirkninger. Vår konklusjon er derfor at nyttevirkningene mest sannsynlig ikke veier opp for dette tapet i alternativ avkastning slik virkemiddelet er innrettet i dag.

Anbefalinger

Dersom Investinor hadde blitt opprettet i dag, finnes det alternative innretninger som kunne vært mer hensiktsmessige. Våre anbefalinger til Nærings- og fiskeridepartementet tar utgangspunkt i den situasjonen Investinor befinner seg i nå, med en etablert organisasjon, et titalls fondsinvesteringer og et sekstitalls selskapsinvesteringer i porteføljen.

Staten har investert totalt 4,2 milliarder kroner i egenkapital i Investinors direkteinvesteringsmandat. En bedring i forventet avkastning på disse midlene er det som vil gi størst og raskest samfunnsøkonomisk gevinst. For å oppnå dette anbefaler vi at staten i større grad legger til rette for mer fleksibilitet og et friere mandat i direkteinvesteringene. Dette kan være viktig for å sørge for at Investinor ikke har et negativt skjevt utvalg. Investinor bør videre få allokere midler friere mellom direkte og indirekte investeringer for å kunne ha fleksibilitet i porteføljen. Med et friere mandat bør eier i større grad kunne forvente at selskapet leverer samme avkastning som sammenlignbare fond. At disse midlene forvaltes bedre vil videre kunne redusere mulige samfunnsøkonomiske tap som oppstår ved feilallokering av kapital.

Dersom staten ikke ønsker å gi Investinor fleksibiliteten til å selv allokere kapital mellom direkte og indirekte investeringer, mener vi at staten som eier bør medvirke til at mest mulig kapital i fremtiden allokeres til mandatet for fond-i-fond-investeringer. Dette kan gjøres gradvis ved at realisert avkastning fra direkteinvesteringer plasseres i fondsinvesteringer. En slik løsning med direkte involvering og styring fra statens side vil kreve noe mer i eieroppfølgingen.

Vi har vurdert om staten bør løse konfliktene i selskapets målstruktur ved gå bort fra målet om høyest mulig avkastning over tid. Vår vurdering er at det finnes en potensielt stor nedside ved å ikke styre selskapet med mål om høyest mulig avkastning, så lenge en stor del av porteføljen er investert gjennom det aktive direkteinvesteringsmandatet. Et mål som legger mindre vekt på høyest mulig avkastning kan være mer aktuelt dersom selskapet i hovedsak gjør indirekte investeringer.

Statens begrunnelse for Investinor er i dag å bidra til økt kapitaltilgang for selskaper i tidlig fase. Vi mener statens begrunnelse for å eie selskapet heller bør være å ha et virkemiddel som "legger til rette for et velfungerende marked for tidligfasekapital i Norge. Et slikt marked preges av et mangfold av profesjonelle investorer i alle investeringsfaser samt innslag av internasjonal kapital og kompetanse."

1. Om oppdraget og rapporten

Investinors formål er å bidra til bedre kapitaltilgang i tidligfasemarked gjennom å utøve seks hovedmandater på vegne av staten. Denne evalueringen skal gi NFD en helhetlig vurdering av om Investinor er egnet til å bedre kapitaltilgangen i tidigfase, samt anbefale eventuelle tiltak for å forbedre innretningen av, og måloppnåelsen til Investinor. Arbeidet baseres på omfattende intervjurunder, innsamlet dokumentasjon, markedsstatistikk og datamateriale fra sentrale aktører i venturekapitalmarkedet.

1.1 Bakgrunn

1.2 Mandat for oppdraget

Nærings- og fiskeridepartementet (NFD) utlyste en anbudskonkurranse for evaluering av Investinor. Mandatet for denne utredningen fremgår dels av denne utlysningen og dels av tilbudet fra Oslo Economics.

Evalueringen av Investinor skal gi departementet et bedre grunnlag for videre oppfølging av investeringsselskapet og bruken av næringspolitiske virkemidler rettet mot kapitaltilgang for bedrifter i tidlig fase. En overordnet problemstilling for evalueringen er om Investinors virksomhet er egnet til å bedre kapitaltilgangen i dette markedet. Evalueringen skal gi en helhetlig vurdering av selskapets ulike mandater og roller, både enkeltvis og som en helhet, herunder innsatsen rettet mot ulike faser samt samarbeidet med, og grensesnittet mot, andre aktører i virkemiddelapparatet.

I første delen av evalueringen vurderer vi Investinors dimensjonering, innretning og virksomhet sett opp mot de mål og formål som er gitt fra NFD. Et relevant spørsmål er om vi finner en logisk klar struktur med hensyn til statens mål og føringer for selskapet, slik de er formulert i Stortingets budsjettvedtak, Eierskaps-meldingen, selskapets vedtekter, regelverk for de ulike mandatene og oppdragsbrev fra NFD til selskapet. Andre tilleggsspørsmål vi redegjør for er hvorvidt Investinors mandater og føringer legger til rette, eller er til hinder for, at Investinor kan ha en utløsende rolle i lys av Norges deltakelse i InvestEU. Vi vurderer også hvilke prinsipper som bør ligge til grunn for å avgjøre om eierandeler som man ikke får solgt når et fond oppløses bør overtas av Investinor som direkte eier. Det er også relevant å kartlegge Investinors grensesnitt mot andre aktører og vurdere hvordan disse virker sammen. Dette gjelder særlig virkemidler som benyttes av det offentlige for å støtte bedrifter i oppstartsfasen som Argentum og Nysnø.

I den neste delen av prosjektet vil vi evaluere formålseffektivitet, kostnadseffektivitet, virkning og bærekraft. Med andre ord vil vi vurdere resultater og måloppnåelse for staten og Investinor, samt innenfor hvert enkelt mandat Investinor forvalter. Vi vil undersøke om Investinor leverer tilfredsstillende avkastning på den statlige kapitalen. Videre vil vi undersøke om forvaltningen av de seks mandatene er gjort på en tilfredsstillende måte og i henhold til statens mål og formål. På bakgrunn av dette foretar vi en vurdering av Investinors dimensjonering sett opp mot ringvirkningene selskapet har.

Tredje del av oppdraget omfatter en samfunns-økonomisk analyse som skal anslå resultater av statens ressursbruk, herunder en nytte-/kostnadsanalyse av statens virkemidler rettet mot kapitaltilgangen for tidligfasebedrifter. I den forbindelse skal vi gi svar på i hvilken grad Investinors virksomhet er egnet til å bedre kapitaltilgangen i markedet for bedrifter i tidlig vekstfase.

En viktig del av rapporten er vurderingen av om det statlige engasjementet konsentreres rundt områder der vi finner kilder til markedssvikt i kapitalmarkedet, ettersom dette er en forutsetning for samfunns-økonomiske nyttevirkninger. Statlig kapitalbevilgning er kun samfunnsøkonomisk lønnsomt i tilfeller hvor kapitalen korrigerer for markedssvikt, og som sådan er nødvendig for å oppnå en effektiv allokering av samfunnets ressurser. I tillegg vil vi i rapporten vurdere om den statlige kapitalbevilgningen supplerer eller erstatter det private kapitalmarkedet for tidlig vekstfasebedrifter, med andre ord om det statlige engasjementet bidrar til å mobilisere privat kapital. Til slutt vil vi vurdere hvordan det grønne skiftet eller andre endringer i økonomien kan påvirke grensesnittene mot andre statlige selskaper og virkemidler.

1.3 Gjennomføring

Oppdraget er gjennomført i perioden august-oktober 2022. Arbeidet er basert på en omfattende intervju-runde med et representativt utvalg av relevante aktører i kapitalmarkedet for tidligfasebedrifter og dokumentasjon innsamlet gjennom offentlige tilgjengelige kilder, samt data og dokumenter innhentet gjennom informasjonsforespørsler til Investinor.

Intervjuer med aktører i markedet

Vi har totalt gjennomført 31 intervjuer med aktører som har en sentral rolle i kapitalmarkedet. Vi har foretatt intervjuer med markedsaktører både i Norge og i utlandet. Dette omfatter investorer som ønsker å plassere sin kapital i selskap, bedrifter som trenger kapital, samt tilretteleggere og regulatorer i kapitalmarkedet.

Målet med intervjuene var å innhente kvalitativ informasjon relatert til om det har vært endringer i markedet for tidligfase kapital de siste årene, og om erfaringer med Investinor som både en investor og spiller i kapitalmarkedet for tidligfasebedrifter.

Vi har snakket med ti venturefond, hvor vi finner åtte av disse i Investinors egen investeringsportefølje. Målet med samtalene var å forstå hvordan dagens situasjon i kapitalmarkedet oppleves, om Investinors indirekte investeringer gjennom fond er formålseffektivt, og eventuelle innspill for fremtidig innretning av investeringsfondet.

Vi har intervjuet følgende venturefond:

- Alliance Venture
- Skyfall Ventures
- SINTEF
- Founders Fund
- Proventure
- EQT
- Momentum Partners
- Mohn Foundation
- Sarsia Seed
- Norinnova

For å få perspektiver fra bedrifter som har, eller har hatt, behov for å hente kapital har vi snakket med 5 gründerselskap både i og utenfor Investinors portefølje og en seriegründer. Målet var å få deres oppfatting av kapitalmarkedet i tidligfase, deres erfaring med å ha Investinor som investor og innspill for fremtidig innretning av fondet.

Vi har gjennomført samtaler med representanter for følgende gründerselskaper:

- Dignio
- Funding Partner
- Farmforce
- BergenBio
- Oda
- Skyfri/Norsk Solar/Huddlestock (seriegründer)

Videre har vi gjennomført intervjuer med de norske statlig eide virksomhetene Argentum, Nysnø, Siva og Innovasjon Norge for å få innblikk i Investinors grensesnitt mot aktørene og hvordan de virker sammen.

I evalueringen er det også interessant å se hen til erfaringer internasjonalt og undersøke hvorvidt myndigheter i andre land observerer markedssvikt og deres oppfatning av behovet for statelig investeringer og inngrep generelt. Vi har derfor snakket med seks ulike statlige investeringsfond fra samtlige nordiske land.

Vi har intervjuet følgende utenlandske statlige investeringsfond:

- Saminvest
- Almi AB
- Industrifonden
- Vækstfonden
- Business Finland Venture Capital
- Tesi

Videre har vi snakket med European Investment fund (EIF) for å høre hvordan Investinor kan tilpasses for å bidra til å utnytte mulighetene i InvestEU. Vi har også snakket med Norskventurekapitalforening (NVCA), og DNB Akselerator for å kartlegge deres erfaringer med kapitalmarkedet i tidligfase og syn på innretningen av Investinor.

Den omfattende intervjurunden har sikret oss god kunnskap om hvordan dagens situasjon oppleves blant interessenter med til dels sammenfallende og til dels motstående interesser, og hvilke innspill de ulike aktørene har for fremtidig innretning.

Intervjuer med Investinor

I prosjektet har Oslo Economics hentet inn svært vesentlig bakgrunnsinformasjon ved hjelp av intervjuer med Investinors ledelse. Vi har strukturert informasjons-innhentingen ved å ha et overordnet tema for hver samtale. På den måten sikret vi oss å få dekket alle de nødvendige problemstillingene i evalueringen.

Vi har gjennomført tolv ulike intervjuer innen følgende temaer:

- Intromøte om Investinor
- Formål og mandater
- Investeringsstrategi og porteføljestyring
- Ringvirkninger
- Bærekraft
- Exit-strategi
- Aktivt eierskap og verdiskaping
- Benchmarking kostnader
- Resultater og effekter
- Analyser av kapitalgap
- Oppsummering

Vi har hatt kontinuerlig dialog med Investinor og har hatt muligheten til å stille spørsmål om uavklarte problemstillinger utover det som har blitt dekket i de ovenfornevnte møtene.

Mottatt dokumentasjon

Evalueringen av Investinor bygger også på mottatt dokumentasjon fra investeringsfondet og offentlige tilgjengelige dokumenter. Vår bruk av offentlige tilgjengelige kilder er ramset opp i referanselisten.

Videre har Oslo Economics etterspurt informasjon og regnskapstall fra Investinor og vi har fått tilsendt dokumenter fra selskapet. Denne dokumentasjonen inkluderer:

- Historiske regnskapstall fra 2008–2022 for mor- og datterselskap
- Avkastningstall fra 2008–2021
- Finansiell stilling i perioden 2008–2021

Det kvantitative datagrunnlaget er viktig for å evaluere forvaltningen av Investinors virksomhet, herunder resultater og måloppnåelse for staten og Investinor.

Mottatt datagrunnlag

I gjennomføringen av evalueringen har det også vært viktig med tilgang på et godt kvantitativt datagrunnlag. Vi har innhente datamateriale fra sentrale aktører i venturekapitalmarkedet samt omfattende markedsstatistikk. Å få tilgang på markedsstatistikk har vært viktig for å undersøke kapitaltilgangen og konkurransesituasjonen i markedet for tidligfaseinvesteringer. Vi har mottatt datamateriale fra Argentum, EIF og Invest Europe.

Fra Argentum har vi mottatt følgende statistikk for det norske markedet i perioden 2011-2021:

- Antall transaksjoner over tid
- Investeringsvolum over tid
- Utvikling i kapitalinnhenting
- Utviklingen i omfanget av utenlandske investorer i Norge

Fra Nysnø har vi i tillegg mottatt en rekke nøkkeltall når det kommer til kostnader, avkastning, antall ansatte mv.

Invest Europe har sendt en omfattende oversikt over venturemarkedet i Norden og øvrige europeiske land. Statistikken inneholder markedsdata for kapitalinnhenting, investeringer og avhendinger i perioden 2007–2011.[3]

Fra EIF har vi mottatt en oversikt over deres InvestEU fondet sin investeringsstrategi. Dette innebærer størrelsen på fondet, allokeringen av penger til ulike finansielle produkter og sektorer områder det skal investeres, investeringsstrategier mv.

Dette datagrunnlaget er sammen med det kvalitative grunnlaget viktig for analysen av kapitaltilgangen i markedet for tidligfasebedrifter i Norge, samt forså hvordan Investinor kan innrettes for å dra nytte av mulighetene i InvestEU.

Avgrensninger

Denne rapporten baserer seg på informasjon fremlagt av Investinor, intervjuer med andre aktører i kapitalmarkedet og offentlig tilgjengelig dokumentasjon. Vi har ikke gjennomført en uavhengig verifisering av den mottatte informasjonen. Vi forutsetter at informasjonen er pålitelig, og at relevante forhold for evalueringen ikke er utelatt i intervjuene eller i den mottatte dokumentasjonen. Oslo Economics tar dermed ikke ansvar for mulige feil eller mangler i informasjonsgrunnlaget.

Våre vurderinger i evalueringen av Investinor er gjort etter beste evne med hensyn til den informasjonen vi har mottatt.

Oppdraget er blitt gjennomført innenfor en begrenset tidsramme. Informasjon fra Investinor er mottatt helt frem til andre halvdel av september måned. Dette har gitt føringer for hvor dypt det har vært mulig å gå i enkelte problemstillinger.

1.4 Rapportens oppbygning

I kapittel 2 gjennomgår vi egenkapitalfinansiering av oppstartsbedrifter, herunder faser i kapitalinnhenting mer detaljert og rasjonale for inngripen i egenkapitalmarkedet.

I kapittel 3 beskriver vi Investinor og hvordan de operasjonaliserer mandatene sine. Videre gjennomgår vi i kapittel 4 utviklingen i det norske kapitalmarkedet og estimater på kapitalgap, samt diskuterer Investinor sin plass i markedet i mer detalj.

I kapittel 5 vurderer vi Investinors dimensjonering, innretning og virksomhet sett opp mot de mål og formål som er gitt fra statens side. I den forbindelse vil vi vurdere om det er stringens mellom statens mål og føringer for selskapet. Kapittel 6 vurderer Investinors ressurstilgang og ressursbruk.

I kapittel 7 gjør vi en vurdering av Investinors operasjonalisering av hvert mandat. Videre i kapittel 8 gjennomfører vi en samfunnsøkonomisk analyse med formål å anslå resultater av statens ressursbruk,

[3] I arbeidet med denne rapporten har vi vært heldige å få benytte data som er samlet inn av den europeiske bransjeorganisasjonen for investeringsselskap, Invest Europe. Vi retter en stor takk til dem for det. På oppfordring fra Invest Europe legger vi til følgende forbehold om deres data. «The dataset has been produced by Invest Europe, based on data collected as part of the European Data Cooperative (EDC) and other third party information. While Invest Europe has made every effort to ensure the reliability of the data included in the dataset, Invest Europe cannot guarantee the accuracy of the information collected and presented. Therefore, Invest Europe cannot accept responsibility for any decision made or action taken based upon this report or the information provided herein."

herunder en nytte-/kostnadsanalyse av statens virkemidler rettet mot kapitaltilgangen for tidlig-fasebedrifter. I den forbindelse skal vi gi svar på i hvilken grad Investinors virksomhet er egnet til å bedre kapitaltilgangen i markedet for bedrifter i tidlig vekstfase.

Kapittel 9 sammenstiller vurderingene i de foregående kapitlene, og oppsummerer våre anbefalte tiltak.

2. Hvorfor egenkapitalfinansiering og egenkapitalvirkemidler

Finansiering av bedrifter gjennom egenkapital gir mulighet for å utvikle teknologier og forretningsmodeller som er forbundet med stor risiko og potensiell rask vekst og høy avkastning. Når markedet fungerer godt, bidrar egenkapitalfinansiering til å allokere tilgjengelig kapital til prosjekter med størst mulig potensiell avkastning, til matching av relevant kunnskap og erfaring, til å videre-utvikle innovative og produktive økosystemer, og til å sørge for størst mulig samlet økonomisk vekst. Det er derfor et mål for regjeringen at vekstbedrifter har tilgang på kapital i en tidlig fase.

2.1 Egenkapitalfinansiering av bedrifter

2.1.1 Oppstart av en bedrift

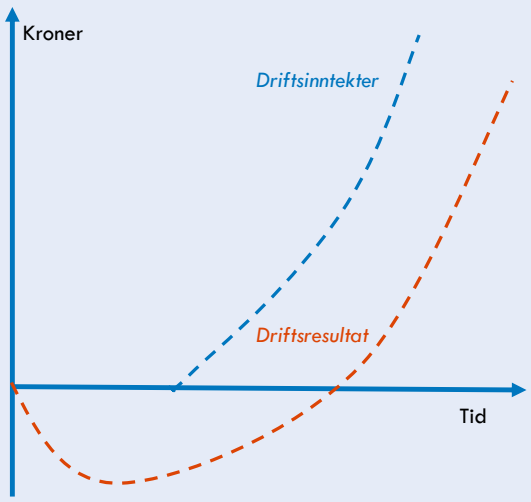
Bedriftene i målgruppen for tidligfaseinvesteringer og for denne utredningen er selskap som startes av gründere. I motsetning nye foretak som startes opp av andre etablerte foretak, er gründerbedrifter etablert av en privatperson som i utgangspunktet ikke stiller med store mengder kapital. Gründeren bidrar med egen arbeidskraft i tillegg til en god idé eller kjennskap til en teknologi.

For en del typer bedrifter vil det etter etablering være en utviklingsfase hvor bedriften ikke har inntekter av betydning, men likevel vesentlige kostnader. Dette skaper et behov for kapital, og det som ofte omtales som J-kurven for oppstartsbedrifter. Perioden hvor bedriften har negativt driftsresultat, og følgelig behov for finansiering utenfra for å overleve, omtales av enkelte som «dødens dal». I ekspanderende selskaper kan det være snakk om nye J-kurver for hver utviklingsfase. En bedrift som har fått validert forretningsmodellen sin i hjemmemarkedet kan for eksempel ønske å ekspandere internasjonalt. Dette skaper nye kapitalbehov med tilsvarende usikkerhet.

For mange bedrifter vil det være naturlig å hente kapital gjennom lånefinansiering med pant i eiendom eller andre driftsmidler. For virksomheter som ikke har positivt driftsresultat, ingen omsetning, og ingen driftsmidler som kan pantsettes, vil bankene i kombinasjon med den svært høye risikoen være tilbakeholdne med å tilby lån.

Dette er en veldokumentert observasjon fra kreditt-markedene . For slike virksomheter kan derfor egenkapitalfinansiering være en kilde til kapital i en oppstartsfase. Egenkapitalfinansiering er også stadig vanligere for etablerte selskaper som ønsker kapital til ekspansjon.

Figur 2-1: J-kurven for oppstartsbedrifter



Illustrasjon: Oslo Economics

Egenkapitalfinansiering foregår ved at en investor stiller kapital til rådighet for bedriften mot at investoren får en eierandel i bedriften. Eierandelen i bedriften gjør at investoren får en klar egeninteresse i at bedriften lykkes. Egenkapitalfinansiering kjennetegnes ofte derfor med at investoren tar en aktiv del i å utvikle selskapet (Zider, 1998).

Ewens et al. (2018) argumenterer for at utviklingen trekker i retning av at investorer bruker stadig mindre tid på å følge opp selskapene, men at man isteden benytter en metodikk som kan oppsummeres som «spray and pray». Argumentasjonen går ut på at teknologisk utvikling i IKT-bransjen har gjort at etableringskostnadene ved å starte en bedrift er betydelig redusert. Investorene foretrekker derfor å investere et lite beløp i et større antall selskaper, og investeringen kan derfor anses som et eksperiment hvor investoren får mer informasjon om hvilke selskaper som er verdt å satse videre på. Dette gjentas i flere runder.

Forretningsideene eller teknologiene til selskaper som finansieres gjennom egenkapital kjennetegnes ofte ved at de er skalerbare og at bedriften derfor har potensial til å vokse hurtig. For å kompensere for den høye risikoen ved investeringen vil investorene se etter investeringsobjekter som gir mulighet for svært høy avkastning. Investorenes logikk er at dersom man

investerer en gitt sum i et antall selskaper, vil porteføljen kunne generere avkastning selv om de færreste investeringene lykkes. Forutsetningen er at den ene investeringen som lykkes har en svært høy avkastning (Zider, 1998).

Den høye risikoen ved en enkelt investering, og muligheten for høy avkastning gjør at det er fornuftig å samle investeringene i en portefølje med flere ulike egenkapitalinvesteringer. Dette gir opphav til et marked for egenkapitalinvesteringer gjennom fond med profesjonelle forvaltere. Forvalterne i disse fondene har insentivstrukturer som gjør at de har sterke interesser av at selskapene lykkes. I det videre beskriver vi strukturen i dette kapitalmarkedet.

2.1.2 Faser i kapitalinnhenting

Kapitalmarkedet deles inn i flere faser basert på blant annet produktets modenhet, antall ansatte og omsetning. Det eksisterer ikke internasjonalt omforente definisjoner av eller grenser mellom de ulike fasene. I denne rapporten legger vi til grunn Investinors egen faseinndeling. Denne skiller mellom fire faser: pre-såkorn, såkorn, venture og ekspansjon. De tre første fasene utgjør til sammen *tidligfase*.

Selskaper i pre-såkorn- og såkornsfasen har noe modnet teknologi, typisk henholdsvis mellom 4–6 og 6–9 på TRL-skalaen.[4] I de to senere fasene er usikkerhet knyttet til teknologien og kommersielt potensial i stor grad avklart. I presåkornfasen har selskapet, ifølge Investinors definisjon, typisk mindre enn fem ansatte og ingen omsetning. I såkorn har bedriften opptil ti ansatte, og en omsetning opp mot 5 MNOK. Selskaper i venture- og ekspansjonsfasen har betydelig omsetning, typisk over henholdsvis 10 og 100 MNOK. I disse fasene ligger antall ansatte gjerne over henholdsvis 10 og 100 ansatte.

Emisjoner i presåkornfasen er gjerne under 3 MNOK, mens det i såkornsfasen hentes mellom 5 og 15 MNOK. I venture- og ekspansjonsfasen hentes ofte betydelig større beløp, gjerne over 50 MNOK og 100 MNOK, henholdsvis. På grunn av emisjonens størrelse, kan det i venturefasen og senere være tilfeller hvor noterte markeder benyttes for kapitalinnhentingen, som for eksempel Euronext Growth. Det presiseres at dette kun viser til dette som en potensiell kapitalkilde og at dette typisk ikke representerer en reell exit-mulighet for eksisterende investorer. Dette gjelder spesielt for investorer med større aksjeposter i selskapet.

Figur 2-2: Investinors faseinndeling

		Selskapets fase			
		Presåkorn	Såkorn	Venture	Ekspansjon
Selskapets status	TRL	4–6	6–9	Teknologien er moden utover TRL-modellen	
	Antall ansatte	< 5	< 10	> 20	> 100
	Omsetning	Ingen	< 5 MNOK	> 10 MNOK	> 100 MNOK
	Sum innhentet kapital	< 5 MNOK	< 20 MNOK	> 100 MNOK	> 500 MNOK
Emisjonen	Benevnelse	Pre-seed	Seed	Series A og B	Series C+ og *growth*
	Beløp	< 3 MNOK	5–15 MNOK	> 50 MNOK	> 100 MNOK
	Kapitalkilde	Unoterte markeder			
				Noterte markeder	
Andre inndelinger		*Start-up*		*Scale-up*	
		Start-up	Tidlig venture/vekst		Sen venture/vekst

Note: Fremstillingen bygger på Investinors egen faseinndeling. Måltallene er retningsgivende og ikke absolutte. TRL (*technology readiness level*) er et tall mellom 1 og 9 som beskriver en teknologis kommersielle modenhet. Ved nivå 1 er det kun grunnleggende egenskaper ved teknologien som er dokumentert. Ved nivå 9 har teknologien vært kommersielt tilgjengelig over tid og dets egenskaper under bruk i flere driftsscenario er veldokumentert.

[4]TRL (*technology readiness level*) er et tall mellom 1 og 9 som beskriver en teknologis kommersielle modenhet. Ved nivå 1 er det kun grunnleggende egenskaper ved teknologien som er dokumentert. Ved nivå 9 har teknologien vært kommersielt tilgjengelig over tid og dets egenskaper under bruk i flere driftsscenario er veldokumentert.

2.2 Rasjonale for inngripen i egenkapitalmarkedet

Kapitalmarkedet skal bidra til å kanalisere og samle kapital, omfordele og spre risiko, og å verdsette økonomisk virksomhet (NOU 2018:5). Markedet for kapital til tidligfase vekstselskaper skiller seg fra andre deler av kapitalmarkedet ved at investeringene preges av høy og til dels vanskelig analyserbar risiko. Det er lang tidshorisont fra investering til avkastning og betydningen av kompetent eierskap og lederskap er særlig stor, i tillegg til at det er klare nettverkseffekter mellom aktørene i dette markedet (NOU 2018:5).

Kapitaltilgangsutvalget (NOU 2018:5) fant at venture-investeringer i såkornbedrifter, samt antall investorer som investerer i venturefond var fallende frem til 2016. Utvalget beskrev hvordan færre investorer i fond medfører en reduksjon i kompetente ventureinvesteringsmiljøer for tidlig vekstfasebedrifter, slik at tilgangen på kompetent kapital til norske vekstbedrifter blir svekket. Færre venture-investeringer er særlig en utfordring for selskap som har en langvarig kapitalkrevende utvikling før man kan forvente kommersielle inntekter fra selskapet. Utvalget konkluderte med at mangelfull kanalisering av privat risikokapital, få fond-i-fond-investorer, og få tidligfase investeringsmiljø svekker økosystemet for finansiering og utvikling av lovende tidligfase-bedrifter i Norge.

Dersom samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter blir tilført for lite privat kapital kan det være nødvendig med offentlige inngrep for å oppnå velfungerende markeder.

I dette delkapittelet presenterer vi fire mulige kilder til at markedet for tidligfasekapital ikke fungerer tilstrekkelig godt i Norge. Mekanismene knyttet til informasjonsasymmetri og eksternaliteter er klassiske kilder til markedssvikt som er godt beskrevet i litteraturen og som ikke er særegne for Norge (*Kapitaltilgang og økonomisk utvikling*, 2004). Andre årsaker til at markedet ikke fungerer optimalt, slik som eksterne og interne skalafordeler, kan ha sitt opphav i historiske forhold knyttet til norsk næringsstruktur og være forbigående problemer under oppbyggingen av et fungerende marked for tidligfasekapital.

2.2.1 Asymmetrisk informasjon

Asymmetrisk informasjon mellom selskapsledelse og investorer om selskapets status og potensial kan føre til underfinansiering av prosjekter som er ex ante lønnsomme.

Som et teoretisk rammeverk kan det antas at vi har et investeringsunivers bestående av investeringer som både er lønnsomme og ulønnsomme gitt gjeldende avkastningskrav. En naturlig antagelse er at gründeren kjenner sitt selskaps potensielle lønnsomhet bedre enn en investor. Utfordringen for gründeren er å på en troverdig måte overbevise investoren om selskapets potensielle lønnsomhet. Også gründere av mindre lønnsomme idéer vil forsøke å hente kapital og overbevise investorer om at deres investeringsmulighet er lønnsom.

I likevekt klarer ikke investorer å skille mellom de gode og dårlige investeringene, og det kan i tilbudet av investeringsmuligheter oppstå et skjevt negativt utvalg («lemons problem»), som beskrevet i Akerlof (1970). I en slik situasjon vil investorene tilby mindre kapital enn i likevekten uten asymmetrisk informasjon. Et kapitalgap vil derfor kunne oppstå både i markedet for fremmedkapital I likevekt klarer ikke investorer å skille mellom de gode og dårlige investeringene, og det kan i tilbudet av investeringsmuligheter oppstå et skjevt negativt utvalg («lemons problem»), som beskrevet i Akerlof (1970). I en slik situasjon vil investorene tilby mindre kapital enn i likevekten uten asymmetrisk informasjon. Et kapitalgap vil derfor kunne oppstå både i markedet for fremmedkapital (Stiglitz & Weiss, 1981) og egenkapital (Greenwald et al., 1984; Myers & Majluf, 1984).

I senere utviklingsfaser for et oppstartsselskap vil mer informasjon være tilgjengelig for investorer (Trester, 1998). Ved utvikling av nye produkter vil for eksempel investoren kunne direkte observere sluttbruker-markedets mottakelse av selskapets produkt. Innenfor helse vil investorer få standardisert og troverdig informasjon gjennom senere fase-testing av, for eksempel, medisiner. Innen teknologi testes gjerne produkter først innad i selskapet (alfa-testing), før det etter hvert gjennomføres tester med sluttbrukere (beta-testing) som investorer kan få tilgang på. Jo lenger et selskap er kommet i sin utvikling, testing og kommersialisering av et produkt jo lavere er sannsynligheten for at investorer ikke kan verifisere aspekter ved produktet. Derfor kan en forvente at et kapitalgap som stammer fra asymmetrisk informasjon vil være mest ekstremt i de tidligste fasene.

2.2.2 Eksternaliteter

Dersom det er positive eksternaliteter ved oppstartsselskaper som investorene ikke blir kompensert for, såkalt underappropriabilitet, vil det selv i et ellers velfungerende marked være et kapitalgap. Da kan det være samfunnsøkonomisk lønnsomt å øke kapitaltilgangen for oppstartsselskaper for å realisere de samfunnsøkonomisk, men ikke bedriftsøkonomisk, lønnsomme prosjektene.

Det er dokumentert positive eksternaliteter i forskningslitteraturen. Det er blant annet funnet positive effekter for økonomien på aggregert nivå fra

venturekapital gjennom spillover-effekter fra FoU (Griliches, 1992). Venturekapital er vist å bidra til økt innovasjon (Kortum & Lerner, 2000), flere nyetableringer og høyere sysselsetting og aggregert inntekt (Samila & Sorenson, 2011).

2.2.3 Eksterne skalafordeler i forvaltningsmiljøet

Eksterne skalafordeler oppstår når produktiviteten i en sektor eller bransje stiger med størrelsen på bransjen eller sektoren.[5] Slike eksterne skalafordeler kan gi ufordelaktige utfall i form av naturlige monopol, men kan også være en kilde til komparative fortrinn i form a konkurransedyktige næringsklynger. Eksempler på kjente klyngers lokalisering er finansindustri i New York, underholdning i Hollywood eller IKT i Silicon Valley.

Dersom produktiviteten i en bransje er avhengig av størrelsen, vil den aktuelle bransjen behøve å ha en viss kritisk masse for å bli lønnsom nok til at den kan eksistere. Dersom den ikke når denne størrelsen vil den ikke eksistere i det hele tatt. I de fleste bransjer er det noen grad av slike effekter, og resultatet er at noen typer økonomisk aktivitet finnes i noen land og andre typer aktivitet finnes i andre land. Dette er ikke noe problem i de fleste tilfeller.

Problemet i dette tilfellet oppstår dersom en spesifikk bransje – for eksempel forvaltning av venturekapital – er et viktig *mellomledd* for å oppnå andre ønskede effekter slik som finansiering av oppstartsbedrifter. Det kan da argumenteres for at det er et problem dersom ikke fondsforvaltningsmiljøet når den kritiske massen som er nødvendig for å stå på egne ben.

I intervjuene vi har gjennomført peker flere av informantene på effekter som kan samles under denne paraplyen. Disse effektene kan oppstå fordi den samlede kompetansen øker med størrelsen på markedet. Et større marked tillater større grad av konkurranse og et større marked skaper også nettverkseffekter.

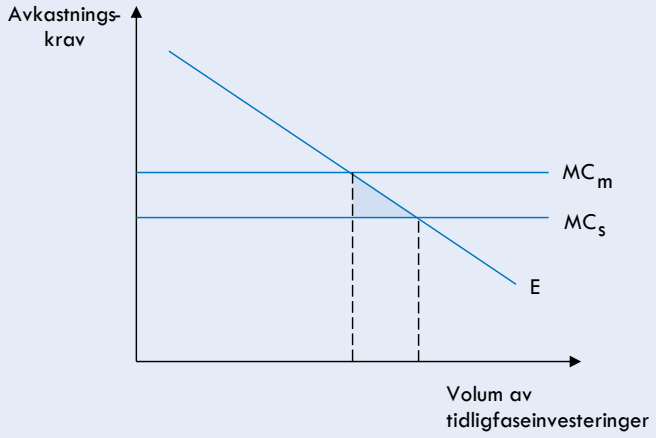
Sandmo-utvalget[6] pekte på at dersom eiermiljøet er lite eller hvis eierne er små kan det være store kostnader forbundet med å vurdere prosjekter. I intervjuene peker flere på at et større fonds- og forvaltermiljø gjør at de ulike fondene i økende grad spesialiserer seg for å finne sin nisje. Slike spesialiseringer kan være med hensyn på teknologi, sektor, eller investeringsstrategi. Også kapitaltilgangsutvalget pekte på at «*tilstedeværelse av et tilstrekkelig antall investorer i venturefond og dermed venturefondsmiljøer bidrar derfor både til å utvikle kvaliteten i prosjektene og også til å kanalisere ytterligere privat kapital inn i prosjektene*». Et fondsmiljø hvor en større andel investorer spesialiserer seg kan øke kompetansen hos samtlige av de som investerer. Slike agglomerasjonseffekter kan bidra til at det er en fordel for hele forvaltermiljøet at det får en viss størrelse.

Kapitaltilgangsutvalget pekte på at det er nettverkseffekter i kapitalmarkedet for tidligfasebedrifter. De ulike fondsforvaltningsmiljøene er også i noen grad avhengig av hverandre. En forvalter som investerer i et selskap i presåkorn eller såkorn er avhengig av at det finnes investorer som kan følge opp hens investering i senere investeringsrunder. Likeledes er det en fordel for en investor i senere faser at det finnes investorer i tidligere faser som kan bygge gode selskap den senere investoren kan velge mellom. For å lykkes med en investering er hver forvalter avhengig i at det finnes en kritisk masse med forvaltere i andre faser.

2.2.4 Kostnadene ved markedssvikt illustrert

Vi viser (forenklet) i figuren nedenfor hvordan de ulike kildene til markedssvikt kan medføre at markedstilpasningen i tidligfasemarkedet ikke blir samfunnsøkonomisk optimal. Den vertikale aksen viser avkastningskravet for investeringer i

Figur 2-3: Etterspørsel og kostnader ved finansiering av prosjekter i tidligfase



Illustrasjon: Oslo Economics

tidligfasemarkedet, mens den horisontale aksen viser volum av investeringer (i.e. kapitaltilgang) i tidligfasemarkedet. Den nederste horisontale kuven, betegnet som MC_S i figuren, viser den reelle risikojusterte kostnaden ved å tilby finansiering til et selskap i tidligfasemarkedet. Den andre horisontale linjen, betegnet som MC_m, viser markedets marginalkostnad for tidligfaseinvesteringer når

[5] Se for eksempel Krugman, P. (1980). Scale economies, product differentiation, and the pattern of trade. *The American economic review*, *70*(5), 950-959. Eller, Romer, P. (1993). Idea gaps and object gaps in economic development. *Journal of monetary economics*, *32*(3), 543-573.

[6] Sandmo-utvalget (2004)

private kapitaltilbydere overpriser risiko på grunn av asymmetrisk informasjon.

Den lyseblå trekanten i figuren representerer det samfunnsøkonomiske dødvektstapet som oppstår som følge av markedssvikten. Dødvektstapet består eksempelvis av tapt verdiskaping som følge av at samfunnsøkonomisk lønnsomme tidligfaseinvesteringer ikke gjennomføres.

2.3 Egenkapitalvirkemidler i Norge

I tillegg til Investinor har staten opprettet Nysnø, Argentum og Siva som egenkapitalvirkemidler rettet mot unge selskaper. Nysnø og Argentum er rene egenkapitalvirkemidler, men Siva består også av andre typer virkemidler. Videre gir vi en kort beskrivelse av hver aktørs virke.

Nysnø Klimainvesteringer (Nysnø) skal bidra til reduserte klimagassutslipp gjennom investeringer som direkte eller indirekte bidrar til dette. Selskapet investerer i unoterte selskaper og fond rettet mot unoterte selskaper, med virksomhet i eller ut fra Norge. Investeringsfokus er selskaper i tidlige faser og investeringene retter seg i hovedsak mot ny teknologi i overgangen fra teknologiutvikling til kommersialisering. Selskapet ble etablert i 2017 og har vært operativt siden høsten 2018. Nysnø har hovedkontor i Stavanger. Staten eier 100 prosent av Nysnø. Statens begrunnelse for eierskapet i Nysnø er å bidra til reduserte klimagassutslipp gjennom lønnsomme investeringer. Statens mål som eier er høyest mulig avkastning over tid.

Nysnø gjør både direkteinvesteringer og fondsinvesteringer. Ved utgangen av 2021 hadde Nysnø cirka en tredjedel av investeringene i selskaper (641 millioner) og to tredjedeler i fond (1 165 millioner). Nysnø har ingen føringer for hvor stor andel av midlene som skal plasseres i henholdsvis fond og aksjer. Selskapet hadde 12 ansatte i 2021.

Argentum Fondsinvesteringer (Argentum) er en kapitalforvalter som investerer primært i aktive eierfond (Private Equity-fond) i Norge og Nord-Europa. Selskapet ble etablert i 2001. Argentum har hovedkontor i Bergen. Staten eier 100 prosent av Argentum. Statens begrunnelse for eierskapet i Argentum er å opprettholde et betydelig investeringsselskap, rettet mot aktive eierfond, med hovedkontorfunksjoner i Norge. Argentum brukes ikke lenger av staten som et virkemiddel og har et rent kommersielt formål. Statens mål som eier er høyest mulig avkastning over tid.[7]

Investeringsmodellen er basert på fond-i-fond-prinsippet, hvor selskapet kommiterer kapital til private fondsaktører som i hovedsak reiser kapital i de internasjonale kapitalmarkedene. Disse fondene investerer i unoterte selskaper hvor de ser potensial for økt verdiskaping og hvor de kan bidra positivt. Normalt vil Argentum ha en minoritetsandel i fondet, ofte mellom 5 og 10 prosent av fondets kapital. Frem til 2012 var den fordelt på norske og nordiske forvaltere, og fra 2013 har en andel også vært plassert av forvaltere i resten av verden. Argentum forvalter også kapital for andre investorer gjennom et eget datterselskap, Argentum Asset Management. Dette innebærer at andre investorer kan investere indirekte i de fondene Argentum er medfinansiør av.[8]

Selskapet for industrivekst (Siva) er, gjennom sin eiendoms- og innovasjonsvirksomhet, statens virkemiddel for tilretteleggende eierskap og utvikling av bedrifter og nærings- og kunnskapsmiljøer i hele landet.[9] Hovedmålet til Siva er å utløse lønnsom næringsutvikling i bedrifter og regionale nærings- og kunnskapsmiljøer.

Et av delmålene til Siva er å tilrettelegge for etablering og utvikling av bedrifter i nærings- og kunnskapsmiljøer, og koble disse sammen i regionale, nasjonale og internasjonale nettverk. En inkubator er et innovasjonsselskap, eller del av et innovasjonsselskap som tilbyr og tilgjengeliggjør rådgiving innenfor forretningsutvikling og kommersialisering til en subsidiert kostnad. De tilbyr et faglig og sosialt miljø hvor gründere, bedrifter, akademia, FoU-miljøer, investorer og andre kobles sammen.

> Med *rent kommersielle investeringer* menes investeringer som gjennomføres på kommersielle vilkår uten noen elementer av statsstøtte.

Gjennom *inkubasjonsprogrammet* bidrar Siva med 1,5–5 millioner kroner i årlige tilskudd, som inkubatoren bruker til å utvikle gründer-bedrifter og «spinnoffs» fra etablerte bedrifter. Inkubatorene får også tilgang til utdanningsprogram, kurs, nettverksarenaer, metodikk, maler og beste praksis for forretningsutvikling og kommersialisering. Sivas oppgave er å bidra til å utvikle inkubatorene til relevante og sterke programoperatører.

Totalt bidrar Siva med tilskudd, kompetanse, verktøy og et nasjonalt nettverk til 33 inkubatorer som omfattes av programmet.[10] Siva har operatøransvaret for programmet, som ble etablert i 2012 og varer ut 2022. Fylkeskommunene er fra 1.1.2020 oppdragsgivere for det nasjonale inkubasjonsprogrammet.

[7] Eierskapsmeldingen
[8] Kapitaltilgangsutvalget
[9] Eierskapsmeldingen
[10] SIVA nettsider:

2.4 Andre statlige virkemidler i Norge

I tillegg til egenkapitalvirkemidlene, er det andre statlige ordninger som gir insentiver, tilskudd og lån, samt tilbyr ikke-finansielle støtte som rådgivning, kompetanse og nettverk.

Innovasjon Norge tilbyr finansiering og kompetanse til bedrifter for å fremme vekst og eksport. De tilbyr tilskudd til markedsavklaring og kommersialisering. I tillegg tilbyr de lån til utvikling, innovasjon og internasjonal satsning. Innovasjon Norge kan også stille som garantist for deler av private banklån gitt til innovative og/eller raskt voksende små og mellomstore selskap. Videre tilbys rådgivning, kompetanse og nettverk til oppstartselskaper.

Forskningsrådet har ulike ordninger for næringslivet. Selskap med et betydelig innslag av forskning- og utviklingsaktiviteter, som utvikler nye produkter, tjenester eller løsninger, eller som bidrar til økt verdiskapning og konkurransekraft kan søke om tilskudd til sitt arbeid. Oppstartselskaper som springer ut av godkjente forskningsorganisasjoner samt teknologioverføringskontorer kan søke tilskudd til kommersialisering av forskningsresultater. I tillegg eksisterer tilskuddsordninger for grunnleggende forskning og kompetanseutvikling som utføres i samarbeid med godkjente forskningsorganisasjoner.

SkatteFUNN er en skattefradragsordning hvor selskap kan få skattefradrag for 19 prosent av kostnader knyttet til godkjente FoU-prosjekter. Det er kun prosjekter som fremskaffer ny kunnskap eller kompetanse i forbindelse med utvikling av nye eller bedre varer, tjenester eller produksjonsprosesser som kvalifiserer til støtte.

2.5 Egenkapitalvirkemidler i andre land

Det er utbredt bruk av statlige kapitalvirkemidler i andre land, med tilsvarende begrunnelser som i Norge. I en undersøkelse fra OECD i 2012, oppga de fleste medlemslandene å ha minst én statlig ordning for tilføring av egenkapital til oppstartsselskaper (Wilson, 2015). De fleste oppga i tillegg å ha statlige tilskudds-, låne- eller garantiordninger.

I **Sverige** er det statlige virkemiddelapparatet organisert gjennom Almi Invest og Saminvest. Almi Invest investerer direkte i selskaper gjennom åtte regionale investeringsselskap. I tillegg har de et nasjonalt fond rettet mot investeringer i grønn teknologi. Den svenske stat sitt mål er å komplementere det private kapitalmarkedet ved å bidra til finansiering og utvikling av små og mellomstore foretak. Selskapet skal oppnå høyest mulig avkastning gitt samfunnsoppdraget sitt. Det er satt et eksplisitt avkastningsmål om at egenkapital i det minste skal bevares nominelt (Skr. 2021/22:140). Innenfor begrensede rammer kan Almi operere med elementer av statsstøtte (SFS 2012:872).

Saminvest er et statlig fond-i-fond opprettet i 2016. Saminvest investerer i fond i alle faser, med unntak av buy-out, og på markedsmessige vilkår. Saminvest har samme overordnede mål som Almi, men deres finansielle mål er at egenkapitalen i det minste skal bevares reelt (Skr. 2021/22:140). Saminvest opptrer stort sett som ankerinvestor. I tillegg skal Saminvest investere minst 67 prosent i *nye* investeringsteam. Innenfor begrensede rammer kan Saminvest operere med elementer av statsstøtte (SFS 2016:1283).

Etter opprettelsen av Saminvest ble direkteinvesteringsselskapene Fouriertransform (grl. 2009) og Inlandsinnovation (grl. 2010) lagt under Saminvest. Disse selskapene skal ikke foreta nye investeringer og kapitalen skal overføres til Saminvest etter hvert som den blir frigjort fra dagens investeringer.

Industrifonden ble etablert av svenske myndigheter i 1979. De er i dag en uavhengig stiftelse som investerer direkte i tidligfaseselskaper i Norden som har svensk tilknytning.

Vækstfonden i **Danmark** ble opprettet i 1992 og opererer i dag med flere mandat fra pre-såkorn til buy-out. De investerer både i fond og direkte i tidligfaseselskaper. I tillegg yter de lån direkte til små og mellomstore virksomheter. De har i tillegg et mandat knyttet spesifikt til landbruk og fiske. Selskapet har et lovfestet formål om å fremme vekst og fornyelse i dansk næringsliv i den hensikt å gi størst mulig samfunnsmessig avkastning.[11] Det fremkommer av årsrapporten for 2021 et avkastningskrav om nominell positiv avkastning.[12]

I **Finland** er den statlige virkemiddelbruken organisering i to selskap, Business Finland og Tesi. Førstnevnte arbeider bredt innen utvikling av eksport, turisme og tiltrekking av utenlandske investering, i tillegg til å arbeide for en bedre kapitaltilgang for tidligfasebedrifter. Business Finland investerer kun gjennom private fond, og kan operere med vilkår som favoriserer private investorer. Selskapet drives uten mål om bedriftsøkonomisk overskudd. Innenfor rammene av statsstøtte kan de i sine fonds-investeringer akseptere større risiko og lavere forventet avkastning enn private investorer.[13]

[11] Dansk LOV nr 691 af 08/06/2018.
[12] Vækstfonden. *Årsrapport 2021*.
[13] Lag om statens helägda aktiebolag som placerar riskfinansiering i kapitalfonder för tidig fas (967/2013).

Tesi er et statlig eid investeringsselskap som skal bidra til å utvikle det finske markedet for venture- og private equity-kapital gjennom investeringer i fond. Det kan investeres i utenlandske fond når det bidra til det finske kapitalmiljøet. I tillegg kan de investere direkte i vekstselskaper som står overfor internasjonal skalering. Selskapet skal investere med og på like vilkår som private investorer. Selskapet skal være bedriftsøkonomisk lønnsom, men kan akseptere lavere forventet avkastning.[14]

Den **Europeiske Union** sitt nye fond, InvestEU Fund, skal bidra til å nå uttalte politiske mål. Fondets investeringer skal bidra til å løse en markedssvikt og tilhørende kapitalgap, og fondets midler skal bidra til å utløse investeringer fra privat kapital.[15] Fondet tilbyr gjennom ulike partnere en rekke finansieringsløsninger for statlige og private aktører. Hovedpartneren til fondet er Den europeiske investeringsbanken (EIB), med virkemidler rettet mot små og mellomstore selskaper organisert av Det europeiske investeringsfondet (EIF). EIF forvalter gjennom mandatet 11 mrd. euro, med målsetting om å utløse ytterligere 145 milliarder euro i investeringer. EIF investerer gjennom fond. I tillegg kan medlemsstater søke om opprettelse av en egen nasjonal «compartment», hvor investering kan rettes mot nasjonale prioriteringer.

2.6 Forskningslitteraturen om effekter av statlig venturekapital

Det finnes en voksende litteratur om effektene av statlige investeringsaktører. Litteraturen har så langt særlig sett på i hvilken grad statlig investorer oppnår de samme effektene som private investorer, samt om en statlig aktørs tilstedeværelse fortrenger private investorer.

Effekten av statlig venturekapital for selskaper

Det er veldokumenterte positive effekter for selskaper som mottar venturekapital. Selskaper som mottar denne typen finansiering har blant annet høyere omsetning- og sysselsettingsvekst og høyere produktivitet (Chemmanur et al., 2011; Croce et al., 2013). Flere studier viser derimot at statlig direkteinvestering er mindre effektivt enn privat venturekapital . Alperovych et al. (2015) finner at selskaper med en statlig investor er mindre produktive enn selskaper som ikke mottar venturekapital. Unntakene i denne litteraturen inkluderer Engberg et al. (2021), som ikke finner forskjeller i utfall for selskaper med statlig eller privat investor.

Brander et al. (2015) og Cumming et al. (2017) finner at selskaper med direkteinvesteringer kun fra en statlig investor sjeldnere ender i et positivt utfall, definert som børsnotering eller salg, sammenlignet med de som kun er finansiert av en privat investor. Grilli and Murtinu (2014) viser at salgsveksten blant europeiske teknologiselskaper fra 1992 til 2009 var høyere for selskaper med privat kapital. Videre dokumenterer studien at selskaper med statlig venturekapital ikke vokser raskere enn selskaper uten venturekapital. Ved å bruke antall patenter fra unge biotekselskaper i Europa, samt siteringer av disse, som mål på innovasjon finner Bertoni and Tykvová (2015) ingen effekt av statlig venturekapital på innovasjon på selskapsnivå. Disse fire studiene finner derimot indikasjoner på positive effekter ved samarbeids-strukturer, som fond-i-fond, kofinansiering og syndikatstrukturer, mellom statlige og private investorer.

Årsaker til statlig investorers lavere effektivitet

Det er ikke godt dokumentert hva som skiller private og statlige investorer i deres evne til å oppnå ønskede utfall. Det er godt dokumentert at (private) ventureinvestorer selekterer investeringsmuligheter godt, samt bidrar med andre verdiskapende ressurser i tillegg til kapital(Croce et al., 2013). Dette inkluderer blant annet administrative støttefunksjoner, rekruttering av profesjonell ledelse, innhenting av ytterligere kapital og strategisk planlegging (Gorman & Sahlman, 1989; Hellmann & Puri, 2002). Forskning antyder også at det å motta venturekapital utgjør en viktig signaliseringsmekanisme om selskapets kvalitet for potensielle investorer (Lerner, 1999)og potensielle ansatte(Davila et al., 2003). Litteraturen indikerer altså at markedet agerer i henhold til den dokumenterte positive sammenhengen mellom venturekapitalinvesteringer og avkastningsmuligheter. Det er naturlig å se til disse faktorene for mulige forklaringer.

Organiseringen av statlige ventureinvestorer

I lys av litteraturen som indikerer positive effekter under samarbeidsstrukturer mellom statlige og private aktører, ser Standaert and Manigart (2018) på effekten av organiseringen av statlig kofinansiering. Det belgiske ARKimedes-programmet var satt opp som et fond-i-fond, som investerte i private venture-kapitalfond. Underfondene som det ble investert i hadde ulik grad av involvering fra den statlige investoren i investeringsavgjørelsene. Selskapene støttet av underfond som opererte uten statlig involvering skapte flere arbeidsplasser enn de med statlig involvering. I programmet var relativt unge og uerfarne investormiljøer tilfeldigvis overrepresentert blant uavhengig opererte underfondene, men leverte jevngode resultater. En sekundær, men interessant hypotese fra denne studien er at tildeling av statlige

[14] Lag om statsbolaget Finlands Industriinvestering Ab (1352/1999).

[15] Europakommisjonen. (2019). *MEMO/19/2135.*

investormidler til uerfarne miljø kan stimulere venturekapitalindustrien. Sett i lys av at investorer foretrekker fondsforvaltere med veletablert og god track-record , samt at de unge forvaltermiljøene leverer like god avkastning som de erfarne, ser de en mulighet for å rette de statlige virkemidlene delvis inn mot unge miljø.

Brander et al. (2015) finner lignende effekter. Denne studien fant at selskaper med både statlig og privat kapital hadde høyere sannsynlighet for å føre til børsnotering eller salg, enn selskaper med kun en type kapital. For et selskap med begge kapitalkilder forklares effekten av statens deltakelse i sin helhet av at de tilfører ytterligere kapital som ellers ikke hadde blitt tilført.I tillegg til å se på grad av deltakelse i samarbeidsstrukturer ser Alperovych et al. (2020) på hvordan en statlig investeringsaktørs beliggenhet, geografiske begrensninger og sektorfokus påvirker investeringenes utfall. I likhet med tidligere studier finner de også støtte for at syndikering med private investorer gir høyere måloppnåelse. I tillegg finner de at investeringer ikke bør begrenses geografisk, og spesielt ikke til området hvor investoren selv er lokalisert. Oppstartsselskaper som holder til utenfor «utviklede regioner» bør heller støttes av nasjonale programmer. Til slutt finner de positive effekter av at den statlige investoren har et industrispesifikt mandat.

Statlig fortrengning av privat kapital

Tilflyt av statlig kapital kan medføre at privat kapital trekker seg fra markedet. Dette kan, for eksempel, skje ved at økt kapitaltilbud reduserer avkastningen i likevekt, som medfører at private investorer flytter kapitalen sin til andre kapitalmarkeder hvor (risikojustert) avkastning er høyere.

Dersom en slik fortregningseffekt eksisterer vil statlige forsøk på å bedre kapitaltilgangen med tilførsel av statlig kapital ikke gi ønsket effekt. Om privat utflyt av kapital er lik den statlige tilførelsen, slik at kapitaltilgangen er uendret, er følgelig også et eventuelt kapitalgap uendret. Staten oppnår da lite med kapitalen som er allokert til formålet, og det samfunnsøkonomiske overskuddet i markedet er uendret. I tillegg kan fortrengningen medføre at kompetanse på tidligfaseinvesteringer hos privat forvaltere går tapt, slik at staten ikke uten videre kan trekke ut kapital sin. Gitt litteraturen som viser at en statlig investor ikke nødvendigvis oppnår de samme resultatene som privat investor, kan dette medføre ytterligere kostnader av fortrengningseffektene.

Forskningslitteraturen er delt på hvorvidt slik fortrengning forekommer. Brander et al. (2015) studerer slike fortregningsmekanismer på både selskaps- og markedsnivå. De finner at selskaper som mottar både statlig og privat kapital har mer tilført kapital enn selskaper med støtte fra kun en type investor. De finner også at mer statlig kapital på markedsnivå øker mengden av privat kapital tilgjengelig. De dokumenterer derfor at det ikke eksisterer fortreningseffekter, hverken på selskaps- eller markedsnivå. Blant andre studier som ikke finner fortregningseffekter er Leleux and Surlemont (2003). Blant andre studier som ikke finner fortregningseffekter er Leleux and Surlemont (2003). Forskningslitteraturen er delt på hvorvidt, og under hvilke betingelser, slik fortrengning forekommer. Brander et al. (2015) studerer slike fortregnings-mekanismer på både selskaps- og markedsnivå. De finner at selskaper som mottar både statlig og privat kapital har mer tilført kapital enn selskaper med støtte fra kun en type investor. De finner også at mer statlig kapital på markedsnivå øker mengden av privat kapital tilgjengelig. De dokumenterer derfor at det ikke eksisterer fortreningseffekter, hverken på selskaps- eller markedsnivå. Blant andre studier som ikke finner fortregningseffekter er Leleux and Surlemont (2003). Blant andre studier som ikke finner fortregningseffekter er Leleux and Surlemont (2003).

På den andre siden finner Armour and Cumming (2006) at statlige venturekapitalaktører på aggregert nivå ikke fører til økt kapitaltilgang og i noen tilfeller fører til en reduksjon av samlede investeringer. Andre studier dokumenterer fortregningseffekter, blant annet i Canada (Cumming & MacIntosh, 2006) og Storbritannia (Munari & Toschi, 2015).

Statlig investors organisering og fortrengningseffekter

Gitt viktigheten av organiseringen av statlige investeringer på selskapers utfall estimerer Soleimani Dahaj and Cozzarin (2019) fortreningseffekter avhengig av i hvilken grad staten investerer uavhengig av eller i samarbeid med private investorer. De ser også på effekter på tilflyten av utenlandsk privat kapital. De bruker data fra 26 land, inkludert Norge, for perioden 1998–2013. De finner at en økt andel samarbeidsstrukturer skifter innenlandsk privat kapital fra utenlandske til innenlandske investeringer, samt gir økt tilflyt av utenlandsk privat kapital. Ved en 10 prosent økning i samarbeidsstrukturer estimerer de en 1,3 prosent reduksjon i utflyten av innenlandsk privat kapital og en 0,75 prosent økning i tilflyten av utenlandsk privat kapital. Tilsvarende estimerer de ved en 10 prosent økning i statlige aktører som opererer uavhengig, en 1 prosent økning i utflyten av innenlandsk privat kapital og en 0,5 prosent reduksjon i tilflyten av utenlandsk privat kapital.

3. Investinors virksomhet

Investinor investerer på kommersielt grunnlag i tidligfaseselskap, med mål om å oppnå høyest mulig avkastning over tid. Fra oppstartsåret i 2008 og frem til i dag har Investinors mandater og prioriteringer blitt justert i flere omganger. Fondets investeringsvirksomhet består av en rent kommersiell del og en kommersiell del med elementer av statsstøtte forvaltet på vegne av staten. Investinor er imidlertid ilagt strengere føringer enn vanlige private investeringsfond ved at de ikke kan ta opp lån, ikke foreta nyinvesteringer i selskap som har fått finansiering fra øvrige mandater, og ved at de kun har anledning til å forvalte statens penger.

3.1 Om Investinor

I Norge har staten et indirekte engasjement i risikokapitalmarkedet gjennom det statlige investeringsselskapet Investinor. Selskapet har et vedtektsfestet formål om å bidra til å bedre kapital-tilgangen i tidligfasemarkedet. Statens mål som eier er å oppnå høyest mulig avkastning over tid.

Investinor investerer i norske internasjonalt orienterte konkurransedyktige selskaper i tidligfase. Investeringene skal foretas på kommersielt grunnlag og på like vilkår som private medinvestorer.

Visjonen til Investinor er å bygge morgendagens næringsliv. Selskapet skal oppnå dette gjennom å investere risikokapital sammen med private investorer i selskap og fond. I Investinor sin årsrapport for 2021 skriver selskapet at deres langsiktige mål er «å utvikle utvalgte norske bedrifter til å bli verdensledende og derav generere en markedsmessig avkastning. Investinors organisasjon skal ha gjennomføringskraft til å gjøre gode investeringer, utøve verdiskapende eierskap samt realisere verdier når andre eiere er bedre egnet enn Investinor til å ta selskapet videre».[16]

Samtidig er Investinors mål følgende:

- Oppnå høyest mulig avkastning over tid, innenfor gitte rammer
- Bidra til å bedre kapitaltilgang i tidligfasemarked
- Fremme omstillingen til et norsk bærekraftig næringsliv
- Være den foretrukne arbeidsgiveren for samfunnsbevisste talenter

3.1.1 Historisk gjennomgang av mandater

Regjeringen Stoltenberg-II opprettet Investinor og tildelte fondet en egenkapital på 2,2 milliarder kroner i 2008 med formål om økt verdiskapning gjennom å tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter. Dette skulle Investinor oppnå ved å gjøre direkte investeringer i selskap i tidligvekst- og delvis ekspansjonsfasen.[17]

Investinor skulle organiseres som et datterselskap under Innovasjon Norge. I tråd med Soria Moria-erklæringen som slo fast at ny statlig virksomhet skulle lokaliseres utenfor Oslo, ble hovedkontoret i Trondheim.

Mandatet til Investinor i oppstarten var å investere i bransjer hvor Norge sto sterkt og hvor det var vekstpotensial. Satsningsområdene gitt fra statens side var miljø, energi, reiseliv, marin og maritim sektor, samt klima- og miljøprosjekter. Av innskuddskapitalen tildelt i 2008 på 2,2 milliarder, skulle 500 millioner kroner være forbeholdt investeringer i marin næringsvirksomhet.[18]

Videre skulle Investinor utøve aktivt eierskap i investeringsprosjektene. Denne innretningen av fondet ble en politisk diskusjon allerede i 2008. Debatten gikk rundt hvorvidt en fond-i-fond-løsning var en mer profesjonell investeringsform, om staten heller burde bidra gjennom å øke kapitaltilførsel gjennom såkornfond for å gi risikoavlastning i tidlig fase og om det var lurt av staten å øke sin dominans i næringslivet gjennom et slikt initiativ.[19]

I 2013 fikk Investinor et nytt mandat i forbindelse med at det ble det tilført Investinor 500 millioner kroner i egenkapital som var øremerket skog- og trencæringene. Det ble imidlertid utfordrende å investere en så stor sum i skogprosjekter som kunne oppfylte kravene i mandatet. I 2016 ble det derfor åpnet for investeringer i mer modne bedrifter under mandatet, og i 2018 etablerte Investinor et samarbeid med kapital fra skogmandatet og private aktører i skognæringen på inntil 50 millioner kroner for å øke investeringsaktiviteten.[20]

Investinor har blitt møtt med kritikk for manglende avkastning på den statlige kapitalen, særlig i perioden 2009 til 2012. Mye tyder på at det var det

[16] Investinors årsrapport (2021)
[17] Kunnskapsdepartementet. (2007-2008). *Str. prop 1 (2007-2008).*
[18] NHD prop 1S (2011-2012)
[19] Stortinget (2008)
[20] Prop 195 S (2020-2021)

politiske mandatet som ble gitt i 2008 som begrenset mulighetene for å investere i de beste investeringsmulighetene. I 2012 var de fleste investeringene innen IKT, olje og gass, grønn energi og helse.[21] Det er i denne sammenheng viktig å påpeke at mange private også valgte å investere i disse bransjene. Andre forklaringer på manglende avkastning kan være at Investinor i denne perioden var et nytt og uerfarent selskap som fikk tildelt i overkant av to milliarder i forvaltningskapital. Mangelen på erfaring og kompetanse kan ha gjort det utfordrende å levere gode resultater. På bakgrunn av de store endringene i Investinors investeringsmandat i 2012, er ikke denne investeringsperioden særlig egnet for å evaluere avkastningen til Investinor.

I 2012 ble Investinors investeringsmandat mer fleksibelt, og det ble bestemt at eierskapet til Investinor skulle overføres fra Innovasjon Norge til NFD. De definerte satsningsområdene ble erstattet med følgende formulering: «Investinor skal prioritere lønnsomme investeringer: i sektorer med næringsmiljøer med internasjonale komparative fortrinn, som ivaretar utnyttelse av viktige naturressurser, som ivaretar utnyttelse av ny teknologi og kompetanse eller som bidrar til mindre miljøbelastning og menneskeskapte klimaendringer. Dette kan dreie seg om investeringer innen blant annet miljøteknologi, energi, marint næringsliv, maritim sektor, reiseliv, IKT og bio- og helseteknologi.»[22]

Investinors rolle og mandater ble også senere vurdert av Kapitaltilgangsutvalget. Kapitaltilgangsutvalget ble oppnevnt av Regjeringen Solberg og skulle vurdere kapitaltilgangen til norsk næringsliv, med bakgrunn i at et effektivt kapitalmarked er en forutsetning for vekst og omstilling i næringslivet.

Kapitaltilgangsutvalget (NOU 2018:5) fant at investeringer i såkornbedrifter, samt antall investorer som investerer i venturefond var fallende frem til 2016. De beskrev hvordan færre investorer i fond medfører en reduksjon i kompetente venture-investeringsmiljøer for tidligvekstfase bedrifter, slik at tilgangen på kompetent kapital til norske vekstbedrifter blir svekket. Færre venture-investeringer er særlig en utfordring for selskap som har en langvarig kapitalkrevende utvikling, før man kan forvente kommersielle inntekter av selskapet. Utvalget konkluderte med at mangelfull kanalisering av privat risikokapital, få fond-i-fond investorer, og få tidligfase investeringsmiljø svekker økosystemet for finansiering og utvikling av lovende tidligfase bedrifter i Norge.

I lys av Kapitaltilgangsutvalgets beskrivelse i 2018 av utfordringer i kapitalmarkedet for tidligvekstfase bedrifter presenterte utvalget en rekke anbefalinger for Investinors videre virksomhet. Et hovedpoeng var at det statlige engasjementet bør konsentreres om områder med markedssvikt, herunder der det er underinvestering fra private kapitalkilder. Videre bør den statlige kapitaltilførselen supplere, og ikke erstatte, det private kapitalmarkedet. Det ble også anbefalt en dreining fra direkte investeringer til fond-i-fond løsninger for å stimulere etableringen og utviklingen av flere private investeringsmiljøer og gi addisjonalitet i bruken av statlige midler.

I oppfølgingen av kapitalutvalgets anbefalinger foreslo Solberg-regjeringen å legge ned Investinors direkteinvesteringsmandat. Næringskomiteens medlemmer fra opposisjonspartiene mente det var uheldig å svekke Investinors mulighet for direkte-investeringer da de ga utrykk for at det var viktig for å sikre tilstrekkelig med venturekapital i tidligfase. I den forbindelse snudde regjeringspartienes medlemmer i næringskomiteer i saken. Som et resultat ba Stortinget Investinor opprettholde mandatet for aktive direkteinvesteringer.

Stortinget besluttet imidlertid i 2019 å følge opp Kapitaltilgangsutvalgets anbefaling om et nytt mandat for matching- og fondsinvesteringer. Mandatet innebar at Investinor skulle tilby fonds- og matching-kapital for eksisterende investeringsmiljøer som bidrar til norsk verdiskapning, herunder sektorer med næringsmiljøer som har potensial for et internasjonalt konkurransefortrinn. Investeringene skulle være strategiske for å fremme utviklingen av private investeringsmiljø og tilføre kapital til bedrifter i såkorn- og venturefasen. Innenfor mandatet kan Investinor investere gjennom syndikerte strukturer og ved matching av private investorer, hvor private investorer står for utvelgelse og oppfølging av investeringsobjektene.

Det ble samtidig besluttet at Investinor skulle ta over forvalteransvaret fra Innovasjon Norge for forvaltningen av såkornfond, presåkornfond, og Koinvesteringsfondet for Nord-Norge. Dette kan også ses i lys av Kapitaltilgangsutvalgets anbefalinger.[23]

Fra og med 2020 forvalter Investinor investeringer på 8,5 milliarder kroner for staten fordelt på seks mandater.

3.2 Investeringsmandater og juridisk organisering

Investeringene Investinor gjør må skje innenfor rammene av de seks mandatene gitt av staten.

[21] Investinors årsrapport (2012)
[22] Meld. St. 22 (2011-2012)
[23] Meld. St. 9 (2020-2021)

Investeringsmandatene er følgende (betingelser og forvaltningskapital i 2021 i kroner):

1. Aktive direkteinvesteringer opprettet i 2008 inkl. mandatet for skog og trencæringen (markedsvilkår, 4,2 milliarder)
2. Såkornfond opprettet 2006-2019 (ulike former for risikoavlastning til private investorer, 2,369 mrd.)
3. Presåkornfond opprettet 2016-2019 (støtteelement under GBER, 300 mill.)
4. Koinvesteringsfondet for Nord-Norge opprettet i 2018 (markedsvilkår, 132 mill.)
5. Matching- og fondsinvesteringer opprettet i 2020 (markedsvilkår, 1142 mill.)
6. Oppfølging av fond forvaltet fra Nord-Norge (200 mill.)

Styret og ledelsen har jevnlige prosesser hvor selskapets strategi blir evaluert, samt virksomhetens operasjonalisering av mål og retningslinjer blir oppdatert.

Investinors investeringsvirksomhet er fordelt på tre hovedmandater og består av en rent kommersiell del og en kommersiell del med statsstøtteelementer forvaltet på vegne av staten. Den kommersielle virksomheten er fordelt på to mandater, aktive direkteinvesteringer samt fonds- og matche-investeringer. Videre er Investinor Nord-Norge et kommersielt forvaltet mandat. Mandatene rettet mot oppfølging av pre-såkorn- og sårkonordningen har statsstøtteelementer og forvaltes på vegne av staten.

De ulike mandatene til Investinor er skilt ut i egne datterselskap. Den rent kommersielle investerings-virksomheten er organisert i to investeringsselskaper, Investinor Direkte AS og Indirekte II AS. Videre er Investinor Nord-Norge (tidligere Koinvesteringsfond Nord-Norge) organisert som et eget datterselskap. Investeringsvirksomheten med elementer av statsstøtte er organisert i to investeringsselskaper. Investinor Indirekte I AS forvalter presåkorn- og såkornfondene som fondet overtok fra Investinor. Investinor har også forvaltningsansvar for Såkorninvest-Midt Norge AS.

Investinor AS er morselskap for den samlede forvaltningen. Til sammen utgjør dette konsernet Investinor.

3.3 Eierstyring og generelle bestemmelser

Slik det fremkommer i Eierskapsmeldingen (Meld. St. 8 2019-2020), legger staten tydelige føringer for hvilke prinsipper Investinor skal legge til grunn for eierstyring og selskapsledelse. God ledelse og eierstyring er viktig for at Investinor skal nå sine fastsatte mål.

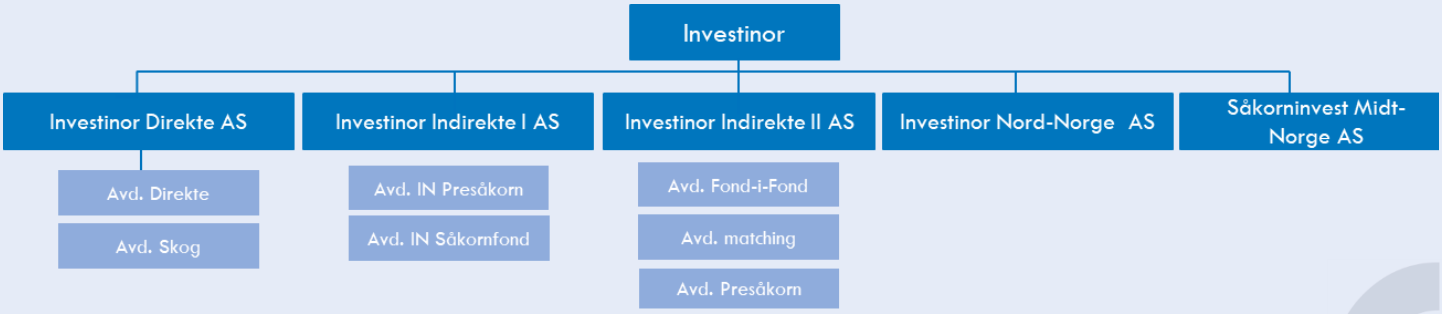
Selskapet har ikke anledning til å ta opp lån utover det som oppfølgingen av såkornordningene innebærer. Investinor kan heller ikke foreta ny-investeringer i bedrifter som har fått finansiering gjennom selskapets øvrige mandater. Selskapet har imidlertid anledning til å foreta matche-investeringer med midler fra mandatet for Investinor Nord-Norge eller mandatet for fonds- og matche-investeringer, i bedrifter som har finansiering fra mandatet for presåkornfond. Videre kan Investinor kun forvalte penger på vegne av staten, med unntak av mandatet for skog- og trencæringen. Det er kun oppfølgingen av pre-såkornfond, såkornfond som innebærer element av statsstøtte. Utover dette skal alle beslutninger i investeringsvirksomheten foretas på kommersielt grunnlag. Investinor skal altså foreta investeringer på like vilkår som en privat investor.

3.4 Kommersiell investeringsvirksomhet

Investinors rent kommersielle investeringsvirksomhet er fordelt på to mandater, aktive direkteinvesteringer, og fonds- og matcheinvesteringer. I tillegg er mandatet Investinor Nord-Norge også kommersielt innrettet. Investinor investerer risikokapital fra presåkorn fasen til ekspansjon, på tvers av sektorer. På denne måten har Investinor investeringsverktøy for å stimulere hele tidligfase segmentet. Mengden kapital Investinor investerer i et tidligfaseselskap øker i takt med fasen et selskap befinner seg i.

Investinor skal levere en markedsmessig avkastning basert på risikoprofilen i investeringsporteføljen. Selskapet rapporterer alle relevante måltall til NFD som er eier.

Figur 3-1: Investinors organisering av mor- og datterselskap



Kilde: Investinor (2022)

Investinor anser bærekraftig verdiskaping som et førende element i investeringsstrategien til hele den kommersielle investeringsvirksomheten. I alle investeringsanalyser, beslutningsprosesser og aktive eierskapsutøvelser er hensynet til miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring (ESG) viktig. Videre skal Investinor bruke sin eierrolle til å påvirke porteføljeselskapene til å operere i samsvar med Investinors standarder når det kommer til bærekraft og samfunnsansvar. I statens eierskapsmelding står det at «det er avgjørende for staten at selskapene forblir konkurransedyktige, effektive og relevante på sikt. For å bidra til dette må selskapene være lønnsomme, bærekraftige og ansvarlige, samt gis tilstrekkelig handlingsrom for å tilpasse seg endrede omgivelser».

Investinor har utarbeidet en forvaltningsinstruks som legger føringer for hvilket handlingsrom selskapet har under hvert mandat. Beskrivelsene av operasjonaliseringen av investeringsvirksomheten i dette kapittelet er i stor grad bygget på elementer fra forvaltningsinstruksen, og ikke føringer gitt fra NFD.

3.4.1 Aktive direkteinvesteringer

Investinors mandat for direkteinvesteringer ble etablert i 2008. Mandatets formål er å øke verdiskaping gjennom å tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter. Investinor skal være en aktiv og kompetent eier for alle selskapene i deres investeringsportefølje.

Forvaltningsrammen for mandatet er i dag 4,2 milliarder kroner. En slik ramme gir Investinor en større finansiell løfteevne enn et gjennomsnittlig norsk venturefond.[24]

Som beskrevet i forvaltningsinstruksen har Investinor som mål å være en ledende tidligfaseinvestor i Nord-Europa. I den forbindelse vil de levere avkastning i øvre kvartil av sammenlignbare fond. Målet for netto avkastning er 10 %, hensyntatt Investinors begrensninger i investeringsaktivitet.

Investeringsfokuset skal være selskaper som befinner seg i såkorn- og venturefasen, samt ekspansjonsfasen i de tilfellene der det er forenelig med formålet. Investinor skal også bistå med oppfølgingskapital der det er nødvendig i senere faser. Investinors aksjekapital i den enkelte porteføljebedrift skal ikke utgjøre mer enn 49 prosent. Ved unntakstilfeller kan aksjekapitalen i en emisjonsrunde utgjøre inntil 70 prosent, men med den forutsetningen om at risikoen i totalporteføljen ikke blir vesentlig påvirket.

Investeringsprosessen i direkteinvesteringsmandatet

Screening/Initialinvestering

Direktemandatet innebærer en omfattende screeningprosess for å identifisere de attraktive investeringsmulighetene. I denne fasen samarbeider Investinor med ledende venturefond, Innovasjon Norge og øvrige deler av virkemiddelapparatet for å få et størst og mest relevant prosjekttilfang. Investinor er også i tett dialog med sentrale FoU-miljøer for å sikre gode investeringsmuligheter.

Selskapene gjennomgår først en pre-screeningprosess hvor de blir vurdert i forhold til overordnede kriterier. Alle selskap som ikke blir avslått i pre-screeningprosessen blir deretter analysert i detalj og presentert på et investeringsmøte. I denne fasen blir et termsheet normalt signert. Videre gjennomføres det en grundig selskapsgjennomgang (due diligence) i samarbeid med eksterne rådgivere. Resultatene fra gjennomgangen er viktig i beslutningsprosessen, og er ofte grunnlaget for fastsettelsen av tiltak som skal gi økt lønnsomhet i selskapet.

Deretter blir forslag til investering lagt frem og godkjent av styret i Investinor AS. I mange av investeringene ønsker Investinor å ha styreplass.

Oppfølging (aktivt eierskap)

Investinor skal utøve aktivt eierskap i alle porteføljeselskapene sine ved å tilføre nødvendig kapasitet og kompetanse. Målet med det aktive eierskapet er å bidra til selskapets utvikling, herunder å øke verdien til selskapet. Investinor utøver ofte det aktive eierskapet gjennom å ha en plass i selskapets styre.

Oppfølgingsinvesteringer i porteføljeselskapene behandles i en investeringskomite internt i Investinor for investeringer under 10 millioner kroner per år og godkjennes av administrerende direktør.

Avhending

Investinor har formulert en egen strategi for avhending i investeringsprosessen. Selskapet skal selge seg ut når porteføljeselskapet har oppnådd en avkastning på et tilfredsstillende nivå eller når det er mest hensiktsmessig at andre eiere utvikler bedriften videre.

Normal eierhorisont skal være mellom fem til åtte år, men kan ved unntak også overskride åtte år. Investinors «evergreen»-struktur gjør det imidlertid mulig å utøve en større tålmodighet enn private investeringsfond med en begrenset levetid.

Investinor kan selge til strategiske og industrielle kjøpere, venture- og PE-fond eller ta selskapet på børs. Investinors begrunnelse for å eventuelt ta et porteføljeselskap på børs er imidlertid ikke nødvendigvis relatert til avhendingsstrategi, men kan

[24] Forvaltningsinstruksen for Investinor (2021)

også være en finansiering for videre utvikling av selskapet. Alle beslutninger om salg av porteføljeselskap gjøres av styret til Investinor AS.

En «evergreen»-struktur er en åpen fondsstruktur uten en oppsigelsesdato. Et slikt fond gir investorer likviditetsrettigheter til å avhende en investering og for fondsforvalteren å hente mer kapital. Et fond med en «evergreen»-struktur kan resirkulere kapital fra realisert avkastning tilbake til fondet. Både Investinor og det danske statlig investeringsfondet Vækstfonden har en «evergreen»-struktur.

Det er imidlertid få private eller statelige investerings virksomheter (f.eks Argentum og Nysnø) som velger å organisere sine venturefond på denne måten.

3.4.2 Indirekte investeringer (matching- og fondsinvesteringer)

Matching- og fondsinvesteringene innebærer direkte investeringer gjennom fond eller med private investorer alene eller i syndikat. Mandatet for fonds- og matcheinvesteringer ble tildelt Investinor i april 2020, men en forvaltningskapital på 1,14 milliarder kroner. Formålet med mandatet er å fremme økt verdiskaping og omstilling i norsk næringsliv. Det er ingen sektorbegrensinger, men mandatet er innrettet med et ønske om at investeringene foretas i sektorer med næringsmiljøer der Norge har et internasjonalt konkurransefortrinn. Dette innebærer utnyttelse av naturressurser, teknologi eller kompetanse som er miljø- og klimavennlige.[25]

Det indirekte investeringsmandatet er veldig fleksibelt, med få føringer på bransjer eller allokering mellom faser. Beskrivelsene av operasjonaliseringen av investeringsvirksomheten i dette kapittelet er i stor grad bygget på elementer fra forvaltningsinstruksen[26].

Slik det fremkommer i forvaltningsinstruksen er det fondsforvalterne eller matcheinvestorene som skal være aktive i oppfølgingen av selskapene. Investinors interne ressursbruk på oppfølging er følgelig lavere i de indirekte investeringene enn de som er direkte. Imidlertid, fordi aktivitetene foretas av eksterne, kompenserer Investinor disse gjennom forvaltnings-honorarer eller lavere nettoavkastning. At oppfølgingen skjer av private aktører gjør at Investinors direkte innflytelse på enkeltselskaper er mer begrenset enn i direktemandatet.

Alle investeringer skal gjøres på kommersielt grunnlag og på samme vilkår som private investorer. Investinor har en eierandelsgrense på 49 prosent i både matching- og fondsinvesteringene. Matche-investeringene til Investinor vil normalt sett ligge på mellom 1 og 2,5 millioner kroner i pre-sårkonfasen, mellom 2,5 og 10 millioner kroner i såkornfasen, og mellom 10 og 30 millioner kroner i venturefasen. Fondsinvesteringene foretas fra presåkorn- til venture-fasen. Pre-såkornfond kan motta investeringer fra Investinor på mellom 10 og 30 millioner kroner, mens såkorn- og venturefond kan få mellom 20 og 100 millioner kroner.

Mandatet er gitt retningslinjer for allokering av kapital og avsetning til oppfølgingsinvesteringer. Av den totale forvaltningskapitalen på 1,14 milliarder, skal 10 prosent gå til matching- og fondsinvesteringer i presåkornfasen, og 5 prosent av de avsatte midlene skal brukes på oppfølging og forvaltning. Videre er 45 prosent av kapitalen avsatt til matche-investeringer i såkorn- og venturefasen, og 30 prosent av de den avsatte kapitalen reservert for oppfølgingsinvesteringer og forvaltning. Til slutt er 45 prosent av forvaltningskapitalen avsatt til fond-i-fond-investeringer i såkorn- og venturefasen. Av andelen avsatt til fond-i-fond skal 5 prosent gå til oppfølging av investeringer og forvaltning av kapital.

Figur 3-2: Allokering av kapital og oppfølgingsinvesteringer

Type	Allokering av kapital	Til oppfølging og forvaltning
Fond- og matching (Presåkorn)	10 %	5 %
Matching (Såkorn og venture)	45 %	30 %
Fond-i-fond (Såkorn og venture)	45 %	5 %

Kilde: Forvaltningsinstruksen til Investinor (2021)

Investeringsprosessen i matche-mandatet

Matche-investeringer gjøres sammen med private investorer som oppfyller Investinors vurderingskriterier. Dette innebærer at de har høy kompetanse innen den aktuelle sektoren, erfaring med aktivt eierskap og verdiskaping, finansieringsevne, nettverk, samt oppfyller ESG krav.

Det er hovedsakelig matche-investors evaluering av investeringscase som blir lagt til grunn når det skal tas en beslutning. Investinor vil kun gjennomføre en analyse av investeringsobjektet dersom analysen til matche-investoren ikke er gjort på en grundig måte. Investeringscasene blir vurdert ut ifra markeds-potensial, team og forretningsmodell/team.

[25] Forvaltningsinstruksen for Investinor (2021)

[26] Forvaltningsinstruksen for Investinor (2021)

Matche-investeringer skiller seg fra mandatet for aktive direkteinvesteringer ved at Investinor har en relativt mindre aktiv rolle i analysen av spesifikke selskaper og i utvelgelsen av investeringsobjekter. Isteden foretar Investinor i større grad vurderinger av matche-investoren. Forskjeller i forventet avkastning mellom direktemandatet og matching-mandatet vil følgelig være respektiv seleksjons- og oppfølgings-kompetanse for henholdsvis Investinor og matche-investoren.

I oppfølgingen under matching-mandatet, kan Investinor engasjere seg med kapasitet, kompetanse og nettverk. Videre utarbeider Investinor en utviklings-plan for investeringen i samråd med matche-investoren. Investinor og matche-investoren skal sammen ha finansiell evne til å delta i opp-kapitaliseringsrunder i investeringsobjektet. Minst 30 prosent av kapitalen avsatt til matching-investeringer i såkorn og venturefasen skal være holdt av til opp-følgingsinvesteringer og forvaltning.

Når det gjelder avhending, følger Investinor samme avhendingsstrategi i matching-mandatet som i mandatet for direkteinvesteringer.

Ved utgangen av 2021 var Investinor investert i totalt 14 ulike matcheinvesteringer. Halvparten av disse selskapene er ifølge Investinor i «tidligfase», mens resterende er i «Venture». Kostprisen ved aksjene varierer mellom knapt 2 millioner (TouchNetix AS) til nesten 36 millioner (Cavai AS), og til sammen utgjorde kostprisen i underkant av 270 millioner kroner, nærmere beskrevet i kapittel 6. Ni av 14 matche-investeringer er ifølge årsrapporten foretatt i IKT-sektoren, fire er foretatt i helse og én er foretatt i skog. Eierandelene varierer betydelig, med alt fra 0,4 til 18,9 prosent.

Investeringsprosessen i fondsmandatet

I valget av fondsinvesteringer legger Investinor vekt på erfaring med å være en aktiv fondsforvalter, erfaring med investering i og utviklingen av bedrifter i tidligfase, erfaring med kapitalinnhenting, relevant nettverk, ESG-krav, kompetanse, samt tilgang på kvalitetsprosjekter. I tillegg er Investinor opptatt av fondets investeringsstrategi, samt makropotensialet gitt fondets innretning. Investinor ilegger fondene de investerer i og som opererer i flere land å investere en tilsvarende andel av Investinors eierandel i Norge.[27]

Dersom en fondsinvestering anses som attraktiv, vil det bli gjennomført en ekstern gjennomgang av aksjonær-avtaler og avtaleverk for å sikre at en avtale blir gjort på kommersielle vilkår. Deretter vil forvalter-teamet, erfaringen deres, kapitaltilgang, «dealflow» og gjennomføringsevne bli vurdert.

Investeringer under 10 millioner kroner godkjennes av Investinors administrerende direktør, mens alle investeringer over 10 millioner (gjelder alle mandat) skal godkjennes av styret i Investinor.

I oppfølgingen av enkeltselskaper vil Investinor ha en mindre aktiv rolle i fondsinvesteringene sammenlignet med direkteinvesteringene. Selskapet kan imidlertid

> «Dealflow» er et begrep som brukes i finansmarkedet for å referere til hyppigheten en mottar investeringstilbud med. Et investeringsfonds «dealflow» anses som god dersom den resulterer i inntekts- eller egenkapitalgenererende muligheter til å få fondet i drift på maksimal kapasitet.

engasjere seg med kapasitet, kompetanse og nettverk, i samråd med fondsforvalteren. Sammenlignet med direkteinvesteringene vil likevel den interne ressurs-bruken på direkte oppfølging av selskaper være betydelig mindre.

Tidshorisonten for fondsinvesteringer vil være i tråd med et fonds normale levetid på 10-12 år, men med mulighet for forlengelse på 1+1 år. Det er fondets forvalterteam og styre som avgjør løpende avhending av porteføljeselskap i fondet. Investinor får tilbake-betalt proveny når selskap i fondet selges.

Per 31. desember 2021 var Investinor investert i ti ulike fond i mandatet for fonds- og matche-investeringer. Sektorene oppgitt av Investinor er IKT (seks fond), helse (to fond) og «multi» (to fond). Den samlede kommitterte kapitalen utgjør i overkant av 550 millioner kroner (se kapittel 6), fordelt på alt fra 20 millioner i SINTEF Venture, til 100 millioner i henholdsvis Norselab Feeder Fund og Idekapital Fund 2. Også eierandelene varierer sterkt, fra minste andel på 4,2 prosent og største andel på 34 prosent.

Oppfølging av Investinor Nord-Norge

Investinor forvalter også det statlige koinvesterings-fondet Investinor Nord-Norge. Ordningen ble overført fra Innovasjon Norge i 2018. Målet med Investinor Nord-Norge er å stimulere til flere levedyktige vekstbedrifter i Nord-Norge, gjennom å utløse kompetent privat kapital til investeringer i bedrifter i tidlig fase. Private investorer skal stå for minst 50 prosent av kapitalen, og avtalen mellom fondet og forvalter vil vare i fondets levetid (min. 10 år). Investeringene skal foretas sammen med private investorer på prosjektbasis, der private investorer deltar med minst like mye som staten i enkelt-investeringer og oppfølgingsinvesteringer. Fondet er en del av den kommersielle virksomheten til Investinor, som betyr at forvatningskostnaden ikke dekkes av årlige bevilgninger, men av de 132 millionene i fondet samt inntekter fra investeringene.

[27] Forvaltningsinstruksen for Investinor (2021)

Figur 3-3: Investinors investeringsstrategi i den rent kommersielle virksomheten

	Investeringer i selskap	Investeringer i fond
Definisjon	Investering direkte i ledende selskaper ved siden av private investorer (norske / utenlandske, enkeltvis / i syndikater)	Investering i fond forvaltet av norske og utenlandske fondsforvaltere hvor minst like mye skal investeres i norske selskaper
Fase		
Sektor	Fokus på norsk verdiskaping; Ingen sektorbegrensning	Fokus på norsk verdiskaping; Ingen sektorbegrensning
Egenskaper	Bedrifter med stort markedspotensial, et kompetent team og fremtidsrettet teknologi og forretningsmodell	Kompetente fondsforvaltere som har lykkes i å utvikle selskaper, har et stort nettverk, ESG-fokus og evnen til å tiltrekke seg god dealflow og privat kapital
Investinors andel	Pre-såkorn: 1 – 2,5 MNOK; Såkorn & Venture: 2,5 - 50 MNOK; Ekspansjon: 50 - 80 MNOK	Pre-såkorn: 10 – 30 MNOK; Såkorn & Venture: 20 - 100 MNOK

Kilde: Investinor (2022)

3.4.3 Oppfølging av fond forvaltet fra Nord-Norge

I 2021 fikk Investinor i oppdrag fra departementet å etablere et fond i Nord-Norge med statlig og privat kapital, samt lyse ut mandatet for forvaltningen av fondet. Det var et krav om minst 200 mill. kroner i privat kapital. Det har vist seg at det ikke er mulig å få på plass den private kapitalen og det ser ut til at fondet ikke vil bli realisert.

3.5 Investeringsvirksomhet med elementer av statsstøtte

Investeringsmandatene rettet mot oppfølging av pre-såkorn- og sårkonordningen har statsstøtteelementer som forvaltes på vegne av staten. Investinor mottar et årlig honorar fra staten for forvaltningen, og ordningene inngår ikke Investinors konsoliderte regnskap. Følgelig bærer Investinor ingen økonomisk risiko for ordningene.

Forvaltningen av pre-såkornordningen og såkornordningene

Pre-såkornordningen har som formål å bidra med å delfinansiere og utløse privat investeringskapital til vekstselskap som er under fem år gamle. Ordningen har til nå tildelt mandat til 30 ulike fond og har en samlet forvaltningskapital på 237 millioner kroner.[28] Fondene skulle være landsdekkende uten sektor-begrensninger. Ordningen ble lukket for nye investeringer i pre-såkornbedrifter i 2021.

Under såkornordningen er det etablert både landsdekkende og distriksrettede fond. Det langsiktige målet med den landsdekkende såkornordningen er å støtte etablering av innovative og konkurransedyktige vekstforetak gjennom å øke tilgangen på kompetent kapital og kompetanse. Målet med den distriksrettede ordningen er å øke tilgangen på såkornkapital til bedrifter gjennom å stimulere private investorer til å delta i et offentlig-privat samarbeidsprosjekt. Dette har også som formål å utløse privat kapital og derav stimulere til en økt mengde investeringer i tidligfase.

Såkornfondene ble etablert gjennom tre forskjellige ordninger, som er omtalt som Bølge I, II og III. Fondene har en levetid på 15 år. Den første etableringen av såkornfond skjedde i 1998, og er omtalt som Bølge I. I denne ordningen ga staten lån. Det ble etablert fem fond, hvor av fire av disse var regionale. Alle fondene er avviklet.

Bølge II ble etablert i perioden 2006-2008, og er i en avviklingsfase fram mot 2023. I denne bølgen ble mandatet i hovedsak landsdekkende, hvor fire fond var landsdekkende og fem fond distriksrettet. Fondene i denne bølgen ble tildelt en låneramme fra staten på 1 275 millioner kroner, og et tapsfond på 319 millioner kroner (25 prosent av lånerammen). Ved utgangen av 2021 er det gitt lån på om lag 700 millioner kroner.[29]

Fondene i bølge III ble etablert i perioden 2014–2019. Fondene etablert i denne runden ble tildelt egenkapital istedenfor ansvarlige lån, og samtlige av fondene i porteføljen var landsdekkende. I denne omgangen ble fem fond etablert, med totalt 950 mill. fra Investinor og 1,3 milliarder fra private Investorer. Det er kun to fond igjen i bølge III som gjør nyinvesteringer og fra og med første kvartal 2023 vil ordningen være lukket.

[28] Prop. 1 S (2022–2023)

[29] Prop. 1 S (2022-2023)

Investinor overtok forvaltningen av såkorn- og presåkornordningen i mai 2020 fra Innovasjon Norge. Ordningene er lukket (med unntak av to fond fra bølge III) og mottar følgelig ingen ny kapital. Det er forventet at formålet med de tidligere såkornordningene framover ivaretas av det nye mandatet for fonds- og matchinginvesteringene.

Organisasjonsstruktur

Investinor har 33 ansatte fordelt på ulike roller i selskapet. Målet til fondet er å ha en flat og teambasert struktur. Fondet er avhengig av å samhandle på tvers av mandater, prosjektteam, sektorer og ansvarsområder for å best mulig utnytte kompetanse internt.

Styringsmodellen til Investinor har en klar rollefordeling mellom eier, styret og administrerende direktør. I forvaltningen av Investinors seks overordnede mandater støtter CEO seg på ledergruppen, investeringsteamene, oppgave- og fagansvarlige og støttefunksjoner.

Ledergruppen i Investinor har ansvar for å lede og utvikle Investinor, samt sørge for en sikker og god drift. Ledergruppen er organisert med en CEO og seks øvrige ansvarsområder.

Investinor har et styre som består av seks aksjonærvalgte styremedlemmer. Alle velges for en periode på to år og er uavhengige selskapets ledende personer og forretningsforbindelser. Det er styret som har ansvar for forvaltningen av Investinor, herunder fastsetter mål, strategier og risikoprofil for konsernet. I tillegg fører styret tilsyn med den daglige driften og ledelsen av fondet.

Figur 3-4: Investinors ledergruppe

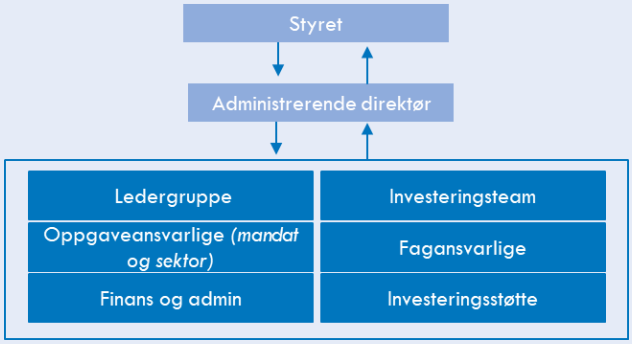
Kilde: Investinor (2022)

Tabell 3-1: Investinors Investeringsstrategi for presåkorn- og såkornordningen

	Presåkornordning	Såkornordning
Definisjon og egenskaper	• Forvalter eierskapet under Statens presåkornsordning • Har lånt ut kapital til 30 presåkornsaktører (inkubatorer, TTO'er, englenettverk).	• Forvalter eierskapet under Statens såkornsordning • Har investert i 14 såkornfond • Investeringene (EK og lån) gjennomført i to «bølger»: 2006-08 og 2014-2019
Forvaltningskapital* og struktur	• ~NOK 290m • Lukket, realisering går tilbake til Staten. Pengene kan rebevilges til Investinor. • NFD bevilger penger hvert år til drift	• Bølge II: ~NOK 1,3 mrd. (lån, 9 fond • Bølge III: ~NOK 1,0 mrd. (EK, 5 fond) • Lukket, realisering går tilbake til Staten • NFD bevilger penger hvert år til drift
Fase**		
Egenskaper	• Geografi: Landsdekkende • Sektor: ingen begrensning	• Geografi: Landsdekkende + distriktsrettede • Sektor: ingen begrensning
Investert kapital per selskap / fond(target)	• Inntil 3,0 MNOK per selskap Gjør ikke nyinvesteringer etter 31.12.2022.	• Kun 2 fond i bølge III gjør nyinvesteringer. Fra og med Q1 2023 vil det ikke gjøres nyinvesteringer.

Kilde: Investinor Såkornordningen (2022) * Inkludert kommittert / tilgjengelig kapital ** Fase er veiledende mht. første investering / nyinvestering

Figur 3-5: Organisering og struktur



Kilde: Investinor (2022), Illustrasjon: Oslo Economics

Investinors organisering legger til rette for samhandling og best mulig utnyttelse av intern kompetanse. Investinors styre henvender seg til administrerende direktør og motsatt. På samme tid lener den administrerende direktøren seg på ledergruppen, investeringsteamene, oppgave- og fagansvarlige i forvaltningen av Investinors overordnede mandat.

Videre er det direkte investeringslandet, inkludert matching-mandatet, delt inn i sektorer med respektive sektoransvarlige. Sektorene inkluderer:

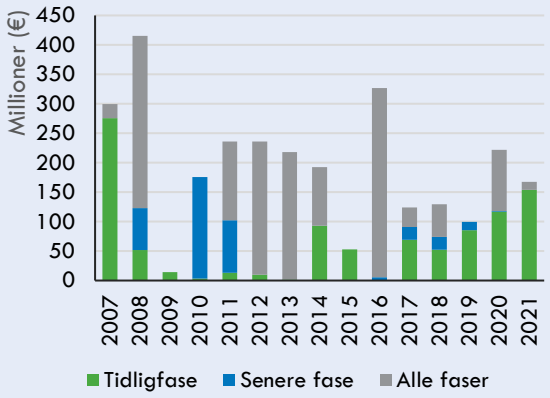
- Software
- Hardware
- Helse
- Energi- og miljø
- Marin og akvakultur
- Skog

Oppgaveinndelingen i det indirekte investeringsmandatet er delt inn i tre deler 1) pre-såkorn, 2) Såkorn og EU-aktivitet og 3) fond-i-fond. Hvert mandat har en oppgaveansvarlig som står ansvarlig for både avkastning og risiko for sine respektive mandater.

4. Utviklingen i det norske markedet for investeringer i tidligfase

Utviklingen i det norske kapitalmarkedet har vært god de siste ti årene med økt tilflyt av kapital til både fond og tidligfaseselskaper. Statlige aktører spiller en viktig rolle i å tilføre disse kapital. Kapitaltilgangen er syklisk og med høy variasjon. Utviklingen i økosystemet av kompetente investorer, inkubatorer, gründere med gode ideer og utenlandsk kapital og kompetanse har også vært god. Flere mener imidlertid at det fremdeles er mangel på kapital for bedrifter i den tidlige fasen. Enkelte estimat på kapitalgapet i Norge i dag er i størrelses-orden 0,2 prosent av BNP og lavt sammenlignet med andre land.

Figur 4-1: Kapitalinnhenting til norske venturefond etter fase



Kilde: Invest Europe

4.1 Kapitalinnhenting til venturefond

Kapitalinnhentingen til venturefond er volatil over tid, som et resultat av at opprettelsen av fond i seg selv er ujevn. I perioden 2007 til 2021 er det ingen tydelig trend i volumet av investeringer til norske venturefond (se Figur 4-1). I 2007 og 2008, før finanskrisen slo inn, var det et høyt nivå på kapitalinnhentingen. Dette ble etterfulgt av svært lav aktivitet i 2009. I tiden fra 2010 har det totale volumet vært noe mer stabilt.

I samtalene med venturefondene ble Investinor pekt ut som en viktig partner for suksessfull fondsetablering, ofte i rollen som ankerinvestor som utløser investeringer fra private investorer. Flere nevnte at uten Investinor som fond-i-fond-investor ville det vært umulig å lukke fondet.

Kapitalinnhenting i de ulike fasene

Venturefond spesialiserer seg ofte i investeringer i utvalgte faser. Med unntak av tiden før finanskrisen i 2008, er det en tydelig vridning av kapitalinnhenting fra fond uten et uttalt fasefokus til fond rettet mot tidligfaseinvesteringer. Siden 2017 har det blitt hentet mer kapital til fond i tidligfase enn det som til sammen er hentet til fond uten fasespesialisering og fond rettet mot senere faser. Tilflyten av kapital sammenfaller for periodene 2007–2008 og 2014–2019 med etableringen av nye såkornfond. I 2021 og 2021 ble det også etablert nye mandat.

Fond vi intervjuet peker på bedret kapitaltilgang på tvers av alle faser de siste 10 årene, men de påpeker at det fortsatt er mangler i markedet. Det pekes spesielt på tidligere faser som utfordrende. I senere faser, som private equity og buy-out uttaler flere at det er god kapitaltilgang.

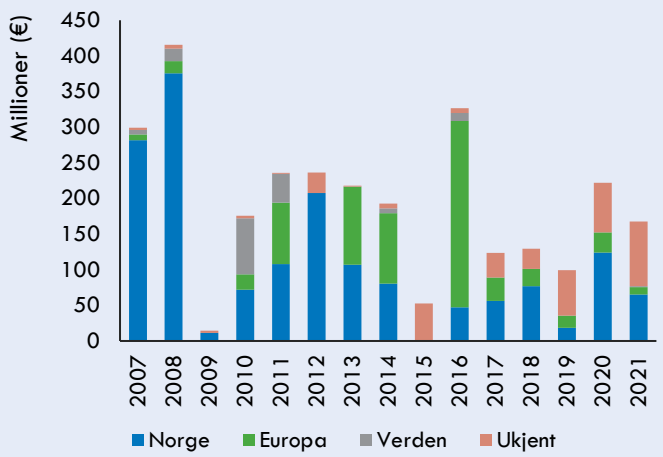
Kapitalens geografiske opphav

Kapitalen hentet til norske venturefond har et betydelig innslag av internasjonal kapital. Over perioden 2007 til 2021 stammer 30 prosent av den innhentede kapitaltalen fra investorer utenfor Norge.[30]

Kapitalen som er hentet til norske venturefond fra norske investorer fremstår syklisk, med topper i 2008, 2012, 2018 og 2020, og bunnpunkt i 2009, 2015 og 2019 (se Figur 4-2). Tilflyten av utenlandsk kapital fremstår ukorrelert med førstnevnte, og uten tydelig trend. Det er derfor ingen tydelige tegn på endringer i internasjonal kapitalmobilitet til norske venturefond. Dette står i kontrast til enkelte utsagn i samtaler med markedsaktører, som påpeker at det har vært økt aktivitet i Norge fra utenlandske aktører.

[30] 14 prosent av innhentet kapital har et ukjent opphav. Det er nærliggende å tro at deler av dette også stammer fra kilder utenfor Norge.

Figur 4-2: Kapitalinnhenting til norske venturefond etter investors beliggenhet



Kilde: Invest Europe

Investorene bak kapitalen

Det varierer mye fra år til år hva slags investorer som står bak den tilførte kapitalen. (Se Figur 4-3.) Over tid er det allikevel statlige organer som skiller seg ut med 27 prosent av den tilførte kapitalen i perioden 2007 til 2021. Deretter følger fond-i-fond-investorer og pensjonsfond, begge med 11 prosent hver. Familiekontor og private individer står for henholdsvis 9 og 7 prosent. Om en slår sammen familiekontorer og private individer vil disse til sammen utgjøre den neste største investoren i Norge i venturemarkedet.

Fra samtalene med markedsaktører i Norge kom det frem at de opplever større interesse og aktivitet fra familiekontorer. Denne trenden er ikke synlige i dataene i tidsperioden de dekker. Det bør også påpekes at disse kun viser familiekontorers investeringer i fond, og ikke direkte i selskaper.

Pensjonsfond og forsikringsselskap ble ikke nevnt som aktører i markedet for tidligfasekapital, med kun et par unntak. Denne siste påstanden kom også frem i samtaler med aktører i andre nordiske land. Det ble sagt at det skyldes de små beløpene per investering som er i tidligfasefond og -selskaper ikke er mulig å forsvare de høye kostnadene som hører til i forsknings- og pensjonsselskap som forvalter svært store beløp. Dette står noe i kontrast til dataene. Disse gjelder dog investeringer i venturefond, og ikke direkte-investeringer i tidligfaseselskap.

4.2 Investeringer i selskap

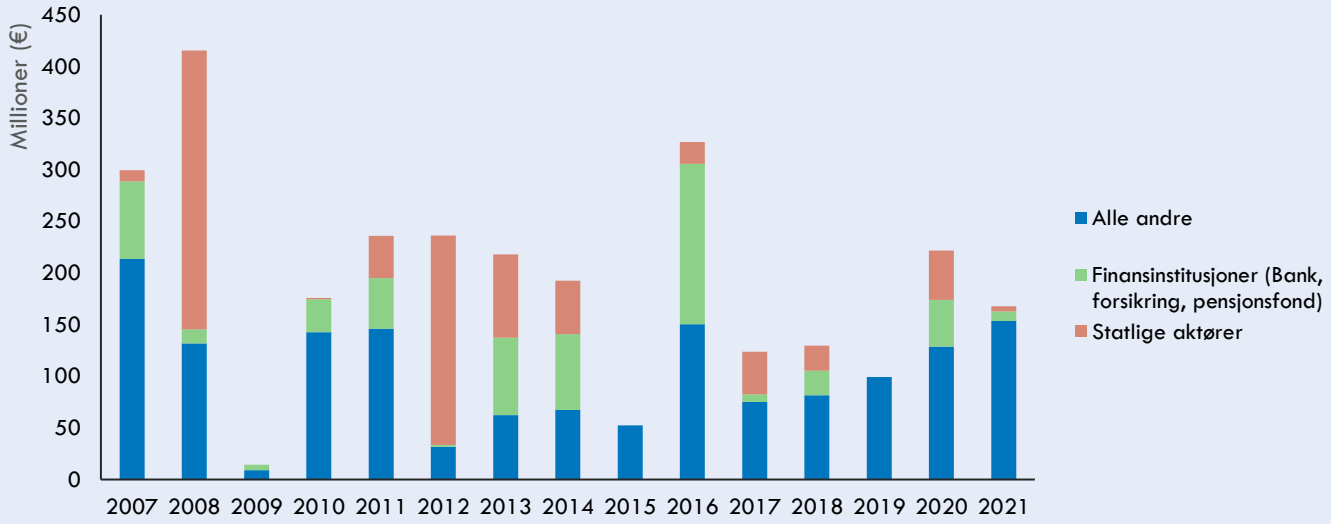
Investeringene i norske porteføljeselskap fra venturefond er mindre volatilt enn kapitalinnhentingen til venturefond. Venturefondene opprettes i mindre antall enn oppstartsselskap og beløpene er naturlig nok lavere per selskap enn per venturefond. Samtidig vil endringene i kapitalinnhentingen til venturefond styre deres investeringer i selskaper. Fondene sprer sine investeringer over flere år. Ett eller to år med lav kapitalinnhenting vil derfor redusere investeringer i oppstartselskaper de neste ett til fire årene.

Investeringene var på et høyt samlet nivå i 2007, med 269 millioner euro investert av venturefond i norske selskaper. Deretter falt investeringene til et bunnpunkt i 2015, på 65 millioner euro. Siden har investerings-nivået tatt seg opp og lå i 2021 på 165 millioner euro.

Det høyere investeringsnivået siden 2013 stemmer godt med samtaler med gründere, investorer og fond. De påpeker høyere aktivitet og bedre kapitaltilgang de siste 10 årene.

I et notat utformet av Nærings- og handelsdepartementet i 2002 påpekes det også store svingninger i kapitalmarkedet frem til 2002 (Nærings- og handelsdepartementet, 2002). De beskriver en

Figur 4-3: Kapitalinnhenting til norske venturefond etter investortype



Kilde: Invest Europe

periode med «høy konkurranse om å tilby finansiering» frem til år 2000, før det deretter utviklet seg til kapitaltørke i 2002.

Dersom svingningene går over mange år, for eksempel i 5 til 10 års-perioder, kan det indikere at bedringen som er sett de siste og uttalt de siste 10 årene kun representerer en ny høykonjunktur i markedet og ikke en permanent bedring av kapitalsituasjonen i Norge.

Tall for 2022 er ikke tilgjengelig, men aktører beskriver i intervjuer at investorer har blitt mer forsiktige i takt med økt makroøkonomisk usikkerhet, etter en periode med svært høy aktivitet.

Investeringer i ulike faser

Etter toppen i 2007 falt investeringene kraftig frem til 2015. Investeringene i såkorn ble redusert til et nesten ubetydelig nivå for perioden 2011 til 2015, hvor det i det mest ekstreme lå på én prosent av 2007-nivået. Fallet i øvrige faser var også betydelig, men ikke like ekstremt som for såkorn.

Det er interessant å merke seg at mens investeringene i såkorn nådde et lavt nivå allerede i 2011, nådde ikke investeringer i start-up-fasen sitt minimum før i 2018. Dette kan illustrerer at variasjon i investeringer i tidligere faser gir følgeeffekter til senere faser. Dette kan illustrere viktigheten av stabil kapitalflyt til venturefond for å sikre stabile investeringer i oppstartsselskaper.

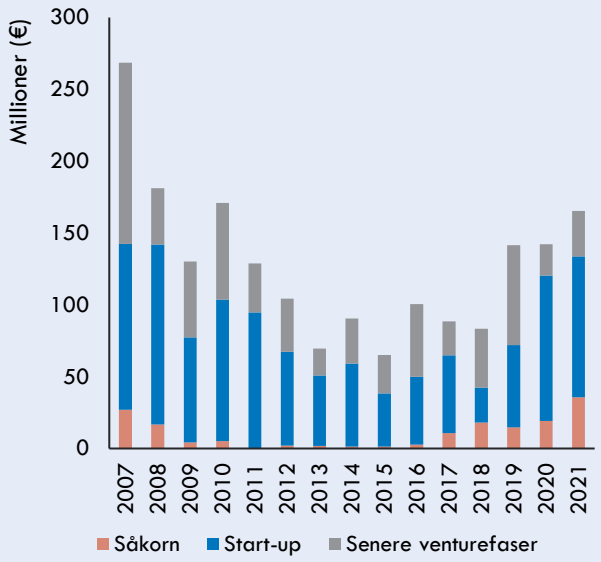
Ulik variasjon i kapitaltilgangen på tvers av fasene kan også skyldes andre årsaker. For eksempel vil en økt diskonteringsrente hos investorene ha en større negativ effekt på nåverdien til såkornselskaper enn selskaper som har positive kontantstrømmer nærere i tid. Dette betyr at investeringsvolumet i tidligere faser er mer sensitivt til diskonteringsrenten enn i senere faser.

Samtaler med investorer og fond viser ikke enighet om kapitaltilgangen i de ulike fasene. Mens enkelte påpeker liten tilgang på kapital i pre-såkorn, påpeker andre manglende kapitaltilgang når selskaper skal videre til neste fase. Med enkelte unntak er det unisont uttalt vanskelig å få kapital til sin fase. Det er ønskelig å påpeke at det selv i et marked uten kapitalgap bør forventes konkurranse om kapitalen.

Investeringer i ulike bransjer

Det er store og vedvarende forskjeller i hvilke bransjer som mottar investeringer. viser fordelingen av investeringer i norske porteføljeselskap per år. Før 2012 var energi og miljø sektoren som mottak mest kapital. Siden har selskaper innen IKT (informasjons-

Figur 4-4: Investeringer fra venturefond til norske selskaper



Kilde: Invest Europe

og kommunikasjonsteknologi) dominert, og har siden 2016 mottatt over halvparten av kapitalen som er investert fra venturefond. Dette kan skyldes at tilgangen på privatøkonomisk lønnsomme prosjekter varierer på tvers av ulike typer investeringer.

Samtidig eksisterer det forskning som viser at det er grunn til å forvente *flokkatferd* i finansmarkedene, hvor investorer flokker seg til samme type investeringer.[31] Både ikke-rasjonelle, delvis rasjonelle og helt rasjonelle investorer kan gi opphav til slik atferd. For eksempel, med rasjonelle investorer og i miljø med høy usikkerhet kan flokkatferd oppstå dersom andre investorers valg er informative signaler om kvaliteten på en investering. Zhang et al. (2021) finner bevis for denne mekanismen og slik atferd i det kinesiske venturekapitalmarkedet.

Under noen betingelser kan også en statlig investor trekkes mot disse investeringene(Bai et al., 2021). Slik kan kapitaltilgangen, og et eventuelt kapitalgap, variere på tvers av ulike typer investeringer. Intervjuer med markedsaktører indikerer at det er ulik kapitaltilgang både geografisk og på tvers av bransjer og faser.

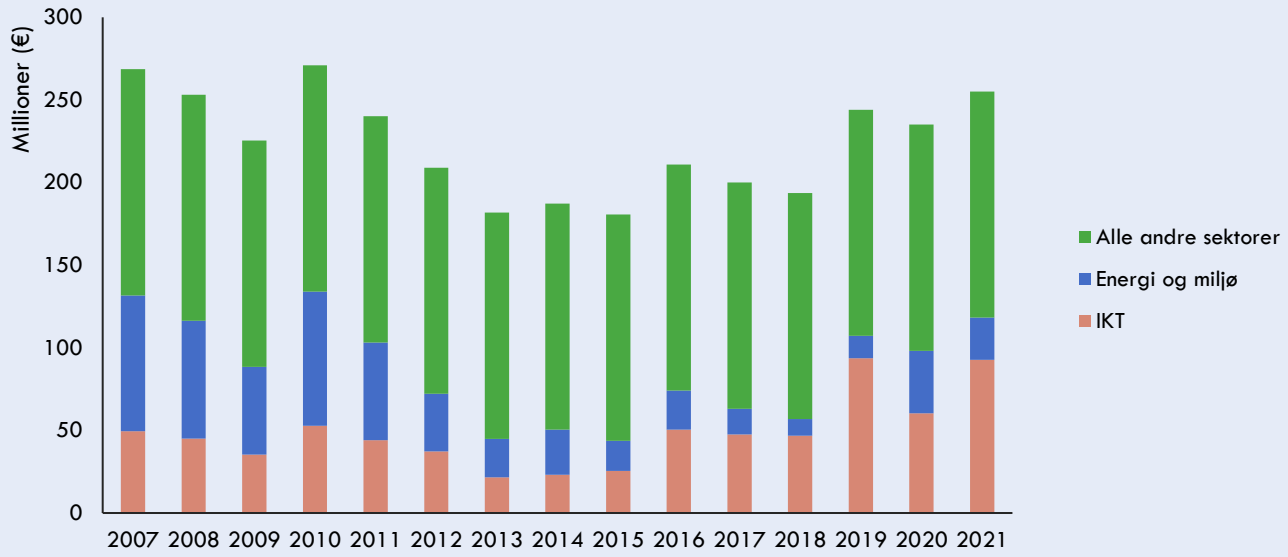
Våre samtaler med gründere, investorer og fond bekrefter at det er et sterkt fokus mot teknologi i investeringsmiljø.

Internasjonale sammenligninger

Investeringer i norske porteføljeselskap som andel av BNP for fastlands-Norge har hatt en svak nedadgående trend fra 2007 til 2015, før de steg

[31] For en oversikt over kilder til flokkatferd i finansmarkeder, se Devenow, A., & Welch, I. (1996). Rational herding in financial economics. *European economic review*, *40*(3-5), 603-615.

Figur 4-5: Investering i norske porteføljeselskap etter bransje



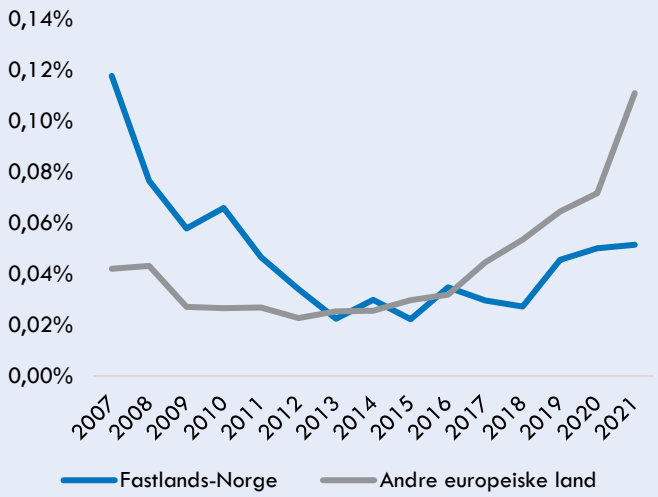
Kilde: Invest Europe

igjen frem mot 2021. Investeringene lå på cirka 0,12 prosent av BNP i 2007, 0,02 prosent i 2015 og 0,05 prosent i 2021.

Utviklingen har vært lik i de nordiske landene, samt Tyskland, Nederland og Storbritannia. I 2016/2017 startet en betydelig økning i investeringene i disse landene. Fra det som var relativt sammenlignbare tall med Norge før 2017, steg investeringene i Finland, Danmark og Sverige til i 0,32 prosent, 0,24 prosent og 0,17 prosent i 2021, henholdsvis. Denne differansen i vekst er primært drevet av endringer i investeringsnivået, og ikke av endringer i BNP.

Fra intervjuene ulike aktører påpekes det at kapital-tilgangen i Norge er dårligere enn i mange land, samt at miljøet av tidligfaseinvestorer er mindre. Disse uttalelsene underbygges av investeringstallene.

Figur 4-6: Investeringer i porteføljeselskap per land fra venturefond, andel av BNP



Kilde: Figuren viser investeringer i venturefond som andel av BNP. *Andre europeiske land* viser et BNP-vektet gjennomsnitt for 24 andre europeiske land. Investeringstall fra Invest Europe. Bruttonasjonalprodukt (BNP) fra Eurostat. Fastlands-BNP for Norge fra Statistisk Sentralbyrå, tabell 09189. BNP for Storbritannia i 2020 og 2021 fra UK Office of national statistics. Valutakurs for norske kroner til euro fra Norges Bank. Valutakurs for britiske pund til euro fra HM Revenue and Customs. Beregninger av Oslo Economics.

4.3 Økosystemet rundt tidligfaseinvesteringer

Hvorvidt oppstartselskaper lykkes avhenger av en rekke faktorer, hvor kapital kun er et element. Det er en pågående diskusjon i oppstartsmiljøet og i akademia om kapitalmarkedet for tidligfasekapital i Norge er preget av mangler på tilbudssiden eller etterspørselssiden. Enkelte hevder at det er mangel på kapital, andre hevder at det er mangel på gode ideer og investeringsklare prosjekter. Dette er en diskusjon som har vart i flere år. Også Sandmo-utvalget drøftet denne problemstillingen i 2004, og pekte på at det kan være mangel på gode ideer som er problemet i Norge, ikke mangel på kapital.

En utredningsgruppe bestående av medlemmer fra Nærings- og handelsdepartementet og Statens nærings- og distriktsutviklingsfond utarbeidet i 2002 en rapport til departementet som hadde som mandat å *«foreta en generell utredning av det norske kapitalmarkedet med tanke på å kartlegge markedet for finansiering av næringsvirksomhet»*.

Utredningsgruppen utredet faktorer som påvirket både tilbudssiden og etterspørselssiden i kapital-markedet for tidligfasebedrifter. I sammendraget trekkes følgende frem som særlige viktige faktorer i 2002:

Tilbudssiden:

- Konjunkturer skaper svingninger i risikokapitalmarkedet
- Private investorer er en viktig kapitalkilde i tidlig fase
- Norge har en relativt lite utbygd venturenæring

Etterspørselssiden:

- Mangel på kommersielle ideer med vekstpotensial
- Mangel på entreprenørskap
- Mangel på ledelses-/ kommersialiseringskompetanse
- Mangel på kunnskap om finansieringskilder

Utredningen fra 2002 gir et interessant sammenlikningsgrunnlag med slik vi oppfatter situasjonen i det norske økosystemet i dag. Gjennom intervjuer med både selskaper, fond og virkemiddelaktører har vi fått et inntrykk av hvordan markedet og økosystemet rundt har endret seg de siste 5-10 årene.

Implikasjonene av at markedet har blitt bedre er imidlertid tvetydige. Det kan argumenteres for at hvis både tilbudssiden og etterspørselssiden fungerer bedre så er det mindre behov for offentlig inngripen i markedet gjennom tilbud av kapital. Det kan også argumenters for at dersom for eksempel etterspørselssiden har blitt bedre, fordi det er flere gode gründere og selskaper nå enn tidligere, da har behovet for kapital økt. I det videre drøfter vi noen utviklingstrekk som kan påvirke ved etterspørselen etter kapital i det norske oppstartsøkosystemet.

Flere ideer og selskaper med vekstpotensial

Fra intervjuene med fondene får vi informasjon om at disse anser at det er godt tilfang av mulige investeringsmuligheter i Norge om dagen. Flere beskriver at de kan velge mellom flere gode investeringer, og at de kunne investert langt mer om de hadde hatt mer kapital tilgjengelig. Dette står i kontrast til utredningen fra 2002, hvor investorene meldte om at det var få kommersialiseringsklare investeringsobjekter. Dette kan indikere at flere av virkemidlene som skal styrke kompetansen hos potensielle gründere virker. Både fra intervjuene og fra data over oppstart av ulike fond kan det se ut som det er flere sektorer hvor det i dag foregår oppstartsvirksomhet med egenkapitalfinansiering. Mens det i en periode var en tung konsentrasjon i sektorer tilknyttet petroleum og energi, er det i dag både mer investorkompetanse og flere selskaper i sektorer som Norge ikke har hatt fortrinn i tidligere, slik som IKT, helseteknologi, biotech og dataspill.

Sterkere kultur for entreprenørskap

I intervjuene peker flere både selskaper og fond at det er en sterkere kultur for entreprenørskap blant unge mennesker i Norge i den senere tiden. Undersøkelser foretatt av Global Entrepreneurship Monitor tyder på at det er økende status knyttet til å være en vellykket gründer i Norge. I intervjuene peker flere av informantene våre på at suksesshistorien om norske grundere som har bygget vellykkede selskap kan ha skapt en effekt hvor flere anser entreprenørskap som attraktivt. Det er også flere etablerere sammenliknet med i perioden rett etter finanskrisen.

Flere kompetansevirkemidler og møteplasser

Siden utredningsgruppen etterlyste tiltak for økt kompetanse på entreprenørskap har det blitt innført flere offentlige virkemidler som skal bedre kompetansen på hvordan man kan bli entreprenør, og hvordan man kan hente kapital. Gjennom Innovasjon Norge kan man også delta på programmer som gründerskolen. Innovasjon Norge tilbyr også flere typer program for selskaper som trenger nettverk og rådgiving, for eksempel Fundraising for Startups, Tech Inkubator og Entrepreneurial marketing New York. Det har også vært en satsing på entreprenørskap i utdanningene. Flere studieprogram tilbyr nå fordypninger og emner innen entreprenørskap. Flere av universitetene har også egne teknologioverføringssentre.

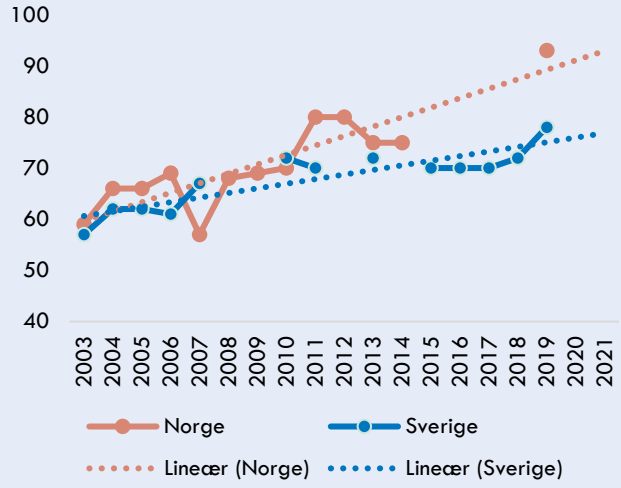
Innslag av internasjonal kapital og kompetanse

Flere av informantene mener også at det norske økosystemet har blitt mer profesjonalisert av at det er stadig flere internasjonale investorer som ser mot Norge. I tillegg til kapitalen disse investorene bringer med seg en det en hel rekke læringseffekter som oppstår både mellom investorer og selskap og mellom utenlandske investorer og norske investorer.

En årsak til dette er at det har vært mye kapital tilgjengelig internasjonalt og dermed sterk konkurranse om å investere i de beste investeringene. Dette har bidratt til å drive prisene oppover. Flere fond med internasjonalt nedslagsfelt har sett markeder hvor de ikke har lett tidligere, slik som det norske, for rimelige prisede investeringsmuligheter.

Flere peker på gunstige effekter for selskapene av å få utenlandske investorer på eiersiden. For det første kan internasjonale investorer bringe nyttig erfaring om hvordan man skal skalere selskaper som har internasjonale ambisjoner. For det andre kan selskaper ha kunnskap om markedene selskapene skal vokse i. Internasjonale investorer kan i mange tilfeller være mer skikket enn norske eiere til å ta norske selskaper ut i verden.

Figur 4-7: Utvikling i hvorvidt respondenter anser det som status å være en vellykket gründer



Kilde: Global Entrepreneurship Monitor (2021)Kilde: Global Entrepreneurship Monitor (2021)

Tabell 4-1 Estimater på kapitalgap

Land	Kapitalgap, % av BNP
Frankrike[1]	2,2–3,1
Tyskland[1]	2,1–3,2
Nederland[1]	0,7–4,0
Polen[1]	0,4–3,5
Romania[1]	4,8–13,1
USA[1]	1,0–1,5
Storbritannia[2]	0,2–1,8

Merknad: Tabellen viser estimerte egenkapitalgap i ulike land som andel av bruttonasjonalprodukt (BNP). [1]) Mc Cahery et al. (2015) for 2013. [2]) Wilson et al. (2018) for 2013 og kun kunnskapsbedrifter. Sistnevnte oppgir kapitalgapet i volum og Oslo Economics har beregnet andelen mot årlig nominelt BNP i løpende priser med tall fra Storbritannias statistikkbyrå.

Internasjonale investorer bidrar også til å profesjonalisere det norske investormiljøene. Gjennom konkurransen fra de internasjonale må norske investorer styrke egen kompetanse. Det oppstår også læringseffekter av at norske og internasjonale investorer sitter sammen i styrer og er med på å utforme avtaler. Dette kan på sikt gjøre norske investorer mer konkurransedyktige og egnet til å bygge norske selskap.

Etableringshindringer og incentiver for nye forvaltningsmiljøer påvirker selskaper i den tidligste fasen sterkest

Flere informanter i fondsforvaltningsmiljøet trekker frem at det er etableringshindringer i oppstart av nye fondsforvaltningsmiljø. Det er vanskelig for uerfarne forvaltere å starte nye fond, da investorer gjerne favoriserer forvaltere med erfaring. Dette gjør at det kan være begrenset med konkurranse i markedet for fondsforvaltning.

Forvalterne i fondene legger ned mye arbeid i seleksjonen av aktuelle investeringer. Det kreves analyser av foretakets ledelse, framtidsutsikter og risiko. Når investeringen er gjennomført, kreves en viss kontroll med daglig ledelse. Alt dette medfører kostnader. Disse kostnadene er uavhengige av selskapets størrelse. Dette kan gjøre investeringer i tidlig fase mer kostbare enn investeringer i senere faser, som videre kan gi et incentiv til å investere større beløp i hvert enkelt selskap. Insentivene i fondsforvaltning trekker derfor mot å reise store fond som har midler til å gjøre større investeringer i senere faser.

Flere av informantene trekker frem at de fondsforvaltningsmiljøene som eksisterer ofte har flere gode investeringsobjekter å velge mellom. Fordi det er mindre kostnadskrevende å investere større beløp i mer modne selskaper kan slike skalafordeler i screening og forvaltning av selskaper gjøre at markedet favoriserer mer modne investeringsobjekt i senere faser enn mer umodne selskapene i de tidlige fasene.

Når kapitaltilgangen er god og det er høy kapitalmobilitet, vil det være sterk konkurranse om de beste investeringene. Dette vil lede investorene til å vurdere investeringer i selskap som er i tidligere faser, og som krever mindre beløp. Dersom det ikke er nok kapital i markedet på grunn av svingninger i kapitaltilgang kan man forvente at det er i de tidligste fasene mangelen på oppstår først, og opprettholdes lengst.

Dette er det samme mønsteret som NHD også fastslo i 2002. «*I en høykonjunktur vil aktørene bli presset mot tidligfaseinvesteringer, fordi det er større konkurranse om prosjektene, mens de beveger seg lenger ut i utviklingsløpet ved lavkonjunktur. Dette kan føre til konjunkturmessige hull i markedet.*»

4.4 Estimater på kapitalgap

I forskningslitteraturen eksisterer det få forsøk på å estimere størrelsen på kapitalgap. Vi har kun identifisert to studier vi mener det er relevant å trekke frem, i tillegg til Investinor sine egne estimater.

4.4.1 Estimater fra andre land

Mc Cahery et al. (2015) estimerer et kapitalgap i utvalgte europeiske land mellom 0,7 og 4,0 prosent av bruttonasjonalprodukt (BNP). For Romania estimerer de et betydelig høyere kapitalgap, mellom 4,8 og 13,1 prosent av BNP.

Wilson et al. (2018) estimerer det årlige kapitalgapet for Storbritannia for perioden 2004–2013. De finner at kapitalgapet over tid lå mellom 0,18 og 1,79 prosent. Det estimerte kapitalgapet er medsyklisk, slik at kapitalgapet er større i gode økonomiske tider. Forfatterne peker på lavere suksessrater for oppstartsselskaper under dårlige tider som en mulig forklaring bak dette funnet.

4.4.2 Investinors estimater av det norske kapitalgapet

Investinor har utarbeidet egne estimater av kapitalgapet i Norge. Estimatene er for kompetansebaserte selskaper med lange og kapitalkrevende utviklingsløp. En del sektorer er derfor utelukket, for eksempel eiendom.

Tilbudssiden er estimert basert på spørreundersøkelser om profesjonelle investorers faktisk tilgjengelige kapital for nyinvesteringer. Spørreundersøkelsen er distribuert til alle fond som Investinor når gjennom sine mandater, samt komplementert med kontaktinformasjon om andre investorer fra Shifter og NVCA. Fordi fond og investorer ofte har en fasespesialisering, kan Investinor estimere tilbudssiden i de ulike fasene.

Etterspørselssiden for pre-såkorn og såkorn er estimert basert på universet av selskaper som har mottatt støtte fra Innovasjon Norge. Stønad fra Innovasjon Norge utløser et egenkapitalbehov. Det er størrelsen på dette egenkapitalbehovet som er lagt til grunn for etterspørselen etter kapital for oppstartsbedrifter. Kapitaletterspørselen for venture- og ekspansjonsfasene estimeres deretter basert på dealflow fra såkorn- og venturefond.

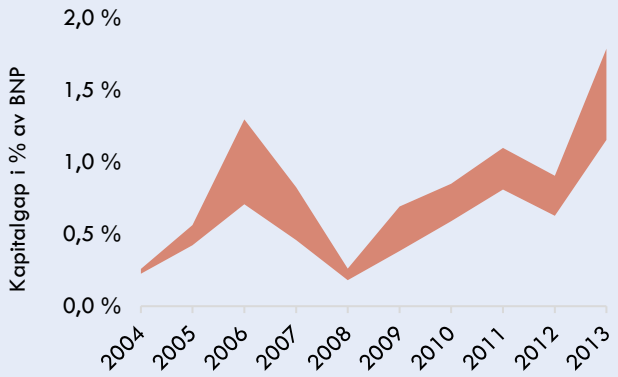
Investinor estimerer det årlige kapitalgapet til 1–1,5 milliarder kr. for pre-såkorn og såkorn. I venture- og ekspansjonsfasen er estimatene 1–2 og 3–5 milliarder kr., henholdsvis.

På tvers av fasene er derfor kapitalgapet estimert til 5–8,5 milliarder kroner Investinors estimat på kapitalgapet utgjør samlet sett 0,15–0,26 prosent av BNP for fastlands-Norge i 2021(Statistisk Sentralbyrå). Det er lavt sammenlignet med estimatene for andre land presentert i 4.4.1.[32]

Figur 4-8: Investinors estimater på kapitalgapet i Norge

Fase	Kapitalgap
Presåkorn	900–1 500 MNOK
Såkorn	
Venture	3 100–1 700 MNOK
Ekspansjon	3 200–5 200 MNOK

Figur 4-9: Kapitalgapet i Storbritannia over tid



Kilde: Wilson et al. (2018) sitt estimat på kapitalgapet for kunnskapsbedrifter i Storbritannia fra 2004 til 2013. Det skraverte området angir intervallet for estimert kapitalgap. I prosent av årlig nominelt bruttonasjonalprodukt (BNP) i løpende priser. BNP tall fra Storbritannias Office for Statistics.

[32] Forskjellene i estimatene kan også være drevet av forskjeller i antagelsene bak beregningene. Investinors antagelser fremstår mer konservative sammenlignet med de presenterte studiene.

5. Vurderinger av Investinors mål, formål og mandater

Statens mål i næringspolitikken er størst mulig samlet verdiskaping i norsk økonomi. Investinor kan bidra til verdiskaping enten gjennom investeringer som gir høyest mulig avkastning på statens kapital eller ved å være et virkemiddel som retter opp i en markedssvikt. Vi argumenterer for at disse to kildene til verdiskaping i noen tilfeller er i konflikt, og må veies mot hverandre.

5.1 Vurdering av stringens i statens mål om høyest mulig avkastning over tid

5.1.1 Statens mål med eierskapet i Investinor er høyest mulig avkastning over tid

Regjeringen legger normalt frem en eierskapsmelding for Stortinget i hver stortingsperiode. I disse meldingene gjør staten konkrete vurderinger av hva som skal være statens mål med, og begrunnelse for, eierskap i hvert enkelt selskap. Utgangspunktet for vurderingene er normalt hvilke behov staten skal ivareta og om statlig eierskap er et egnet virkemiddel.

I Meld. St. 8 2019-2020 Statens direkte eierskap i selskaper - bærekraftig verdiskaping (heretter eierskapsmeldingen) fremkommer det at «statens mål som eier [i Investinor] er høyest mulig avkastning over tid». Begrunnelsen for å ha mål om høyest mulig avkastning over tid begrunnes ikke med statens behov for avkastning på investert kapital eller utbytte.

Begrunnelsene er knyttet til å skape riktige incentiver for ressursallokering i selskapet samt EØS-rettslige årsaker. I eierskapsmeldingen fremkommer det at styring basert på mål om avkastning er en forutsetning for god ressursallokering i det enkelte selskap og derigjennom i samfunnet. Selskapet vil i utgangspunktet ikke kunne skape verdier og forbli konkurransedyktig uten at det eies og drives med mål om høyest mulig avkastning over tid. Høyest mulig avkastning over tid forutsetter også at selskapet er bærekraftig. Et bærekraftig selskap balanserer økonomiske, sosiale og miljømessige forhold på en måte som bidrar til langsiktig verdiskaping((2019-2020)).

Målet om høyest mulig avkastning over tid er også begrunnet med at staten har begrenset mulighet til å vektlegge ikke-kommersielle hensyn i eierutøvelsen av selskaper som driver økonomisk aktivitet i EØS-avtalens forstand.

5.1.2 Staten begrenser Investinors mulighet til å levere avkastning på markedsmessige vilkår og senker effektiviteten i selskapet

Selv om staten ber Investinor om å levere høyest mulig avkastning over tid, har staten som eier pålagt selskapet samtidig en rekke betingelser som påvirker selskapets mulighet til å levere så god avkastning som mulig. Det har i en periode vært gitt øremerkede midler som dreier Investinors investeringer mot bestemte sektorer: Dette er:

- Øremerking av 500 mill. kroner til investeringer i skog- og trencæringen.
- Øremerking av 500 mill. kroner til aktive direkteinvesteringer i marin sektor.

Konsekvensen av slike begrensinger er at kapital stilles tilgjengelig til en pris som ellers ikke ville blitt tilbudt av en aktør som hadde kommersielle hensyn å ivareta. Det er grunn til å spørre om en privat investor ville investert kapital i et forvaltningsselskap som har slike betingelser.[33]

Staten legger videre detaljerte føringer for Investinors virksomhet som kan antas å påvirke selskapets investeringsmuligheter og deres mulighet til å nå avkastningsmålet. Disse er:

- Ingen anledning til å foreta nyinvesteringer direkte i bedrifter som har finansiering av midler fra de andre mandatene.[34]
- Ingen adgang til å ta opp lån eller ha kassakreditt.
- Ingen anledning til å flytte midler mellom ulike mandater for å optimalisere investeringsstrategien.
- Evergreenstruktur med forventing om å rullere kapital inn i nye tidligfaseinvesteringer

Begrensningen på å ikke investere i selskaper som også eies av fond som Investinor er eier av har flere konsekvenser. For det første gjør det at Investinor får en begrensing i utvalget selskaper Investinor kan investere i. Fondene Investinor har investert i er til sammen investert i over 200 selskaper. At selskapet ikke kan investere i noen av disse kan negativt påvirke

[33] Midlene koinvesteres likevel sammen med private innen sin sektor, ved at Investinor finner andre private som det investerer sammen med i for eksempel et eget fond for skog- og trencæringer, samt private bedrifter

[34] Med unntak av pre-såkornfond

muligheten for avkastning på mandatet for aktive direkteinvesteringer.

Sammenlignbare fond, slik som Nysnø Klimainvesteringer AS, har muligheten til å også kjøpe eierandeler i selskaper som fondene de eier investerer i. Når fondseiere investerer i slike selskap, blir alle fondseiere tilbudt de samme betingelsene. Dette er en god test på om betingelsene staten går inn i er markedsmessige. At fondsforvalterne allerede har blitt kjent med et selskap gjennom porteføljen gjør at eierne av fondet vil kunne investere i disse relativt mer kostnadseffektivt enn det de ville gjort enn dersom de skulle screenet selskapet fra start. Ved å unnta selskapet denne muligheten reduseres Investinors muligheter for synergier som kunne oppstått gjennom fondsinvesteringer og aktive direkteinvesteringer.

Begrensingen på å flytte midler mellom de kommersielle mandatene gjør at Investinor hindres fra å benytte fleksibiliteten til å velge mellom fondsinvesteringer og selskapsinvesteringer utfra prising i markedet. Nysnø kan for eksempel velge å investere i fond når de anser prisingen av selskaper som for høy. Dette er en fleksibilitet Investinor mangler.

Investinor har ikke mulighet til å ta opp lån. Selv om også Argentum fondsinvesteringer AS sin virksomhet er basert på egenkapital har selskapet i sine vedtekter anledning til å «samlet sett ha netto gjeld (...) midlertidig som følge av ikke-forventede likviditetssvingninger.». Dette gir fleksibilitet til å ikke kontinuerlig ha en stor beholdning kontanter i reserve til oppfølgingsinvesteringer og kommitterte fond. Mulighet til å ta opp lån eller benytte kassakreditt ville gitt selskapet mulighet til å ha en større andel av egenkapitalen sin investert kontinuerlig. Dette ville økt den forventede avkastningen, selv om det også ville påført selskapet noe mer risiko.

Investinor har en «evergreen fondstruktur». Dette medfører at selskapet ikke får jevnlig kapitaltilførsel, men at avkastningen fra tidligere investeringer skal benyttes til å foreta nye investeringer.[35] Dette gjør at selskapet skiller seg fra sine private medinvestorer ved at selskapet må vurdere avkastningen ved å bli i en lønnsom investering som mulig kan bli enda mer lønnsom opp mot avkastningen selskapet kan få ved å realisere investeringen og deretter «rullere» kapitalen inn i flere nyinvesteringer i tidligere faser. Dersom staten som eier forventer at selskapet skal gjennomføre en viss andel nyinvesteringer i året, eller stiller krav om at kapitalen skal rulleres raskere for å dekke et kapitalbehov for nye bedrifter i den tidligere fasen, kan dette senke Investinors mulighet til å oppnå høy avkastning. Dette fordi enkelte investeringer blir særlig lønnsomme helt mot slutten av investeringsløpet. Dersom Investinor selger seg ut for tidlig i de få svært lønnsomme selskaper svekkes deres mulighet til å oppnå avkastning som er sammenliknbar med private fond.

5.1.3 Investinors operasjonaliserer statens mål om høyest mulig avkastning med gitte begrensinger

Innenfor de begrensingene Investinor blir pålagt av staten som eier, opererer selskapet så kommersielt som mulig. Fra intervjuer med Investinor, samarbeidspartnere og fra dokumentstudier finner vi ingen indikasjon på at Investinor ikke tar fullt ut kommersielle hensyn i sin investeringsvirksomhet. Fra enkelte samarbeidspartnere i fondsmiljøet er det til og med noe undring over at et statlig eid selskap som Investinor er så orientert mot avkastning. Forventingen fra flere i investeringsmiljøet er at en aktør som Investinor bør ha anledning til å ta bredere samfunnshensyn i sin virksomhet, for eksempel ved å ta større teknologisk risiko i tidligfaseselskaper, eller velge selskaper hvor produktutviklingen også kan ha en samfunnsnytte.

Vi finner at Investinor er svært ambisiøse med hensyn til hvilken avkastning selskapet ønsker å levere. Selskapet ønsker ikke bare å være like gode som private investorer, men til og med i det øvre sjiktet hva angår avkastning sammenliknet med andre fond i Norden. Fra Investinors forvaltningsinstruks kan vi lese følgende:

Investinor skal gi en markedsmessig avkastning basert på den risiko det kan ta. Investinor har et mål om å bygge posisjon som et ledende nord-europeisk tidligfaseinvestor. I dette ligger det en grunnleggende ambisjon om å levere avkastning i øvre kvartil av sammenlignbare fond. Hensyntatt Investinors beskrankninger rundt geografi, eierandeler og sektorspredning så er målet for avkastning kvantifisert til 10 % netto (etter kostnader) over tid.

Selskapet har også satt seg selv et [redacted] avkastningsmål enn det det blir pålagt av staten som eier. Eier har på sin side artikulert en målsetting (referanseavkastning) på [redacted] for årene 2017-2022, som baserer seg på sammenligning med relevante erfaringstall for ventureinvesteringer.

[35] Det finnes også private fond som har evergreenstruktur, men det mest vanlige er at fond oppløses etter en avtalt periode, og at investorene får tilbake investerte midler.

5.2 Vurdering av om mandatene kan øke verdiskapingen i norsk økonomi ved å løse markedssvikt

Nærings- og fiskeridepartements overordnede mål er størst mulig samlet verdiskaping i norsk økonomi innenfor bærekraftige rammer ("Prop 1 S," 2021-2022). Næringspolitiske virkemidler må ha som målsetting å fremme en samfunnsøkonomisk effektiv bruk av økonomiens tilgjengelige ressurser. Sandmo-utvalget drøftet dette i 2004, og skrev:

I en teoretisk perfekt markedsøkonomi vil relative priser avspeile de ulike varer og tjenesters reelle samfunnsøkonomiske verdi, og derigjennom bidra til at ressursene i økonomien allokeres til de anvendelser hvor de kaster mest av seg. I virkeligheten er imidlertid økonomien beheftet med en rekke imperfeksjoner, som gjør at markedsøkonomien ikke fungerer fullstendig effektivt. Imperfeksjoner og effektivitetstap er regelen snarere enn unntaket i en virkelig økonomi. Det er derfor først når imperfeksjonene er betydelige at det bør være aktuelt å vurdere bruk av ulike tiltak for å påvirke ressursallokeringen til spesielle næringer eller bransjer, med sikte på øke den samfunnsøkonomiske lønnsomheten.

I eierskapsmeldingen fremgår det at de statlige egenkapitalvirkemidlene «skal søke å motvirke markedssvikt bestående av for lite kapital til antatt lønnsomme prosjekter. En slik mangel på kapital kan særlig gjelde for selskaper i tidlige faser.». Eierskapsmeldingen går ikke videre med å drøfte nøyaktig hvilken svikt i markedet det er staten søker å rette opp med de ulike virkemidlene.

I det videre drøfter vi noen argumenter for å gripe inn i markedene for tidligfasekapital. Vi baserer dette på en sammenstilling av funn fra intervjuer med fond og selskaper, intervjuer med Investinor, samt kjente argumenter i litteraturen om markedssvikt, tidligere også drøftet av Sandmo-utvalget og Kapitaltilgangsutvalget:

- Informasjonsasymmetri mellom gründer og investor
- Eksternaliteter for samfunnet ved oppstarten av oppstartsbedrifter
- Eksterne skalafordeler i markedet som gjør at man trenger en «kritisk masse» med kapital for å opprettholde investorkompetanse og å kunne diversifisere.

Som Sandmo-utvalget pekte på «gir offentlig virkemiddelbruk kun mening hvis denne kan innrettes slik at ineffektiviteten faktisk kan rettes opp, uten å skape nye, større problemer i markedet eller andre steder i økonomien. Dette krever presis informasjon om årsaken til markedssvikten. Eventuelle tiltak må dessuten være rettet direkte mot kilden til markedssvikt, og innrettet på en måte som i minst mulig grad fører til andre tilpasningsproblemer i økonomien enn dem en skal korrigere for.» Vi skal derfor videre drøfte hvorvidt Investinors mandater er innrettet slik at de har mulighet til å bidra til bedre fungerende markeder.[36]

5.2.1 Aktive direkteinvesteringer

Ifølge vedtektene til Investinor er mandatets formål er å bidra til økt verdiskaping gjennom å tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter, primært nyetableringer. I tillegg til risikokapital skal selskapet bidra med et kompetent og aktivt eierskap i porteføljebedriftene.

Informasjonsasymmetri

Investinor kan ikke forventes å løse markedssvikten som oppstår ved at det er en informasjonsasymmetri mellom gründer og tidligfaseinvestor gjennom sitt direkteinvesteringsmandat. Det er ikke grunn til å tro at det er noe særlig ved Investinor som gjør at selskapet er bedre informert og dermed lettere kan plukke vinnere enn andre private selskap. Selskapet har tilgang på den samme informasjonen og legger samme metodikk til grunn for utvelgelsen av gode investeringsobjekter som private investorer gjør. Investinor tar heller ingen andre hensyn enn private investorer, altså legger de ikke vekt på annen informasjon enn andre investorer.

Eksternaliteter

Gjennom direkteinvesteringsmandatet kan Investinor delvis utløse positive eksternaliteter som følge av investeringer i oppstartsselskaper. Fra litteraturen kjenner vi til at det på generelt grunnlag er en rekke positive eksternaliteter ved oppstartsselskaper for økonomien gjennom økt produktivitet, teknologi-utvikling og arbeidsplasser. Ved å sette kapitalen som Investinor har under forvaltning under dette mandatet utløser selskapet slike generelle eksternaliteter.

I vedtektene for direkteinvesteringsmandatet heter det at Investinor skal investere i selskaper i *«sektorer med næringsmiljøer som har potensielt internasjonale konkurransefortrinn, som ivaretar utnyttelse av viktige naturressurser, som utnytter ny teknologi og kompetanse og/eller som bidrar til mindre miljøbelastning og menneskeskapte klimaendringer, skal prioriteres».* Formuleringen i vedtektene om å prioritere selskaper

[36] En problemstilling som denne utredningen ikke ser nærmere på er utfordringene knyttet til «styringssvikt» som skapes når markedene påvirkes negativt av dårlige innrettede virkemidler. Når selskap som er eiet av staten skal investere direkte er det alltid en risiko for at politiske forhold skal spille inn i selskapets investeringsstrategi. Dette kan også føre til såkalt «rent-seeking», altså at selskaper tilpasser seg politiske trender og føringer med mål om å maksimere mengden offentlig støtte. En slik utvikling vil medføre store samfunnsøkonomiske ineffektiviteter og tap.

som utnytter teknologi, bidrar til lavere miljøbelastning eller lavere klimautslipp er eksempler på eksternaliteter selskapet er oppfordret til å utløse. Det er imidlertid ingen uttømmende liste over mulige eksternaliteter ved å investere i oppstartsselskaper, og det synes derfor tilfeldig at akkurat disse forholdene skal vektlegges for å utløse eksternaliteter. Oppfordringen fra eier om å investere i selskap med disse karakteristika kan snarere anses som et virkemiddel for å nå politiske mål.

Under direkteinvesteringsmandatet er det videre føringer om å investere særlig i den marine næringen samt i skog- og trencæringene. Det utløses trolig derfor noen eksternaliteter ved økt finansiering av bedrifter i disse næringene som antagelig ikke ville vært utløst ellers. Disse midlene kunne imidlertid alternativt vært investert i andre mer produktive næringer, hvor det også er eksternaliteter. Det er derfor ikke grunnlag for å si noe om det er netto større positive eksternaliteter for samfunnet ved å pålegge selskapet disse begrensingene. Kompetanse og kritisk masse

Gjennom direkteinvesteringsmandatet har Investinor i noen grad mulighet til å bidra til å bygge opp kompetanse i de norske investormiljøene. I enkelte selskap kan det være behov for flere investorer, og et investormiljø er derfor avhengig av at det finnes andre miljø som kan være med å finansiere det nevnte selskapet. Investinor kan være en aktør som andre investormiljø kan spille på lag med, og slik bidra til å utvikle investormiljøet videre. Investinor er også en arbeidsgiver som utvikler intern kompetanse på investeringsvirksomhet.

Det ligger imidlertid ikke innenfor Investinors direkteinvesteringsmandat å være en aktør som utvikler kompetanse eller fellesgoder som kan komme samtlige investormiljø til gode. Kravet om avkastning gjør at Investinor må veie ressursbruken på denne typen oppgaver opp mot samfunnsansvaret enhver stor aktør ville tatt for kompetanseutvikling i sitt arbeidsmarked.

5.2.2 Fond-i-fond og matching

Vedtektene til Investinor slår fast at formålet med fond-i-fond og matching mandatet er å *«fremme økt samlet verdiskaping og omstilling av norsk næringsliv gjennom å bedre markedet for tidligfasekapital i Norge»*. Innenfor mandatet kan Investinor investere i fond, gjennom syndikerte strukturer og ved matching av private investorer. Investeringene skal rettes mot bedrifter i venturefasen og tidligere utviklingsfaser.

Informasjonsasymmetri

Investinors plassering av midler i andre investeringsfond løser ikke den potensielle svikten som oppstår i markedet ved at gründer og investor har ulik informasjon på investeringstidspunktet. I enkelte av fondene Investinor har investert i finnes det imidlertid betydelig mer spesialisert kompetanse. Det kan derfor tenkes at Investinors investeringer i fond bidrar til å redusere, men aldri helt fjerne, informasjonsasymmetri.

Eksternaliteter

Det er argumenter for at det eksternaliteter ved det å investere i oppstartsselskaper generelt. Milliarden som er investert under fond- og matchemandatet har derfor antagelig eksternaliteter på generelt grunnlag. Spørsmålet videre er om mandatet tillater at Investinor kan utløse noen særlige eksternaliteter utover dette. Når Investinor investerer i eksisterende fond eller bidrar som hjørnestensinvestor til at nye fond opprettes, fortrenger ikke dette privat kapital på en måte som det er potensial for ved prisingen av enkeltselskap. Det er derfor mulig for Investinor under fondsmandatet å investere i fond som har som strategi å utløse samfunnsmessige positive virkninger – uten å gå på kompromiss med betingelsen om at Investinor skal investere på markedsmessige vilkår. I målformuleringen til fond-i-fond og matching heter det at selskapet under mandatet skal foreta fondsinvesteringer som bedrer markedet for tidligfasekapital og *«øker samlet verdiskaping og omstilling av norsk næringsliv»*. Fondsinvesteringer som søker å utløse positive eksternaliteter kan for eksempel være fond som har en profil om å utvikle særlige samfunnsnyttige teknologier som kan fremme omstillingen av norsk næringsliv. Det kan også være fond som har som profil og strategi å gjøre å gjøre investeringer i selskaper som skal løse bærekraftutfordringer.

Kompetanse og kritisk masse

Ved å investere i fond bidrar Investinor til å øke størrelsen på et allerede lite fondsmarked for tidligfasekapital i Norge. Dette kan bidra til å skape positive eksterne skalafordeler i markedet, og sikre at det til enhver tid er en «kritisk masse» med kapital for å opprettholde investorkompetanse, mangfold og konkurranse i investormiljøet.

Et større fondsmarked med mer kapital under forvaltning øker *kompetansen i forvaltermiljøene*. Mer kapital tillater at flere investorer kan drive profesjonelt. Et større mangfold av fond og forvaltermiljø vil også tillate at enkelte fond vil kunne spesialisere seg på enkelte teknologier og bransjer. Flere fond vil også tillate konkurranse om kapital på en måte som på sikt styrker den samlede kompetansen og effektiviteten i markedet. Kapitaleiere vil plassere kapitalen sin hos kompetente forvaltermiljø, og disse vil vokse på bekostning av forvaltermiljø med lavere kompetanse Flere fond vil øke konkurransen blant fondene om å finne de beste investeringene. Dette vil både skjerpe investorene samt gi flere muligheter for selskap som ser etter finansiering for sine selskap.

5.2.3 Statsstøttede mandater

Fra vedtektene til Investinor fremgår det at «såkornfondsordningene skal bidra til å utløse privat kapital til investeringer i tidlig fase». Det langsiktige målet med den landsdekkende såkornordningen er å støtte etablering av innovative, konkurransedyktige vekstforetak gjennom å øke tilgangen på kompetent kapital og kompetanse. Målet med den distriksrettede ordningen er å øke tilgangen av såkornkapital til bedrifter gjennom å stimulere private investorer til å delta i et offentlig-privat samarbeidsprosjekt. Tilsvarende er formålet med presåkornordningene å «delfinansiere og utløse privat investeringskapital til innovative vekstbedrifter som er under fem år.».

Informasjonsasymmetri

I likhet med argumentasjonen knyttet til informasjonsasymmetri i kommersielle fond-i-fond-investeringer, er det ikke mulig å løse den potensielle markedssvikten knyttet til informasjonsasymmetri gjennom de statsstøttede mandatene. Det er private investeringsmiljø som forvalter midlene på vegne av staten, og det er ingen grunn til å tro at de skulle ha noen annen mulighet til å avdekke ukjent informasjon om en bedrifts potensial enn øvrige forvaltningsmiljø. Dette selv om investeringene innebærer elementer av statsstøtte.

Eksternaliteter

De statsstøttede fondene har de samme mulighetene til å utløse eksternaliteter som de kommersielle fond-i-fond-investeringene. I tillegg til dette har staten mulighet til å dreie investeringene inn mot områder som ikke er kommersielt lønnsomme. Dersom en vurdering av hvilke eksternaliteter som kan utløses ved de ulike statsstøttede mandatene holdes opp mot kostnaden per mandat, kan staten øke verdiskapingen i økonomien samlet sett selv om investeringene har lavere enn markedsmessig avkastning.

Kompetanse og kritisk masse

Gjennom statsstøtten bidrar staten til at fond blir tilstrekkelig bedriftsøkonomisk lønnsomme til at de tiltrekker seg private investorer. Dette bidrar til kompetanseutvikling i forvaltningsmiljøet og sikrer at det finnes en viss andel forvaltere som følger bedrifter i den tidligere fasen. Som diskutert i avsnittet om kompetanseeffekter av fondsinvesteringer, er økosystemet avhengig av at det finnes forvaltere i samtlige faser. De statsstøttede mandatene løser derfor ikke alene markedssvikten knyttet til behovet for en kritisk masse på fondsinvesteringene, men er komplementære til investeringene under fond-i-fond-mandatet, hvor det investeres i alle faser, også fond i tidligfase.

5.3 Vurdering av sammenhengen mellom Investinors mandater og andre aktører

5.3.1 Sammenheng med Nysnø Klimainvesteringer AS

Vi har ikke funnet noen overlapp mellom direkteinvesteringene til Investinor og direkteinvesteringene til Nysnø. Det er imidlertid noen fond som har både Investinor og Nysnø på eiersiden. Dette er ikke noe problem så lenge den samlede eierandelen til Investinor og Nysnø ikke overstiger 49 prosent av fondet.

Vårt inntrykk er videre at det er en oppfatning i markedet at Nysnø sitt mandat er klart definert til å handle om klimarelaterte investeringer. Fra intervjuer med selskaper og fond er det ikke vårt inntrykk at det oppleves som noe problem at det er to aktører som investerer både i fond-i-fond og direkte i selskaper i det norske markedet. Vi oppfatter ikke at det har oppstått situasjoner der de to virkemidlene har redusert hverandres effektivitet.

5.3.2 Sammenheng med Argentum Fondsinvesteringer AS

Argentum er ikke et virkemiddel for å løse svikt i kapitalmarkedet. Argentum nevnes imidlertid ofte i diskusjoner om innretningen av ulike virkemidler i kapitalmarkedet, og det har versert forslag om å gjøre endringer i Investinors mandater som også får konsekvenser for Argentum.[37] I det videre kommenterer vi derfor på hvordan vi mener Argentum bør sees i sammenheng med Investinor.

Vi finner ingen indikasjoner på at det er overlapp mellom mandatene til Argentum og Investinor. Vi finner heller ikke at selskapene i nevneverdig grad koinvesterer i de samme fondene.

Fra intervjuene er vår forståelse av arbeidsmarkedet i fondsforvaltningsmiljøet at det er begrenset med overgang fra Argentum til fondforvaltning innen venture og tidligfase. Vårt inntrykk er at det ikke er mye spillover-kompetanse fra Argentum til investeringsmiljøene Investinor retter seg mot. Økt egenkapital hos Argentum vil derfor i begrenset grad kunne bidra til å løse kompetanseutfordringene i venturemiljøet som vi har diskutert tidligere.

Som også Kapitaltilgangsutvalget pekte på har Argentum vært og er viktig for utviklingen av private

[37] Se for eksempel kronikken «*Tiden er kommet for å slå sammen Argentum, Investinor og Nysnø*» i Shifter 15. juni 2022.

equity-markedet i Norge. Den oppnådde investeringsavkastningen har vært stabilt god. At Argentum også forvalter kapital på vegne av private er en sterk indikator på at selskapet er konkurransedyktig og drives på markedsmessige vilkår. Det kan være læringspunkter fra eierskapet av Argentum som kan bidra til å forbedre statens eierskap i Investinor.

Et slikt læringspunkt er Argentums rolle som investor i norske fond kan ha gjort det enklere å mobilisere privat kapital, også internasjonal kapital til norske kapitalforvaltningsmiljøer. Dette forsterkes gjennom åpningen for at private aktører kan investere sammen med Argentum gjennom Argentum Asset Management.

Et annet læringspunkt er at Argentums mulighet til å investere i fond utenfor Norges grenser styrker kompetansen til Argentums forvalterne og har gitt læringseffekter.

5.3.3 Sammenheng med Siva

Det er klare komplementariteter mellom Sivas innovasjonsvirksomhet og Investinors arbeid med presåkorn, og såkornsegmentet. Sivas virkemidler for å utvikle inkubatorer og teknologioverføringssentre er viktige for å fange opp og støtte selskaper som også er i målgruppen for presåkornfondene og såkornfondene.[38]

To av Investinors investeringer i den kommersielle fond-i-fond virksomheten er har bindinger til inkubatorer som er støttet av Siva. Vår vurdering er at slike koblinger mellom rådgivningsvirksomhet og kapital kan virke gjensidig forsterkende. Sivas arbeid på dette feltet støtter derfor opp under Investinors virksomhet.

Siva har også en rolle i å utvikle gründerkompetanse. Sivas oppdrag hemmes imidlertid av at det er regionalt organisert, og at det derfor er begrenset med insentiver til å tenke helhet for hele det norske økosystemet av oppstartsselskaper. For å utvikle gründerkompetansen videre ser Siva det som positivt med samarbeid med Investinor. Investinor har imidlertid heller ikke noe oppdrag om å drive kompetanseutvikling med hensyn på kapitalinnhenting, og må derfor veie ressursbruken på dette feltet opp mot ressursbruk i investeringsvirksomheten sin.

5.3.4 Sammenheng med Innovasjon Norge

Innovasjon Norge har et bredt oppdrag hvor *kompetansevirkemidler* som skal utvikle det norske økosystemet for oppstartsselskaper og skape flere gode grundere. Dette er virksomhet som er komplementær til Investinors virksomhet dersom de lykkes med å øke tilfanget av gode selskaper Investinor kan investere i. *Innovasjon Norges kapitalvirkemidler* kan også i noen grad være komplementære til selskapene Investinor investerer i.

Den samlede ressursbruken på tilskudd, lån og egen-kapital til oppstartsselskaper må sees i sammenheng. For staten kan det være aktuelt å gjøre en vurdering av hvor effektive ulike kapitalvirkemidler er sammenliknet med hverandre. Vår utredning har ingen forutsetninger til å svare på hva hvordan allokeringen av kapital mellom Innovasjon Norge og Investinor kan optimaliseres. Dette er et område som kan utforskes nærmere.

Innovasjon Norge har også et oppdrag knyttet til å tiltrekke seg investeringer til Norge, «Invest in Norway». Mye tyder på at både Nysnø og Investinor gjør et viktig arbeid på dette området gjennom å tiltrekke seg internasjonale fond og medinvestorer til aktuelle selskaper og andre fond. Nysnø har også hatt suksess med å bidra til at ett internasjonalt fond som de investerer i, har etablert en tilstedeværelse i Norge. Et samarbeid mellom disse aktørene for å styrke arbeidet med å tiltrekke seg investeringer til Norge bør utforskes.

5.3.5 Sammenheng med det europeiske investeringsfondet EIF

Et viktig spørsmål er hvorvidt Investinors mandater og føringer legger til rette, eller er til hinder, for at Investinor kan bidra til å utløse mer europeisk kapital fra det europeiske investeringsfondet (EIF) . Etter samtaler med EIF, studier av deres dokumenter, og intervjuer med aktører i fondsmarkedet har vi følgende betraktninger om hvordan Investinor kan bidra til å utløse kapital fra EIF:

På **fondssiden** har EIF foreløpig investert i to fond som Investinor også investerer i, Alliance Venture Delta og SINTEF Venture. For EIF er det ikke et problem at Investinor også er en partner i lokale fond. Snarere kan det være en fordel for EIF at et fond har en lokal hjørnestensinvestor. Vi oppfatter at når EIF gjør beslutninger om å investere i fond går de inn med faste beløp. Om beløpet blir investert avhenger av om fondet blir kapitalisert nok til at minstegrensen for kapital møtes, og fondet dermed realiseres. Investinor kan ha en utløsende rolle i å tiltrekke kapital fra EIF ved å bidra til å forplikte nok kapital til at fond som EIF ønsker å investere i faktisk når minstegrensen for kapital. En forutsetning for at Investinor skal klare dette er at Investinor har tilstrekkelige midler ledig under sitt fond-i-fond-mandat.

En annen forutsetning for at fond skal få med EIF på investorsiden er at fondsforvalterne er konkurranse-

[38] Se eksempler på dette i Menon Economics. (2018). *Førevaluering av såkornordningen* (86).

dyktige og tilstrekkelig kompetente til å samhandle med EIF. Investinor kan spille en viktig rolle i å sørge for at det finnes fondsforvaltere i Norge med tilstrekkelig med erfaring til å kvalifisere til å motta investeringer fra EIF. Dette gjør Investinor ved å være en kompetent fond-i-fond aktør samt å forvalte eierskapet i de statsstøttede fondene på vegne av staten.

For fondsforvalterne kan det være arbeidskrevende å sette seg inn i EIFs mandater og deres virkemåter. For å bedre legge til rette for at norske fond får tilstrekkelig kompetanse på EIF sine virkemidler er at Investinor får et særlig oppdrag knyttet til å spre informasjon og kunnskap om EIF i det norske kapitalmarkedet. Dette kan både handle om å sette relevante fond i kontakt med EIF når de ser muligheten for det, samt å være en rådgiver for relevante norske fond om hvordan de kan tilnærme seg EIF for å utløse mer kapital.

EIF har også en rekke spesifikke rettede programmer og mandater som retter seg mot geografiske regioner og strategiske satsingsområder. Flere av disse satsingsområdene er felt hvor Norge har sterke teknologiske miljøer, slik som blå økonomi, helse, forsvar og romfart. Gjennom de geografiske mekanismene til EIF bør det også nærmere om det kan være rom for å utløse kapital til Nord-Norge

Vår vurdering er at det ikke er noe ved Investinors innretning som i dag er til hinder for at EIF kan gjennomføre investeringer i Norge. For å i enda større grad tiltrekke seg kapital fra EIF til Norge foreslår vi at Investinor har tilstrekkelig med midler under sitt fond-i-fond-mandat. Vi foreslår også at NFD vurderer å gi Investinor et eget oppdrag knyttet til å være en rådgiver i spørsmål knyttet til EIF for norske fondsaktører. Til slutt bør det utforskes om det kan utløses mer kapital for eksempel til Nord-Norge gjennom noen av de strategiske satsingsområdene til EIF.

6. Vurdering av Investinors ressurstilgang, ressursbruk og historiske resultater

Investinor har en samlet forvaltningskapital på 8 milliarder kroner. Ny kapitaltilførsel kommer både fra realisert salgsvederlag og nye kapitalinnskudd fra staten. Investinor er opptatt av å ha mest mulig in-house kompetanse, og kan tilby ressurser, kompetanse og nettverk til sine porteføljeselskap. Personalkostnader er selskapets største kostnadsdriver. Samtidig ligger lønnskostnadene per årsverk under bransjesnittet og driftskostnadene som andel av investert, bokført og tilført kapital rundt bransjestandarden.

6.1 Ressurstilgang

Investinor har en forvaltningskapital på 5,3 milliarder kroner under det kommersielle investeringsmandatet. Av den totale forvaltningskapitalen er 4,2 milliarder underlagt direkteinvesteringsmandatet, herunder 3,7 milliarder i ventureinvesteringer og 500 millioner øremerket til investeringer innen skog- og trencæringen. I det indirekte investeringsmandatet er det tildelt respektive 514 millioner kroner til matching- og fondsinvesteringer, samt 114 millioner til investeringer i presåkornfasen. Hvis man inkluderer Investinors statsstøttede mandater er den totale forvaltningskapitalen på 8 milliarder kroner.

6.1.1 Investert kapital

Ved utgangen av andre kvartal 2022 var i underkant av 2,5 milliarder kroner investert gjennom det direkte investeringsmandatet. Tilhørende bokført verdi var på 3 milliarder. Den totale forvaltningskapitalen er på 4,292 milliarder, som består av 780 millioner kroner i en finansportefølje og 450 millioner kroner på en konto i Norges Bank, i tillegg til den bokførte verdien av porteføljen på 3 milliarder.

Det indirekte investeringsmandatet hadde ved utgangen av andre kvartal en tildelt egenkapital på 1,5 milliarder. Av denne summen var 309 millioner investert i matche-porteføljen og 329 millioner investert i fondsporteføljen. Det indirekte investeringsmandatet har en samlet bokført porteføljeverdi på 692 millioner kroner.

Det er naturlig at det kan gå noe tid fra Investinor mottar kapital fra staten til den blir satt i arbeid gjennom nye investeringer. Dette fordi Investinor må sette av midler til oppfølgingsinvesteringer. I det nye matching- og fondsinvesteringsmandatet er det siden oppstart i 2020 investert omtrent 40 prosent av den innskutte statlige egenkapitalen.

6.1.2 Kapitaltilførsel

Investinor kan enten få ny kapitaltilførsel ved å realisere salgsvederlag eller få tildelt nye tilskudd fra staten. I perioden mellom 2009 og 2012 hadde Investinor en negativ avkastning, og følgelig var det lite gevinst å hente ut ifra salgsvederlaget utover det opprinnelige investerte beløpet. I den følgende perioden fra 2013 til 2021 har selskapet hatt en bedre, men volatil avkastning. Den årlige avkastningen har variert fra -10 prosent i 2014 til 14 prosent i 2020. Dette medfører at kapitaltilførselen fra egne investeringer har vært svært varierende og uforutsigbar. Investinor har i ulike omganger fått tildelt kapitaltilskudd over statsbudsjettet. Kapitaltilførselen fra staten har imidlertid også vært varierende og utenfor Investinors kontroll. Direkte-investeringsmandatet har fått kapitaltilførsel i tre runder, hvor den første kapitaltilførselen var på 2,2 milliarder kroner i forbindelse med opprettelsen av investeringsfondet i 2008, hvorav 500 millioner var øremerket investeringer i marin sektor.

Figur 6-1: Forvaltningskapital per mandat

Selskap	Mandat	Undermandat	Forvaltningskapital
Investinor direkte AS	Aktive direkteinvesteringer	Venture	3 700 000 000
		Skog	500 000 000
Investinor Indirekte II AS	Fonds- og matching investeringer	Presåkorn	162 600 000
		Fond-i-fond	668 000 000
		Matching	653 800 000
		Sum forvaltningskapital	**5 684 400 000**

Kilde: Investinor (2022). Illustrasjon: Oslo Economics

Deretter fikk fondet tilført 1,5 milliarder kroner i 2012. Disse midlene ble tilført samtidig som mandatet til Investinor ble mer fleksibelt. I det påfølgende året fikk Investinor 500 millioner kroner som var øremerket investeringer i skog- og trencæringen.

Det samlede beløpet på 2 milliarder som ble tildelt i 2012–2013 ble satt på en konto i Norges Bank, og overført til Investinor ved behov. Første utbetaling ble gjennomført i 2016, og det er fremdeles 500 millioner kroner på denne kontoen. Selv om Investinor har fått tildelt penger, er ikke selskapet nødt til å investere i selskap umiddelbart. Figur 6-3 viser at kapitalinnskuddet blir gradvis investert over hele perioden, med tilhørende bokført verdi. Det er en vanlig praksis å sette midlene i finansporteføljen, som i hovedsak består av kortsiktige rentepapirer med lav risiko. Denne porteføljen har gitt 595 millioner kroner i avkastning siden 2008.

6.1.3 Humankapital

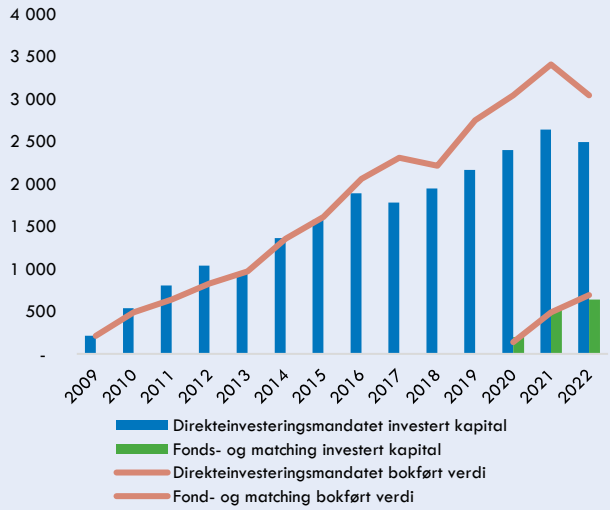
Investinor hadde 32 ansatte ved utgangen av 2021 med ulik kompetanse for å gi organisasjonen en bredde og god forvaltning. Det har vært en jevn og oppadgående utvikling i antall ansatte-. Unntaket var en 50 prosent økning i antall ansatte mellom 2019 og 2020. Om lag halvparten av de nyansatte kom fra Innovasjon Norge i forbindelse med overføringen av såkorn- og presåkornordningene, og den andre halvparten skyldes det nye mandatet for fonds- og matche-investeringer.

De ansatte er organisert innenfor fire områder, hvor administrerende direktør har ansvar for ledergruppen

Figur 6-2: Kapitalinnskudd i Investinor (milliarder NOK)

Kilde: Investinor (2022). Illustrasjon: Oslo Economics.

Figur 6-3: Investert kapital og bokført verdi (mill. kroner)

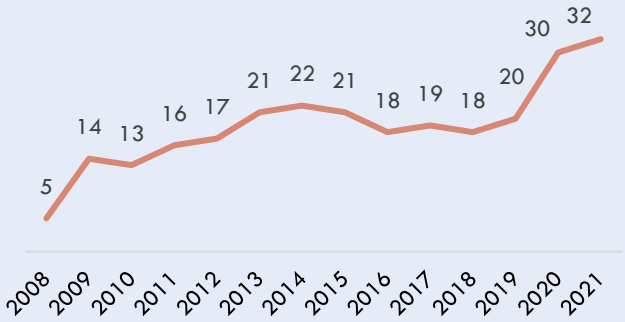


Kilde: Investinor (2022). Illustrasjon: Oslo Economics

på totalt seks ansatte. Vise-administrerende direktør har personalansvar for samtlige investeringsdirektører, og flere av disse også er i lederteamet. Under finansdirektøren (CFO) er det flere finans- og støttefunksjoner med til sammen fem ansatte. Til slutt er det ti ansatte under driftsansvarlig, med alle som jobber i investeringsteamet.

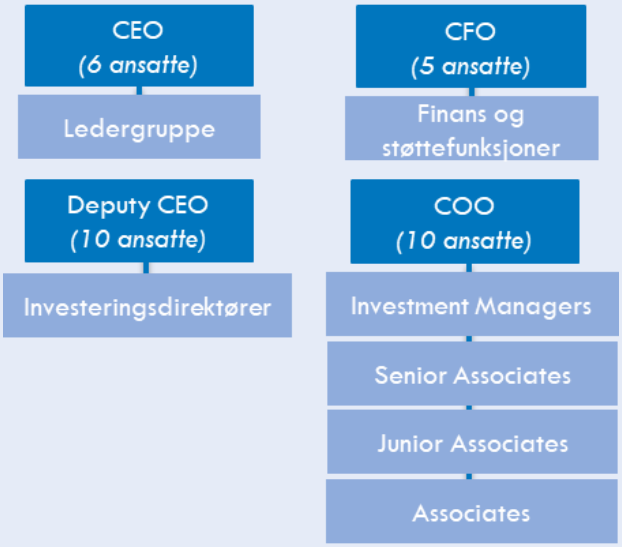
Investinor utnytter ressursene ved å ha lagt til rette for god samhandling på tvers av mandater, prosjektteam og ansvarsområder. Investinor omtaler at de har flere ansatte enn bransjesnittet. De anser likevel ressurstilgangen som utfordrende når det gjelder å oppnå det ønskede nivået på det aktive eierskapet. Investinor omtaler i intervjuer at de til enhver tid må prioritere mellom selskapene det skal brukes mest tid på aktivt eierskap.

Figur 6-4: Utvikling i antall ansatte



Kilde: Investinors årsregnskap (2021). Illustrasjon: Oslo Economics

Figur 6--6: Ressursallokering og organisering



Kilde: Investinor (2022)

Kompetanse og ressurser

De ansatte i Investinor har bred kompetanse innen ulike bransjer og fagområder. Mange av de ansatte har lang og tung erfaring fra ledende norske og internasjonale investeringsbanker og har gjennomført store og komplekse transaksjoner tidligere. Nåværende CEO har selv bakgrunn som en suksessfull gründer, og selskapet var landets første unicorn (EMGS).

Investinor er organisert i fagområder med tilhørende fagkompetanse for å bistå med kompetanseheving i forvaltningsteamene. I 2021 utvidet selskapet teamet ytterligere og ansatte nye innen fagområdene juridiske tjenester, samt kommunikasjon. I 2021 ansatte Investinor en leder for ESG og bærekraft. –

Figur 6--5: Fagområder

Kilde: Investinor (2022)

Bredden i fagområder gir selskapet en faglig spesialisering som er viktig for selskapets måloppnåelse. Kompetansen er viktig i arbeidet med strategi og selskapsutvikling, som igjen kan resultere i å øke verdien til porteføljeselskapene. Å ha flere ressurspersoner internt innenfor hvert fagområde er nyttig dersom et porteføljeselskap trenger en sparringspartner eller konkrete faglige råd. Slike kompetanseoverføringer fra Investinor skjer i hovedsak gjennom en eventuell styreplass i porteføljeselskapet. Investinor omtaler også at deres lange erfaring i tidligfasemarkedet har gitt de viktig kompetanse til å videre utvikle porteføljeselskap.

Investinor omtaler i intervju at det er fordelaktig å ha in-house kompetanse, sammenlignet med de fleste andre fond som må leie inn kompetansen eksternt. De har eksempelvis juridisk kompetanse tilgjengelig for små og store problemstillinger. I tillegg har Investinor spesialkompetanse på ESG og bærekraft, hvor Investinor opplever at andre medinvestorer som eksempelvis familiekontorer som ikke nødvendigvis har den samme kapasiteten til å bygge denne type kompetanse. Å ha fagområder med tilhørende fagkompetanse bidrar i tillegg til at Investinor holder seg oppdatert og vedlikeholder relevant verktøy og materiell internt.

Videre bygger Investinor kompetanse knyttet til måter å utløse EU-midler gjennom InvestEU. De uttrykker at det kan være noe utfordrende å forstå hvordan EIF gjør sine fondsinvesteringer, da det er veldig ulikt fra mandat til mandat. For å på best mulig måte bruke kompetansen inn mot det aktive eierskapet har Investinor samarbeidet med andre aktører som er eksperter innen dette feltet. Målet er å tilrettelegge for at EU-midler blir tilgjengelige for norske tidligfasebedrifter, og at det europeiske virkemidlet samtidig utløser mer privat kapital i det norske markedet.

6.1.4 Nettverk/samarbeidspartnere

Investinor ønsker å være en allsidig investor som ikke bare tilbyr kapital og kompetanse, men også et nasjonalt og internasjonalt nettverk. Et slikt nettverk er gunstig for å videreutvikle porteføljeselskapene, å hente friske kapital, og for en eventuell internasjonal ekspansjon.

Investinor har tilgang til et stort nettverk av norske og internasjonale partnere og investorer. I intervjuer omtaler Investinor at de har over 60 medinvestorer i porteføljen. I tillegg har de investeringer i over 57 fond hvor de ifølge selskapet har tett kontakt med de respektive kapitalforvalterne.

I tillegg anser Investinor det som fordelaktig å være en statlig aktør med hensyn til å bygge et internasjonalt nettverk. Selskapet opplever at de har kredibilitet og tiltrekker seg internasjonal kapital til sine porteføljebedrifter. Tilgang på et slikt nettverk er særlig viktig for porteføljeselskapene med internasjonale ambisjoner.

6.2 Ressursbruk – Driftskostnader

6.2.1 Beskrivelse av Investinors driftskostnader

Investinor har i perioden fra 2008 til 2021 hatt en varierende størrelse på driftskostnadene-. Driftskostnadene for 2020 og 2021 var henholdsvis 60 og 73 millioner kroner. Disse årene er trolig det mest representative kostnadsanslaget for årene fremover ettersom matching- og fondsmandatet er inkludert i driftskostnadene fra år 2020.

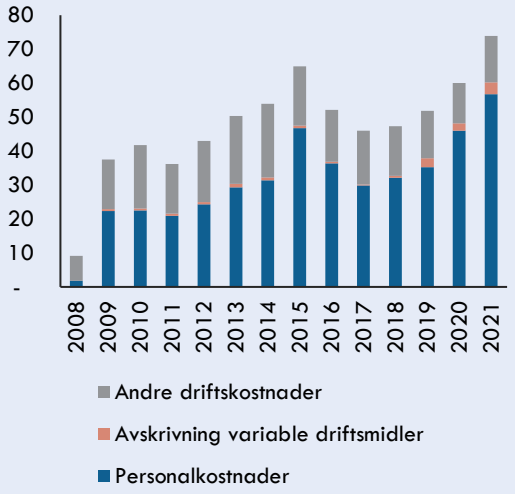
I den foregående perioden fra 2013 til 2019, da Investinor kun opererte med det direkte investeringsmandatet, lå driftskostnadene fra 45 til i overkant av 50 millioner kroner, med unntak av 2015 da kostnadene lå på 65 millioner. I perioden fra 2008 til 2012, da Investinor hadde et mer begrenset mandat, lå de gjennomsnittlige driftskostnadene på 40 millioner kroner.

6.2.2 Personalkostnader

Driftskostnadene til Investinor drives i særlig stor grad av personalkostnadene for de 32 ansatte i virksomheten-. Investinor har flere ansatte en bransjesnittet, men har samtidig en lavere lønn per årsverk.

Dersom man undersøker sammenhengen mellom utviklingen i lønnskostnader og antall ansatte ser man imidlertid at det ikke er et én-til-én-forhold. Lønnen i 2015 var for eksempel betydelig høyere enn de andre årene, uten betydelig vekst i antall ansatte.

Figur 6-7: Kostnadsutvikling i Investinor (MNOK)



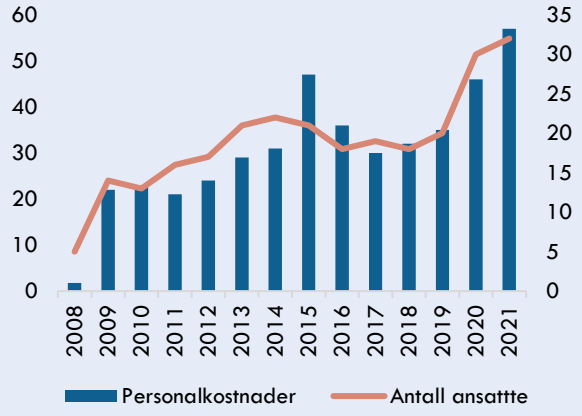
Kilde: Investinor (2022). Illustrasjon: Oslo Economics

Variasjonen i lønnskostnader kan også sees i lys av arbeidserfaringen for de ansatte samt variasjon i bonusutbetalinger. Investinor er imidlertid underlagt statens retningslinjer for lederlønn, så nivået på kostnaden per ansatt er lavere enn bransjestandarden. Investinor har flere ansatte enn bransjesnittet, som delvis kan skyldes at de har flere samfunnsoppgaver enn en privat aktør. Investinor må gå bredere til verks for å få dealflowen deres samfunnsoppgave krever. Det innebærer å snakke med flere spesialistfond og ha et større volum i screening-prosessen enn et typisk privat investeringsselskap.

Regnskapstallene for 2021 viser at Investinor hadde personalkostnader på 57 millioner kroner, en økning på 11 millioner kroner fra 2020. Økningen i lønnskostnader skyldes tre nyansettelser og en økning i kostnaden per årsverk med 16 prosent. Ny-ansettelsene i 2021 var en kommunikasjonssjef, en juridisk leder og en leder på ESG og bærekraft.

Fra 2019 til 2020 økte også lønnskostnadene i underkant av 11 millioner, fra 35 til 46 millioner kroner. Denne økningen i lønnskostnader skyldes i hovedsak ti nyansettelser i selskapet i forbindelse med det det nye mandatet og overføringen av presåkorn- og såkornfondene fra Innovasjon Norge. Økningen skyldes med andre ord i hovedsak en økning i

Figur 6-8: Sammenheng mellom lønnsutvikling (venstre; MNOK) og ansatte (høyre; antall)



Kilde: Investinor (2022). Illustrasjon: Oslo Economics.

Tabell 6-1:Andre driftskostnader (tall i 1000 kroner)

	2021	2020
Husleie og andre lokalkostnader	412	400
Leiekostnader	891	744
Kontor, rekvisita, inventar	2 988	2 219
Innleie av tjenester	6 351	10 125
Reisekostnader	321	668
Kommunikasjon og markedsføring	1 380	2 340
Andre kostnader	1 396	4 646
Sum andre driftskostnader	**13 742**	**11 852**

Kilde: Investinor (2022)

arbeidstimer i selskapet. Per årsverk har kostnaden imidlertid blitt redusert 15 prosent.

I perioden 2012–2018, da Investinor kun drev med aktive direkteinvesteringer, lå lønnskostnadene rundt 30 millioner kroner, med unntak av i 2015 da lønnskostnaden midlertidig steg til 46 millioner kroner. Den gjennomsnittlige lønnskostnaden per årsverk var imidlertid tilnærmet lik kostnaden i perioden 2019–2021. Fra 2008 til 2011 hadde Investinor et begrenset mandat, og lønnskostnadene per årsverk var i gjennomsnitt 12 prosent lavere enn i hele perioden 2012–2021.

Investinors personalkostnader påvirkes av at selskapet besitter mye ekspertkompetanse in-house. Private fond har ofte en annen allokering mellom kostnader ved å i større grad løse forvaltningen med innkjøp av eksterne tjenester fremfor å bruke egne ansatte.

6.2.3 Andre driftskostnader

Tabell 6-1 viser de øvrige driftskostnadene for Investinor i 2020 og 2021. Denne perioden er mest representativt for fremtidig ressursbruk som følge av at kostnader knyttet til fonds- og matchingmandatet, samt sårkorn og pre-såkornordningen. For Investinor består de største andre driftskostnadene av innleie av tjenester, kontor, rekvisita og inventar, samt kommunikasjon og markedsføring. Noe av kostnadene knyttet til innleie av tjenester kan tenkes å ha blitt redusert fra 2020 til 2021 som følge av ansettelsen av en juridisk leder, en kommunikasjonssjef, og en leder for bærekraft og ESG.

6.2.4 Investinors ressursbruk per mandat

Investinors kostnadsnivå ligger under bransjestandarden når det kommer til honorarstrukturen i fondsforvaltningen. Det markedsbaserte forvaltningshonoraret bygger på «two and twenty»-prinsippet. Det innebærer et forvaltningshonorar på 2 prosent som er et løpende vederlag for å dekke forvalterens utgifter. I tillegg skal 20 prosent av den realiserte avkastningen tilfalle investorene for å motivere dem til å velge investeringsmuligheter med høyest forventet avkastning. I et normalt fond er eierskapet mellom forvalter og fondet delt mellom investorer og ansatte. For Investinor er det imidlertid staten som er eier av fondene og forvaltningsselskapet. Følgelig får ikke Investinor kostnaden ved å måtte dele 20 prosent av et eventuelt resultat.[39] Eierforholdet gjør derimot at forvaltningen skjer til en kostpris. I den forbindelse er det hensiktsmessig å måle Investinors kostnadsnivå som andel av investert og tildelt kapital, sammenlignet med bransjestandarden.

Ressursbruk i det direkte investeringsmandatet

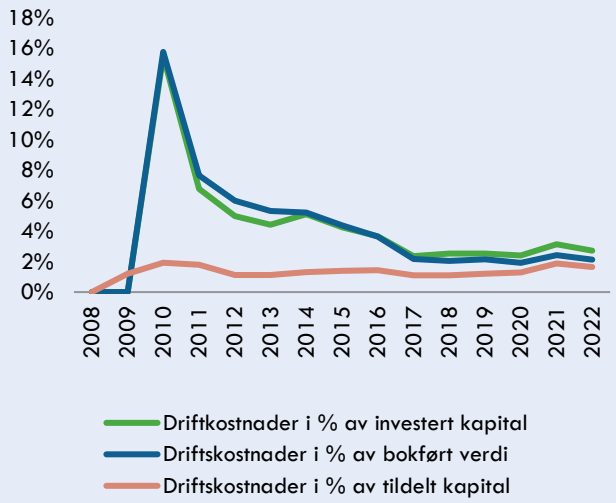
Det faktiske kostnadsnivået til Investinor som andel av tildelt egenkapital har vært på godt under 2 prosent i hele Investinors levetid. Dette indikerer at Investinor har en kostnadseffektiv drift sammenlignet med bransjestandarden på 2 prosent.

Videre har driftskostnadenes andel av investert kapital i det direkte investeringsmandatet vært nedadgående fra Investinors oppstart i 2008 frem til 2022, slik

viser. I perioden 2009–2011 var driftskostnadens andel av investert beløp svært høy som følge at forvaltningskapitalen på 2,2 milliarder tildelt i 2008 gradvis ble satt i arbeid. Fra 2011 til 2017 lå andelen på mellom 3 og 5 prosent av investert kapital. I perioden 2018–2021 ble den redusert ytterligere til å ligge i snitt på under 3 prosent. Mye av reduksjonen skyldes et større investeringsvolum snarere enn endrede driftskostnader.

[39] Investinor (2022)

Figur 6-9: Kostnadsutvikling i det direkte investeringsmandatet



Kilde: Investinor (2022). Illustrasjon: Oslo Economics

Kostnadene som andel av investert kapital og bokført porteføljeverdi følger hverandre tett i hele perioden. Dette skyldes trolig at verdien til porteføljen i gjennomsnitt ikke har avviket i stor grad fra porteføljeverdien på investeringstidspunktet.

Ressursbruk i det indirekte investeringsmandatet

Fonds- og matching-mandatet ble tildelt Investinor i 2020, og det er dermed ikke lang historikk for å måle kostnadsutviklingen for dette segmentet. Tallene fra 2020 er heller ikke inkludert i Figur 6-10 da Investinor ikke har rukket å bygge opp en representativ investeringsportefølje i oppstartsåret.

Driftskostnadene som andel av investert kapital er redusert fra 1 prosent i 2021 til 0,7 prosent i 2022. Videre har driftskostnadene som andel av bokført verdi blitt redusert fra 3,3 prosent til 1,2 prosent, som skyldes god verdistigning i matching- og fondsporteføljen. Driftskostnadene som andel av tildelt kapital har også halvert seg fra 2021, og ligger i 2022 på 0,6 prosent.

Det er naturlig å anta at driftskostnadene knyttet til et fonds- og matching-mandat er lavere enn et aktivt direkte investeringsmandat. Dette er et troverdig resonnement som følge av at man bruker mindre ressurser på screening, aktiv eieroppfølging, exit-strategier m.m., sammenlignet med direkteinvesteringer. I fonds- og matching-mandatet overlates forvaltningen i stor grad til de private med-investorene eller fondsforvalterne. I matche-mandatet er det eksempelvis den private medinvestoren som foretar grundige selskapsgjennomganger og presenterer analysene for Investinor. Driftskostnadene knyttet til aktivt eierskap går i hovedsak ut på å finne de riktige fondsforvalterne og medinvestorene å samarbeide med.

Hvis man sammenligner kostnadsutviklingen i henholdsvis

og Figur 6-10 ser man også at det aktive direktemandatet har noe høyere driftskostnader som prosentandel av investert og tildelt kapital, samt bokført verdi.

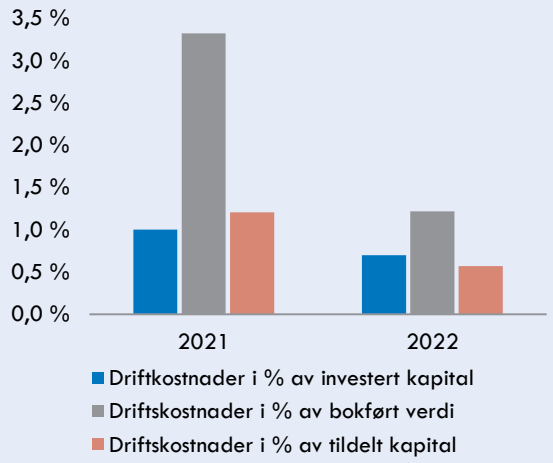
Det er imidlertid viktig å påpeke at forvaltningskostnaden til fonds- og matche-mandatet reflekterer kun interne direkte kostnader i Investinor og derfor ikke er direkte sammenlignbar med kostnadsbildet på direkteinvesteringer. For å synliggjøre kostnadene ved fond-i-fond-forvaltning hadde det vært fordelaktig at Investinor i tillegg produserer oversikter hvor forvaltningskostnader i underfondene er inkludert.

Ressursbruk i såkorn- og presåkornordningen

I såkorn- og presåkornordningen er det avsatt fire millioner kroner til lønn- og forvaltningskostnader. Dette skal dekke lønnskostnadene til ett årsverk i presåkornordningen, ett årsverk i såkornordningen, to ansatte som fungerer som støttefunksjoner til såkornordninger, i tillegg til en plass i styret til Investinor.

Samlet forvalter såkornordningen 2,2 milliarder kroner, og presåkornordningen 273 millioner kroner.[40] Driftskostnadene som andel av forvaltningskapital er altså 0,15 prosent, som er lavt sammenlignet med andre mandater i Investinor.

Figur 6-10: Kostnadsutvikling i det indirekte investerings-mandatet



Kilde: Investinor (2022). Illustrasjon: Oslo Economics

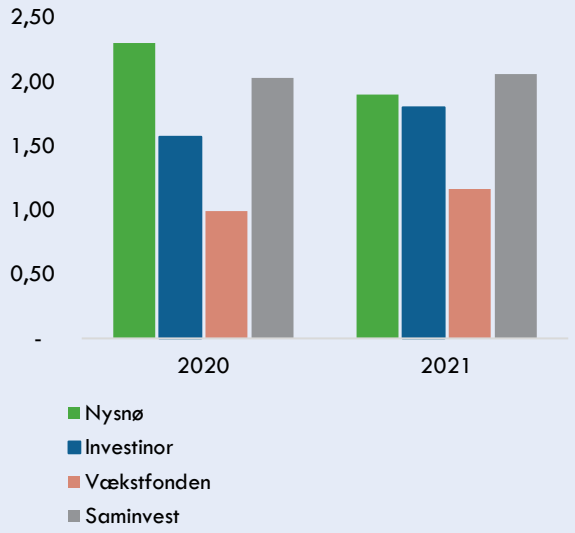
[40] Prop. 1 S (2022-2023)

6.2.5 Kostnadsnivå sammenlignet med andre statlige investeringsselskap

Investinor, Nysnø, Vækstfonden og Saminvest er ikke helt sammenlignbare, men for visse formål kan ressursbruken i disse virksomhetene gi en pekepinn om kostnadsnivået.

Når det kommer til lønnskostnader per årsverk, er det nyttig å sammenligne med andre statlige investeringsfond ettersom de norske fondene er underlagt statens retningslinjer for lederlønn, og det svenske og danske fondet utrykker i intervju at en har lavere lønn enn bransjestandard. Vi har valgt å kun se på årene 2020 og 2021 ettersom det var i denne perioden Investinor fikk tildelt fonds- og matching-mandatet, som gir bedre muligheter for en sammenligning.

Figur 6-11: Lønnskostnad per årsverk (MNOK)



Kilde: Regnskapsdata fra Nysnø og Investinor; årsrapport for Vækstfonden og Saminvest. Illustrasjon: Oslo Economics.

Nysnø og Saminvest noe høyere lønnskostnader i 2020, men gapet blir mindre i 2021. Saminvest sin lønnskostnad kan forklares i at det er betydelig færre ansatte i selskapet, som fører til at de trolig har en høyere andel seniorressurser enn de andre statlig investeringsselskapene. Vækstfonden har lavest kostnad per årsverk, noe som kan ses i lys av at de er over 300 ansatte, sammenlignet med de øvrige fondene som er mellom 13 og 33 ansatte.

Samlet sett har Investinors lønnskostnader vært på om lag samme nivå som de andre statlige aktørene. Samtidig har de norske statlige selskapene tilsynelatende lavere lønnskostnad per årsverk enn sammenlignbare private investeringsfond.

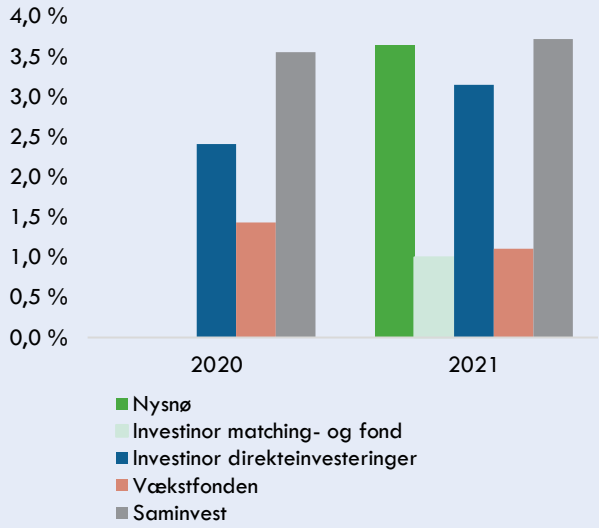
Videre er det nyttig å undersøke Investinor sine driftskostnader som andel av investert kapital sammenlignet med andre statlige investeringsselskap. I analysen har vi utelatt andelen fra 2020 for Investinors matching- og fondsinvesteringer og Nysnø. Dette er på bakgrunn av at aktiviteten i disse virksomhetene var nyopprettet i henholdsvis 2020 og 2018 og dermed hadde de ikke en representativ mengde investert kapital dette året.

Det er viktig å påpeke at de ulike selskapene ikke har helt identisk virksomhet. Vækstfonden driver med direkteinvesteringer og fondsinvesteringer, samt lån. Saminvest har kun fondsinvesteringer, mens Nysnø har både direkte- og fondsinvesteringer.

Overordnet har Investinor sitt direktemandat tilnærmet samme kostnadsnivå som Nysnø og Saminvest. Investinor har tilsynelatende relativt lavt kostnadsnivå, delvis fordi 2/3 av Nysnø sin portefølje er i fond og Saminvest kun gjør fondsinvesteringer. Vækstfonden synes å ha et relativt lavt kostnadsnivå sammenlignet med Investinor, men er ikke helt sammenlignbart siden virksomheten også driver med lån og fondsinvesteringer, i tillegg til direkteinvesteringer.

Videre er det naturlig at fonds og matching-investeringene til Investinor krever mindre ressurser per investert krone sammenlignet med direktemandatet. Det er likevel verdt å nevne i den sammenheng at det kun er Investinors interne driftskostnader som er reflektert i driftskostnadene i fonds- og matchingmamdatet.

Figur 6-12 Driftskostnader i prosent av investert kapital



Kilde: Regnskapsdata fra Nysnø og Investinor; årsrapport for Vækstfonden og Saminvest

Dersom man sammenligner fonds- og matching-mandatet til Investinor med Saminvest, kan Investinor fremstå som mer kostnadseffektive. Det er imidlertid viktig å påpeke at dette også kan skyldes at faste kostnader som dekker begge mandatene til Investinor, kun blir belastet direktemandatet.

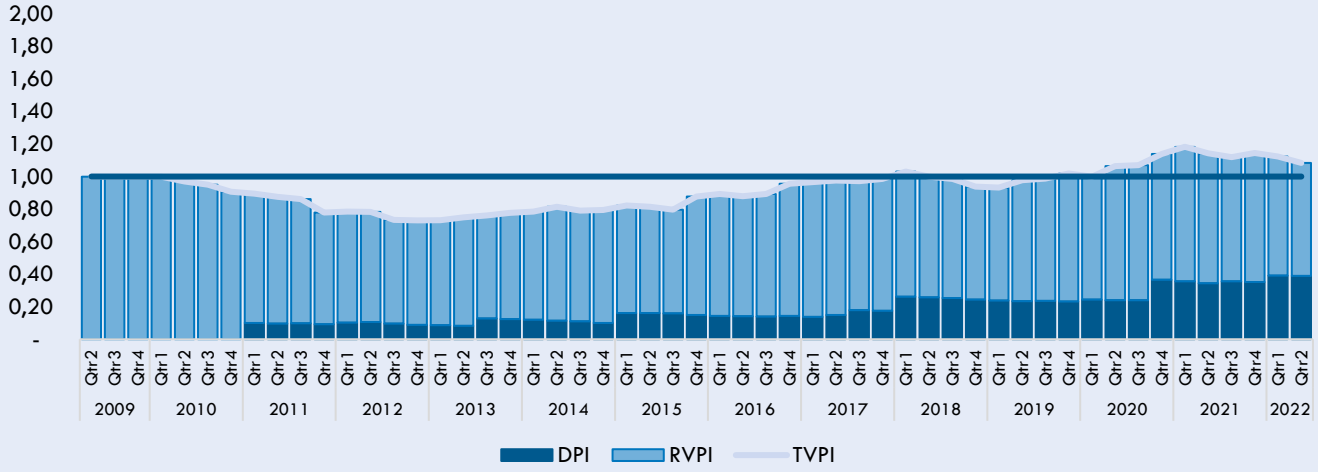
Samlet sett driftes Investinors fonds- og matching-mandat tilsynelatende til en relativt lav kostnad sammenlignet de andre statlige investeringsselskapene og direkteinvesteringene i Investinor. Samtidig tyder ikke datagrunnlaget på at Investinors direkteinvesteringer har et svært annet kostnadsnivå enn andre aktører i bransjen, hvis man tar hensyn til at Nysnø også har en stor fondsportefølje, og at Vækstfonden ved siden av direkteinvesteringer også gir lån og gjør fondsinvesteringer.

6.3 Historisk avkastning i Investinor

6.3.1 Direkteinvesteringer

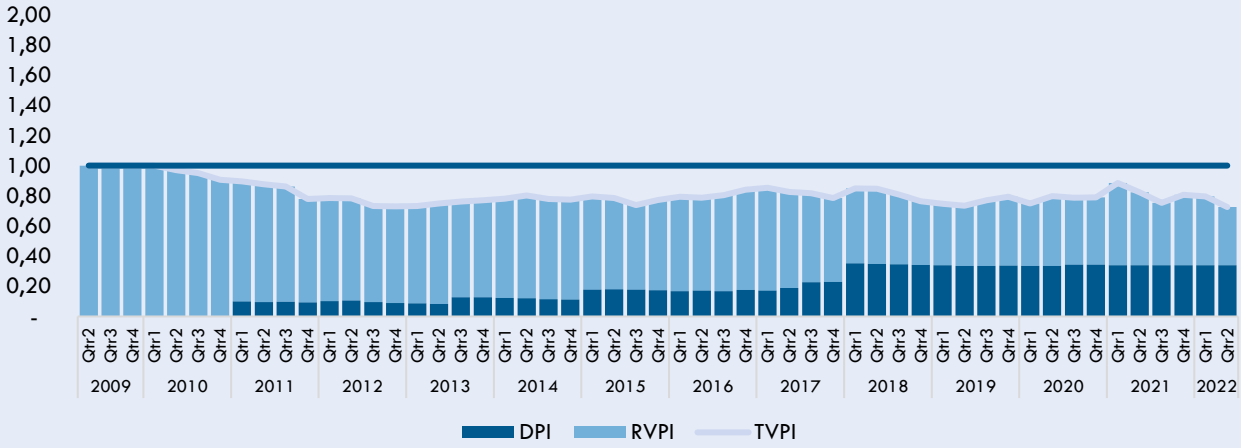
Investinors historiske avkastning (ex-post) vil i begrenset grad kunne gi indikasjoner om selskapets måloppnåelse. Alle investeringer som Investinor foretar seg er i sin natur risikable, og realisert avkastning vil derfor kunne være forskjellig fra forventningen. Derfor vil historisk høy avkastning ikke nødvendigvis være en god indikator på om dette også kan forventes fremover, særlig hvis antall observasjoner er lavt. På den annen side skyldes lav historisk avkastning heller ikke nødvendigvis dårlige investeringer eller svakheter i forvaltningen. I hovedsak baseres denne evalueringen derfor på forventet fremtidig måloppnåelse gitt dagens drift og innretning, beskrevet i neste kapittel.

Figur 6-13: Verdiutvikling og avkastning: Direkteinvesteringer



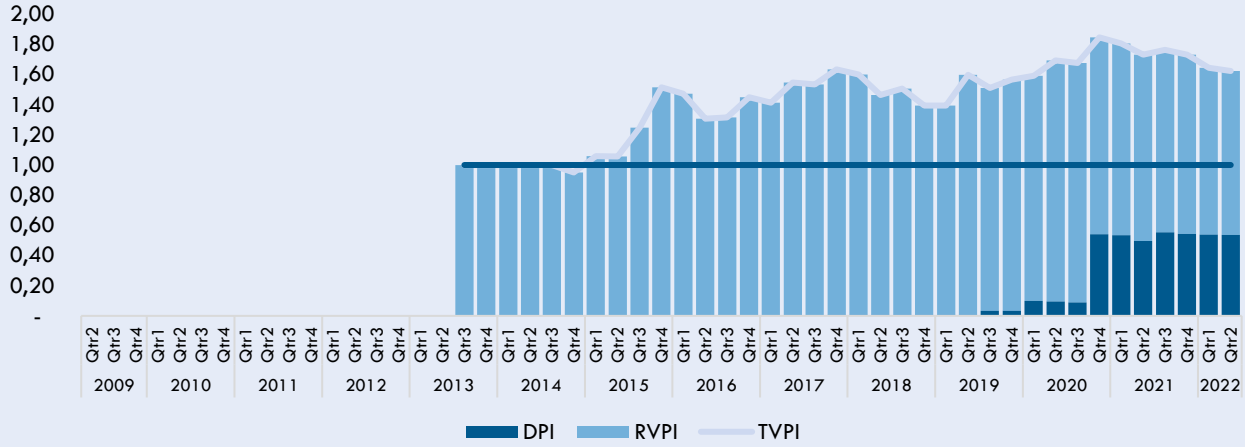
Kilde: Investinor. DPI: Distribution to Paid-In Capital. RVPI: Residual Value to Paid In. TVPI: Total Value to Paid In.

Figur 6-14: Verdiutvikling og avkastning: Fond 1



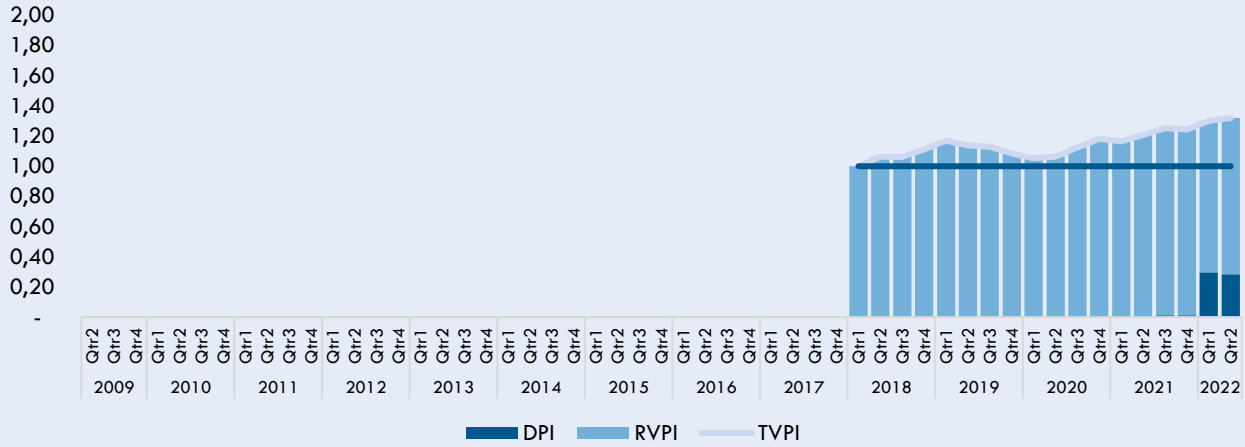
Kilde: Investinor. DPI: Distribution to Paid-In Capital. RVPI: Residual Value to Paid In. TVPI: Total Value to Paid In.

Figur 6-15: Verdiutvikling og avkastning: Fond 2



Kilde: Investinor. DPI: Distribution to Paid-In Capital. RVPI: Residual Value to Paid In. TVPI: Total Value to Paid In.

Figur 6-16: Verdiutvikling og avkastning: Fond 3



Kilde: Investinor. DPI: Distribution to Paid-In Capital. RVPI: Residual Value to Paid In. TVPI: Total Value to Paid In.

Det er likevel verdt å merke seg at avkastningen i direkteinvesteringene i Investinor har vært relativt lav siden 2008. Ved å se på verdiutviklingen siden oppstarten, kan det observeres at de første årene medførte betydelige tap. I senere år har avkastningen blitt bedre, som har gjort at porteføljeverdien etter hvert har gitt en positiv avkastning. Siden oppstarten har Investinors brutto IRR (internrente) tilsvart 2,7 prosent, mens netto IRR utgjør 0,0 prosent.

Ifølge Investinor skyldes den lave avkastningen flere forhold. For det første har selskapet påpekt at det i investeringer i tidligfasemarkedet tar tid å realisere positiv avkastning. Videre påpeker Investinor at selskapets mandater har endret seg over tid, og at en i tidligere år var mer bundet av føringer fra Nærings- og fiskeridepartementet om investeringer i spesifikke sektorer. Dette har redusert avkastningen på investeringene foretatt før 2012. IRR på investeringene i fond 1 (som er basert på Investinors oppdeling av porteføljen i syntetiske fond for ulike tidsperioder) tilsvarer -3,5 prosent brutto og -6,6 prosent netto. Den samlede investeringen i fond 1 utgjorde 2,4 milliarder kroner.

Siden 2013 har avkastningen i Investinors direkteinvesteringer økt betydelig. I syntetisk fond 2 (med en investering på cirka 1,3 milliarder) har direkteinvesteringene fra og med tredje kvartal i 2013 vist en positiv verdiutvikling, med en TVPI (*total value to paid in)* på 1,62 i løpet av knapt ni år. Dette tilsvarer en brutto IRR på 14,9 prosent og en netto IRR på 12,2 prosent.

Også i Investinors syntetiske fond 3 har verdiutviklingen vært positiv, med en TVPI på om lag 1,32 i løpet av fire og et halvt år. Dette tilsvarer en brutto og netto IRR på henholdsvis 12,5 og 9,4 prosent. Investeringsbeløpet i fond 3 utgjør i overkant av 600 millioner kroner.

6.3.2 Indirekte investeringer (fond-i-fond og matching)

Investinors indirekte investeringer, via fond-i-fond og matching, har pågått over en begrenset tidsperiode. De første indirekte investeringene ble foretatt sent i

2020. Ved utgangen av andre kvartal 2022 har fonds- og matching-mandatet en tildelt kapital på om lag 1,5 milliarder kroner, derav ca. 640 millioner kroner hittil er investert.

Porteføljen for fonds- og matching-investeringer består i 2022 av en investert kapital på 638 millioner kroner, med en tilhørende bokført verdi på 692 millioner som vist i Tabell 6-2: Fonds- og matching-porteføljen. Til tross for en verdistigning i porteføljen er det for tidlig å konkludere noe om avkastningen på fonds- og matching-investeringene. Samlet for hele perioden er det realisert en kapital fra fondsinvesteringene på i underkant av 12 millioner kroner.

6.3.3 Presåkornordningen

Presåkornordningen er en av to ordninger under Investinors virksomhet med elementer av statsstøtte. Presåkornfondordningen tildelte midler til 30 fond i perioden 2015–2020 for å delfinansiere og utløse privat kapital til vekstbedrifter som var under fem år gamle.

Samlet sett er det gjennom presåkornordningen investert i 242 selskaper, hvorav 23 selskaper er avhendet. Fondene hadde ved utgangen av 2021 investert i til sammen 212 bedrifter. Resultatene fra fondene er at 37 bedrifter har gått ut av porteføljen, hvorav tolv er konkurs, ti er avhendet med tap og 13 er avhendet med gevinst. I 2021 ble det gjort 14 nye investeringer, men ordningen er nå lukket for investeringer i nye presårkornbedrifter.[41]

I investeringsporteføljen er det er tilbakebetalt 20,1 millioner i forbindelse med salg, og i tillegg er 5,6 millioner tilbakebetalt i forbindelse med ubenyttede lån, renteinntekter og utbytte. Akkumulerte tall viser at det er konstaterte tap ved avhendinger på 20,3 millioner.[42]

6.3.4 Såkornordningen

Såkornmandatet er en underlagt Investinors virksomhet med elementer av statsstøtte. Det er i dag totalt fem fond som skal være aktive frem til 2030. Den første etableringen av såkornfond skjedde i 1998, hvor staten ga ansvarlige lån. Det ble etablert fem fond, hvor av fire av disse var regionale. Den første bølgen var ikke en suksess og staten fikk tilbake omtrent 17 prosent av investert kapital.

Den neste runden med såkornfond skjedde i perioden 2006–2008, omtalt som «bølge II». I denne runden ble det etablert ni fond. I denne bølgen var fire fond landsdekkende og fem fond distriksrettet. Tre fond er allerede avviklet, hvorav to av fondene har

Tabell 6-2: Fonds- og matching-porteføljen.

Tall i 1000 kr	2020	2021	2022
Investert kapital (matching)	111 493	262 693	309 323
Investert kapital (fond)	88 104	255 643	329 246
Bokført verdi portefølje	138 474	487 618	692 847
Realisert kapital (matching)	-	-	-
Realisert kapital (fond)	10 433	709	540
Tildelt kapital (totalen)	1 142 000	1 342 500	1 484 500

Kilde: Regnskapstall fra Investinor (2022)

tilbakebetalt hovedstol med renter. Ett fond gikk med tap lik åtte millioner på hovedstol. Investinor overtok eierskap i to selskaper i forbindelse med avviklingen, disse skal selges og vil gå til dekning av tapet på hovedstol og sannsynligvis gi renteavkastning.

I 2014 kom en påfølgende runde med etablering av såkornfond, omtalt som bølge III-fondene. I denne runden endret ordningen seg fra å gi ansvarlige lån til å gi egenkapital. På denne måten kunne staten også ta del i eventuell oppside i et etablert fond, ikke bare nedsiden som ved de to foregående bølgene. I denne omgang ble fem fond etablert, med totalt 950 millioner kroner fra Investinor og 1,299 milliarder kroner fra private Investorer. Det er per dato investert 564,3 millioner kroner etter risikoavlastning. [43] Risikoavlastningen er gitt som et tilskudd til Investinor som reduserer selskapets inngangssum på aksjene i fondet. Årsaken er at Investinor går inn med samme beløp, men får 42,5 prosent av eierskapet mens de private får 57,5 prosent med samme beløp. Det vil si at Investinor gir en risikoavlastning på 15 prosent til private investorer, som skjer ved at Investinor tegner seg til overkurs i alle kapitaltransjer.[44] Disse fondene har i dag en verdijustert egenkapital på 801,7 millioner kroner, som tilsvarer en verdiøkning på 237 millioner. Det betyr at et salg i dag ville medført at staten hadde fått tilbakebetalt investert kapital, risikoavlastning som tilsvarer om lag 100 millioner kroner, i tillegg til et overskudd på 137 millioner kroner.[45]

[41] Prop. 1 S (2022-2023)
[42] Investinor Såkornordningen (2022)
[43] Investinor (2022)
[44] Investinor Såkornordning (2022)
[45] Investinor Såkornordning (2022)

I Menons evaluering av såkornordningen i 2009 ble det påpekt at myndighetene kun hadde fått tilbake 17 prosent av de investerte midlende, og evalueringen konkluderte med at staten sannsynligvis ikke ville få noe mer av pengene tilbake. Da både Riksrevisjonen i 2014, Kapitaltilgangsutvalget i 2018, og Deloitte i 2019 igjen skulle evaluere såkornordningen, pekte samtlige utredninger på skepsisen som ble nevnt i tidligere utredninger. Riksrevisjonen gjentok Menon sin skepsis, Kapitaltilgangsutvalget pekte tilbake på Riksrevisjonens rapport og gjentok konklusjonene, og Deloitte gjentok kapitaltilgangsutvalget. En mulig svakhet i konklusjonene er at såkornordningen påvirkes sterkt av det som ble gjort på 1990-tallet i forbindelse med bølge I, uten å ta hensyn til at både bølge II og bølge III var organisert på helt andre måter og har levert høyere avkastning. Den første bølgen var distriksbegrenset, som kan ha påvirket avkastningen, og videre var samtlige fond distriksrettet i sine investeringer. Avkastningen fra bølge II-fondene kan foreløpig ikke fastslås, med unntak av at to fond har tilbakebetalt all kapital pluss rente, og ett fond har gitt et marginalt tap på hovedstol som sannsynligvis vil bli dekket inn. Resultatene fra bølge II trekker imidlertid i retning av at staten vil gå på noe tap.[46]

En ulempe for avkastningen i de to første bølgene skyldes at staten ga ansvarlige lån til fondene, som gir små muligheter for oppside. Dersom staten hadde innrettet bølge II med egenkapital, ville resultatet vært en gevinst på over 210 millioner kroner på de tre fondene som er avviklet, på et investert beløp tilsvarende 508 millioner kroner.[47] Følgelig er ikke såkornordningens avkastning i bølge I og II sammenlignbar med hva en privat aktørs avkastning ville vært.

I vurderingen av avkastningen til såkornordningen er det mest hensiktsmessig å se til bølge III-ordningen, der det er investert i egenkapital. Bølge III-fondene leverer positiv avkastning så langt. Det er skapt merverdier for over 230 millioner kroner. De ni største selskapene i fondene har en markedsverdi på over 22 milliarder kroner.[48] Siden 2014 det er skapt ni bedrifter som har flere enn 50 ansatte, det er 12 bedrifter som har mellom 20 og 50 ansatte og 13 bedrifter som har mellom 10 og 20 ansatte.

[46] Investinor (2022)
[47] Investinor (2022)
[48] Prop. 1 S (2022-2023)

7. Vurderinger av Investinors måloppnåelse

I det følgende drøfter vi Investinors operasjonalisering av hvert mandat. Vurderingene foretas ex ante, altså vurderer vi hvordan Investinors operasjonalisering påvirker forventet *måloppnåelse. I vurderingen er både interne og eksterne forhold relevante, og vi skiller mellom forhold som er påvirkbare for Investinor og forhold som kan kategoriseres som eksterne rammebetingelser.*

7.1 Aktive direkteinvesteringer

Formålet med Investinors aktive direkteinvesteringer er å bidra til økt verdiskaping gjennom å tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter, primært nyetableringer. I tillegg skal virksomheten ifølge mandatet ha et kompetent og aktivt eierskap. En viktig forutsetning for direkteinvesteringene er at disse skal skje i tråd med markedsinvestorprinsippet i EØS-avtalen, som innebærer at investeringer skal foretas på kommersielt grunnlag, samtidig og på like vilkår som uavhengige private medinvestorer.[49]

Den forventede risikojusterte avkastningen for en aktiv direkteinvestor i kapitalmarkedet, og særlig i tidligfasemarkedet, vil avhenge av ressursbruk og måloppnåelse i følgende tre faser:

1. Screening
2. Oppfølging
3. Avhending

I de neste avsnittene fremgår vår vurdering av Investinors operasjonalisering innenfor hver av disse fasene.

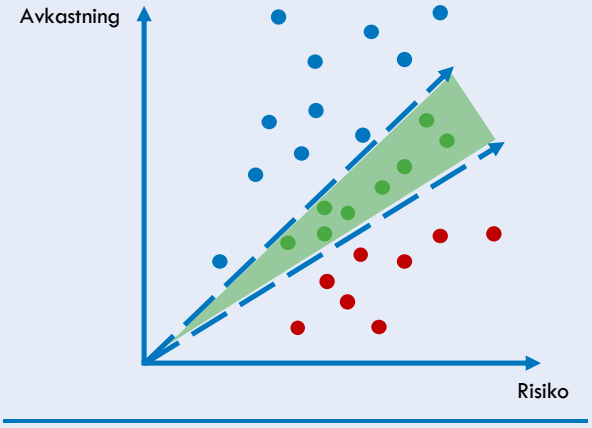
7.1.1 Screening

For å kunne maksimere forventet avkastning i et fond rettet mot bedrifter i tidlig fase, er det avgjørende at utvalget for investoren ikke er skjevt i negativ retning («adverse selection»). En liten andel av selskapene i dette segmentet står for en stor del av avkastningen. Dette gjør at hvis et investeringsfond har et skjevt utvalg og ikke har mulighet til å investere i de beste investeringsobjektene (ex-ante), med andre ord bedriftene som ligger lengst nordvest i Figur 7-1, vil det ha stor negativ påvirkning på forventet avkastning, alt annet likt.

Venturekapitalmarkedet består naturligvis av en stor mengde investeringsobjekter som også er samfunnsøkonomisk ulønnsomme (merket rødt iFigur 7-1). Mange oppstartsbedrifter etterspør kapital uten at en kan forvente tilfredsstillende avkastning. For disse investeringsmulighetene vil det være et gunstig utfall dersom det ikke gis finansiering i kapitalmarkedet. Med andre ord kan det være slik at et lavere totalt investeringsvolum som skyldes færre lovende investeringsmuligheter være et ønsket utfall.

Informasjonsasymmetrien mellom bedrifter og investorer er en vesentlig faktor, særlig i de tidligste fasene før bedriftene genererer inntekter. Dette gjør at både Investinors prosjekttilfang og seleksjons-kompetanse er svært viktig. Prosjekttilfanget er viktig fordi investor ønsker muligheter til å velge mellom flest mulig gode caser, mens seleksjonskompetanse er avgjørende for å kunne skille mellom de gode og dårlige investeringsmuligheter.

Figur 7-1: Investeringsobjekter



Illustrasjon: Oslo Economics. Forretningsmessig lønnsomme investeringer er markert med blå farge i område uten skravering, mens samfunnsøkonomisk lønnsomme investeringer også inkluderer investeringer i det grønne skraverte området. Samfunnsøkonomisk ulønnsomme investeringer er illustrert med rød farge.

Prosjekttilfang

Hvis en investor i utgangspunktet har et negativt skjevt utvalg, vil det ha negativ innvirkning på forventet avkastning (alt annet likt). Dette vil kunne være tilfelle for Investinor dersom det er slik at de beste prosjektene uansett får finansering, som for eksempel Kapitaltilgangsutvalget tidligere har påpekt (om såkornmarkedet):

[49] Se Investinors forvaltningsinstruks, s. 6.

«De beste prosjektene må vi anta at markedet uansett finansierer. Da vil ekstra kapital enten fortrenge denne eller investeres i mer marginale prosjekter.»

Kapitaltilgangsutvalget (NOU 2018:5, s. 109)

Viktigheten av å ha et godt utvalg er kanskje særlig avgjørende i venturefond, ettersom avkastningen i stor grad konsentreres hos de aller beste. I Storbritannia har det blitt pekt på at et statlig venturefond (The Future Fund), etablert som følge av koronapandemien, kan ha dette problemet:

"The best companies will not use this funding route" he wrote when explaining one worry, which could "reduce very considerably the average expected return".

"The UK government's venture fund has a problem — with failure and success" | Financial Times (ft.com)

I danske Vækstfonden fremgår det av beskrivelsen av selskapets direkteinvesteringer at virksomheten investerer i selskapene som ikke lettest får finansiering blant private:

"We invest equity in start-ups that have significant growth potential yet have trouble raising sufficient venture capital».

Launch your startup in Denmark | Start-up Denmark (startupdenmark.info).

Ifølge Vækstfonden skal selskapet skape samfunnsøkonomiske gevinster utover ren bedriftsøkonomisk avkastning. Beskrivelsene fra Vækstfonden er også konsistent med begrepet markedssvikt.

Ifølge Investinor har selskapet i utgangspunktet en god posisjon i det norske venturekapitalmarkedet og et prosjekttilfang som er like godt som kommersielle venturefond. I intervjuer påpeker selskapet at det ikke er slik at en plukker «annenrangs» investeringer. Selskapet skriver følgende i sin forvaltningsinstruks:

«Investinor samarbeider godt med de ledende ventureselskap i Norge, noe som gir positivt tilfang av investeringsobjekter i denne fasen. Et godt samarbeid med Innovasjon Norge og øvrig del av virkemiddel-apparatet bidrar også til godt prosjekttilfang. I tillegg arbeides det kontinuerlig med å etablere og vedlikeholde god kontakt med sentrale FoU-miljøer og andre utviklingsaktører i prioriterte sektorer med sikte på å avdekke investeringsmuligheter.»

Investinors forvaltningsinstruks, s. 8.

Eksponeringen i presåkorn og såkorn forekommer ifølge Investinor i hovedsak gjennom fond-i-fond:

Pre-såkorn og såkorn [er] primært adressert gjennom fond-i-fond – [som er] hensiktsmessig mht. diversifisering og ressursutnyttelse. Direkteinvesteringer vil i større grad være fokusert inn mot pre-series A, series A og senere faser (og kortere vei til exit).

Presentasjon fra Investinor: Investeringsstrategi og porteføljestyring, s. 8.

På tross av god markedsoversikt og mange mulige investeringsobjekter, er Investinors direkteinvesteringer underlagt noen begrensninger som kan tenkes å redusere avkastningen (dersom disse er bindende).

Geografiske begrensninger

For det første er Investinor begrenset til kun å investere i Norge. Et sammenlignbart venturefond i Norden eller Europa, vil ikke ha denne begrensningen. Dersom det i en periode for eksempel finnes flere attraktive muligheter i Sverige enn i Norge, og Investinor er begrenset til å investere i Norge, kan det redusere den forventede avkastningen.

Investinor peker på at den geografiske begrensningen kan være utfordrende ettersom en del sektorer er internasjonale i sin natur. Bedrifter innen life-science eller som utvikler software vil allerede ved selskapsetablering arbeide ut fra et globalt perspektiv. Videre er det ofte slik i markedet for tidligfasekapital at en trenger å utnytte sektorkompetanse. Ettersom denne kompetansen kan være svært spiss og Norge er et lite land, kan den geografiske begrensningen være relevant og bindende. Dette kan også gjenspeiles av at

kommersielle fond i markedet ikke uten videre aksepterer slike geografiske begrensninger.

Sektorbegrensninger

I de tidlige årene for Investinor hadde selskapet formaliserte og tydelige sektorbegrensninger. Det var gitt føringer om at en måtte investere i miljø, energi, reiseliv, marin og maritim sektor, samt klima- og miljøprosjekter, beskrevet i kapittel 3. Videre var det påpekt at investeringene skulle gå til spesifikke områder der kapitaltilgangen var observert å være særlig begrenset.

Fordi lav kapitaltilgang også kan være et tegn på lav lønnsomhet (og ikke nødvendigvis skyldes markedssvikt, beskrevet i kapittel 4), vil en begrensning der en kun kan investere i sektorer med lav kapitaltilgang utvilsomt kunne være kostbart og redusere forventet avkastning. Investinor peker selv på at den relativt lave avkastningen tidlig i selskapets levetid, vist i «Fond 1», skyldes nettopp at selskapet var underlagt strenge føringer fra eier i den tidligste perioden.

I senere perioder har Investinor hatt et friere mandat og muligheten til å investere i alle sektorer. Dette har ifølge Investinor bidratt til å øke mulighetene til å skape avkastning. Vår vurdering er at sektorbegrensninger trolig ikke skaper betydelige hindringer i Investinors nyinvesteringer fremover.

Andre begrensninger i vedtektene

Av Investinors vedtekter fremgår det at selskapet ikke kan gjennomføre direkteinvesteringer i selskaper som Investinor eier indirekte gjennom andre mandater. Dette kan ha en vesentlig påvirkning på selskapets investeringsunivers, og gi ytterligere negativt skjevt utvalg.

Hvis vi antar at Investinor i sin fond-i-fond-virksomhet investerer i de beste fondene, som igjen investerer i de beste selskapene, kan man få en forsterkende effekt der direkteinvesteringsmandatet mister attraktive investeringsmuligheter. Som påpekt av Investinor, gir fond-i-fond-virksomheten eksponering mot et svært høyt antall selskaper. Dette kan være positivt for Investinor i sin helhet, fordi det bidrar til diversifisering innenfor tidligfasesegmentet. Videre gir det Investinor mulighet til å få eksponering mot fond som er i ulike faser.

For direkteinvesteringene kan det likevel være problematisk, som også understrekes av Investinor i intervjuer. I praksis betyr det at man må velge investeringene som de kommersielle fondene eller såkornfondene der Investinor har eierandel, *ikke* har valgt eller hatt tilgang på. Dette vil utvilsomt kunne være en ulempe for direkteinvesteringene. Etter hvert som fond-i-fond-virksomheten vokser, vil direkteinvesteringsmandatets utvalg begrenses mer og mer, trolig i negativ skjev retning dersom Investinor plasserer midler i gode fond. Dette vil igjen kunne gjøre at direkteinvesteringene, som er av langt større skala enn individuelle indirekte plasseringer i fond-i-fond, skjer i ulønnsomme prosjekter som de andre fondene har avvist.[50]

Denne begrensningen vil i tillegg til å kunne redusere Investinors muligheter til å oppnå avkastning i direkteinvesteringene, kunne gi selskapet uheldige insentiver. Eier risikerer at Investinor velger bort ellers attraktiv fond i fond-i-fond-virksomhet, dersom fond har pekt seg ut et investeringsunivers hvor vi finner selskaper Investinor ønsker større eksponering i via direkteinvesteringsmandatet. Bestemmelsen, som er innført med hensyn til statsstøtteregelverk, vil følgelig kunne ha en betydelig utilsiktet konsekvens og redusere forventet avkastning i både direkteinvesteringer og fond-i-fond.

Investinors seleksjon

Informasjonsasymmetrien i kapitalmarkedet for tidligfasebedrifter svært relevant. Mange bedrifter etterspør kapital, og i samfunnsøkonomisk forstand er det kun ønskelig at de lønnsomme investeringene får finansiering. Ifølge Investinor screener selskapet omtrent 3-600 selskaper hvert år. Omtrent halvparten av disse får avslag på bakgrunn av formaliserte kriterier. Det gjøres deretter mer detaljerte analyser av 50-100 selskaper, før det normalt investeres i omtrent 5-10 selskaper. Ifølge Investinor er det i fasen for detaljerte analyser der det signeres en intensjonsavtale eller et term-sheet. Den detaljerte analysen gir også grunnlag for en selskapsgjennomgang («due diligence»), som gjennomføres dersom Investinor har en klar hypotese om at man ønsker å gjennomføre en investering. Selskapsgjennomgangen foretas i samarbeid med eksterne rådgivere og omfatter juridiske, finansielle og organisatoriske forhold.

I 2021 investerte Investinor i omtrent 1-2 prosent av selskapene som ble vurdert. Ifølge informanter er det ikke uvanlig i bransjen at det foretas investeringer i rundt 1 av 100 investeringsmuligheter. Dette kan tyde på at Investinor i utgangspunktet ikke overinvesterer, eller med andre ord avviser «for få» investerings-muligheter.

Ifølge Investinor benyttes følgende seleksjonskriterier innen direkteinvesteringene:

- Kompetent ledelse og team
- Medinvestorer med sterk sektorkompetanse
- Internasjonale ambisjoner

[50] Videre kan dette gi negative virkninger for selskapene, fordi Investinor ikke lenger vil være en mulig kapitaltilbyder. Dette kan følgelig medføre negative eksternaliteter, drøftet i kapittel 2.

- Unik teknologi/løsning/IPR
- Stort markedspotensial
- Godt produkt/marketfit
- Fremtidsrettet forretningsmodell
- Tydelig ESG-/bærekraftsagenda
- Exit-muligheter
- Passer inn i Investinors portefølje

Som beskrevet av informantene er investorer i tidligfasemarkedet avhengige av tilgang på høy og spesialisert kompetanse. Våre informanter peker på at Investinor har høy og relevant kompetanse, men at investeringsteamet er mindre spesialisert enn i andre fond. Ifølge Investinor har selskapet bygget seg opp svært god sektorkompetanse innen noen områder. For den fremtidige avkastningen vil det være viktig at denne sektorkompetansen utnyttes.

Vi har ikke grunnlag for å konkludere om Investinors seleksjonskompetanse er dårligere eller bedre enn sammenlignbare miljøer. Trolig er det slik at Investinors eventuelle ulemper og tidligere begrensede avkastning sammenlignet med de beste kommersielle fondene i større grad skyldes eksterne forhold og føringer enn Investinors seleksjonskompetanse. Med svært sterk og økende konkurranse innen venturekapitalmarkedet, er det imidlertid lite som tyder på at Investinor har så sterke fortrinn at en kan motvirke kostbare føringer og eksterne rammebetingelser og ulempene disse medfører.

Formulert på en annen måte vil sterk konkurranse om transaksjoner i markedet kunne gjøre at enhver regulatorisk begrensning har betydelig negativ betydning for den forventede avkastningen. Investinor har en svært krevende oppgave dersom virksomheten skal oppveie ulempene og samtidig oppnå markedsmessig avkastning. Basert på både økonomisk teori og tilgjengelig empiri er det lite som tyder på at seleksjonskompetansen i Investinor kan utjevne selskapets begrensninger slik at en kan bli en ledende nord-europeisk tidligfaseinvestor med avkastning i øvre kvartil.[51] Nyttevirkningen av Investinor må følgelig hovedsakelig komme av at en også kan gjennomføre investeringer i samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter som markedet ikke finansierer.

Investinors mulighet til å investere

Å ha tilstrekkelig kapital og tilgang på likviditet kan være viktig for å oppnå høyest mulig forventet avkastning i venturekapital. Hvis virksomheten har likviditetsmessige begrensninger, vil dette kunne påvirke avkastningen negativt fordi en ikke har fleksibilitet til å investere i gode prosjekter når mulighetene måtte melde seg. Investinor påpeker at selskapet i praksis må gi opp attraktive investeringsmuligheter og at en ikke har muligheten til å tette selskapets identifiserte kapitalgap nettopp fordi virksomheten ikke har tilstrekkelig likviditet. Som videre påpekt av Investinor, har antall nyinvesteringer i 2022 vært rekordlavt. Investinor mener derfor at det er behov for nye kapitaltilskudd fra staten. Vi har imidlertid ikke konkrete holdepunkter som indikerer at investeringsmuligheter som ikke kan følges opp har hatt høyere forventet lønnsomhet enn det som er oppnådd gjennom det som faktisk har blitt investert. Det er derfor vanskelig å si noe om betydningen av disse begrensningene.

Ifølge Investinor har departementet lagt føringer om at selskapet må «rullere kapitalen», med andre ord selge seg ut av selskaper for å kunne frigjøre kapital som kan investeres i bedrifter i tidlig fase. Dette vil kunne gi Investinor større tilgang på likviditet og følgelig gi økte muligheter for å bedre kapitaltilgangen i tidligfase. I den forbindelse kan det legges til at andre statlige fond i Norden, for eksempel Vækstfonden og Industrifonden, ikke har fått kapitaltilskudd fra ytterligere kapitaltilskudd fra staten til den kommersielle virksomheten, men heller reinvestert tidligere avkastning. På den annen side vil det kunne være negativt for Investinors avkastning dersom en ikke er fleksibel i avhendingen.

7.1.2 Oppfølging

Fordi Investinor har en mer aktiv rolle i sine direkteinvesteringer, er det å være en aktiv eier en viktig del av Investinors mulighet for å skape verdi. Videre er det viktig for måloppnåelsen at Investinor kan foreta lønnsomme oppfølgingsinvesteringer.

Aktivt eierskap

Som påpekt i finanslitteraturen, for eksempel av Gompers (1995), gjør informasjonsasymmetrien mellom investor og selskaper i tidlig fase styring særlig viktig. Informasjonsproblemet innen venturekapital gjør at agentproblemer enklere kan oppstå, og behovet for aktivt eierskap, kontrollmekanismer og effektive kontrakter er derfor avgjørende for å lykkes. Investinor påpeker at hovedvekten av selskapets tidsbruk medgår til aktivt eierskap og oppfølging av investorer. Imidlertid påpeker selskapet at det alltid vil være en vurdering av hvordan det aktive eierskapet kan disponeres på en mest mulig effektiv måte mellom de ulike porteføljeselskapene.

Ved å observere ressursbruken i Investinor, er det likevel vår vurdering at det ikke kan utelukkes at større ressursbruk på eieroppfølgingen ville ha vært lønnsomt. De ansatte jobber på tvers, slik at Investinors ressurser i tillegg til eieroppfølgingen må bruke mye tid på både screening og eventuelt aktiviteter relatert til de andre mandatene. Det kan også diskuteres

[51] Se punkt 4.4 i Investinors forvaltningsinstruks.

hvorvidt Investinor har muligheten til å utnytte tilstrekkelig spesialisert kompetanse til å følge opp alle virksomhetene. Behovet for slik kompetanse er viktig i seleksjonen av selskaper, beskrevet over, men også viktig for å kunne bidra strategisk i eieroppfølgingen. Dette underbygges også av informanter i markedet, som peker på at mulige fortrinn kan oppnås ved spesialisert kompetanse på investeringsområdene.

Ifølge både Investinor og øvrige informanter i markedet har selskapet et relativt sterkt fokus på ESG (Environmental, Social and Governance) i sin eier-oppfølging. Investinor beskriver at selskapet har vært tidlig ute med forventninger relatert til slike forhold. I lys av institusjonelle aktørers fokus på ESG i andre deler av kapitalmarkedet, er vår vurdering at Investinors ESG-forventninger trolig er positive og bidrar til en mer mangfoldig eieroppfølging også i dette segmentet (unoterte bedrifter i tidlig fase).

Oppfølgingsinvesteringer

En viktig del av oppfølgingen av selskapene i porteføljen er å foreta oppfølgingsinvesteringer. En mulig risiko for Investinor, beskrevet i årsrapporten, er likviditetsrisiko som følge av at Investinor eller medinvestorer ikke har midler til oppfølgings-investeringer. Investinor har imidlertid en betydelig andel av forvaltningskapitalen plassert som likviditets-reserve, så denne risikoen vurderes ifølge selskapet å være lav. Når det gjelder medinvestorene, vurderer Investinor at risikoen for manglende oppfølgings-investeringer å være akseptabel, selv om «både evne og vilje til oppfølgingsinvesteringer svinger med konjunkturene».

Investinors årsrapport gir en oversikt over alle oppfølgingsinvesteringer som er foretatt i løpet av året. I direkteinvesteringene kan det observeres at Investinors oppfølgingsinvesteringer i 2021 varierer mellom 600 000 kroner og 31 millioner kroner. Også andelen av oppfølgingsinvesteringene som er foretatt av Investinor, varierer. I for eksempel Xeneta sto Investinor for 3,5 prosent av den totale emisjonsrunden i 2021, mens for flere andre selskaper i porteføljen er andelen 49 prosent.

Får å kunne skape høyest mulig avkastning, må også oppfølgingsinvesteringer foretas på kommersielt grunnlag. Det må med andre ord være slik at oppfølgingsinvesteringer kun foretas dersom disse forventes å skape positiv netto nåverdi. Relatert til dette er at investorer må unngå at investeringsbeslutninger påvirkes av hensyn til ikke-gjenvinnbare kostnader («sunk costs»). Dersom Investinor bidrar med kapital når andre ikke er villige til det, kan det redusere den forventede avkastningen. Denne risikoen reduseres imidlertid ved at investeringene foretas på kommersielt grunnlag («pari passu»).

7.1.3 Avhending

Som beskrevet i Investinors forvaltningsinstruks, skal selskapet «ha en klar strategi for avhending og selge seg ut når porteføljebedriftene har oppnådd en tilfredsstillende avkastning, eller når andre eiere er bedre rustet til å utvikle bedriften videre». Videre er det beskrevet i forvaltningsinstruksen at selskapet normalt skal ha en eierhorisont som andre ventureinvestorer en kan sammenligne seg med, som normalt er 5–8 år. Kun unntaksvis skal eiertiden overskride 8 år. Imidlertid har ikke Investinor en tidsbegrenset levetid å forholde seg til, så en kan utvise større tålmodighet for å optimalisere avhending. Ifølge Investinor er dette en styrke som selskapet kan bruke aktivt. Formelt skal alle beslutninger om salg av porteføljeselskaper gjøres av Investinors styre.

Investinor beskriver også at det ikke er noen begrensninger i mulige avhendingsløsninger. Salg til strategiske, industrielle kjøpere er mest vanlig, og videre er andre venture- og PE-fond aktuelle kjøpere. Når et selskap børsnoteres, og Investinor fortsetter å eie aksjer i det børsnoterte selskapet (se for eksempel Bergenbio), skal dette etterfølges med egne retningslinjer. Investinor beskriver at dersom begrunnelsen for en børsnotering er exit, skal selskapet lage en plan for avhending av aksjer. Hvis begrunnelsen er finansiering av videre utvikling, skal Investinor opptre på samme måte som for andre investeringer.

Å kunne sørge for effektiv avhending av selskaper er svært viktig for at en investor i venturekapital kan oppnå høy avkastning.[52] Investinor beskriver i intervjuer at det i noen tilfeller kan være utfordrende med avhending. Dersom Investinor selger seg ut, vil det ifølge informantene kunne være et dårlig signal og være negativt for utviklingen av selskapet. Selv om dette i utgangspunktet kan være rimelige hensyn, bør en være åpen om kostnaden ved dette, og det bør påpekes at slike hensyn kan komme i veien for et formål om å maksimere avkastningen.

Investinor peker selv på at selskapet har begrensninger i bruken av børs som virkemiddel. Det er ønskelig for selskapet å benytte børs som en finansieringsstrategi, ikke nødvendigvis for exit. Ifølge Investinor er dette en tilbakevendende diskusjon med departementet, og begrensningen medfører ulemper. Børsnotering kan videre redusere markedssvikten i enkelte tilfeller dersom denne skyldes informasjons-

[52] Se f.eks. Gompers og LernerGompers, P. A., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives—Volume 15, Number 2, Spring 2001*, 145-168.

asymmetri mellom selskapet og investorer, ettersom børsnoterte selskaper opererer mer transparent og rapporterer hyppigere.

Vår vurdering er at både ytre rammebetingelser og Investinors tilpasning når det gjelder avhending trolig begrenser den bedriftsøkonomiske avkastningen. Dette baseres både på Investinors beskrivelser av hensynene selskapet tar i beslutninger om å gå ut, implisitte og eksplisitte hindringer (friksjoner) som påvirker hvert salg, samt at Investinor i mange selskaper virker å være eier i betydelig lengre tid enn 8 år, som i henhold til forvaltningsinstruksen kun skal skje unntaksvis.

7.2 Fond-i-fond og matching

Mandatet for fonds- og matching-investeringer ble etablert i april 2020, og har per utgangen av 2021 blitt tildelt kapital på 1,34 milliarder kroner. Målet for den indirekte investeringsvirksomheten er høyest mulig avkastning over tid. De enkelte investeringene skjer på kommersielt grunnlag, samtidig og på like vilkår som de øvrige private medinvestorene («pari passu»).

Ifølge forvaltningsinstruksen har Investinor hovedfokus på fondsforvaltere, matching-investeringer og selskaper som bidrar til norsk verdiskapning. Det er ingen sektorbegrensninger, men Investinor skal ifølge vedtektene og selskapet selv prioritere investeringer i sektorer med «*næringsmiljøer som har potensielt internasjonale konkurransefortrinn, som ivaretar utnyttelse av viktige naturressurser, som utnytter ny teknologi og kompetanse og/eller som bidrar til mindre miljøbelastning og menneskeskapte klimaendringer*».

7.2.1 Fond-i-fond

Investinors fondsinvesteringer gjøres etter selskapets vurdering av forvaltere, blant annet etter erfaring med utvikling av selskaper gjennom aktivt eierskap, evne til å tiltrekke kapital, nettverk og ESG-krav. Disse kriteriene skal sikre at Investinor investerer i de mest attraktive fondene. Investinor skal ikke eie mer enn 49 prosent av et fond, og det forventes at minimum andel tilsvarende Investinors eierandel, investeres i Norge. I presåkorn-fond investerer Investinor typisk 10-50 millioner, i såkorn-fond 50-100 millioner og venturefond 100-200 millioner.

På samme måte som i direkteinvesteringene, er det viktig for den økonomiske avkastningen at fond-i-fond-virksomheten skjer på en måte som sørger for at Investinor kan oppnå høy avkastning. At en har mulighet til å investere i alle fond, inkludert de som sannsynligvis vil ha høy avkastning, er derfor også relevant i fondsinvesteringene, påpekt også av f.eks. Brown et al. (2021). Ifølge Investinor benyttes følgende seleksjonskriterier i fondsinvesteringene:

- Kompetent forvalterteam
  - Erfaring og track-record
  - Sektorkompetanse
  - Kapitalnettverk og medinvestorer
- God dealflow
- Investeringsstrategi
  - Seleksjon og due diligence
  - Oppfølging og aktivt eierskap
  - ESG-strategi
  - Exit
- Passer inn i Investinorsportefølje
  - Størrelse på fond
  - Ticket size
  - Diversifisering – fase, vintage

Vårt informasjonsgrunnlag gir ikke indikasjoner på at Investinor ikke vil kunne investere i de mest attraktive fondene. Vår vurdering er at Investinor på samme måte som f.eks. Nysnø og Argentum vil kunne plassere penger i ledende fond i tidligfase. Det er følgelig liten grunn til å anta at Investinor har et negativt skjevt utvalg i fondsinvesteringene, og i utgangspunktet kan det derfor forventes en avkastning som bransjen generelt.

På samme måte som for direkteinvesteringene, kan mulige ulemper for Investinors fondsinvesteringer følge av eventuelle begrensende rammebetingelser. For eksempel kan det ikke utelukkes at betingelser om investeringer i Norge kan føre til at smalere fond spesialisert i en internasjonal bransje ikke blir aktuelle.[53] Slike begrensninger vil kunne redusere den forventede avkastningen, på samme måte som for enkeltinvesteringer. Til sammenligning har ikke for eksempel Argentum slike begrensninger i slike fonds-investeringer (og har heller ikke virkemidlerføringer generelt, beskrevet i kapittel 2), og alt annet likt vil derfor Argentum kunne ha en fordel (målt i forventet avkastning) sammenlignet med Investinor.

I vår analyse av fondsinvesteringene forutsetter vi imidlertid at ulempen ved eventuelt skjevt utvalg er begrenset. Innen direktemandatet foretar Investinor screening og seleksjon på selskapsnivå, som skaper behov for selskapsspesifikke analyser slik at Investinor kan investere mer i lønnsomme selskaper enn ulønnsomme. Med begrensningene som Investinor er underlagt som direkteinvestor, blir dette mer krevende, fordi en konkurrerer med andre aktører i kapitalmarkedet som søker positiv netto nåverdi og ikke er underlagt samme begrensninger. I fond-i-fond vil ikke de eksterne forvalterne være bundet av samme begrensninger på selskapsnivå. Dette gjør at

[53] I Investinor Nord-Norge investeres det kun i selskaper lokalisert i Nordland, Troms og Finnmark. En så tydelig geografisk begrensning vil i utgangspunktet gi betydelige ulemper sammenlignet med rent kommersielle fond.

selskapsspesifikke begrensninger kan unngås, som forventes å øke avkastningen.

På grunn av målet om høyest mulig avkastning vil Investinor, på linje med private investorer, kunne trekkes mot investeringer i fond med veletablert og god track record. Som påpekt av Standaert and Manigart (2018) kan investeringer i unge og uerfarne miljø bidra til utviklingen av økosystemet for kapitalforvaltning. Som påpekt av Standaert and Manigart (2018) kan investeringer i unge og uerfarne miljø bidra til utviklingen av økosystemet for kapitalforvaltning. Det er mulig at Investinor i større grad kan bidra til utviklingen av det norske forvaltermiljøet ved at en andel av deres fondsinvesteringer går til unge miljø. Som et eksempel har svenske Saminvest et tallfestet mål om andelen nyinvesteringer til nye fondsmiljø.

7.2.2 Matching

Investinors matching-investeringer gjøres sammen med godkjente matching-partnere (fond eller private investorer) som på forhånd er vurdert å oppfylle Investinors kriterier. Matching-investorene vurderes etter kompetanse innen den aktuelle sektoren, erfaring med verdiskapning og aktivt eierskap, finansieringsevne og nettverk. Både matching-investorer og selskapene skal vurderes i henhold til ESG-krav.

Investeringene foretas på kommersielt grunnlag, samtidig og på like vilkår som private medinvestorer. Investinor kan høyst ta en lik andel som den private investoren, og selskapet investerer typisk 1-2,5 millioner i presåkorn, 2,5-10 millioner i såkorn og 10-30 millioner i venture.

Investinor foretar en grundig vurdering av hver matching-investor. Denne baseres på dokumentasjon og verifikasjon som matching-investor har gjennomført. Hvis matching-investor ikke har gjennomført tilstrekkelig selskapsgjennomgang, vil Investinor bidra til at dette gjennomføres. Selskapsgjennomgangens nivå vil, i likhet med for direkteinvesteringene, avhenge av kompleksiteten i investeringsobjektet og fase/modenhet. I presåkornfasen er prosessen noe forenklet.

Vårt informasjonsgrunnlag tyder på at Investinors matching-investeringer trolig foretas på en effektiv måte. Selv om effekten av skjevt utvalg også kunne ha vært relevant for denne delen av virksomheten, dersom for eksempel de dyktigste investorene ikke ønsket Investinor som samarbeidspartner, med andre ord ikke ønsket matching med selskapet, er det ingen indikasjoner på dette i vårt informasjonsgrunnlag. Tvert imot tyder innspill fra investorer og selskaper i markedet på at Investinor er en attraktiv samarbeidspartner i matching-mandatet.[54]

7.3 Statsstøttede mandater

Måloppnåelsen i statsstøttet investeringsvirksomhet vil måtte vurderes prinsipielt forskjellig fra investeringer som foretas på rent kommersielt grunnlag. På den ene siden gis det en støtte fra staten for å kompensere for at mottakeren ikke kan oppnå samme betingelser i markedet. Implisitt antas det dermed at en privat investor ikke ville tilbudt kapital på samme vilkår. På den annen side kan en oppnå positive ikke-prissatte virkninger og eksternaliteter.

Innenfor statsstøttet investeringsvirksomhet (som nå er overdratt av Investinor) har det historisk vært ulike ordninger, som hver for seg kan ha hatt ulik virkning og måloppnåelse. Ordningene med statsstøtte er lukket for tilførsel av ny kapital og er erstattet med nytt fond-i-fond og matching-mandatet. Ettersom denne evalueringen dreier seg om Investinors nåværende virksomhet, vil drøftingen av det statsstøttede være mer begrenset. Vi gir likevel en vurdering av samfunnsøkonomiske virkninger i kapittel 8.3.

Såkornordningen ble opprettet i perioden 2006–2008. Den bestod av fem distriktsrettet fond og fire landsdekkende fond, ofte kalt «bølge II». Ordningen ble notifisert hos ESA. I disse foregikk risikoavlastningen gjennom gunstige lån fra staten til fondet og ved at det ble stilt et begrenset tapsfond som dekket inntil 70 % kapitalen i fondet. I tillegg ble det opprettet fire landsdekkende fond. I disse gikk også staten inn med lån og et tapsfond. Tapsfondet kunne være som høy som inntil 50 % av kapitalen i fondet.

I 2014–2019 ble det opprettet ytterligere fem landsdekkende fond, ofte kalt «bølge III». I disse gikk staten inn med både egenkapital, risikoavlastning til private investorer, samt et tapsfond til Investinor. Risikoavlastningen medførte at de private fikk en høyere eierandel (57,5 %) enn staten (42,5 %) for samme innskutte kapital i fondet. Investeringene foregikk altså ikke pari passu, men isteden ved en verdioverføring fra staten til private investorer, mot en forventning om at positive eksternaliteter og samfunnsmessige gevinster skal kunne oppstå. De nye fondene ble notifisert til ESA.

Presåkornordningen ble opprettet i 2015–2016 som et supplement til Innovasjon Norge sine etablerertilskudd, oppstartslån og såkornfond. Kapital tildeles eksterne forvaltere, som Technology Transfer Offices, inkubatorer og forretningsenglenettverk,

[54] Blant informanter stilles det heller spørsmål ved Investinors mulighet til å ta en ledende rolle i eieroppfølgingen, drøftet mer under «Aktive direkteinvesteringer».

gjennom offentlige anrop. Forvalterne får rente- og avdragsfrie lån. Disse investeres i innovative oppstartsbedrifter med inntil 3 millioner kroner. Bedriftene må være under fem år og oppfylle kriteriene i gruppeunntaket i statsstøtteregelverket.

Verdien av statsstøtten (risikoavlastningen) til de private investorene vil kunne påvirke insentivene i markedet. Dersom støtten/verdioverføringen er relativt større, med andre ord at risikoavlastningen er mer verdifull, øker det insentivene til å investere for de private. Bedriftsøkonomisk lønnsomhet blir relativt mindre bestemmende for investeringsatferden blant de private, fordi også marginalt ulønnsomme fond og investeringer kan bli gjennomført dersom tapet dekkes av staten. Trolig var den implisitte støtten (verdioverføringen fra staten til de private) større under ordningen i bølge II enn bølge III, ettersom staten i bølge II ga fra seg hele oppsiden i investeringene og ikke krevde et kredittpåslag i rentene som reflekterer den høye risikoen i lån til oppstartsselskaper.

Måloppnåelsen avhenger videre av størrelsen på eksternalitetene. Dersom disse er svært store, kan det argumenteres for at grunnlaget for støtte også er høyere. Vårt informasjonsgrunnlag tyder på at flere fond som tidligere har mottatt støtte gjennom subsidieelementer, nå driver kommersielt. Dette kan indikere at subsidien har bidratt til å etablere forvaltningsmiljøer som senere står på egne ben. Dette kan følgelig også være en indikasjon på at en i ordningen har lyktes med å skape positive eksternaliteter og et mer velfungerende marked i såkornsegmentet. Videre har bølge III gitt en høyere avkastning for Investinor enn tidligere fond (fordi Investinor har beholdt oppsiden).

Slik Investinor opererer i dag (og i bølge III), der Investinor går inn som aksjonær, vil det i utgangspunktet være den samme kompetansen som kreves i såkornordningen som i direkteinvesteringene beskrevet over. Investinor vil på samme måte som i direkteinvesteringene ha en del av oppsiden og ha en interesse av at selskapene under såkornordningen gjør det så godt som mulig. Dette gir muligheter for synergier på tvers av de ulike mandatene i Investinor, som kan være positivt både for ressursbruk og måloppnåelse.

I Prop 114 (2018 – 2019) vises det til at såkornfondene som ble opprettet i perioden 2006–2008, er i en fase der investeringene skal realiseres, og det nærmer seg avslutning av fondene. Såkornfondene opprettet i denne perioden eies av private investorer og har fått lån fra staten. Stortinget ga Innovasjon Norge fullmakt til å inngå avtaler med eierne av fondene om tiltak som skal bidra til kostnadseffektiv drift av såkornfondene i en avsluttende fase og bedre fondenes muligheter til å betale tilbake lån og renter til staten. Stortinget ga også fullmakt til å inngå avtale om bytte av forvalter og godkjenne endret sammensetning av teamet, og godkjenne endringer i lokalisering. Dette var tiltak skulle bedre mulighetene til å betale tilbake lån og renter til staten. Innovasjon Norge må sørge for at eventuelle tiltak er i overensstemmelse med ESA-notifiseringen av fondene. Dette ansvaret ble overført til Investinor som en del av oppfølgingen av såkorn- og presåkornordningene i 2020.

En problemstilling vi er bedt om å svare på i denne evalueringen er hvordan eierandelene i selskapet som man ikke får solgt idet et fond oppløses bør håndteres, samt hvilke prinsipper som bør ligge til grunn for om Investinor overtar eierandelen eller ikke.

Ved oppløsning av fond behøver ikke mislykket avhending av enkeltselskaper skyldes manglende verdier i disse. Vår vurdering av hvilke incentiver fondsforvalterne samt Investinor har i dette spørsmålet tyder på at Investinor er best egnet til å ivareta statens verdier. Investinor bør gis et tydelig mandat for forvaltningen, slik at statens verdier bevares, samt at hensyn til relevante statsstøtteregler ivaretas. Mandatet bør innebære at Investinor får forvaltet selskapene med sin kompetanse og nettverk. Dette innebærer også fullmakt til videre avhending eller nedleggelse av selskapene.

8. Samfunnsøkonomisk analyse

Investinors virksomhet vil kunne anses å være samfunnsøkonomisk lønnsom hvis nyttevirkningene er større enn summen av kostnadene. Kostnadene omfatter både direkte kostnader og kostnader som oppstår ved at ressursene tiltaket legger beslag på alternativt kunne vært anvendt og skapt nytte på andre områder (alternativkostnaden).

Vurderinger av nytte og kostnader

Samfunnsøkonomiske nyttevirkninger av Investinor vil kunne oppstå hvis selskapet bidrar til å korrigere markedssvikt ved finansiering av samfunnsøkonomisk lønnsomme investeringer (ex-ante) som ikke har tilgang på kapital (NNV>0). På den annen side vil kostnader oppstå ved eventuelle samfunnsøkonomisk ulønnsomme investeringer (ex-ante, NNV<0). For øvrig, hvis Investinor foretar investeringer som gir normalavkastning (ex-ante, NNV=0), vil investeringene i direkte forstand hverken medføre samfunnsøkonomiske nyttevirkninger eller kostnader.

I vurderingen av kostnadene i den samfunns-økonomiske lønnsomhetsvurderingen må en også ta hensyn til ressursbruken ved forvaltningen av Investinor (driftskostnadene). Også denne ressursbruken har en alternativkostnad, fordi en kan tenke seg alternative virkemidler som kan gi nytte ved å korrigere markedssvikt. Følgelig er det netto avkastning (etter kostnader) som utgjør et relevant sammenligningsgrunnlag.

Den samfunnsøkonomiske lønnsomhetsvurderingen vil altså baseres på vurderinger av *i)* om det finnes en markedssvikt som Investinor kan korrigere, *ii)* hvorvidt det er sannsynlig at det skapes samfunnsøkonomiske nyttevirkninger (netto) ved at Investinor oftere bidrar til lønnsomme investeringer enn ulønnsomme (ex-ante) og *iii)* om disse eventuelle nyttevirkningene er større enn kostnadene.

8.1 Direkteinvesteringer

8.1.1 Virkninger

I vurderingen av samfunnsøkonomiske virkninger ved direkteinvesteringene, betrakter vi isolerte virkninger som oppstår sammenlignet med indirekte investeringer (fond-i-fond eller matching). Dette er konsistent med etablert finansteori der det er vanlig å evaluere aktive forvaltere opp mot det som kan oppnås i en benchmark-indeks.[55] Imidlertid vil vår analyse innrettes mot et bredere perspektiv enn det rent finansøkonomiske, fordi vi også tar hensyn til muligheten Investinor har til å skape samfunns-økonomisk netto nytte, med andre ord skape positive eksternaliteter eller å bidra til mer velfungerende markeder.

Det er med andre ord den samfunnsøkonomiske meravkastningen (positive netto nåverdien) som har betydning for lønnsomhetsvurderingene. Den bedriftsøkonomiske lønnsomheten utgjør naturligvis en stor del av dette, men fanger likevel ikke opp de viktige eksterne virkningene som i mange tilfeller er grunnlaget for virkemiddelbruken.

Nyttevirkninger

Det har svært stor samfunnsøkonomisk verdi dersom kapitalmarkedet kan gjøres mer velfungerende. Å gjøre prisingen av investeringsobjekter mer effektiv, og å gjennomføre investeringer som har positiv samfunnsøkonomisk netto nåverdi, vil kunne ha svært stor betydning. Den potensielle samfunnsøkonomiske oppsiden ved Investinors virksomhet er dermed svært stor.

Investinor har gjennom sitt direkteinvesteringsmandat investert store summer i oppstartsselskaper. Som tidligere diskutert er det positive eksternaliteter ved å investere i oppstartsselskaper i form av kompetanse, produktivitet og teknologiutvikling. I tilfeller hvor kapitalmarkedet ikke har fungert tilstrekkelig godt, kan Investinors investeringer ha utløst slike eksternaliteter som ellers ikke ville oppstått.

Investinor kan også ha bidratt til å bygge opp kompetansemiljøet for tidligfaseinvesteringer i Norge gjennom en tilstedeværelse i markedet i en periode hvor venture-næringen ikke var særlig etablert og utviklet. Dette kan igjen ha bidratt til å bygge opp andre forvaltningsmiljøer raskere enn det som ellers ville ha skjedd. Videre har Investinor (også før det formelle matching-mandatet ble etablert) hatt matching-programmer hvor selskapet har investert sammen med etablerte forvaltermiljø i den tidligste fasen. Dette kan ha bidratt til risikospredning og gitt en del forvaltere i de tidligste fasene muligheten til å diversifisere risiko på en måte som reduserer markedssvikten i den aller tidligste fasen.

Det er også sannsynlig at Investinor har bidratt til å realisere samfunnsmessige gevinster gjennom sitt fokus

[55] Se f.eks. «Information ratio», der en måler forholdet mellom ekstra avkastning som kan oppnås ved aktiv forvaltning (alfa) og den ytterligere risikoen som aktiv forvaltning medfører. Mer formelt, alfa delt på diversifiserbar risiko i porteføljen: $\frac{\alpha_P}{\sigma(e_P)}$.

på ESG i både sin screening og i sin eieroppfølging. Både Investinor selv og andre deler av økosystemet påpeker at Investinor skiller seg ut på dette området, og vi vurderer det som sannsynlig at arbeidet bærer med seg samfunnsmessige gevinster som ikke ville ha oppstått i Investinors fravær.

Dersom svikten i kapitalmarkedet har blitt vesentlig redusert over tid, som følge av mer integrerte markeder og friere flyt av kapital, begrenser det mulighetene for Investinor til å oppnå nytteeffekter ved å gjøre kapitalmarkedet mer velfungerende. I Europa har det ifølge våre informanter vært en utvikling og en tankegang om at etter hvert som markedet for tidligfasekapital blir mer velfungerende, skaleres omfanget av de statlige direkteinvesterings-miljøene ned (samtidig som fondsinvesteringene går opp). Dette er konsistent med en vurdering om at når markedssvikten og friksjonene blir redusert blir mulighetene for å korrigere denne via direkteinvesteringer mindre.

En forutsetning for å utløse de isolerte nyttevirkningene nevnt ovenfor er at Investinor har betydelig seleksjonskompetanse. En må kunne identifisere kilden til markedssvikt og konsentrere investeringene mot områdene der kapitalmarkedet er minst velfungerende. Ved å betrakte Investinors investeringsportefølje, med sammensetningen av faser og sektorer samt de respektive vektene i disse, er det ikke opplagt at selskapet investerer der det fra litteraturen vil forventes at markedssvikten er størst (unge, nyetablerte selskaper med stort vekstpotensial og store forventede positive eksternaliteter).

Fordi Investinor ikke fremstår målrettet mot investeringene med størst markedssvikt, begrenses den mulige nyttesiden av tiltaket. I utgangspunktet vil man kunne se for seg en svært stor samfunnsøkonomisk oppside dersom en perfekt kunne observert tilfellene der samfunnsøkonomisk lønnsomme investeringer ikke blir finansiert, men informasjonsutfordringer gjør dette svært krevende. Når deler av investeringene da heller ikke rettes mot muligheter der svikten forventes å være størst, reduseres sannsynligheten for at en bidrar med samfunnsøkonomisk merverdi utover kommersiell avkastning. Videre er det, som alltid i aktiv forvaltning, risiko for at en ender opp med å finansiere ulønnsomme prosjekter. Dette er en mulig kilde til vesentlige kostnader ved tiltaket, beskrevet i det følgende.

Kostnader

Direkte kostnader er blant annet administrasjons-kostnader knyttet til screening, oppfølging mv. Disse påløper i alle mandatene, men påløper direkte i Investinors regnskaper i direkteinvesteringene fordi en følger hele investeringsprosessen med interne ressurser. I fond-i-fond og matching påløper kostnadene implisitt gjennom blant annet forvaltnings-honorar, betalt gjennom lavere nettoavkastning. I en vurdering av administrative kostnader er det relevante hvorvidt en kan utføre de samme nødvendige oppgavene med en lavere ressursbruk i ett mandat enn et annet. Ifølge Investinor selv er selskapets kostnadsnivå lavere enn hos kommersielle forvaltere, men det kan ikke utelukkes at ulik ressursbruk også kan føre til forskjeller i kvalitet i for eksempel screening eller oppfølging.

Trolig er eventuelle administrative kostnadsforskjeller begrensede på tvers av mandatene. Det kan ikke utelukkes at forvaltningshonoraret som betales i fondsinvesteringene er større enn Investinors interne kostnader for samme tjeneste (for eksempel er lønnsnivået i Investinor lavere enn hos kommersielle), men hvorvidt dette gir en reell samfunnsøkonomisk besparelse er ikke opplagt i lys av at ulik ressursbruk kan også gi ulik måloppnåelse eller avkastning.

Mer betydningsfullt for kostnadssiden er at dersom Investinor investerer i ulønnsomme prosjekter, kan det redusere den forventede forretningsmessige og samfunnsøkonomiske avkastningen. Det er i denne forbindelse viktig å merke seg at bedriftsøkonomisk og samfunnsøkonomisk lønnsomhet i utgangspunktet er nært sammenfallende, og dersom en investerer fellesskapets midler i ulønnsomme prosjekter, innebærer dette et tap for samfunnet fordi en kunne ha oppnådd høyere avkastning med samme risiko ved en alternativ anvendelse.

Den viktigste komponenten i kostnadene ved investeringsvirksomheten er alternativkostnaden ved kapitalen, med andre ord kapitalkostnaden eller avkastningskravet. Størrelsen på denne vil ha betydning i en lønnsomhetsvurdering av en investering, fordi samfunnsøkonomiske gevinster skapes dersom investeringene har positiv netto nåverdi (NNV) og avkastningen er høyere enn avkastningskravet. For Investinor er det fastsatt et avkastningskrav (mål) på 10 prosent, som skal reflektere selskapets risiko i henhold til geografi, eierandeler og sektorspredning. Vi forutsetter at dette utgjør et rimelig anslag for kapitalkostnaden. I henhold til finansøkonomisk teori vil denne størrelsen bestemmes av den forventede avkastningen som kan oppnås i markedet med samme risiko.[56] Det er derfor ikke utenkelig at kostnaden kunne ha vært høyere enn 10 prosent i lys av avkastningskrav som benyttes i private equity og venturekapital. Gitt Investinors føringer og særegenheter, vurderer vi likevel at det ikke er noe åpenbart grunnlag for å øke avkastningskravet.

Dette mulige tapet ved direkteinvesteringer kan i prinsippet tallfestes ved å ta utgangspunkt i at

[56] (Berk, J. & DeMarzo, P., 2017, s. 378)

Investinor forvalter 4,2 milliarder kroner i direkteinvesteringene, og anta at disse alternativt kan plasseres i beste investering i markedet med tilsvarende risiko. Den bedriftsøkonomiske kostnaden ved direkteinvesteringene kan følgelig anslås som differansen mellom alternativavkastningen og Investinors forventede avkastning på egenkapitalen i direkteinvesteringene.[57]

Negativ bedriftsøkonomisk avkastning (formelt at avkastningen på egenkapitalen på 4,2 milliarder er lavere enn et markedsmessig avkastningskrav) kan for eksempel følge av at Investinor har et negativt skjevt utvalg eller er investert lenger enn det som er lønnsomt. Eksplisitte og implisitte føringer som begrenser Investinors fleksibilitet i direkteinvesteringene har med andre ord en kostnad, og det er nødvendig å ta hensyn til denne kostnaden i en samfunnsøkonomisk analyse fordi disse begrensningene ikke er relevante ved matching eller fond-i-fond på rent kommersielle vilkår.

Det bør også påpekes at investeringer i ulønnsomme prosjekter kan føre til indirekte samfunnsøkonomiske tap gjennom å hindre kreativ destruksjon, innovasjon og omstilling, ved at kompetanse og kapital konsentreres på «feil sted». Dette gjør at også kostnadssiden potensielt kan bli større enn det rent bedriftsøkonomiske, ved at det oppstår en alternativkostnad knyttet til tapte muligheter for å realisere positive eksternaliteter.

8.1.2 Samfunnsøkonomisk lønnsomhet

Gitt Investinors eksterne rammebetingelser og ulemper ved direkteinvesteringsmandatet, som reduserer den forventede bedriftsøkonomiske avkastningen sammenlignet med investeringer i kommersielle fond, må nyttevirkningene være enda større for at direkteinvesteringene isolert kan anses å være samfunnsøkonomisk lønnsom.

Markedet har over tid blitt mer velfungerende, som forventes å redusere antall investeringsobjekter som er samfunnsøkonomisk, men ikke bedriftsøkonomisk lønnsomme. I tråd med dette reduseres den mulige nytten ved direkteinvesteringene. Imidlertid, ettersom graden av hvor velfungerende et kapitalmarked er kan variere over tid, kan det ikke utelukkes at behovet for Investinor og følgelig nytten også varierer. I fremtiden kan Investinor derfor være relativt viktigere i noen perioder enn andre, og i perioder med sterk knapphet på kapital, kan den mulige nyttevirkningen være stor. Slike positive samfunnsvirkninger, i form av et mer robust og forutsigbart tidligfasekapitalmarked også i tider med lavere kapitaltilgang, er trolig i stor grad felles for direkteinvesteringene og fondsinvesteringene.

Investinor er underlagt flere begrensninger som reduserer den forventede bedriftsøkonomiske avkastningen sammenlignet med rene kommersielle fond. Blant annet er begrensningen i vedtektene fra å investere på tvers av mandatene viktig. Dette kan potensielt bli svært kostbart for Investinor fordi selskapet er en betydelig aktør i markedet innenfor sine respektive mandater. Øvrige begrensninger som kan føre til at Investinor har et negativt skjevt utvalg, som tidligere beskrevet, vil også redusere den forventede bedriftsøkonomiske avkastningen.

Den bedriftsøkonomiske kostnaden ved Investinors direkteinvesteringer kan beregnes ved å se på forskjellen mellom Investinors forventede avkastning (ex-ante) og et rimelig avkastningskrav. Investinor opererer som tidligere beskrevet med et avkastningskrav på 10 prosent. Under antakelsen av at dette er rimelig i lys av risikoen, vil det være slik at dersom forventet avkastning er lavere enn 10 prosent, er direkteinvesteringene bedriftsøkonomisk ulønnsomme og forventet å medføre økonomiske tap. Størrelsen på tapet avhenger av hvor kraftige begrensningene er og i hvilken grad det påvirker den forventede avkastningen.

Investinor peker selv på at deler av årsakene til lav avkastning er historiske begrensninger i mandatene, og som beskrevet i kapittel 6.3, har Investinor siden starten hatt en IRR (netto) lik null i direkteinvesteringene. Selv om dette skyldes historiske begrensninger som senere er lettet, kan det utgjøre en indikasjon om hvor kostbare begrensninger kan være. Antar man at 2,2 milliarder ble investert i 2009 (som syntetisk fond 1) til 10 prosent årlig avkastning, ville avkastningen i kroner utgjort mer enn 5 milliarder i dag. Investeringen på 1,3 milliarder i 2013 ville gitt en avkastning på nærmere 1,8 milliarder og investeringen på 600 millioner i 2018 kunne gitt cirka 300 millioner i avkastning.[58]

At den historiske bedriftsøkonomiske avkastningen har vært begrenset i Investinors direkteinvesteringer siden starten, kan skyldes både tilfeldigheter og begrensninger. Begrensningene har senere blitt lettet, som gjør at historisk avkastning ikke vil kunne indikere hva som er kostnaden ved dagens begrensninger. Det er også viktig å påpeke at Investinor hovedsakelig hadde en negativ avkastning i de første årene, da også investert kapital var relativt høy (se kapittel 6.3), og at avkastningen gradvis har blitt forbedret i etterkant. Likevel illustrerer den historiske tapte

[57] Med andre ord at forventet «residual income», definert som forskjellen mellom avkastningen på egenkapital og avkastningskravet, er negativ.

[58] Under forutsetning av at overskudd reinvesteres til 10 prosent avkastning.

alternative avkastningen at begrensninger i direkteinvesteringer kan være svært kostbart.

Vi vurderer at det også har vært samfunnsøkonomiske nyttevirkninger av Investinors direktemandat. Investinor har trolig bidratt til å utløse positive eksternaliteter ved å tilføre mer kapital til tidligfasebedrifter, og også bidratt til å bygge opp et kompetansemiljø for forvaltning av venturekapital i Norge. På noen måter har virksomheten trolig bidratt til å gjøre markedet for tidligfasekapital mer velfungerende. I diskusjonen om samfunnsøkonomiske nyttevirkninger må det imidlertid også tas i betraktning risikoen for betydelige kostnader ved at midler flyter til ulønnsom økonomisk aktivitet.

I vurderingen om virkemiddelet har vært samfunnsøkonomisk lønnsomt er spørsmålet derfor om de samfunnsøkonomiske netto nyttevirkningene har en verdi som overstiger tapt potensiell avkastning. Størrelsen på denne komponenten er svært usikker, men kan ha utgjort flere milliarder kroner, vist i illustrasjonsberegningene over. Samtidig tyder Investinor sine egne analyser på at virksomhetens gjeldende investeringsstrategi gir en avkastning som er på linje med et markedsmessig avkastningskrav, og at det derfor ikke ligger noen kostnad knyttet til tapt avkastningsmulighet i Investinors portefølje. Med de begrensninger og krav som gjelder for Investinors direkteinvesteringsmandat, vurderer vi likevel at det ex ante må forventes at selskapet må oppgi lønnsomhet i sin virksomhet, og vi mener videre at nyttevirkningene, som også begrenses av ytre forhold, mest sannsynlig ikke veier opp for dette tapet.

I det videre er spørsmålet om direkteinvesteringene i Investinor gitt dagens begrensninger kan forventes å være samfunnsøkonomisk lønnsomme. Begrensningene som reduserer den forventede avkastningen kan være svært kostbare i bedriftsøkonomisk forstand, beskrevet over. Dette gjør det lite trolig at direkteinvesteringene, gitt nåværende føringer og begrensninger, er det mest samfunnsøkonomisk effektive virkemidlet. Eventuelle endringer i disse føringene, kan imidlertid påvirke konklusjonen.

8.2 Indirekte investeringer

8.2.1 Virkninger

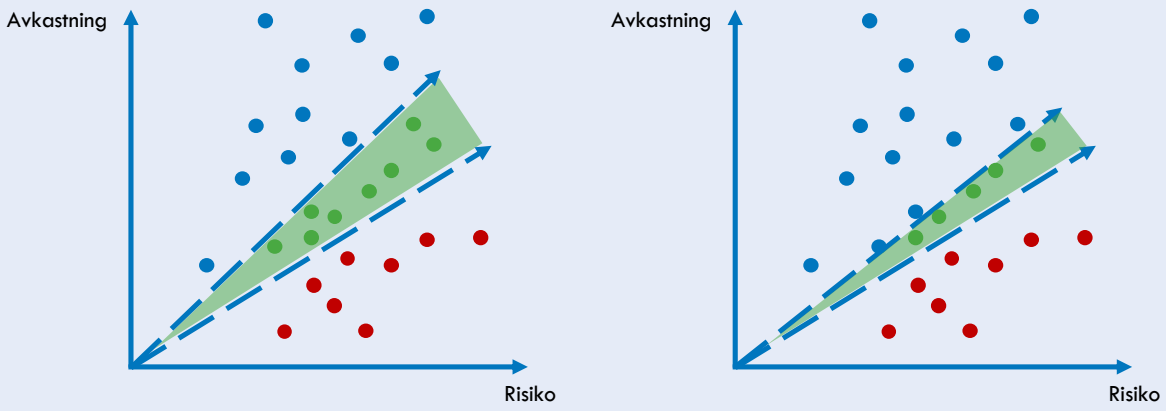
Virkningene ved fond-i-fond er i stor grad de samme som i direkteinvesteringene, men fleksibiliteten i direkteinvesteringene, som gir mulighet til å rette investeringer mot spesifikke selskaper med markedssvikt, begrenses. Muligheten Investinor har til direkte påvirkning og aktiv eieroppfølging er også redusert. Kostnadene vil forventes å være mer begrenset i de indirekte investeringene. Dette kommer i hovedsak av at risikoen for å gjøre (samfunnsøkonomisk) ulønnsomme investeringer vil være mindre dersom en ikke har samme begrensninger som Investinors direktemandat.

Nyttevirkninger

Den potensielle samfunnsøkonomiske oppsiden ved seleksjon av enkeltselskaper er lavere i det indirekte mandatet enn det direkte investeringsmandatet. Fondene Investinor investerer i vil ta rent kommersielle beslutninger for å maksimere sin avkastning. Prosjekter med positiv samfunnsøkonomisk netto nåverdi vil derfor i utgangspunktet ikke bli gjennomført med mindre investeringene også er bedriftsøkonomisk lønnsomme. Dette betyr at prosjekter innenfor de grønne skraverte områdene i Figur 8-1, i utgangspunktet ikke vil bli finansiert.

Som diskutert tidligere er det grunn til å tro at det er eksternaliteter ved å investere i tidligfaseselskaper. Dersom problemet i kapitalmarkedet er at det generelt er for få tidligfaseselskaper som finansieres, kan staten oppnå å utløse tilsvarende eksternaliteter ved å investere kapitalen indirekte, selv om en ikke har mulighet til å direkte plukke selskaper med særlig store eksternaliteter.

Figur 8-1: Muligheten for korrigering av markedssvikt med mer velfungerende markeder



Illustrasjon: Oslo Economics

Det er også grunn til å tro at Investinor vil kunne bedre kapitalmarkedene ved å gjennom sine indirekte investeringer bidra til å etablere flere kompetente investormiljøer, slik som dokumentert for det Belgiske ARKimedes-fondet (Standaert & Manigart, 2018). Flere informanter har trukket frem at Investinors rolle som rådgiver ved nye fonds-etableringer har vært verdifull for forvaltermiljøene. Oppfølgingen av fondene Investinor har andeler i har trolig positive effekter. Ved fond-i-fond eller matching vil Investinor ha en mer passiv rolle i selve selskapsinvesteringen, og det er private som vil ta en ledende rolle i eieroppfølgingen. Som tidligere beskrevet er aktiv eierstyring viktig for å kunne lykkes i tidligfasemarkedet. At eieroppfølgingen skjer på kommersielle vilkår, er trolig positivt for å sikre høy kompetanse og at selskapene drives etter å maksimere bedriftsøkonomisk overskudd.

Kostnader

En del av de mulige ulempene (kostnadene) ved dagens begrensninger i direktemandatet vil ikke være relevante for fond-i-fond-mandatet. Risikoen for at en finansierer samfunnsøkonomisk ulønnsomme prosjekter og selskaper, som kan redusere avkastningen og gi uheldige negative og utilsiktede effekter, reduseres betydelig ettersom kapitalen ved fond-i-fond vil allokeres på rent kommersielle vilkår uten eksterne begrensninger (på selskapsnivå). Med andre ord vil selskapsspesifikke lønnsomhetsvurderinger og seleksjonen på selskapsnivå skje med færre bibetingelser, som gjør at vi vurderer den potensielle nedsiden knyttet til fond-i-fond som lavere enn for direkteinvesteringene.

Unntaket fra dette er dersom det legges til betingelser og krav som begrenser fondene, for eksempel krav om geografiske begrensinger (for eksempel fondet i Nord-Norge). Dette vil kunne være kostbart og krevende i en ren kommersiell kontekst. Flere statlige fond i Norden har lettet på formelle betingelser og krav om at investeringer skal foregå i eget land, og ifølge vårt informasjonsgrunnlag gjelder dette også Investinor, som også investerer i flere fond som investerer utenfor Norge.

Administrative kostnader vil i det indirekte mandatet påløpe for den private, og Investinor vil betale for denne implisitt gjennom honorarer eller lavere nettoavkastning. Eierskapsoppfølgingen i fond-i-fond-mandatet vil skje på rent kommersielle vilkår, som kan bidra til at nivået på oppfølgingen er effektivt. Ved å la private aktører stå for eieroppfølgingen, vil dette kunne gjøre at staten i ytterligere grad kan forvente en avkastning på linje med markedet generelt.

Hvis en antar at Investinor investerer i et gjennomsnittlig og representativt utvalg av fond, vil den forventede avkastningen være lik som i segmentet generelt. Fond-i-fond-virksomheten gir også muligheten til å være diversifisert og å ha eksponering mot fond som er spesialisert mot ulike faser. På den måten kan staten anse investeringene som ren kommersiell sparing, på samme måte som at Argentum gir (indirekte) sparing i unoterte selskaper, Folketrygdfondet (Statens pensjonsfond Norge) gir sparing i børsnoterte selskaper og Oljefondet (Statens pensjonsfond utland) gir sparing i utenlandske børsnoterte selskaper. Foruten Investinors administrasjonskostnader ved å plukke ut og investere i fondene, samt forvaltningskostnaden i fondene, vil den samfunnsøkonomiske kostnaden være minimal, fordi en kan forvente avkastning lik det som oppnås blant rent kommersielle fond i samme segment. Dette gjør at en i tallfestingen av de økonomiske virkningene kan legge til grunn at de om lag 1,5 milliardene som er under forvaltning gir en netto gevinst lik null.[59]

8.2.2 Samfunnsøkonomisk lønnsomhet

Den samfunnsøkonomiske kostnaden ved fondsinvesteringer i Investinor forventes å være lav så lenge en har mulighet til å investere i de beste kommersielle fondene. Videre gir fondsinvesteringene bedre mulighet til å kunne investere i mange bedrifter i tidlig fase, som reduserer selskapsspesifikk risiko og gjør det mer sannsynlig at en eksponeres mot bedriftene med særlig høy forventet avkastning. Det gir også en mulighet til å sørge for eksponering mot fond som er i ulike faser, som kan redusere kommitteringsrisiko, se for eksempel Brown et al. (2021). Fondsinvesteringer kan videre gi Investinor en mulighet til å ha en bredere positiv påvirkning på markedet generelt, herunder eksternaliteter, fordi en bidrar med kapital til et langt høyere antall prosjekter enn i direkteinvesteringene. I direktemandatet har Investinor per utgangen av 2021 en portefølje på 62 selskaper, som også er i flere ulike faser. Antall nyinvesteringer i direktemandatet er også begrenset fordi Investinor ikke har tilstrekkelig likviditet, påpekt av selskapet selv, se kapittel 7.1.

Fordi den forventede nytteeffekten trolig er større enn null, ettersom det fortsatt kan være kilder til markedssvikt og eksternaliteter i denne delen av kapitalmarkedet, og fordi kostnaden forventes å være lav ettersom tiltaket vil forventes å gi markedsmessig avkastning (investeringene gir normalavkastning ex-ante, NNV=0), er det sannsynligvis slik at fondsinvesteringene kan vurderes å være samfunnsøkonomisk lønnsomme.

[59] Fordi «residual income» (differanse mellom avkastning og avkastningskrav på egenkapital) er null.

8.3 Statsstøttede mandater

På samme måte som for de øvrige virkemidlene, vil samfunnsøkonomiske gevinster oppstå i de statsstøttede mandatene dersom det investeres i prosjekter som skaper positiv samfunnsøkonomisk netto nåverdi. I investeringer i fond som eventuelt har negativ netto nåverdi, reduseres samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Denne vurderingen foretas uavhengig av eventuell fordeling av verdier, med andre ord om avkastningen havner hos staten eller private. Det relevante er derfor om prosjektene i seg selv har positiv (samfunnsøkonomisk) netto nåverdi.

Statsstøtten i såkornfondene har ikke gått til porteføljebedriftene, men fungerer som risikoavlastning for de private investorene i et fond. I det følgende vil vi drøfte samfunnsøkonomiske virkninger i såkornsordningens bølge III og II.

I **bølge III** gikk staten inn i fond med lik egenkapital som private, men mottok en lavere eierandel (42,5 %). Konsekvensen er at den private investorens avkastning blir relativt høyere enn den ville vært uten støtten. På den annen side blir statens avkastning lavere enn den ville vært dersom investeringen foregikk rent kommersielt for både den private og staten. Det skjer derfor en verdioverføring fra staten til den private.

Dette kan observeres enkelt ved at investeringen for både den private og staten er lik som i et tilfelle uten støtte, mens avkastningen (fremtidig utbytte) for de respektive eierne er forskjellig. Anta at et såkornfond betaler utbytte på 100. Istedenfor at staten får 50 av dette utbyttet, som ville ha vært tilfelle i en standard-situasjon (en får 50 prosent eierandel for like stort innskudd), får staten 42,5. På den annen side får den private et utbytte på 57,5 istedenfor 50. Investeringen for den private i fondet blir dermed relativt mer lønnsom enn uten støtten, fordi avkastningen er høyere på samme kapital.

Konsekvensen er at private i større grad er villige til å investere i fond, enn uten statsstøtte. Når fondet først er opprettet, og investorene tildelt sine andeler, vil fondet søke å oppnå størst mulig avkastning for sine investorer, både de statlige og private. I fravær av andre typer risikoavlastning i fondet er det derfor optimalt for fondet og fondets investorer å legge til grunn samme investeringskriterier for porteføljebedrifter som de som legges til grunn i fond uten slik statsstøtte. Effekten av statsstøtten er derfor et høyere investeringsvolum i likevekt, som følge av høyere kapitaltilgang fra både statlige og private investorer.

Staten bærer her en kostnad ved å ha en avkastning under markedsnivå. Siden dette er en ren overføring fra staten til private er det samfunnsøkonomiske overskuddet uendret. Samtidig blir det realisert flere investeringer. For at de statsstøttede mandatene skal være samfunnsøkonomisk lønnsomme må verdien av de positive virkningene ved de nye investeringene være så store at de overstiger det alternative samfunnsøkonomiske overskuddet staten kunne oppnådd med kapitalen.

Fordi det er etablert i litteraturen at investeringer i svært tidlig fase kan ha betydelige positive eksternaliteter, og at offentlige inngrep er nødvendige for å realisere disse effektene, kan det ikke utelukkes at de positive virkningene er store nok til å dekke statens alternativkostnad.

I **bølge II** ble statsstøtten gitt som gunstige lån og et begrenset tapsfond, som dekker tap i en porteføljebedrift på inntil 50 %. Rente- og avdragsfrie lån gir i stor grad samme insentiver til økte investeringer fra private i fond. Vurderingen om samfunnsøkonomisk lønnsomhet følger derfor samme prinsipp som støtten i bølge III.

Tapsfondet påvirker derimot avkastningsfordelingen til hvert selskap i fondets investeringsunivers ved å redusere potensiell nedside. Dersom investorene og fondet er risikoaverse kan tapsfondet gi en vridningseffekt mot investeringer i selskaper med høyere risiko.

Dette kan påvirke den samfunnsøkonomiske lønnsomheten. Retningen avhenger av i hvilken grad vridningen går mot selskaper som er mer eller mindre samfunnsøkonomisk lønnsomme. Samtidig kan det argumenteres for at siden investeringer i tidligfase i utgangspunktet har svært høy risiko vil det være små muligheter for fondet å vri sine investeringer mot enda høyere risiko.

I fravær av vridningseffekter vil statsstøtten være samfunnsøkonomisk lønnsom dersom de positive virkningene fra fondets investeringer er større en statens alternative anvendelse av kapitalen.

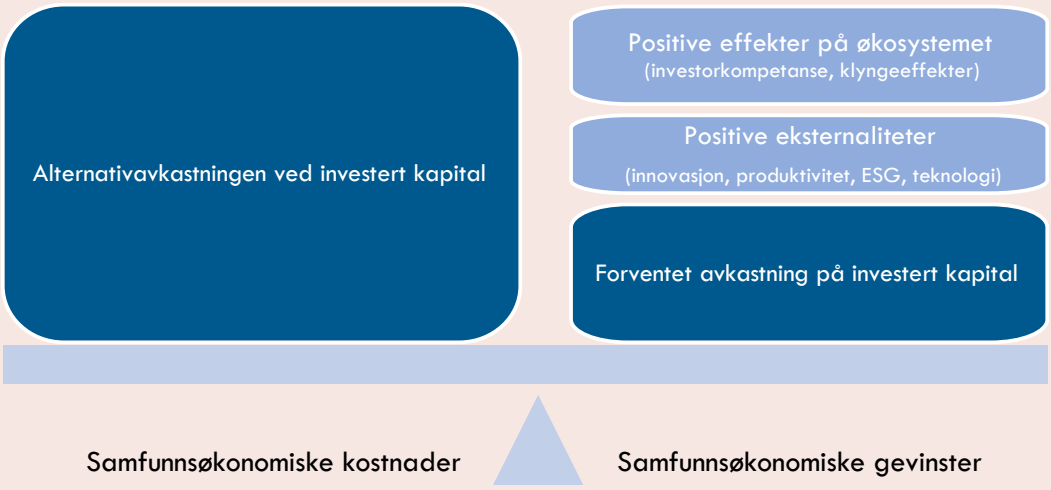
8.4 Konklusjon om samfunnsøkonomisk lønnsomhet

Vår samfunnsøkonomiske analyse tyder på at deler av Investinors virksomhet trolig er lønnsom. I utgangspunktet vurderer vi at **de indirekte investeringene** trolig kan gjennomføres på en måte som tilfører samfunnsøkonomisk verdi. Dette følger i stor grad av at en i disse investeringene vil kunne ha en forventet avkastning på linje med bransjen generelt. Samtidig tyder studier på at det i tidligfasemarkedet kan være et kapitalgap som er større enn null, og følgelig at det er en sannsynlighet for at kapitalbidrag fra Investinor gir mer velfungerende kapitalmarkeder.

For **direkteinvesteringene** er vurderingen om samfunnsøkonomisk lønnsomhet mer kompleks. Den samfunnsøkonomiske lønnsomheten er i stor grad avhengig av hvor stor kostnaden (reduksjonen i forventet avkastning) ved Investinors eksterne rammebetingelser er. Dersom Investinors rammer er særlig krevende, vil kostnaden bli større, både som følge av svakere prosjekttilfang og investerings-muligheter, samt svekkede avhendingsmuligheter. På den andre siden vil direkteinvesteringene potensielt kunne realisere samfunnsøkonomiske nyttevirkninger der det ikke er forventet at markedsaktørene vil være, for eksempel ved særlig stor markedssvikt eller eksternaliteter. Vår vurdering er imidlertid at Investinors direkteinvesteringer ikke er rigget for dette og følgelig ikke presist innrettet mot disse områdene. Kapitalgapet har også trolig blitt redusert over tid som følge av økt kapitalmobilitet og utenlandske investorer. Følgelig konkluderer vi at direkteinvesteringene trolig ikke er samfunnsøkonomisk lønnsomme slik virksomheten er innrettet i dag.

For **statsstøttet investeringsvirksomhet** med risikoavlastning (tidligere såkornordninger) kan kostnaden være enda større enn i den rene kommersielle virksomheten, fordi de private grunnet verdioverføringer fra staten kan ha privatøkonomiske insentiver til å starte fond som i utgangspunktet ikke ville fått midler på markedsmessige vilkår.[60] Dette gir Investinor en isolert ulempe når en skal skape samfunnsøkonomisk netto nytte i det som er statsstøttet. Det er imidlertid sannsynlig at eksternalitetene er enda større i de aller tidligste fasene som presåkorn- og såkornfondene er rettet mot, og virkemidlene kan forventes å føre til økt investeringsaktivitet. Dette kan rettferdiggjøre subsidier (støtte) i samfunnsøkonomisk forstand. Videre kan mulige effektivitetsgevinster som følge av synergier mellom driften av såkornfondene og de øvrige fondsinvesteringene i Investinor, beskrevet i kapittel 7, styrke en konklusjon om at tiltaket er samfunnsøkonomisk effektivt. En samlet vurdering av samfunnsøkonomisk lønnsomhet avhenger imidlertid av om en kan oppnå tilsvarende eller større positive eksternaliteter med andre virkemidler, for eksempel i støtte av teknologiutvikling. Dette krever en prinsipiell analyse av virkemidler uavhengig av Investinors operasjonalisering (og tidligere foretatt i Innovasjon Norge) og vurderes å være utenfor rammen for denne utredningen.

Figur 8-2: Illustrasjon av kostnader og gevinster i en samfunnsøkonomisk analyse av Investinor



Illustrasjon: Oslo Economics. I figuren illustreres samfunnsøkonomiske kostander på den ene siden, og samfunnsøkonomiske gevinster ved Investinor på den andre siden. De mørkeblå størrelsene er størrelser som kan tallfestes, mens effektene i de lyseblå boksene ikke er mulig eller hensiktsmessig å tallfeste. Vurderingen av samfunnsøkonomisk lønnsomhet beror derfor på om man tror det er positive nyttevirkninger som overstiger den eventuelle differansen mellom alternativavkastningen og den forventede avkastningen.

[60] Verdioverføringen/subsidien i seg selv har riktignok ikke en effekt på samfunnsøkonomisk lønnsomhet, og det er i utgangspunktet ikke relevant om avkastningen går til private eller offentlige.

9. Samlet vurdering og anbefalte tiltak

Samtidig som Investinor er satt opp for å kunne realisere viktige samfunnsmessige gevinster, herunder å korrigere markedssvikt i kapitalmarkedet for bedrifter i tidlig fase, begrenses Investinors muligheter til å skape markedsmessig avkastning i direkte-investeringene vesentlig av en rekke implisitte og eksplisitte føringer og øvrige ramme-betingelser gitt fra staten. Som vist i denne evalueringen, vil manglende fleksibilitet i direkteinvesteringene redusere den forventede avkastningen. Vi drøfter her mulige endringer i innretningen av virksomheten som kan være gunstig for samlet samfunnsøkonomisk lønnsomhet.

9.1 Endringer i rammebetingelsene for Investinors direkteinvesteringer

En sentral utfordring for Investinor slik situasjonen er i dag, er spenningen mellom Investinors forretningsmessige avkastningskrav og selskapets samfunnsmessige målsetninger, føringer og begrensninger. Vi anbefaler derfor at staten i større grad legger til rette for mer fleksibilitet og et friere mandat i direkteinvesteringene. Dette kan være viktig for å sørge for at Investinor ikke har et negativt skjevt utvalg.

Hvis Investinor kan få et friere mandat, bør eier i større grad kunne forvente at selskapet leverer samme avkastning som sammenlignbare fond. Staten har investert totalt 4,2 milliarder kroner i egenkapital i Investinors direkteinvesteringsmandat. En måte å øke verdiskapingen i norsk økonomi er å sørge for høyest mulig avkastning på denne kapitalen. Når markedet fungerer, vil kravet om høyest mulig avkastning bidra til at ressursene brukes der de kaster mest av seg, og følgelig at ressursene brukes effektivt. Begrensinger i Investinors evne til å investere lønnsomt er ikke bare kostbare for staten som eier, men også for fellesskapet fordi ressurser allokeres feil, og mindre produktive bedrifter vokser på bekostning av mer produktive. Vår vurdering er derfor at en mer markedsmessig innretning vil kunne gi en høyere avkastning på statens egenkapital, og dette vil videre kunne redusere mulige samfunnsøkonomiske tap som oppstår ved feilallokering av kapital.

Dersom det er ønskelig å tilrettelegge for at Investinors direkteinvesteringer foregår slik at en kan oppnå høyest mulig avkastning, anbefaler vi følgende:

1. Vurdere muligheten for å investere i selskaper som Investinor allerede er indirekte investert i via fond-i-fond. Det bør i så fall også vurderes om Investinor selv bør kunne allokere midler friere mellom de kommersielle mandatene (direkte og indirekte).

2. Fjerne bestemmelsene i Investinors vedtekter om at 500 millioner kroner skal investeres i marin næringsvirksomhet[61] og 500 millioner kroner skal investeres i skog- og trenæringene. Allerede gjennomførte investeringer i disse mandatene bør imidlertid forbli i porteføljen så lenge Investinor finner det hensiktsmessig.

3. Ikke legge indirekte føringer som kan gi Investinor skjevt utvalg sammenlignet med rene kommersielle fond eller påvirke selskapets avhendingstakt, ettersom dette kan redusere fleksibiliteten i forvaltningen og følgelig Investinors avkastning.

Hvis ikke føringene og mandatet for direkte-investeringene endres vesentlig slik at det letter begrensningene, er vår konklusjon at kostnadene ved direkteinvesteringene og mulige målkonflikter er så betydelige at en heller bør allokere ressurser til Investinors indirekte investeringsverktøy (fond-i-fond eller matching), beskrevet i det følgende. Nedsiden ved Investinors indirekte investeringer forventes å være lav, fordi forvaltningen på selskapsnivå vil skje rent kommersielt og gi en markedsmessig avkastning. Samtidig vil også de indirekte investeringene trolig kunne gi noen nyttevirkninger via positive eksternaliteter og et mer velfungerende kapitalmarked i tidlig fase.

9.2 Mulige endringer i mandatene

I vår evaluering konkluderer vi med at indirekte investeringer sannsynligvis er et mer effektivt samfunnsøkonomisk virkemiddel enn direkte-investeringene. Vår vurdering er at Investinors virksomhet bør dreies mot det som er mest samfunnsøkonomisk effektivt. Vi foreslår at mest mulig kapital i fremtiden allokeres til mandatet for fond-i-fond-investeringer, for eksempel ved å sørge for at

[61] Ifølge Investinor er den opprinnelige innskuddskapitalen på 500 millioner til marin virksomhet investert og realisert, pengene er fristilt og beskrankningen finnes derfor ikke lenger. Selskapet har investert midlene, men har fortsatt marine investeringer i porteføljen. NFD har derfor ifølge Investinor valgt å la setningen stå i vedtektene.

realisert avkastning fra direkteinvesteringer plasseres i fondsinvesteringer. Relevante beslutningstakere kan også vurdere om mandat 1 a og b bør erstattes med et nytt mandat for fond-i-fond.

Potensialet for konflikter med målet om høyest mulig avkastning vil reduseres når selskapet indirekte er investert i hele markedet gjennom fond-i-fond. Dette vil gi selskapet klarere begrunnelser for å ta helhetshensyn i sin virksomhet, og samtidig gi dette en kommersiell begrunnelse.

Vår vurdering er at selskapet vil kunne tilrettelegge for samfunnsøkonomiske gevinster fra et mer velfungerende kapitalmarked til lavere kostnader gjennom et indirekte mandat. Å skalere ned de aktive direkteinvesteringene vil redusere Investinors mulighet til å plukke ut ikke-finansierte investeringer som i forventning er samfunnsøkonomisk lønnsomme på grunn av særlig store samfunnsmessige gevinster. Vår utredning viser imidlertid at Investinors investeringsstrategi i liten grad legger til rette for at slike målrettede investeringer foretas. Oppsiden ved å fortsette å ha et direkteinvesteringsmandat fremstår derfor begrenset.

Investinor vil kunne utløse like store positive eksternaliteter, for eksempel knyttet til produktivitetsvekst, teknologiutvikling og innovasjon ved å investere den samme mengden kapital i tidligfasemarkedet indirekte. Vi tror videre det er muligheter for å skape et bedre marked for tidligfasekapital ved å bidra til tilstrekkelig kompetanse og konkurranse gjennom skala i forvaltningsmiljøet. At statens kapital bidrar til flere private og kommersielle forvaltningsmiljøer, vil kunne ha en positiv samfunnsøkonomisk virkning.

Gjennom fond-i-fond-porteføljen vil det også være større muligheter for å sørge for tilstrekkelig skala i de tidligste fasene. Investinor beskriver selv at det er gjennom fond-i-fond-virksomheten selskapet oppnår eksponering mot disse fasene. For å sørge for gode grenseflater og at Investinor skal fungere som et treffsikkert virkemiddel, vurderer vi at selskapets formål fortsatt må være å investere i de tidligste fasene. Videre vurderer vi at fond-i-fond-mandatet i større grad komplementerer Investinors rolle som oppfølger av de statsstøttede presåkornfondene og såkornfondene. Oversikten over forvaltningsmiljøer gir Investinor mulighet til å senere vurdere hvilke kandidater som kvalifiserer til kommersielle investeringer.

En eventuell beslutning om å dreie Investinors virksomhet mer i retning av indirekte investeringsverktøy vil ha betydelige konsekvenser for både Investinor og selskapets interessenter. Det må imidlertid merkes at Investinor også i etterkant av en slik beslutning vil være nødt til å opprettholde aktiviteten i direktemandatet, fordi de i overkant av 60 selskapene i porteføljen må følges opp og etter hvert avhendes. Dette gjelder uavhengig av om det skjer nyinvesteringer direkte i selskaper. Vår vurdering er derfor at en eventuell endring i Investinors virkemidler bør skje ved at *fremtidig* allokert kapital går til fondsinvesteringer. Videre anbefaler vi at fremtidige realiserte verdier i direkteinvesteringene, også kan gå inn i fondsinvesteringene og følgelig styrke kapitaltilførselen i dette mandatet. På den måten vil ikke skalaen i Investinors investeringsvirksomhet bli redusert.

Det er viktig at Investinor også i etterkant av en slik beslutning har tilstrekkelige ressurser og kapital til å sørge for høyest mulig måloppnåelse ved en eventuell nedskalering av direktemandatet. For eksempel må Investinors rammebetingelser legge til rette for at selskapet kan foreta nødvendige oppfølgingsinvesteringer,[62] ha en aktiv eieroppfølging og gode prosesser rundt avhending.

Subsidiært mener vi at Investinor kan beholde et eget mandat for matching. Selv om det er en mulig nedside ved å fremdeles eie selskaper direkte, kan det også ha positive virkninger. Den ene fordelen er at det gir Investinor investorkompetanse og oversikt over markedet. Det andre er at som eier i fond kan det dukke opp mulighet til å syndikere investeringer med fondets øvrige eiere til attraktive betingelser. Å fraskrive seg slike muligheter kan gå på bekostning av samlet lønnsomhet.

9.3 Begrunnelse og mål for Investinor som statlig virkemiddel

9.3.1 Anbefaling om begrunnelsen for eierskapet

Det er grunn til å tro at mer kapital til bedrifter i den tidligste fasen kan øke produktiviteten, styrke omstillingen og akselerere veksten i norsk økonomi. Det er videre grunn til å tro at det fremdeles er behov for noe statlig intervensjon i dette markedet, som legger grunnlag for Investinor som virkemiddel.

Staten kan og bør imidlertid ikke ha som mål å tilby all den kapital som etterspørres i tidligfasemarkedet. Følgelig bør heller ikke målet med et virkemiddel som Investinor være å tilby mest mulig kapital. Virkemidlenes mål bør være å få markedene til å fungere, ikke å være en mest mulig aktiv deltager i markedene selv.

Vi anbefaler at statens begrunnelse for eierskapet i Investinor burde være å legge til rette for et

[62] I den forbindelse er det verdt å påpeke at Investinor allerede har avsatt midler for oppfølgingsinvesteringer i direktemandatet.

velfungerende marked for tidligfasekapital i Norge. Et slikt marked preges av et mangfold av profesjonelle investorer i alle investeringsfaser samt innslag av internasjonal kapital og kompetanse.

Dersom fokus i større grad flyttes til det å få markedene til å fungere best mulig, bør heller ikke Investinors visjon være å «*bygge morgendagens næringsliv*» eller å legge vekt på enkelte sektorer basert på globale trender. Staten bør heller ikke pålegge Investinor noen politiske føringer om å satse på enkelte næringer. Investinor bør være et spisset virkemiddel for å få kapitalmarkedet og økosystemet rundt dette til å fungere best mulig, og vi tror det kan være uheldig for virkemiddelets effektivitet og måloppnåelse dersom selskapets visjon inkluderer andre forhold enn dette.

9.3.2 Anbefaling om målet ved eierskapet

Vi finner åpenbare målkonflikter mellom statens mål om høyest mulig avkastning over tid, og målet om å bedre kapitalmarkedet ved å løse markedssvikt. Spørsmålet er om målkonfliktene ville kunne løses ved å gå bort fra enten avkastningsmålet eller begrensingene som skal bidra til at selskapet skal løse markedssvikten.

En mulig løsning er å gå bort fra målet om at selskapet skal ha høyest mulig avkastning. I teorien ville dette tillatt at selskapet i større grad kunne ta brede samfunnshensyn for å mer målrettet løse kilder til markedssvikt og skape et mer effektivt kapitalmarked, selv når dette hadde gått på bekostning av selskapets egen lønnsomhet. Vår vurdering er at en slik endring i målene ville hatt ulike konsekvenser for de direkte og de indirekte investeringene.

For Investinor som eier av selskaper direkte ville dette hatt negative konsekvenser for Investinors avkastning, og for selskapene i porteføljen. For det første ville et selskap som var mindre kommersielt orientert hatt større utfordringer i å samhandle med andre kommersielle aktører. Dette gjelder både ved prising av selskap, ved oppfølgingsinvesteringer og ved avhending. Investinor ville hatt et betydelig press på seg til å gi avkall på avkastning eller gjennomføre mindre lønnsomme investeringer enn de ellers hadde ønsket. Selskapet, og eventuelle samarbeidspartnere, kunne forsøkt å rettferdiggjøre dette ved å vise til positive eksternaliteter ved fortsatt drift av for eksempel konkurstruede selskap. Videre er vår vurdering at selskaper i porteføljen kunne blitt ansett som mindre attraktive investeringsobjekter dersom de var eiet av en mindre kommersielt orientert eier. Å være i Investinors portefølje kunne blitt ansett som et negativt signal til andre investorer.

For de indirekte investeringene ville et mindre kommersielt mål tillatt at Investinor tok mer risiko ved å satse på nye fondsforvaltere og i større grad vektet sin portefølje av fond mot faser i kapitalmarkedet hvor det særlig var vesentlige kilder til markedssvikt. Potensielle negative konsekvenser av dette er at Investinor ville kunne overinvestert i fond uten høy nok grad av kommersiell orientering.

En mulighet er også at Investinor hadde blitt gitt muligheten til å selv velge når de vil benytte statsstøtte som verktøy for å etablere nye fondsmiljø. En åpenbar ulempe ved dette er at dersom staten går bort fra kravet om å alltid investere på like vilkår som private, vil det kunne skape insentiver for private til å spekulere i muligheten for gunstige vilkår ved at det innføres statsstøtteelementer. Vår vurdering er at dersom Investinor blir gitt muligheten til å gi statsstøtte, kan dette fortrenge rene kommersielle investeringsmuligheter for Investinor. Vår konklusjon er derfor at målet om høyest mulig avkastning bør opprettholdes.

9.4 Kapitaltilførsel fra staten og grensedragning mot andre virkemidler

9.4.1 Kapitaltilførsel

Gitt at staten ønsker å videreføre et virkemiddel som Investinor, er det et spørsmål om virkemiddelet bør tilføres mer kapital, eller om den kapitalen virksomheten har under forvaltning er tilstrekkelig.

Vår konklusjon er at effektiviteten til Investinor er størst dersom selskapet har forutsigbare rammebetingelser. Store svingninger i kapitaltilførselen skaper først et behov for å bygge opp kapasitet og kompetanse som man deretter kan risikere at ikke blir fullt ut utnyttet. For fond-i-fond-mandatet må det i tillegg tas hensyn til at arbeidsformen ved å følge opp fondene som man har investert i er svært ulik oppfølging av aktive direkteinvesteringer. For å holde på kompetansen knyttet til fond-i-fond-investeringer er man mer avhengig av å ha kapital tilgjengelig for å gjennomføre investeringer. Dette gjelder frem til fondene man først investerte i er avsluttet.

Det finnes også sterke argumenter til støtte for at statens kapitaltilførsel til markedet har størst effekt når den er motsyklisk. Ved å tilføre kapital i perioder med stor usikkerhet i markedene, kan staten oppnå at fondsforvaltningsmiljøer som ellers ikke ville lykkes med å reise kapital får den tilstrekkelige minimumskapitalen til å komme i gang. Dette bidrar til å opprettholde kompetansen i miljøet, som diskutert ovenfor.

9.4.2 **Grensedragningen mellom Investinor og andre virkemidler**

Vi anbefaler ingen endringer i grensedragningene mellom egenkapitalvirkemidlene Nysnø, Argentum og Investinor.

Vårt inntrykk er at flytting av oppgaver knyttet til oppfølging av presåkornfond og såkornfond fra Innovasjon Norge har vært vellykket og gitt nyttige synergier i Investinors organisasjon. Vår vurdering er at struktureringen og organiseringen av fremtidige presåkornmidler og såkornmidler passer godt sammen med Investinors øvrige virksomhet.

Vi anbefaler at Investinor opprettholder et samarbeid med Siva og Innovasjon Norge for å tilrettelegge for relevante kompetansevirkemidler som kan bidra til å spre kunnskapen om kapitalinnhenting.

Videre anbefaler vi at departementet vurderer å gi Investinor et oppdrag knyttet til å spre kompetanse om EIF og deres virkemidler.

10. Referanser

(2019-2020), M. S. *Statens direkte eierskap i selskaper - bærekraftig verdiskaping* DSS.

Akerlof, G. A. (1970). The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, *84*(3), 488-500.

Alperovych, Y., Groh, A., & Quas, A. (2020). Bridging the equity gap for young innovative companies: The design of effective government venture capital fund programs. *Research Policy*, *49*(10), 104051.

Alperovych, Y., Hübner, G., & Lobet, F. (2015). How does governmental versus private venture capital backing affect a firm's efficiency? Evidence from Belgium. *Journal of Business Venturing*, *30*(4), 508-525.

Armour, J., & Cumming, D. (2006). The legislative road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, *58*(4), 596-635.

Bai, J., Bernstein, S., Dev, A., & Lerner, J. (2021). *Public entrepreneurial finance around the globe.*

Berk, J. B., & DeMarzo, P. M.,. (2017). *Corporate finance (Third edition, Global ed.).*

Bertoni, F., & Tykvová, T. (2015). Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies. *Research Policy*, *44*(4), 925-935.

Brander, J. A., Du, Q., & Hellmann, T. (2015). The effects of government-sponsored venture capital: international evidence. *Review of Finance*, *19*(2), 571-618.

Brown, G., Harris, R., Hu, W., Jenkinson, T., Kaplan, S. N., & Robinson, D. T. (2021). Can investors time their exposure to private equity? *Journal of Financial Economics*, *139*(2), 561-577.

Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. K. (2011). How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface. *The Review of Financial Studies*, *24*(12), 4037-4090.

Colombo, M. G., & Grilli, L. (2007). Funding gaps? Access to bank loans by high-tech start-ups. *Small Business Economics*, *29*(1), 25-46.

Croce, A., Martí, J., & Murtinu, S. (2013). The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect? *Journal of Business Venturing*, *28*(4), 489-510.

Cumming, D. J., Grilli, L., & Murtinu, S. (2017). Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. *Journal of corporate finance*, *42*, 439-459.

Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2006). Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, *21*(5), 569-609.

Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, *18*(6), 689-708.

Devenow, A., & Welch, I. (1996). Rational herding in financial economics. *European economic review*, *40*(3-5), 603-615.

Engberg, E., Tingvall, P. G., & Halvarsson, D. (2021). Direct and indirect effects of private- and government-sponsored venture capital. *Empirical Economics*, *60*(2), 701-735.

Engel, D., & Keilbach, M. (2007). Firm-level implications of early stage venture capital investment — An empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*, *14*(2), 150-167.

Gompers, P. A. (1995, Desember). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5* 1461-1489.

Gompers, P. A., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives—Volume 15, Number 2, Spring 2001*, 145-168.

Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, *4*(4), 231-248.

Greenwald, B. C., Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1984). Information imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. *American Economic Review Papers and Proceedings*, *74*(1), 94-199.
Griliches, Z. (1992). The Search for R&D Spillovers. *The Scandinavian Journal of Economics*, *94*, S29-S47.
Grilli, L., & Murtinu, S. (2014). New technology-based firms in Europe: market penetration, public venture capital, and timing of investment. *Industrial and Corporate Change*, *24*(5), 1109-1148.
Harrison, R. (2018). Crossing the chasm: The role of co-investment funds in strengthening the regional business angel ecosystem. *Small Enterprise Research*, *25*(1), 3-22.
Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *57*(1), 169-197.
Investinor. (2021). *Årsrapport*.
Investinor. (2022). *Oversendt dokumentasjon og regnskapstall fra Investinor*.
Investinor, s. (2022). *Oversendt informasjon om såkornordningen fra Investinor*.
Investinor, S. i. (2021). *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*.
Jain, B. A., & Kini, O. (2022). Venture capitalist participation and the post-issue operating performance of IPO firms. In *Venture Capital* (pp. 397-410). Routledge.
Kapitaltilgang og økonomisk utvikling. (2004). Finansdepartementet.
Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The journal of finance*, *60*(4), 1791-1823.
Kortum, S., & Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital. *RAND Journal of Economics*, *31*(4), 674-692.
Krugman, P. (1980). Scale economies, product differentiation, and the pattern of trade. *The American economic review*, *70*(5), 950-959.
Kunnskapsdepartementet. (2007-2008). *Str. prop 1 (2007-2008)*.
Leleux, B., & Surlemont, B. (2003). Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, *18*(1), 81-104.
Lerner, J. (1999). The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program. *The Journal of business (Chicago, Ill.)*, *72*(3), 285-318.
Mc Cahery, J., Lopez de Silanes, F., Schoenmaker, D., & Stanisic, D. (2015). The European capital markets study: Estimating the financing gaps of SMEs. *Duisenberg School of Finance*, *1*(3).
Menon Economics. (2018). *Førevaluering av såkornordningen* (86).
Munari, F., & Toschi, L. (2015). Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics matter? *Journal of Business Venturing*, *30*(2), 205-226.
Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, *13*(2), 187-221.
NFD. (2011-2012). *Prop. 1 S (2011–2012)*.
O'Loughlin, B., & O'Brien, F. (2019). Fundamentals of Investment: A Practitioner's Guide.
Paglia, J. K., & Harjoto, M. A. (2014). The effects of private equity and venture capital on sales and employment growth in small and medium-sized businesses. *Journal of Banking & Finance*, *47*, 177-197.
Prop 1 S. (2021-2022). In.
Puri, M., & Zarutskie, R. (2012). On the life cycle dynamics of venture-capital-and non-venture-capital-financed firms. , *67*(6), 2247-2293.
Romer, P. (1993). Idea gaps and object gaps in economic development. *Journal of monetary economics*, *32*(3), 543-573.
Samila, S., & Sorenson, O. (2011). Venture capital, entrepreneurship, and economic growth. *The Review of Economics and Statistics*, *93*(1), 338-349.
Sandmo-utvalget. (2004). *Kapitaltilgang og økonomisk utvikling*.

SFS 2012:872. (2012). *Förordning om statlig finansiering genom regionala utvecklingsbolag*. Sveriges regering.
SFS 2016:1283. (2016). *Förordning om statligt stöd genom nationellt utvecklingsbolag*. Sveriges regering.
Skr. 2021/22:140. (2021). *Verksamhetsberättelse för bolag med statligt ägande*. Sveriges regering.
Soleimani Dahaj, A., & Cozzarin, B. P. (2019). Government venture capital and cross-border investment. *Global Finance Journal*, *41*, 113-127.
Standaert, T., & Manigart, S. (2018). Government as fund-of-fund and VC fund sponsors: effect on employment in portfolio companies. *Small Business Economics*, *50*(2), 357-373.
Statistisk Sentralbyrå. (2022). *Tabell 09190: Makroøkonomiske hovedstørrelser. Ujustert og sesongjustert 1978K1 - 2022K2*.
Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, *71*(3), 393-410.
Trester, J. J. (1998). Venture capital contracting under asymmetric information. *Journal of Banking & Finance*, *22*(6), 675-699.
Vækstfonden. *Årsrapport 2021*.
Wilson, K. E. (2015). Policy lessons from financing innovative firms. *Available at SSRN 2626741*.
Wilson, N., Wright, M., & Kacer, M. (2018). The equity gap and knowledge-based firms. *Journal of corporate finance*, *50*, 626-649.
Zhang, R., Yang, X., Li, N., & Khan, M. A. (2021). Herd Behavior in Venture Capital Market: Evidence from China. *Mathematics*, *9*(13), 1509.

oslo**economics**

www.osloeconomics.no

E-post og telefon:
post@osloeconomics.no
+47 21 99 28 00

Besøksadresse:
Klingenberggata 7A
0161 Oslo

Postadresse:
Postboks 1562 Vika
0118 Oslo