

RAPPORT

INVESTINORS SAMFUNNSBIDRAG



MENON-PUBLIKASJON NR. 170/2024

Av Odin Dager Moe, Einar Stoltenberg Wahl, Aria Khosravi, Per Fredrik Johnsen og Leo A. Grünfeld



Forord

Menon Economics har på oppdrag for Investinor gjennomført en analyse av Investinors samfunnsbidrag gjennom sin aktivitet i det norske kapitalmarkedet. Rapporten er en oppfølging av analysen av Investinors samfunnsrolle i 2021. Investinor bidrar med kapital, kompetanse og nettverk til bedrifter i tidlige stadier av livsløpet, fra presåkn helt til tidlig ekspansjonsfase, med mål om å legge til rette for bærekraftig vekst. Dette legger igjen grunnlag for norske arbeidsplasser og verdiskaping. Formålet med denne rapporten er å synliggjøre disse positive samfunnsmessige virkningene.

Prosjektet har vært ledet av Per Fredrik Johnsen, med Odin Dager Moe, Einar Stoltenberg Wahl og Aria Khosravi som prosjektmedarbeidere. Leo A. Grünfeld er ansvarlig partner.

Menon Economics er et forskningsbasert analyse- og rådgivningsselskap i skjæringspunktet mellom foretaksøkonomi, samfunnsøkonomi og næringspolitikk. Vi tilbyr analyse- og rådgivningstjenester til bedrifter, organisasjoner, kommuner, fylker og departementer. Vårt hovedfokus ligger på empiriske analyser av økonomisk politikk, og våre medarbeidere har økonomisk kompetanse på et høyt vitenskapelig nivå.

Vi takker Investinor for et spennende oppdrag. Vi takker også alle intervjuobjekter for gode innspill underveis i prosessen. Forfatterne står ansvarlig for alt innhold i rapporten.

Desember 2024

Leo A. Grünfeld
Prosjektansvarlig
Menon Economics

Desember 2024

Per Fredrik Johnsen
Prosjektleder
Menon Economics

Innhold

SAMMENDRAG	3
1. INNLEDNING OG BAKGRUNN	10
1.1. Kort om Investinor	10
1.2. Oppbygging av resten av rapporten	12
2. MARKEDSSVIKT OG RASJONALE FOR INVESTINOR	14
2.1. Markedssvikt i tidligfase	14
2.2. Investinors rolle i kapitalmarkedene	15
3. UTVIKLING I MARKEDET FOR RISIKOKAPITAL OG INVESTINORS ROLLE	18
3.1. Utvikling i tilgangen på risikokapital i tidlig fase	18
3.2. Utviklingen i tidligfasekapital på tvers av næringer	21
3.3. Investinor sin rolle i markedet for tidligfasekapital	22
3.4. Investinors rolle i økosystemet	24
4. CASER: HÅNDAVTRYKKET TIL INVESTINORS PORTEFØLJESELSKAP	26
4.1. Heimdall Power - teknologi for økt kapasitetsutnyttelse i elektrisitetsnettet og færre naturinngrep	26
4.2. Dignio – bringer helsetjenester hjem til pasienten	27
4.3. Kezzler – økt innsikt i hele verdikjeden	29
5. SAMFUNNSEFFEKTER FRA INVESTINORS PORTEFØLJE	31
5.1. Direkteinvesterings- og matchemandatet	31
5.2. Investinors fond-i-fond mandat	42
5.3. Presåkorn- og såkornordningene	48
VEDLEGG	54
Vedlegg 1: Metode for fremtidig verdiskaping	54
Vedlegg 2: Oversikt over nye investeringsfond og -instrumenter siden 2015	56

Sammendrag

Investinor er et statlig eid investeringsselskap etablert i 2008 som eies av Nærings- og fiskeridepartementet. Selskapet skal bidra til bedre kapitaltilgang i tidligfasemarkedet gjennom å investere risikokapital sammen med private investorer i selskaper og investeringsfond. Investinor investerer i tidligfaseselskaper i både preså Korn-, såkorn-, venture- og ekspansjonsfasen. Investinor har tre mandater:

- Mandat 1: Aktive direkteinvesteringer
- Mandat 2: Fonds- og matcheinvesteringer
- Mandat 3: Forvaltning av preså Korn- og såkornfond

For investeringer under Mandat 1 og Mandat 2 går Investinor inn på kommersielle vilkår, på lik linje med private investorer. Gjennom Mandat 3 tilbys lån eller egenkapital med risikoavlastning tilpasset ordningen, men investeringene skjer på kommersielt grunnlag.

Investinors investeringer skal ha et langsiktig perspektiv, være konkurransedyktig over tid og skape økonomisk verdi. Gjennom å ta risiko på kort sikt, skal Investinor sikre bærekraftig avkastning på lang sikt. Investinor skal både bidra til at selskapenes aktivitet tar hensyn til miljøet, og at man jobber mot kontinuerlige forbedringer. Men den viktigste påvirkningen gjøres gjennom å investere i selskap og bransjer som bidrar til å løse globale miljøutfordringer, og ved å fungere som en krevende og kompetent aktør i utviklingen av en bærekraftig norsk økonomi. Videre har Investinor en viktig rolle gjennom å investere i selskap og bransjer som bidrar til å løse globale sosiale utfordringer, med stor vektning mot ulike typer løsninger og teknologier innen livsvitenskapene.

Tilgang til finansiering er allment ansett som en avgjørende faktor for at bedrifter skal kunne vokse, både i de tidligste bedriftsfasene, samt i en vekst- og ekspansjonsfase. Det er imidlertid mange innovative selskaper som har utfordringer med å skaffe midler til sine investeringer i tidlig fase. Uten en eier med betydelig økonomisk kapasitet, kan bedrifter ofte oppleve finansieringshindringer. Investinor er en statlig eid aktør i norske kapitalmarkeder, og deres investeringer må derfor ses på som en offentlig inngripen i kapitalmarkedene.

Alle offentlige inngripener i kapitalmarkedene bør begrunnes i en eller annen form for markedssvikt som gjør at samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter ikke får tilstrekkelig kapital i fravær av inngripen. Overordnet er det to grunner til at investeringen i innovative tidligfaseselskaper er suboptimal fra et samfunnsøkonomisk perspektiv:

- 1) **Imperfeksjoner i kapitalmarkedene** som følge av asymmetrisk informasjon, gjør at det finnes prosjekter med en positiv nåverdi som ikke evner å tiltrekke seg finansiering.
- 2) **Positive eksternaliteter** fra investeringer i innovative selskap, for eksempel i form av kunnskaps-overføringer eller økt konsumentoverskudd, gjør at selskapene investerer mindre i egen utvikling enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt.

Imperfeksjoner i kapitalmarkedene bidrar til at bedriftsøkonomisk lønnsomme investeringer ikke blir gjennomført, mens positive eksternaliteter bidrar til at bedriftsøkonomisk ulønnsomme investeringer likevel kan være samfunnsøkonomisk lønnsomme.

Utvikling i markedet for tidligfasekapital

Tilgang på risikokapital er kritisk for oppstartsbedrifter, spesielt i de tidligste bedriftsfasene. Såkornfasen innebærer utvikling før kommersialisering, mens venturefasen handler om vekst etter at noe omsetning er

oppnådd. Investering i tidligfase er risikabelt, men nødvendig for innovasjon. Det har vært en økning i antall tilbydere av risikokapital de siste ti årene i Norge, både aktive eierfond, family offices og andre investeringsfond og -instrumenter. Vi viser at kapitalinnhenting fra aktive eierfond i såkorn- og venturefasen har økt, som i neste omgang har bidratt til at investeringene har økt. Det har imidlertid vært betydelige svingninger i investeringsaktivitet, drevet av blant annet renteendringer, pandemi og økonomiske nedgangstider.

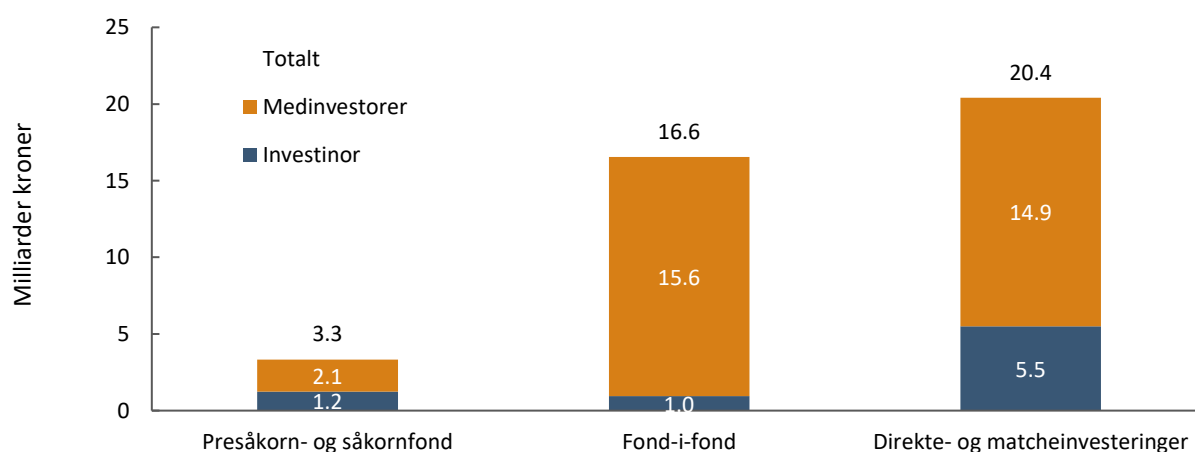
Gjennom intervjuer med sentrale aktører i det norske kapitalmiljøet for risikokapital i tidlig fase, fremheves det at Investinor har vært sentral i utviklingen av markedet for tidligfaseinvesteringer siden etableringen i 2009. Investinor har bidratt med kapital direkte og som koinvestor, spesielt i kapitalintensive og teknologisk risikofylte sektorer som helse, biotech og life science. Deres deltakelse har redusert risikoen for private investorer og tiltrukket mer kapital, også internasjonalt. Videre fremheves viktigheten av Investinor som et kvalitetsstempel for andre fond og deres rolle i å utvikle og opprettholde et diversifisert kapitalmarked i Norge. Dette styrker gründerkulturen ved å fremme konkurranse og robusthet i økosystemet for tidligfasekapital.

Investinors bidrag til kapitaltilgang

Investinor er den største aktøren i det norske venturekapitaløkosystemet og spiller en viktig rolle i å sikre tilgang til investeringskapital i tidligfase. Selskapet bidrar direkte med kapital til porteføljeselskaper, og utløser også annen privat kapital gjennom sitt nettverk og deltakelse i kapitalinnhentingsrunder.

Ved utgangen av andre kvartal av 2024 har medinvestorer koinvestert 14,9 milliarder kroner i runder hvor Investinor har deltatt. Inkludert Investinors egen kapitalpåfylling på 5,5 milliarder kroner, har porteføljeselskapene totalt mottatt 20,4 milliarder kroner i forbindelse med investeringsrunder gjennom direkteinvesterings- og matchemandatet til Investinor. Gjennom preså Korn- og såkornfond (bølge III) er det investert 3,3 milliarder kroner inkludert matching-investeringer fra koinvestorer. Samlet betyr det at 23,7 milliarder er tilført tidligfaseselskaper direkte gjennom de to mandatene, i forbindelse med kapitalrunder hvor Investinor har deltatt eller har eierinteresser gjennom fond. Videre er det gjennom fond-i-fond-mandatet er det kommittert 16,6 milliarder kroner, hvorav én milliard er kommittert av Investinor og resten fra andre investorer i fondene. En betydelig andel av denne kapitalen vil investeres i norske tidligfasebedrifter.

Figur 1: Tilført kapital gjennom ulike deler av Investinors portefølje over tid. ¹ 2009-2024 Q2. Kilde: Investinor



¹ For såkornfond og fond-i-fond er det tatt utgangspunkt i tilført kapital til fondene, og ikke faktiske investeringer.

Videre bidrar Investinor til kapitalinnhenting ved å introdusere selskaper til sitt investornettverk og gjennom koinvesteringsordninger. Analyser av eierskapet i porteføljebedrifter før og etter Investinors investering viser hvordan Investinors inntreden i selskaper fører til endringer i eierskapet; spesielt ser man en økning i profesjonelle investorer fra 46 prosent til det dobbelte to år etter deres inntreden.

Investinors bidrag til sysselsetting og verdiskaping

Gjennom de ulike mandatene er Investinor direkte eller indirekte investert i over 850 selskaper, og har inkludert avhendede selskap vært på eiersiden av nesten 1 000 selskap. Tabellen under viser hvordan Investinors portefølje fordeler seg på de ulike mandatene, og hvorvidt selskapene fortsatt er i porteføljen eller ikke.

Tabell 1: Investinors portefølje fordelt på mandat, 2. kvartal 2024. Kilde: Investinor

Mandat	Antall selskap	Aktive selskap	Antall fond	Aktive fond	Investert kapital (MNOK)
Mandat 1: Direkteinvesteringer ²	95	50			4 957
Mandat 2: Matcheinvesteringer	17	14			543
Mandat 2: Fond-i-fond	509	509	28	28	583
Mandat 3: Preså Kornfond	268	217	30	29	290
Mandat 3: Så Kornfond (Bølge III)	80	69	5	5	779
Totalt	969	859	63	62	7 152

I tidlig fase investerer skalerbare selskaper med vekstpotensial betydelig i utvikling og kommersialisering, noe som ofte resulterer i negative driftsresultater og et behov for risikokapital. Banklån er sjelden en mulighet på grunn av høy risiko og mangel på sikkerheter, mens finansiering fra engleinvestorer eller FFF (Family, Friends, and Fools) ofte er utilstrekkelig. Tidligfasefond er derfor en kritisk kilde til egenkapital for disse selskapene, muliggjør vekst. Negative driftsresultater fører til lav eller negativ verdiskaping (lønnsutgifter + EBITDA). Ved suksess kan imidlertid omsetning og verdiskaping øke. Når man vurderer samfunnsøkonomiske effekter av oppstarts- og vekstselskaper, ser vi både på økonomisk avtrykk i dag, men også utsikter for porteføljeselskapene knyttet til fremtidig verdiskapingspotensial basert på markedsverdier.

Verdiskaping: En bedrifts verdiskaping er et mål for verdien bedriften skaper for samfunnet, og kan ses på som en bedrift sitt bidrag til BNP. Dette regnes som en sentral samfunnsøkonomisk størrelse ettersom verdiskapingen legger grunnlag for velferd gjennom offentlig og privat forbruk. For et gitt regnskapsår er en bedrifts direkte verdiskaping definert som summen av lønnskostnader og bedriftens driftsresultat korrigert for kapitalslit og nedskrivninger

Investinors samlede selskapsportefølje har i dag 7 570 sysselsatte. I tillegg understøtter porteføljeselskapenes vare- og tjenestekjøp 5 490 sysselsatte i verdikjeden. Porteføljeselskap er representert i alle landets fylker, og bidrar med nye arbeidsplasser en rekke steder i landet, også utenfor storbyene.

² inkluderer investeringer gjennom skog-mandat

Tabell 2: Direkte og indirekte (ringvirkninger) sysselsetting og verdiskaping fra porteføljeselskapene fordelt på de ulike mandatene. Inkluderer både urealiserte og realiserte investeringer. Kilde: Menon Economics

Mandat	Sysselsatte			Verdiskaping (mNOK)		
	Direkte	Indirekte	Totalt	Direkte	Indirekte	Totalt
Mandat 1: Direkteinvesteringer	1 800	1 170	2 970	1 320	1 630	2 950
Mandat 2: Matcheinvesteringer	160	120	290	-160	180	20
Mandat 2: Fond-i-fond	2 630	1 520	4 140	40	2 080	2 120
Mandat 3: Preså Kornfond	1 680	1 150	2 830	370	1 600	1 960
Mandat 3: Så Kornfond (Bølge III)	1 300	1 540	2 840	460	2 360	2 820
Totalt	7 570	5 490	13 070	2 030	7 850	9 870

Investinors portefølje har en verdiskaping på 2 milliarder kroner i 2023. Når vi inkluderer indirekte verdiskapingseffekter (ringvirkninger), utgjør de samlede verdiskapingseffektene til porteføljen 9,9 milliarder kroner.

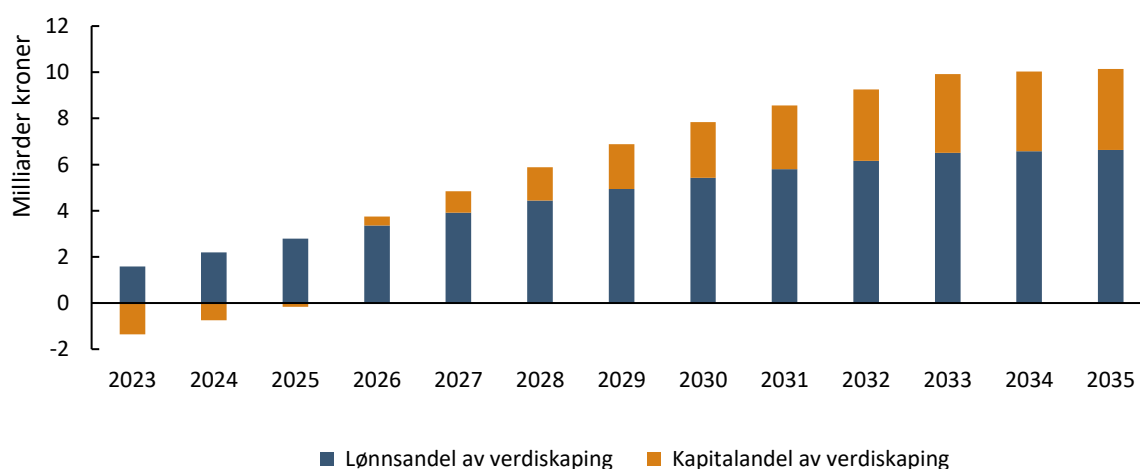
Direkteinvesterings- og matchemandatet

Fremtidig verdiskapingspotensial

Investinor skal legge til rette for bygge fremtidens næringsliv og verdiskaping, ved å bidra med risikokapital til tidligfaseselskap som møter utfordringer med å hente nødvendig kapital i markedet. Når vi skal undersøke Investinor sitt samfunnsbidrag er det dermed naturlig å rette blikket fremover og se på forventninger til *fremtidige verdiskapingsbidrag* med utgangspunkt i markedsverdien for Investinors direkteinvesterings- og matcheportefølje.

Ser vi litt over 10 år fram i tid estimerer vi at Investinor sin aktive matche- og direkteinvesteringsportefølje vil bidra til **verdiskaping i Norge på 10,1 milliarder kroner** i 2035, fordelt på henholdsvis 3,5 milliarder fra driftsresultat og avskrivninger og 6,6 milliarder i lønnskostnader.

Figur 2: Estimert utvikling i verdiskaping for Investinors direkteinvesterings- og matcheportefølje frem mot 2035, med utgangspunkt i markedsverdier og regnskap for aktive porteføljeselskaper ved årsslutt 2023, oppgitt i faste 2023-kroner.



Etter hvert som selskapene i porteføljen utvikler seg, forventes det at driftsunderskuddet krymper, og etter hvert blir positivt. I ekspansjonsfasen er det også ventet at lønnsandelen av verdiskaping vil vokse, da skalering ofte innebærer betydelig flere ansatte. Majoriteten av veksten er ventet å skje frem mot 2033 da selskapene som i dag er i venturefasen er ventet å nå et modent stadium.

Fond-i-fond

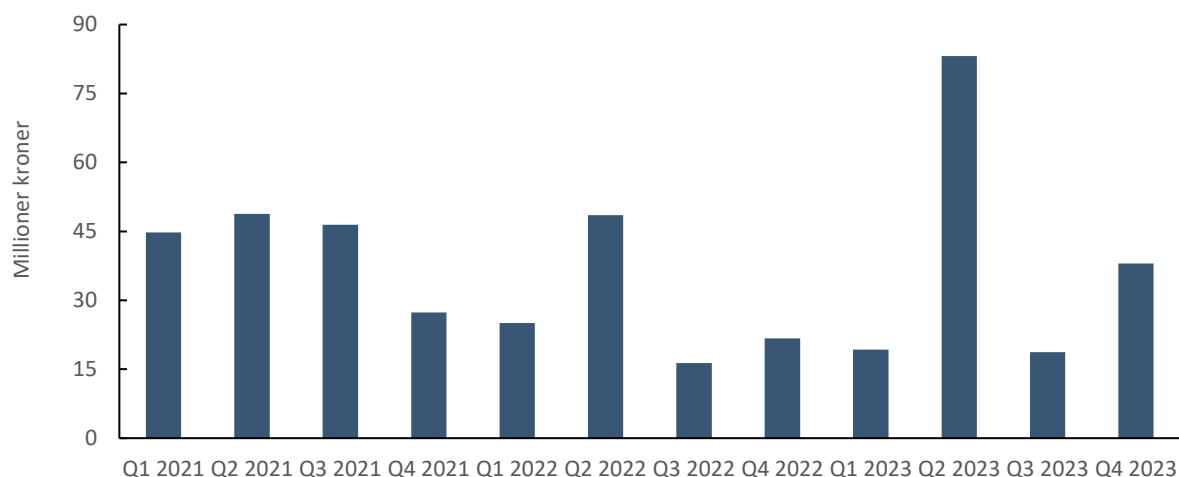
Fondsinvesteringer skiller seg markant fra direkte- og matcheinvesteringer. I stedet for at Investinor vurderer enkeltsekskap og koinvestorer, innebærer fondsinvesteringene å selekttere forvaltere og fond. Investinor skal selekttere forvaltningsteam de tror kan bidra til avkastning og verdiskaping i Norge. I seleksjon av fondsforvaltere vektlegges særlig forvaltere med en track-record å vise til, kvaliteten på nettverk, herunder evnen til å tiltrekke seg dealflow og privat kapital, og fokus på bærekraft. Fondsinvesteringene er rettet mot tidlig fase, fra pre-såkorn til venture. Til forskjell fra direkteinvesterings- og matchemandatet, retter ikke fondsinvesteringene seg mot ekspansjonsfasen.

Investinor har investert i 28 fond med en samlet kommittering på 950 millioner kroner, hvorav 580 millioner allerede er overført. Fondene Investinor er investert i dekker et bredt spekter av næringer, fra havrommet til helse og life science, men fellesnevneren for alle er fokuset på teknologiutvikling og -kommersialisering. Videre investerer de i fond som dekker presåkorn-, såkorn- og venturefasen. Under sitt fondsmandat investerer Investinor typisk 10-30 millioner kroner i presåkornfond, 30-50 millioner i såkornfond og 50-100 millioner i venturefond. I tabellen under viser vi hvilke fond, kommittert beløp og faktisk investert beløp Investinor har gjennom sitt fond-i-fond-mandat.

Investinor har på kort tid blitt en betydelig aktør i det norske fondsmiljøet. Dette har skjedd parallelt med en fremvekst av nye forvaltere og fond i tidlig fase. En stor andel av fondsinvesteringene til Investinor som er kanalisert til forvalternes enten første eller andre fond. Investinor er med andre ord med på å tilføre en betydelig andel av kapitalen til relativt nye forvaltere. Nøkkelpersoner i norsk venture har omtalt det som et kvalitetsstempel å ha Investinor med som investor. På den måten spiller Investinor en rolle for mengden kapital flere av forvalterne har hatt anledning til å hente inn, utover kapital Investinor tilfører selv.

Gjennom sitt fond-i-fond-mandat har Investinor i snitt investert 146 millioner kroner per år, fordelt på en rekke ulike fond. Figuren under viser Investinors fondsinvesteringer per kvartal siden 2021.

Figur 3: Kvartalsvise investeringer i fond under Investinors fond-i-fond-mandat. Kilde: Investinor



Preså Korn- og så Kornordningene

Preså Korn- og så Kornmandatene har som formål å stimulere investeringer i innovative selskaper i tidlig fase, ved å kombinere offentlig og privat kapital. Opprinnelig administrert av Innovasjon Norge, ble disse mandatene overført til Investinor i 2020. Fondene forvaltes av eksterne private aktører som tilbyr kapital, nettverk og kompetanse til porteføljeselskapene. Preså Kornordningen fokuserer på innovative oppstartsselskaper med stort vekstpotensial, og sikrer risikoavlastning for private investorer. I denne ordningen er lånene rente- og avdragsfrie med en løpetid på 15 år, noe som har tilført betydelig kapital til om lag 268 selskaper. Så Kornordningen, på sin side, har en levetid på 10-15 år og innebærer egenkapitalbaserte investeringer i mer enn 80 selskaper gjennom fem ulike fond.

Preså Kornordningen har i tillegg bidratt med 290 millioner kroner i egenkapital til porteføljeselskapene, med nesten 800 millioner kroner matchet fra private medinvestorer. Det er viktig å nevne at erfaringen noen aktører har fått gjennom disse midlene har ført til etablering av egne fond og videre investeringsvirksomhet. Eksempler inkluderer Validé med Validé Invest II og Skyfall, som nå forvalter 350 millioner kroner og har mottatt investeringer fra Investinor gjennom fond-i-fond-mandatet i 2020.

Gjennom disse ordningene er totalt 348 selskaper finansiert, med 294 aktive investeringer ved utgangen av 2023. Disse selskapene skaper arbeidsplasser både direkte og gjennom ringvirkninger i økonomien. Med fokus på teknologisektoren, spesielt IKT og kunnskapstjenester, er det forventet at mange av disse oppstartsbedriftene har potensiale for betydelig vekst. Investinors porteføljeselskaper sysselsetter til sammen rundt 3 000 personer i 2023, med sysselsettingen spredt over hele landet, mest bemerkelsesverdig i Oslo, Buskerud, Trøndelag og Rogaland. Den geografiske spredningen og diversifiseringen innen sektorer som helse og handel understreker rollen disse fondene spiller i å støtte innovative bedrifter med høyt skaleringspotensial i Norge.

Håndavtrykket til Investinors porteføljeselskap

Gjennom tre utvalgte casestudier illustreres de bredere samfunnsbidragene til Investinors porteføljeselskaper, utover sysselsetting og verdiskaping. Vi vektlegger særlig de positive eksternalitetene av selskapenes løsninger knyttet til bærekraftig utvikling, med fokus på grønn omstilling, velferd og helse, samt digitalisering. Vi belyser både casebedriftenes håndavtrykk i dag, og potensialet dersom man lykkes med å ta løsningene i utstrakt bruk.

- **Heimdall Power**, et norsk selskap grunnlagt i 2016, utvikler avanserte teknologiløsninger for å forbedre kapasiteten og effektiviteten i elektrisitetsnett, med et fokus på å redusere naturinngrep og CO₂-utslipp. Selskapets "Neurons" sensorer og Heimdall Cloud programvare optimaliserer netttutnyttelse, øker sikkerheten og gjør det mulig å bedre håndtere både økende elektrifisering og integrasjon av fornybar energi. Dette har gjort det mulig for kunder som Arva og kraftprodusenter i Irland og Sveits å øke kapasiteten uten å utvide det eksisterende nettverket. Heimdall Power bidrar dermed til å løse samfunns- og bærekraftutfordringer på området. Videre estimeres selskapets teknologi kunne redusere globale CO₂-utslipp med 2 milliarder tonn innen 2030. Investinor har vært en sentral finansiell og strategisk partner for Heimdall Power, og har bidratt til selskapets vekst og utvikling gjennom kapitalinnsprøytninger og støtte innen ESG-arbeid.
- **Dignio** er et norsk selskap som siden 2011 har utviklet teknologiske løsninger for å styrke pasientomsorgen i hjemmet, med fokus på digital hjemmeoppfølging og medisindispensere. Disse løsningene gir pasienter mulighet til å motta nødvendig helsehjelp hjemmefra, noe som øker effektiviteten i helse- og omsorgssektoren ved å frigjøre personellressurser. Dignio har allerede over 50 000 brukere, med om lag 7 000 medisindispensere i drift, og bidrar til å redusere presset på helsevesenet ved å muliggjøre effektiv oppfølging og administrering av medisiner. Løsningene kan gi store

besparelser, med potensial til å frigjøre nesten 3350 årsverk og spare over 4,3 milliarder kroner årlig i Norge. Besparelsene inkluderer også forbedringer i tjenestekvalitet og økt pasientsikkerhet. Dignio er også til stede internasjonalt, og Investinor har siden 2020 vært en viktig investor og strategisk partner, som støtter selskapets vekst og utvikling.

- **Kezzler** er et norsk teknologiselskap etablert i 2001, som spesialiserer seg på digital identifikasjon og sporbarhet av produkter for å øke innsikt i hele verdikjeden. Selskapets skybaserte plattform muliggjør sanntidsdatainnsamling og deling, og forbedrer transparens, effektivitet og bærekraft i forsyningskjeden. Kezzlers teknologi brukes primært i sektorer med høy risiko for forfalskning, som legemidler og dagligvarer, og bidrar til å hindre salg av farlige produkter, bekjempe forfalskninger og oppfylle regulatoriske sporbarhetskrav. Dette gir betydelige fordeler både for samfunnet og næringslivet ved å redusere ulykker, bedre sirkularitet og øke produktets bærekraftighet, samtidig som det styrker troverdigheten blant forbrukere. Investinor har spilt en viktig rolle i Kezzlers ekspansjon, med investeringer på til sammen 65 millioner kroner siden 2021, og har bidratt med økonomisk, strategisk og faglig støtte, som har forbedret Kezzlers markedsposisjon og evne til internasjonal vekst.

1. Innledning og bakgrunn

Entreprenørskap er en sentral drivkraft for nyskaping og økonomisk vekst. Innovative oppstartselskaper som lykkes med å vokse, spiller en vesentlig rolle i denne dynamikken. I tillegg til å fremme vekst og innovasjon, er entreprenørskap avgjørende for jobbskaping. Blant de som skaper mange arbeidsplasser er det en liten andel av vekstselskap står bak en stor andel av arbeidsplassene som skapes. Risikovillige gründere som etablerer innovative selskaper, bidrar til å forme det fremtidige norske næringslivet.

Tilgang til finansiering er allment ansett som en avgjørende faktor for at bedrifter skal kunne vokse, både i de tidligste bedriftsfasene, samt i en vekst- og ekspansjonsfase. Det er imidlertid mange innovative selskaper som har utfordringer med å skaffe midler til sine investeringer i tidlig fase. Uten en eier med betydelig økonomisk kapasitet, kan bedrifter ofte oppleve finansieringshindringer. Derfor implementerer myndigheter i de fleste land tiltak for å supplere de private finansmarkedene. Både internasjonalt og i Norge finnes det en rekke offentlige ordninger designet for å avhjelpe mangelen på kapitaltilførsel til innovative selskaper i vekst. Disse ordningene inkluderer blant annet kredittgarantier, subsidierte lån, direkte tilskudd, skattelettelser, skattekreditter og egenkapitalinvesteringer.

1.1. Kort om Investinor

Investinor er et statlig eid investeringsselskap etablert i 2008. Selskapet var et datterselskap av Innovasjon Norge (IN) fram til 2013, men har siden da vært direkte eid av Nærings- og fiskeridepartementet. Selskapet skal bidra til bedre kapitaltilgang i tidligfasemarkedet gjennom å investere risikokapital sammen med private investorer i selskaper og investeringsfond. Investinor skal være en sentral egenkapitalaktør i det norske unoterte markedet, og med kompetanse, kapital og nettverk lede an den bærekraftige omstillingen til morgendagens næringsliv. Investinor investerer i tidligfaseselskaper i både presåkn-, såkn- venture og ekspansjonsfasen.

For å nå visjonen om å *bygge morgendagens næringsliv* har selskapet fire hovedmål:

1. Oppnå høyest mulig avkastning over tid innenfor gitte rammer
2. Bedre kapitaltilgang i tidligfasemarkedet
3. Fremme omstillingen til et norsk bærekraftig næringsliv
4. Være den foretrukne arbeidsgiveren for samfunnsbevisste talenter

Investinors investeringer skal ha et langsiktig perspektiv, være konkurransedyktig over tid og skape økonomisk verdi. Gjennom å ta risiko på kort sikt, skal Investinor sikre bærekraftig avkastning på lang sikt. Investinor skal både bidra til at selskapenes aktivitet tar hensyn til miljøet, og at man jobber mot kontinuerlige forbedringer. Men den viktigste påvirkning gjøres gjennom å investere i selskap og bransjer som bidrar til å løse globale miljøutfordringer, og ved å være en krevende og kompetent aktør i utviklingen av en bærekraftig norsk økonomi. Videre fokuserer Investinor på sosiale forhold, både ved å sørge for at investeringene tar hensyn til lokalmiljø og samfunn, og at sosiale, kulturelle og politiske spørsmål som er relevante for kjernevirksomheten inkluderes. Men også her utføres den viktigste påvirkningen gjennom å investere i selskap og bransjer som bidrar til å løse globale sosiale utfordringer, men stor vektning mot ulike typer løsninger og teknologier innen livsvitenskapene.

Begrepsforklaring og definisjoner

Aktive eierfond: Ofte omtalt som private equity, er investeringsfond som investerer i unoterte aksjer og utøver aktivt eierskap gjennom å ta del i selskapets styring, tilføre nettverk og erfaring, i tillegg til kapital.

Preså Kornfasen: Oppstartsselskaper som videreutvikler og klargjør for kommersialisering. Selskaper i preså Kornfasen er på et tidligere TRL nivå enn så Korn.

Så Korn: Kapital gitt til nyetablerte selskaper for produktutvikling og tidlig markedsføring før de begynner å generere vesentlige inntekter. Selskapene i så Kornfasen kjennetegnes ved at de ikke har omsetning og har høy risiko knyttet til teknologi, marked og team.

Venture: Deles inn i (i) tidlig venture (series A) og (ii) sen venture (series B og senere). Selskap som reiser kapital i disse rundene kjennetegnes av lav teknologirisiko og noe markedsrisiko. De har lansert et produkt og er i en vekstfase der målet er å øke omsetning.

Ekspansjonskapital: Kapital som tilføres et selskap for å muliggjøre vekst og ekspansjon, samtidig som investoren tar minoritetseierskap.

Tidligfase: Paraplybenevneelse for de innledende fasene i en bedrifts livssyklus fra preså Kornfase til ekspansjonsfase.

Kapitalinnhenting: Innhenting av kapital til fond fra investorer.

Kommitteringer: Forpliktelser fra investorer til å investere en bestemt sum i et fond.

Investinor har en kommersiell investeringsvirksomhet gjennom aktive direkteinvesteringer og fonds- og matcheinvesteringer. I tillegg har de en øvrig investeringsvirksomhet med statsstøtteelementer forvaltet på vegne av Staten, som inkluderer forvaltning av preså Korn- og så Kornfond. Virksomheten har utviklet seg over tid, og Investinors investeringsvirksomhet er i dag fordelt på tre hovedmandater. De tre mandatene er:

- **Mandat 1 - Aktive direkteinvesteringer:** Formålet med dette mandatet er å bidra til økt verdiskaping gjennom å tilby risikovillig kapital til norske, internasjonalt orienterte og konkurransedyktige selskaper i tidlig vekstfase, og med noe fleksibilitet mot ekspansjonsfasen. Investinors oppgave er her å komplettere det norske markedet for venture- og ekspansjonskapital. I tillegg til risikokapital skal Investinor bidra med et kompetent og aktivt eierskap i selskapene de investerer i.
- **Mandat 2 - Fonds- og matcheinvesteringer:** Gjennom mandatet for fonds- og matcheinvesteringer skal Investinor investere i fond eller selskaper gjennom syndikerte strukturer eller ved matching av private investorer. Investeringene skal i hovedsak rettes mot selskaper i venturefasen, og tidlig ekspansjonsfase. Formålet med mandatet er å fremme økt samlet verdiskaping og omstilling av norsk næringsliv gjennom å bedre markedet for tidligfasekapital i Norge. De private forvalterne står for utvelgelsen og oppfølgingen av porteføljeselskapene.
- **Mandat 3 - Forvaltning av preså Korn- og så Kornfond:** Mandatet for preså Korn- og så Kornfond har som formål å bidra til at innovative selskaper i tidlig fase utløser sitt vekstpotensial gjennom å tilføre kapital, samt bidra til å utløse privat kapital. Fondene er forvaltet av utvalgte private miljøer, som tilbyr kapital, nettverk og kompetanse. Formålet med mandatet er å bidra til norsk verdiskaping. Fondene er lukket og tilføres ikke ny kapital.

Det er opprettet egne investeringsselskap per mandat, som alle faller inn under konsernet Investinor AS. Mandat 2 og 3 ble gitt 1. mai 2020, da Investinor overtok driften av Innovasjon Norges preså Korn- og såkornordning, og mandat 2 ble opprettet. Mandatene har til felles at de bidrar med frisk egenkapital til videre utvikling i innovative oppstart- og vekstselskap. For investeringer under Mandat 1 og Mandat 2 går Investinor inn på kommersielle vilkår, på lik linje med private investorer, mens for Mandat 3 tilbys lån eller egenkapital med risikoavlastning tilpasset ordningen. Ingen av mandatene er begrenset til spesifikke sektorer, men gjennom direkteinvesteringsmandatet prioriteres investeringer i sektorer med næringsmiljøer som har potensial for internasjonale konkurransefortrinn, ivaretar utnyttelse av viktige naturressurser, benytter ny teknologi og kompetanse og/eller bidrar til mindre miljøbelastning og menneskeskapte klimaendringer.³

Gjennom de ulike mandatene har Investinor direkte eller indirekte investert i over 850 selskap, og har inkludert avhendede selskap vært på eiersiden av nesten 1 000 selskap. Dette inkluderer både nåværende portefølje, og realiserte investeringer. Tabellen under viser hvordan Investinors portefølje fordeler seg på de ulike mandatene, og hvorvidt selskapene fortsatt er i porteføljen eller ikke.

Tabell 3: Investinors portefølje fordelt på mandat, 2. kvartal 2024. Kilde: Investinor

Mandat	Antall selskap	Aktive selskap	Antall fond	Aktive fond	Investert kapital (MNOK)
Mandat 1: Direkteinvesteringer⁴	95	50			4 957
Mandat 2: Matchinvesteringer	17	14			543
Mandat 2: Fond-i-fond	509	509	28	28	583
Mandat 3: Preså Kornfond	268	217	30	29	290
Mandat 3: Såkornfond (Bølge III)	80	69	5	5	779
Totalt	969	859	63	62	7 152

1.2. Oppbygging av resten av rapporten

Formålet med rapporten er å belyse rollen Investinor har, og har hatt, i markedet for tidligfase risikokapital i Norge, samt det økonomiske og samfunnsmessige håndavtrykket til Investinor sine porteføljeselskap i dag, og forventninger om fremtiden. Håndavtrykket (ofte omtalt som «impact» på engelsk) er den positive påvirkningen et selskap kan generere gjennom sine produkter, og bidrar til miljømessige eller sosiale forbedringer. I motsetning til håndavtrykk, referer fotavtrykket til den negative påvirkningen et selskap har på miljøet eller samfunnet gjennom sin virksomhet. De ulike mandatene har en del likheter, men samtidig også en del forskjeller, noe som gjør det naturlig å se nærmere på hvert mandat for seg.

I kapittel 2 presenterer vi rasjonale for markedsinngrep og Investinor. Kapittel 3 beskrives utviklingen i markedet for tidligfase risikokapital og Investinor sin rolle i markedet. I kapittel 4 presenterer vi tre caser som belyser bredere samfunnseffekter ved å ta løsninger til porteføljeselskapene i bruk. Kapittel 5 tar for seg det økonomiske håndavtrykket til Investinors portefølje, både direkte- og matchinvesteringer, fondsinvesteringer og til slutt såkorn- og presåkornordningene.

Når vi ser på økonomiske effekter fra Investinors portefølje er det et sett med størrelser som er særlig relevante. Disse er:

³ Dette til forskjell fra før endringen i 2013, da selskapet hadde et særskilt fokus på satsingsområdene miljø, energi, reiseliv, marin og maritim sektor, i tillegg til et spesielt fokus på klima- og miljøprosjekter.

⁴ inkluderer investeringer gjennom skog-mandat

- Direkte sysselsettingseffekter
- Indirekte sysselsetting og verdiskaping gjennom ringvirkninger i verdikjeden
- Forventninger fremtidig verdiskaping

Videre vil vi se nærmere på hvordan disse størrelsene fordeler seg på ulike næringer, og hvordan det øvrige eierskapet i porteføljeselskapene har utviklet seg i etterkant av Investinors inntreden på eiersiden. I denne rapporten ser vi ikke på Investinors avkastning. I årsrapportene redegjøres det for avkastningen til Investinor.⁵ Avkastningen ettersom det blant annet redegjøres for avkastning i deres årsrapporter.

⁵ Årsrapporter kan hentes fra: <https://investinor.no/rapporter/>

2. Markedssvikt og rasjonale for Investinor

2.1. Markedssvikt i tidligfase

Investinor er en statlig eid aktør i norske kapitalmarkeder, og deres investeringer må derfor ses på som en offentlig inngripen i kapitalmarkedene. Alle offentlige inngripener i kapitalmarkedene bør begrunnes i en eller annen form for markedssvikt som gjør at samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter ikke får tilstrekkelig kapital i fravær av inngripen. Overordnet er det to grunner til at investeringen i innovative tidligfaseselskaper er suboptimal fra et samfunnsøkonomisk perspektiv:

- 3) **Imperfeksjoner i kapitalmarkedene** som følge av asymmetrisk informasjon, gjør at det finnes prosjekter med en positiv nåverdi som ikke evner å tiltrekke seg finansiering.
- 4) **Positive eksternaliteter** fra investeringer i innovative selskap, for eksempel i form av kunnskaps-overføringer eller økt konsumentoverskudd, gjør at selskapene investerer mindre i egen utvikling enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt.

Imperfeksjoner i kapitalmarkedene bidrar til at bedriftsøkonomisk lønnsomme investeringer ikke blir gjennomført, mens positive eksternaliteter bidrar til at bedriftsøkonomisk ulønnsomme investeringer likevel kan være samfunnsøkonomisk lønnsomme. Miljø- og klimatiltak samt forskning, utvikling og innovasjon er typer av investeringer hvor den samfunnsøkonomiske gevinsten normalt er større enn den bedriftsøkonomiske. Mjøsutvalget gjennomførte i NOU 5: 2018 en gjennomgang av forholdene i ulike deler av kapitalmarkedet og kom til konklusjonen at det behøves statlig tilførsel av kapital til innovative og kapitalintensive selskap i tidlig fase. I Menons følgeevaluering av Preså Kornordningen i 2019 framsto tidsaspektet som den største utfordringen for presåkornselskapers tilgang til kapital, etterfulgt av risikovilje blant investorer (Wifstad, Johnsen, og Grimsby, 2019)⁶. Følgeevalueringen vurderte at det eksisterte et behov for offentlig finansiering rettet mot presåkornordningens målgruppe.

Imperfeksjoner i kapitalmarkedene

Innovative foretak med betydelig vekstpotensial opplever trolig stor informasjonsasymmetri mellom gründere og eksterne finansiører. Selskaper med eiere uten personlig formue vil møte problemer med å finansiere via intern egenkapital, og vil derfor søke fremmedkapitalfinansiering, enten i form av gjeldsfinansiering eller eksternt egenkapital. For de fleste innovative vekstselskaper er heller ikke gjeldsfinansiering et reelt alternativ. For det første mangler de en stabil kontantstrøm for å kunne håndtere gjeld, og for det andre består produksjonskapitalen typisk av immaterielle eiendeler som ikke er egnet som pantbare eiendeler banken kan ta sikkerhet i. Eksternt egenkapital er ofte eneste reelle alternativ for å finansiere videre utvikling. Også eksternt egenkapital er utsatt for asymmetrisk informasjon, og vil normalt være dyrere enn kredittfinansiering. Fordelen er at rådgivning og ekspertise gjerne følger egenkapitalen, for eksempel gjennom finansiering fra venturefond.

Det foreligger en markedssvikt i kapitalmarkedene når et selskap som har en positiv forventet nåverdi ikke har tilgang på noen av disse formene for finansiering. I slike tilfeller kan det være berettiget med en form for statlig intervensjon, gitt at det offentlige har mulighet til å redusere den asymmetriske informasjonen, som er kilden til markedssvikten.

⁶ Wifstad, K., Johnsen, P. F., & Grimsby, G. (2019). Følgeevaluering av presåkornordningen. Menon Economics.

Positive kunnskapseksternaliteter

Ett av de viktigste argumentene for å ha en aktiv næringspolitikk er at det investeres mindre i innovative prosjekter enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt. Innovative løsninger kan ha positive kunnskapseksternaliteter, som private finansieringskilder ikke tar hensyn til i sin investeringsbeslutning. Dette gjør at selskapene trolig har større utfordringer ved å skaffe nok kapital, sett opp mot hva som er samfunnsøkonomisk optimalt.

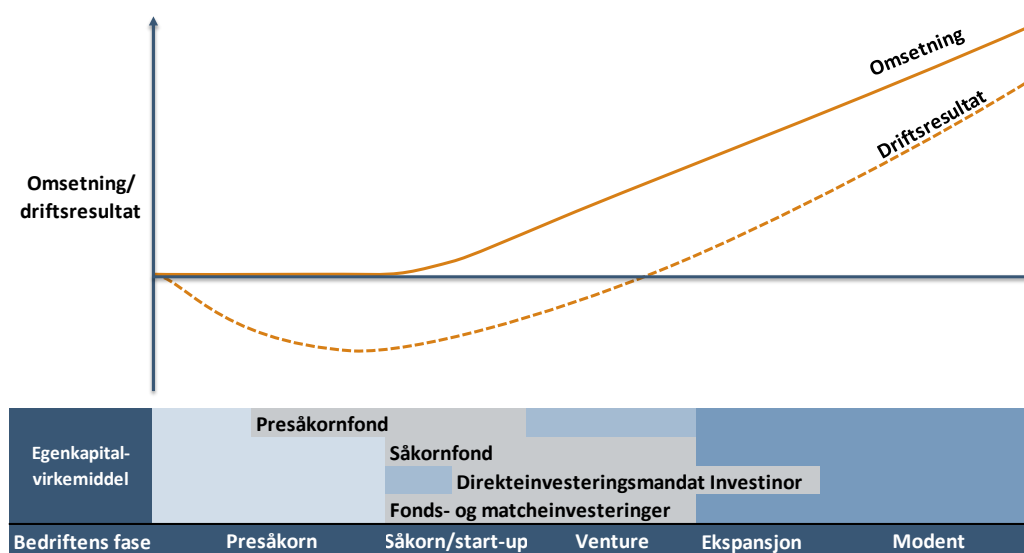
Underinvesteringene følger av investeringer i immaterielle verdier som ikke bare gagnar selskapet som står bak investeringene, men som også skaper positive kunnskapseksternaliteter for konkurrenter, inkludert ansatte som starter nye lignende selskap. Ikke minst vil nye innovative produkter kunne gi nyttegevinster for forbrukerne i markedet som selskapet selv ikke har incentiver til å ta høyde for. Det er ofte mulig å identifisere om det finnes slike eksternaliteter, mens det er mer utfordrende å identifisere størrelsen på eksternaliteten, og dermed hvor stor underinvesteringen faktisk er. I denne rapporten belyser vi dette gjennom tre utvalgte caser hvor porteføljeselskapenes løsninger har potensial for positive samfunnsmessige virkninger knyttet til bruken av løsningene, som ikke selskapet selv høster alle gevinstene fra.

2.2. Investinors rolle i kapitalmarkedene

Som et offentlig virkemiddel bidrar Investinor til finansiering av næringslivet både gjennom direkteinvesteringer og tilførsel av kapital til investeringsfond. Et annet viktig formål med Investinor er å utløse private investeringer i tidlig fase, noe som ofte omtales som addisjonalitet.

Figuren under illustrerer Investinors mandater sett opp mot hvilke av selskapenes livsfaser de er rettet mot. Investinors investeringer er rettet mot selskap i fasene fra preså Korn til ekspansjon.

Figur 4: Finansieringskilder og virkemidler i bedriftens livssyklus



Figuren viser også at vellykkede innovative gründerbedrifters utvikling gjerne følger en såkalt «j-kurve», med hensyn til deres omsetning og driftsresultat. I preså Kornfasen har bedriften typisk ingen omsetning, men høye oppstartskostnader i utvikling av produkt eller tjeneste, inkludert lønn. Dette fører typisk til et gradvis økende negativt driftsresultat etter hvert som det settes mer ressurser inn i utviklingen av produktet eller tjenesten. Så Kornfasen viderefører kjennetegnene fra preså Korn, men nå etableres piloter og konsepter med IPR. I enden

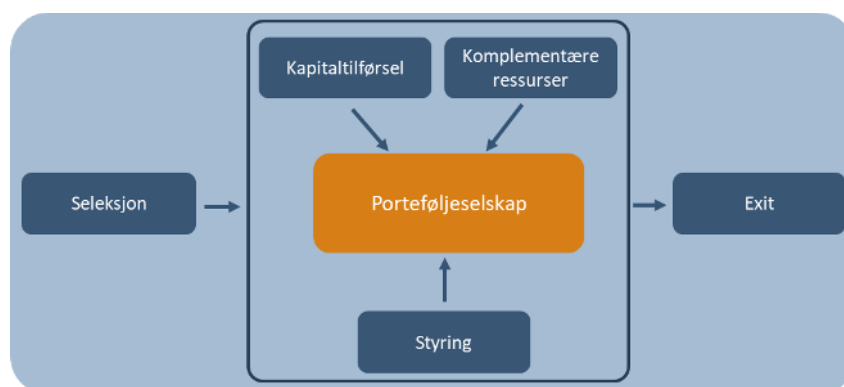
av denne fasen kan bedriften ha sine første salg, og etter hvert gradvis redusert underskudd i driften som følge av at utviklingskostnadene går ned da produktet eller tjenesten er forbi prototypstadiet. I venturefasen etableres omsetning og fortsetter å vokse, og selskapet kan nærme seg balanse i driften. Denne fasen kalles også tidlig vekstfase. Videre inn i ekspansjons- og moden fase forventes omsetning og driftsresultat å vokse videre. Bedriften er ikke lenger like sårbar, men har ofte behov for videre kapitaltilførsel for å finansiere oppskalering av produksjon og salgsapparat.

Som vi ser fra figuren ovenfor sentrerer Investinor sine mandater seg rundt tidligfaseinvesteringer, fra preså Korn- til tidlig ekspansjonsfase. I disse fasene kan man forvente store investeringer og ofte negative eller lave driftsresultat. Dette understreker behovet for kapital, og illustrerer frikoblingen mellom avkastning og verdiskaping på kort sikt. Til tross for lav realisert verdiskaping i perioden med negative driftsresultat, kan utviklingen i forventet fremtidig verdiskaping, markedsverdi og avkastning være høy.

Investinors verdiøkende eierroller

I tillegg til tilførsel av kapital til bedrifter, har Investinor en verdiskapende rolle som aktiv eier. At eierfunksjonen er verdiskapende i seg selv er avgjørende. Det innebærer at man direkte, eller gjennom privateide fond eller aktive koinvestorer, klarer å tilføre selskapet verdier og kompetanse som ikke ellers ville vært tilgjengelig. Kapitalen bør tilfalle bedrifter som er utsatt for markedssviktene som diskutert over. Investinors aktive eierskap, nettverk og erfaring fra kapitalmarkedene er bidrag som kan utgjøre en stor forskjell, spesielt for mindre erfarne gründere. Investinor har som aktiv eier fem sentrale verdiøkende roller. Disse er illustrert i figuren under.

Figur 5: Illustrasjon av Investinors fem verdiøkende roller. Kilde: Menon Economics



Seleksjon: Investinor skal identifisere bedrifter og forvaltere med potensial, og tilby risikokapital slik at selskaper får kapitalen og kompetansen de trenger. Over tid har Investinor opparbeidet erfaringer som styrker deres seleksjonskompetanse. Hvert eneste år screenes hundrevis av selskaper i seleksjonsprosessen, før man går videre med due diligence og en eventuell påfølgende investering. Gjennom prosessen siles selskaper ut, samtidig som man tar sikte på å sitte igjen med de mest innovative selskapene med det største potensialet for vekst og god markedsverdiutvikling.

Kapitaltilførsel: Gjennom tilførsel av kapital, eller drivstoff, i tidlig fase bidrar de til at selskapene kan ta neste steg i en kritisk fase. Neste steg for selskapene i venture- og ekspansjonsfasen kan være å videreutvikle innovative løsninger, kommersialisere produktet eller utvide produksjon ved å investere i anleggsmidler. I tidlig fase er timing svært viktig, og at selskapene er tilstrekkelig kapitalisert kan være avgjørende for selskapets videre utvikling. Investinor bidrar også med kapital gjennom å koinvestere og utløse risikokapital fra andre investorer. Gjennom å maksimalt ta 49 prosent i en finansieringsrunde vil det for hver investering tilføres minimum det

dobbelte av Investinors investeringsbeløp i alle finansieringsrunder. I flere tilfeller vil risikoavlastningen Investinor tilbyr være avgjørende for at koinvestor deltar i finansieringsrunden.

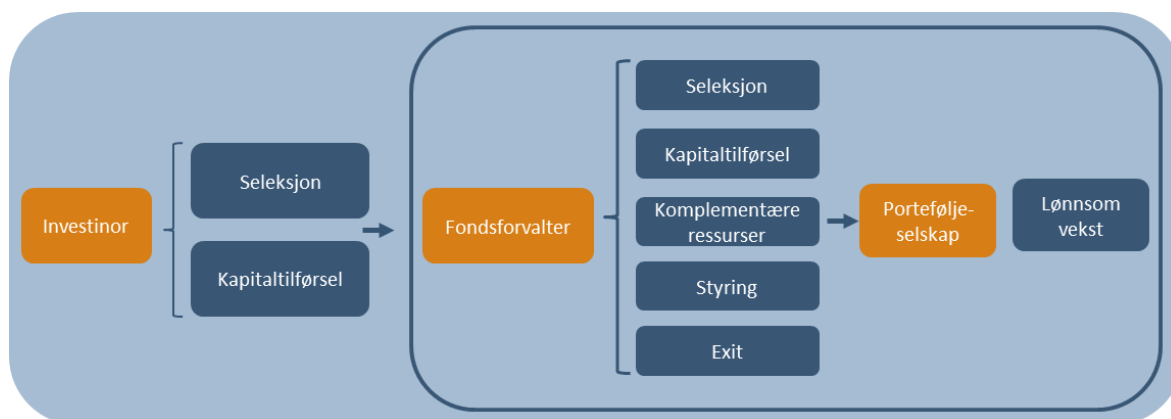
Komplementære ressurser og styring: Gjennom investeringsteamet sitt har Investinor bred kompetanse på styring i tillegg til et stort investornettverk. Investinor er en utholdende investor som kan bidra med styring i en kritisk selskapsfase, og sette selskapet i kontakt med investorer som kan løfte selskapet inn i neste fase, vekstfasen. Ved å enten ta styreverv eller gjennom en aktiv rådgivningsrolle i selskapene kan Investinor bidra til implementering av beste praksis og sikre rutiner og ordninger for den daglige driften av selskapet.

Exit: Direkteinvesteringsmandatet til Investinor er et såkalt evergreen-fond, som innebærer at det ikke er satt en dato for fondets levetid. Dette gjør at Investinor ikke havner i en situasjon der de må være utålmodige med å realisere investeringer, men heller kan velge det riktige tidspunktet for realisering. Investinor har, gjennom et stort investornettverk, gode forutsetninger for å finne riktige eiere, samt kompetanse på utførelse av exit-strategi. På denne måten kan Investinor bidra til at selskaper innen sektorer som trenger lang modningstid får tilgang på risikokapital.

Investinors eierroller som fond-i-fond-investor

I tillegg til eierrollene som investor direkte i porteføljeselskap, så har Investinor gjennom fondsmandatet en eierrolle som fond-i-fond-investor, illustrert i figuren under. Investinor selekterer forvaltere og fond som bidrar til å utvikle porteføljeselskapene. Gjennom seleksjonskompetanse tilfører Investinor kapital til forvaltere som skal utøve aktivt eierskap i porteføljeselskapene ved å tilføre utviklingskapital, komplementære ressurser og selskapsstyring.

Figur 6: Illustrasjon av Investinors rolle som fond-i-fond-investor



3. Utvikling i markedet for risikokapital og Investinors rolle

Tilgang på risikokapital er viktig for bedrifter i tidligfase for å lykkes med å utvikle, kommersialisere og skalere virksomheten. I dette kapitlet splitter vi tidligfase opp i såkorn- og venturefasen. Såkornfasen er en betegnelse på fasen før man har kommersialisert et produkt og før man har nevneverdig omsetning. Å investere i slike selskap er derfor fortsatt forbundet med betydelig risiko knyttet til teknologi, forskning, utvikling, pilotering og/eller produktdesign. Venturefasen er derimot den fasen der selskapet typisk har oppnådd noe omsetning og har et produkt eller en pilot i markedet, men der selskapet fremdeles er i en vekstfase. I praksis er det glidende overganger mellom fasene, og utviklingsløpene er dessuten svært forskjellige på tvers av næringer.

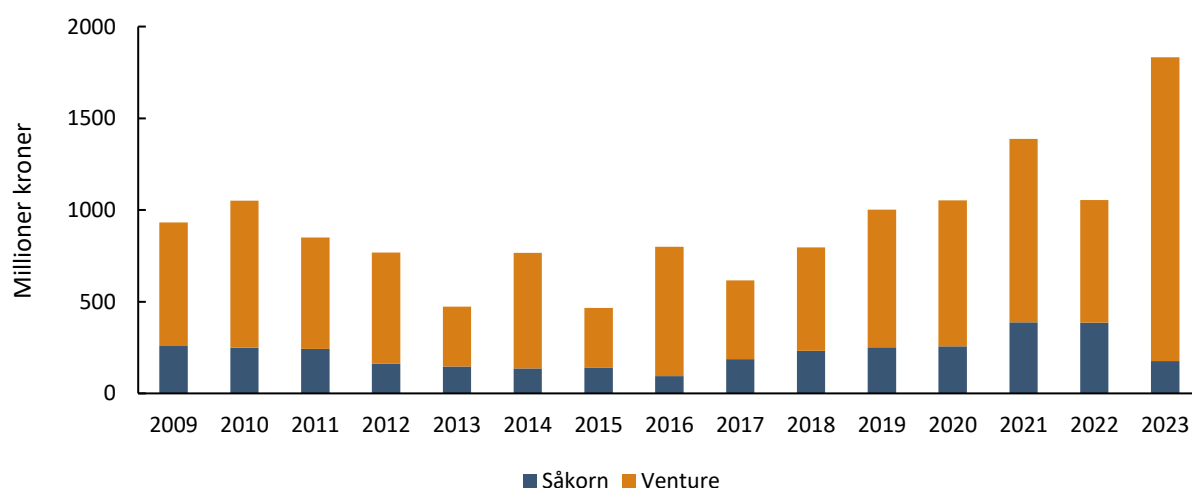
Det finnes forskjellige tilbydere av risikokapital i disse fasene, som familiekontorer («family offices»), engleinvestorer, investeringselskaper og investeringsmiljøer. Aktive eierfond, ofte omtalt som private equity, spiller også en rolle i disse fasene, men da primært i venturesegmentet. I løpet av det siste tiåret har det vært en betydelig økning i antall tilbydere av tidligfasekapital. Fremveksten av disse aktørene, kombinert med økt innsats fra virkemiddelapparatet, har økt tilgangen på risikokapital for bedrifter i tidlig fase.

I dette kapitlet ser vi på hvordan tilgangen på risikokapital har utviklet seg i Norge de siste årene for selskaper i såkorn- og venturefasen. Deretter ser vi på hvilken rolle Investinor har hatt i utviklingen av det norske markedet for tidligfasekapital.

3.1. Utvikling i tilgangen på risikokapital i tidlig fase

Historisk sett har investeringsaktiviteten i Norge vært preget av til tider store svingninger. Figuren under viser hvor mye kapital norske såkorn- og venturefond har investert i norske porteføljeselskap i perioden etter etableringen av Investinor i 2009, og frem til 2023.

Figur 7: Investert beløp av norske aktive eierfond i norske porteføljeselskap, 2009-2023. Millioner kroner. Kilde: PEREP og Menon Economics

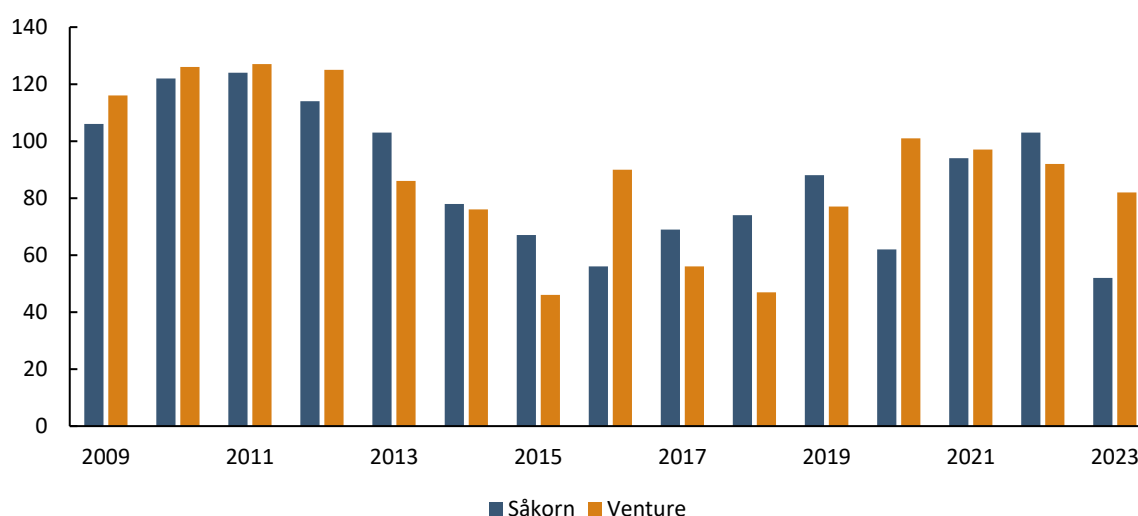


Det siste tiåret har kapitaltilførsel til norske tidligfase-bedrifter fra såkorn- og ventureforvaltere økt, etter en fallende trend i femårsperioden før. Investeringsnivået i perioden 2009-2011 var relativt stabilt i både såkorn- og venturefasen, før det falt i de påfølgende årene. I perioden fra 2015 til 2021 var det en positiv utvikling i investert beløp i både såkorn- og venturefasen. I såkornfasen kan deler av veksten skyldes etableringen av nye såkornfond

og offentlig egenkapitaltilførsel (bølge 3-fond). I venturefasen har det også blitt etablert flere nye norske forvaltermiljøer, i tillegg til at Investinor har investert betydelig i perioden. Lave rentenivåer har sannsynligvis også bidratt til økte investeringer i perioden, særlig i 2021 og 2022. Investert beløp i tidligfase-selskaper nådde også nye rekorder i 2023, drevet av økte investeringer i venture-fasen. Det store hoppet i investert beløp skyldtes først og fremst noen store enkelttransaksjoner, heller enn en bred økning i aktivitet.

Variasjonen i investert beløp kan som beskrevet over være drevet av store enkeltinvesteringer. For å gi en dypere innsikt i utviklingen i aktivitetsnivå, har vi derfor også sett på utviklingen i *antall investeringer* i norsk såkorn- og venturefase. Utviklingen er vist i figuren under.

Figur 8: Antall investeringer av norske forvaltere i norske porteføljeselskaper, 2009-2023. Kilde: PEREP og Menon Economics

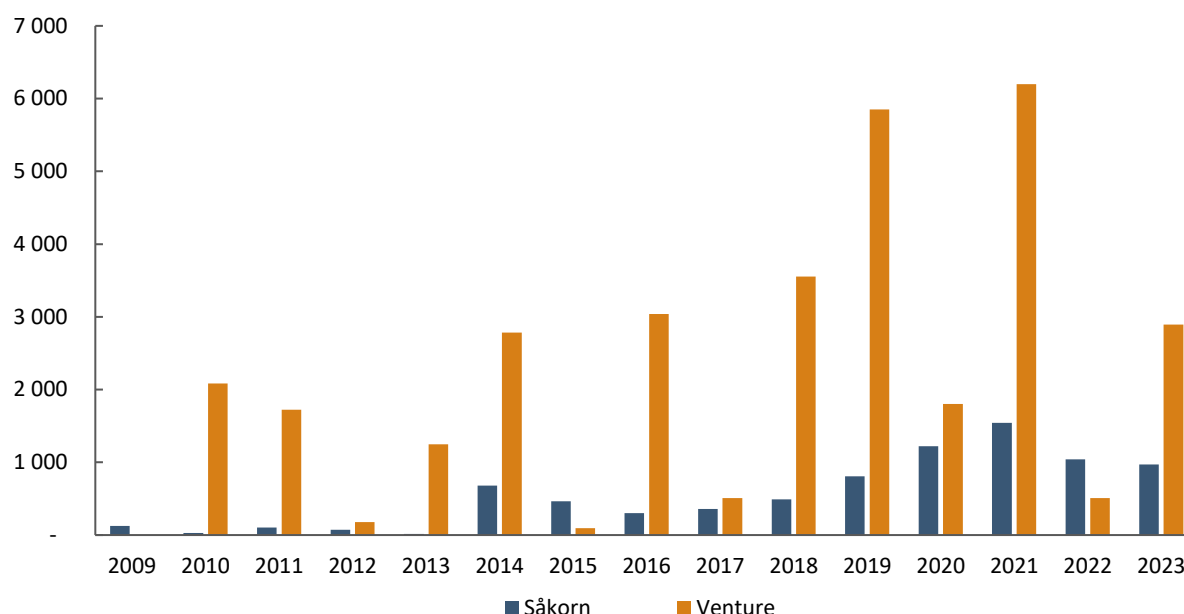


Som vi ser av figuren, var antall investeringer høyt mellom 2009 og 2012, før aktivitetsnivået falt frem mot 2015. Fra 2015 begynte deretter aktiviteten å igjen ta seg opp, og nådde et nytt toppunkt i 2022. Nivået i 2022 var derimot lavere enn det man så mellom 2009 og 2012. På tross av dette, har altså investert beløp i tidligfaseselskaper økt de siste årene. Dette impliserer at det gjennomsnittlige transaksjonsbeløpet har økt de siste årene.

Utviklingen i antall investeringer har i stor grad vært lik for henholdsvis såkorn- og ventureselskap, med noen unntak. Såkorninvesteringer falt betydelig i 2020, og deretter tok seg kraftig opp i 2021. Mens fallet trolig skyldtes pandemien, kom oppgangen i 2021 trolig som følge av lavere rentenivåer. Dette kan være en indikasjon på at såkorninvesteringer er enda mer sårbare for økt usikkerhet, og mer sensitive for renteendringer. Lavere usikkerhet og lavere renter gjør at investorer blir mer villige til å ta risiko, noe som er positivt for såkornselskaper som gjerne er forbundet med mye risiko.

For å belyse investorers vilje til å investere i tidligfaseselskaper fra en annen vinkel, har vi videre sett på kapitalinnhenting til aktive eierfond i henholdsvis såkorn og venture. Under viser vi kapitalinnhenting i norske såkorn- og venturefond i perioden 2009 til 2023.

Figur 9: Kapitalinnhenting i norske såkorn- og venturefond, 2009-2023. Millioner kroner. Kilde: PEREP og Menon

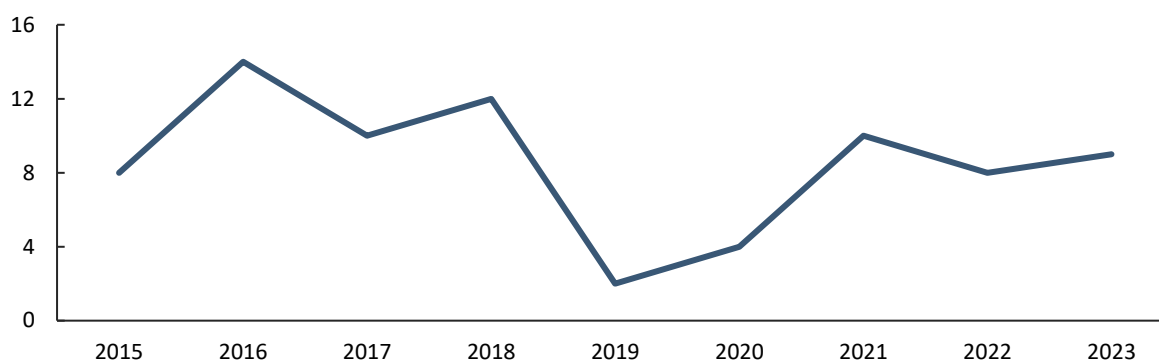


Over tid har det vært en trend i retning av økende kapitalinnhenting for såkorn- og venturefond i Norge, men med betydelig variasjon fra år til år. I årene 2009 til 2013 var kapitalinnhenting lav, mens det økte i årene etter. Særlig i perioden 2018 til 2021 var kapitalinnhenting høy. I 2022 og 2023 har kapitalinnhenting falt betraktelig fra toppene i 2019 og 2021. Dette kan indikere at det er mindre tilgjengelig kapital til nyinvesteringer for aktive eierfond i tidlig fase. Dette er i tråd med at mange forvaltere opplever kapitalinnhenting som mer krevende de siste par årene, i lys av renteøkninger og turbulente børser, særlig for vekstselskap. Det er ikke nødvendigvis en tydelig sammenheng mellom kapitalinnhenting (kommitteringer) og investert beløp i det enkelte år. Dette skyldes at kommitert kapital gjerne investeres over en periode på tre til fem år. I tillegg brukes en del av den kommitterte kapitalen på oppfølgingsinvesteringer.

I etterkant av oljekrisen i 2014, opplevde man et markant skifte i investorers vilje til å plassere sin kapital i tidligfasebedrifter i andre næringer gjennom etableringen av nye fond og lignende investeringsinstrumenter. I Menon (2024)⁷ ble det identifisert 78 nye investeringsinstrumenter i form av fond og investeringsrammer. Samlet har vi her identifisert kapital som er tilgjengeliggjort for tidligfaseinvesteringer på til sammen 23,5 milliarder kroner i perioden 2015 til 2023. Dette inkluderer både aktive eierfond og andre investeringsfond. En del av dette investeres i utlandet og en betydelig andel benyttes til å følge opp eksisterende porteføljebedrifter. Anslagsvis 50-60 prosent investeres i Norge. Våre anslag trekker i retning av at ca. 7 milliarder kroner av disse investeringsmidlene er dedikert til investering i bedriftenes tidligste fase (såkorn) i Norge, og om lag 25 prosent går typisk til nyinvesteringer, mens 75 prosent går til oppfølgingsinvesteringer. Resten forventes å bli plassert i bedrifter som opererer i venturefasen eller ekspansjonsfasen. I tillegg til en økning i kommitert kapital, har det også vært en økning i antall fond og nye investeringsinstrumenter. I grafen under viser vi antall nye fond som har kommet til hvert år siden 2015.

⁷ Menon Economics. (2024). *Status for gründerskap i Norge*

Figur 10: Antall nye tidligfasefokusede fond og instrumenter i Norge, 2015-2023. Kilde: Menon Economics

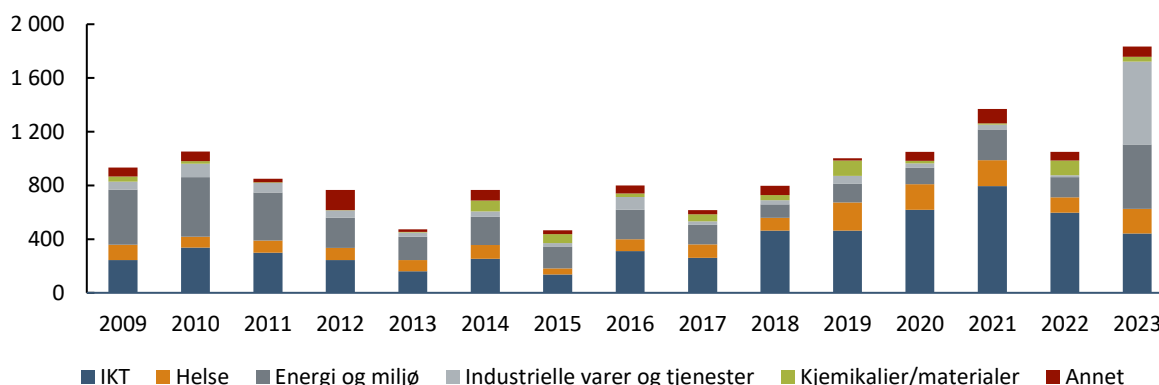


Som det fremgår av figuren, har det vært en relativt stor tilførsel av nye tidligfasefond i hele perioden med unntak av 2019 og 2020. Investinor har spilt en rolle i denne utviklingen, blant annet ved å være en viktig investor i en betydelig andel av de nye fondene fra 2020. Investinor gått inn som fond-i-fond-investor hos over 20 slike forvaltere. Gjennom presåknordningen som Investinor nå forvalter er det videre tilført 260 millioner kroner til et 30-talls inkubatorer, akseleratorer og private investeringsmiljøer, herunder engleinvestornettverk. Dette matches så med aktørenes og koinvestorenes egenkapital.

3.2. Utviklingen i tidligfasekapital på tvers av næringer

Tilgangen på risikovillig kapital kan variere på tvers av næringer, ettersom mange forvaltere spesialiserte seg på enkelt næringer. I tillegg varierer kapitalbehovet knyttet til utvikling i tidlige bedriftsfaser mellom næringer. I figuren under viser vi utviklingen i aktive eierfonds tidligfaseinvesteringer i ulike næringer.

Figur 11: Fordelingen av beløp investert av norske aktive eierfond i norske selskaper per næring, 2009-2023. Millioner kroner. Kilde: PEREP og Menon Economics



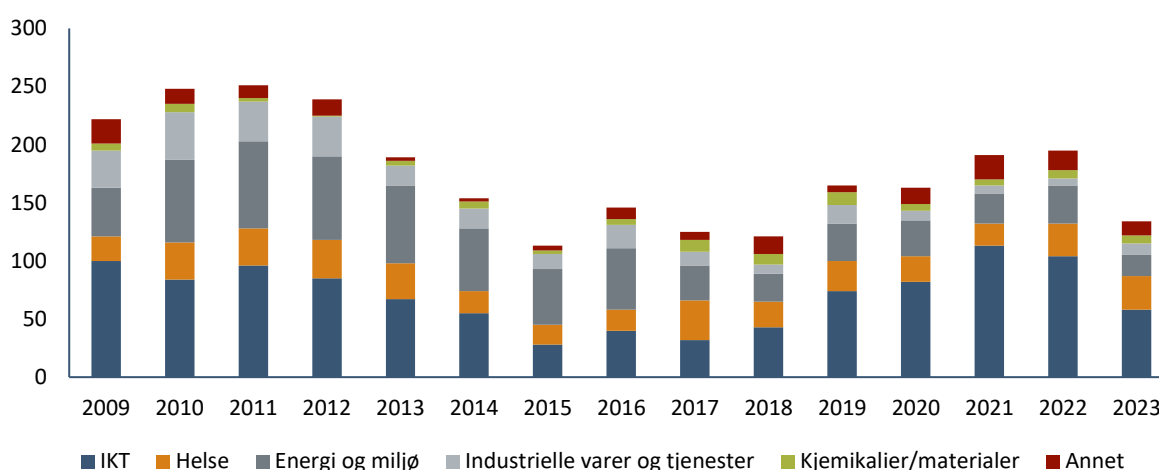
Majoriteten av kapitaltilførselen til norske tidligfase-bedrifter fra såkorn- og ventureforvaltere har gjennom hele perioden fordelt seg på sektorene IKT, helse og energi og miljø. Veksten i investert kapital i tidligfasebedrifter de siste årene er primært drevet av økte investeringer i IKT-sektoren. Helsesektoren har også fått økt tilførsel av kapital de siste årene, men veksten har ikke vært i samme størrelsesorden som innen IKT-sektoren. I 2023 ser vi at investert kapital innen industrielle varer og tjenester økte kraftig, noe som skyldes en stor enkeltinvestering.

Den store veksten i IKT-investeringer henger i stor grad sammen med internasjonale utviklingstrekk, der det har vært en betydelig fremvekst av IKT-selskaper. I takt med fremveksten av IKT-selskaper, har det også vokst frem flere spesialiserte forvaltere innenfor IKT-sektoren. Det samme gjelder for helsesektoren, hvor man gjennom

Sarsia og Hadean Ventures har fått spesialiserte investorer i helsenæringen. Helsenæringen har også et særlig stort kapitalbehov i selskapenes tidlige fase, da de ofte har store utgifter til forskning og utvikling i perioden før produktet eventuelt blir kommersialisert. Når det kommer til energi- og miljøsektoren derimot, ser vi at antallet investeringer har falt i perioden. Aktiviteten kom derimot kraftig opp igjen i 2023, noe som kan være et resultat av det økende behovet for energieffektivisering og fokus på fornybar energi.

Under viser vi *antall investeringer* i norsk såkorn- og venturefase per sektor, ettersom investert beløp varierer betydelig på tvers av næringer og i enkelte tilfeller drives og av store enkeltinvesteringer.

Figur 12: Fordelingen av antall investeringer gjort av norske porteføljeforvaltere i norske tidligfaseselskaper per sektor, 2009-2023. Kilde: PEREP og Menon Economics



Tidligfaseselskap innenfor næringene IKT, helse og energi og miljø tiltrekker seg flest investeringer, i likhet med majoriteten av investert beløp. Antall investeringer har vært særlig høy innen IKT de siste fem årene. Vi ser også at antall investeringer innen energi og miljø har falt de siste årene.

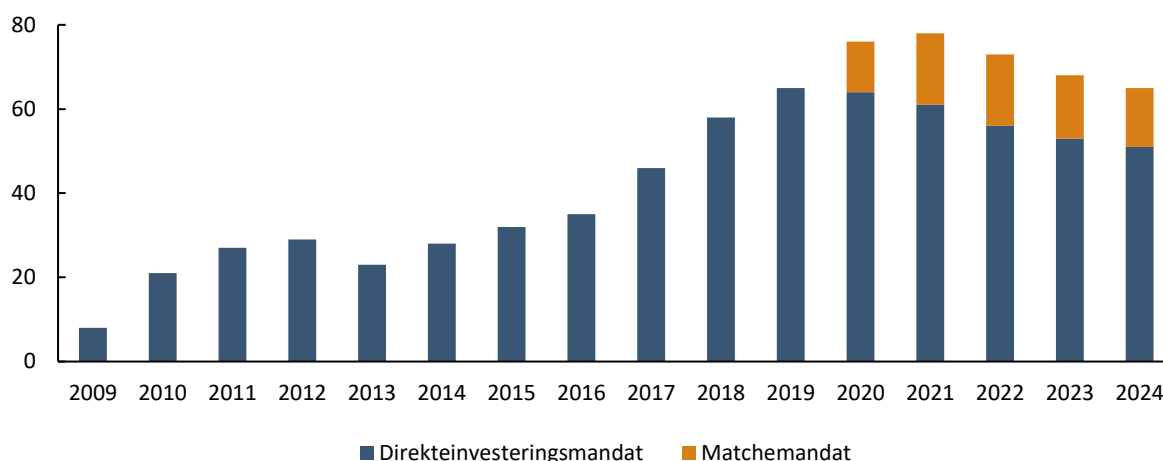
Antall investeringer innen energi og miljø har imidlertid falt over det siste tiåret. Fallet var særlig stort etter det kraftige oljeprisfallet i 2014, som reduserte investeringer innen petroleumsnæringen. I tillegg har sammensetningen innen energi og miljø blitt vesentlig endret. I årene før 2014 har det i all hovedsak petroleumrelaterte porteføljeselskap som tiltrakk seg investeringer innen næringen, mens de senere årene har vært mer knyttet til fornybar energi. Industrielle varer og tjenester har også opplevd færre investeringer det siste tiåret.

3.3. Investinor sin rolle i markedet for tidligfasekapital

Investinor har hatt en viktig rolle i utviklingen av det norske markedet for tidligfasekapital, både gjennom å mobilisere kapital fra norske aktive eierfond og andre investorer, samt gjennom å trekke flere internasjonale venturekapitalinvestorer til Norge.

Selskapet er den største investoren innen det norske venturekapitaløkosystemet, og bidrar til å sikre tilgang til investeringskapital for selskaper i tidlig fase. I tillegg bidrar også Investinor til å utløse annen privat kapital gjennom sitt investornettverk og tilstedeværelse som kompetent investor. I figuren under viser vi antall aktive investeringer i Investinors portefølje over tid for både direkteinvesterings- og matchemandatet til Investinor.

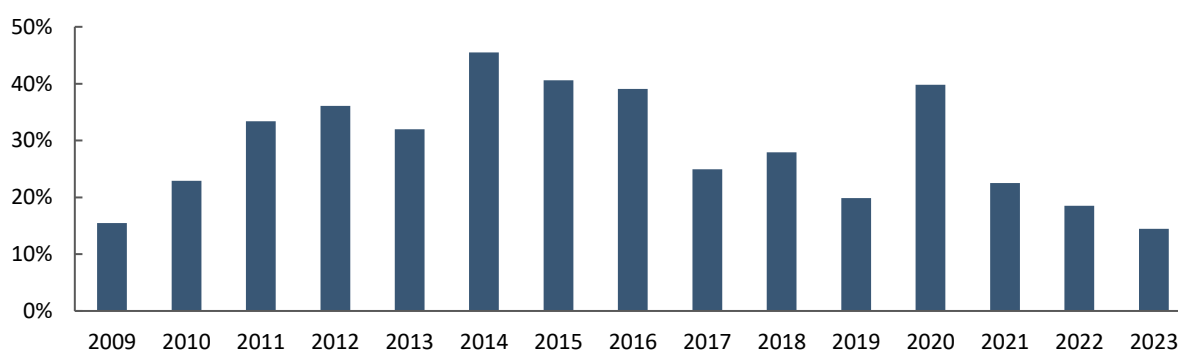
Figur 13: Antall aktive investeringer under direkte- og matchinvesteringsmandatet i porteføljen til Investinor.
Kilde: Investinor



Som figuren viser, har Investinors tilstedeværelse i det norske markedet for tidligfaseinvesteringer økt over tid. Særlig i perioden 2013 til 2021 vokste Investinors aktive portefølje betydelig, i takt med at nye private forvaltere har kommet til. I 2021 utgjorde Investinors portefølje innen direkteinvesterings- og matchemandatet 78 selskaper. Siden 2021 har antall aktive selskap i porteføljen blitt redusert noe, grunnet avhendinger i direkteinvesteringsporteføljen. Frem til og med 2019 var alle investeringene til Investinor gjennom direkteinvesteringsmandatet. Antallet investeringer gjennom direktemandat har deretter avtatt noe, mens investeringene gjennom matchemandatet har vært relativt stabilt siden opprettelsen av mandatet i 2020.

Investinor har helt siden etableringen vært en betydelig investor i norsk tidligfase. I figuren under viser vi Investinors andel av norske aktive eierfonds tidligfaseinvesteringer (i norske selskap).

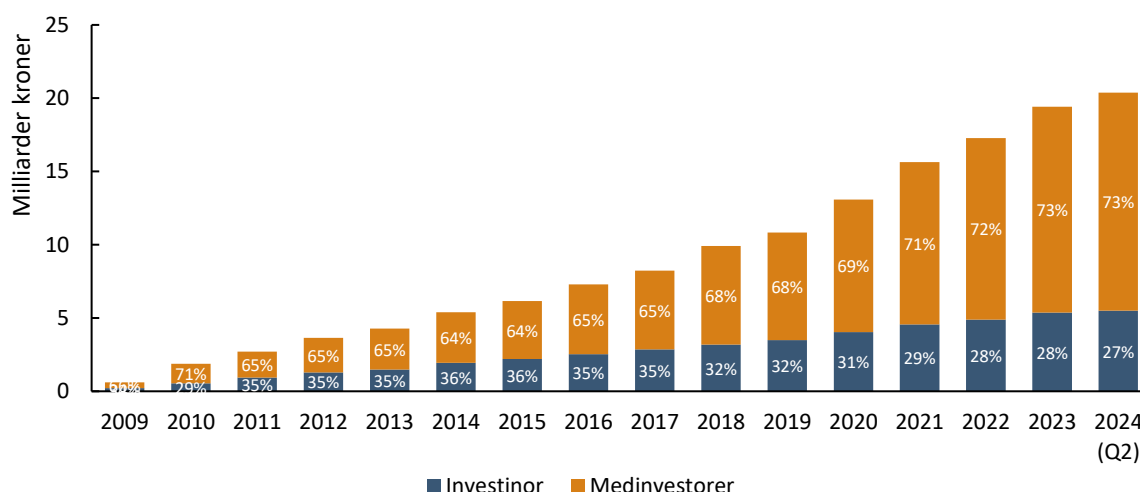
Figur 14: Investinors (direkte- og matchinvesteringer) markedsandel av norske forvalteres investeringer i norsk såkorn- og venturefase. Målt som andel av tilført kapital. Kilde: Investinor og PEREP, bearbeidet av Menon Economics



Som det fremgår av figuren, har Investinor stått bak minst 15 prosent av investert kapital i såkorn- og venturefasen gjennom aktive eierfond hvert år siden etableringen i 2009. I gjennomsnitt har Investinor stått for 26 prosent av investert kapital i perioden. I årene etter oljekrisen i 2014 sto fondet bak nesten 50 prosent av investert beløp i flere år gjennom slike fond. Som et resultat av at investeringer i norsk tidligfase økte fra 2014 og frem til 2021, har markedsandelen til Investinor vært fallende. 2020 er imidlertid et viktig unntak hvor andelen igjen var 40 prosent. Året var preget av stor usikkerhet som følge av pandemien, Investinor ble tilført ekstra midler og hadde rekordhøye investeringer det året. Figuren over fanger opp de direkte investeringene fra Investinor. I tillegg er Investinor på eiersiden i flere av såkorn- og venturefondene som investerer i norske selskap, både gjennom fondsmandatet og forvaltningen av såkornfond.

Investinor spiller også en viktig rolle ved at de tiltrekker seg medinvestorer i selskaper som de investerer i. I figuren under viser vi den akkumulerte kapitalen som Investinor og medinvestorer har tilført i direkte- og matcheinvesteringsporteføljen til selskapet.

Figur 15: Tilført kapital i direkte- og matcheinvesteringsporteføljen i runder Investinor har deltatt i (akkumulert). 2009 - 2023. Kilde: Investinor



I kapitalinnhentingsrunder under direkte- og matcheinvesteringsmandatet som Investinor har tatt del i, har medinvestorer koinvestert 14,9 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal i 2024. Inkludert kapitalen tilført gjennom direkte- og matcheinvesteringer fra Investinor på 5,5 milliarder, utgjør samlet kapitaltilførsel 20,4 milliarder kroner siden deres første investering i 2009. Den private kapitalen utgjør med andre ord nesten tre ganger Investinors investerte kapital.

3.4. Investinors rolle i økosystemet

I arbeidet med denne rapporten har vi intervjuet flere aktører med lang erfaring innen investering i tidligfaseselskaper. I intervjuene trekkes det særlig frem at markedet for investeringer i tidligfaseselskaper var på et helt annet stadium da Investinor ble etablert i 2009, og at Investinor har vært med på å utvikle markedet dit det har kommet i dag. Dette har de primært gjort ved å tilføre kapital fra egne fond, men også ved å muliggjøre kapital fra andre investorer, slik som dokumentert i figuren over.

Videre trekker aktørene frem at Investinor har spilt en spesielt viktig rolle innenfor sektorer med høy kapitalintensitet og teknologisk risiko, for eksempel innen helse, biotech og life science. Det trekkes frem at det er relativt få spesialiserte investorer innenfor disse sektorene, og at Investinor har spilt en viktig rolle i å tilføre både kapital og ekspertise til disse sektorene. I tillegg har Investinor som koinvestor bidratt til at også andre investorer har økt investeringene innen disse sektorene.

Som beskrevet i avsnittet over, og tidligere i kapittelet, spiller Investinor en viktig rolle som koinvestor. I intervjuene fremheves det at Investinor, med offentlige midler i ryggen, bidrar til å redusere risikoen for andre, private aktører gjennom å ha en betydelig investeringskapital. Også gjennom intervjuene med Investinor sine porteføljeselskaper fremkommer det at Investinor gjør det lettere å hente kapital fra andre investorer. Blant annet peker selskapene på at det i en kapitalinnhentingsfase er positivt å kunne slå i bordet med at en så stor og anerkjent institusjonell investor som Investinor er på eiersiden. Dette oppgis å ha vært særlig viktig i møte med

utenlandske investorer. Investinor spiller også en viktig rolle opp mot koinvestorer, ved at de stiller krav til krav til investorene de investerer med, blant annet ved å følge opp at regulatoriske krav overholdes.

Det trekkes videre frem et ønske om at Investinor i fremtiden skal fortsette å støtte diversitet i kapitalmarkedet, spesielt i tider hvor kapitaltilgangen er knapp. Gjennom sine ulike investeringsmandat- og strategier vil Investinor kunne være viktig for å fremme konkurranse i kapitalmarkedet, samt opprettholde et robust og dynamisk økosystem for tidligfasekapital. Et mandat som trekkes særlig frem i denne konteksten er fond-i-fond-mandatet. Som fondsforvalter kan det oppleves som et kvalitetstegn, og en slags validering av fondet, at Investinor velger å investere. På denne måten bidrar Investinor til etableringen av også nye fond som kan investere i tidligfaseselskaper. Dette vil i sin tur bidra til å styrke gründerkulturen i Norge.

4. Caser: Håndavtrykket til Investinors porteføljeselskap

I dette kapitlet illustrerer vi håndavtrykket til Investinors porteføljeselskap gjennom tre utvalgte casestudier der vi synliggjør deres samfunnsbidrag, utover sysselsetting og verdiskaping. Vi vektlegger særlig de positive eksternalitetene av selskapenes innovative løsninger knyttet til bærekraftig utvikling, med fokus på grønn omstilling, velferd og helse, samt digitalisering. Vi belyser både effekten av dagens anvendelse av selskapenes løsninger, samt det fremtidige potensialet knyttet til innovasjonene dersom disse skulle tas i bruk i større skala. Til slutt belyser vi hvilken rolle Investinor har hatt for selskapets utvikling gjennom sitt aktive eierskap.

4.1. Heimdall Power - teknologi for økt kapasitetsutnyttelse i elektrisitetsnettet og færre naturinngrep

Heimdall Power er et norsk selskap grunnlagt i 2016, som tilbyr avanserte teknologiløsninger for å forbedre kapasiteten og effektiviteten i elektrisitetsnettet. Selskapet utvikler avanserte sensorer, kjent som "Neurons", som overvåker og optimaliserer nettet, og dermed muliggjør bedre utnyttelse av eksisterende kapasitet. Dette posisjonerer Heimdall Power som en sentral aktør innen utviklingen av smarte strømmnett. Selskapet estimerer at teknologien kan øke kapasitetsutnyttelsen i nettet med opptil 40 prosent. Sensorene fører også sammen med den skybaserte programvareløsningen deres Heimdall Cloud, til en positiv tilleggsfunksjon i form av økt sikkerhet, da det kan gi nettselskaper detaljert innsikt i forhold som ising og brannfare.

Heimdall Powers samfunnsbidrag

Heimdall Powers løsninger adresserer vesentlige samfunns- og bærekraftutfordringer knyttet til energikapasitet og bærekraftig utvikling på et globalt nivå. En av disse er problematikken ved at kapasiteten til det eksisterende strømmnett utfordres. Strømmnett utfordres av forhold på både produksjons- og etterspørselssiden. På produksjonssiden bidrar eksempelvis økende integrasjon av fornybare energikilder som vind- og solkraft til en betydelig belastning på eksisterende nettverk. Ifølge Det internasjonale energibyrået (IEA) er det nå en kø på 3000 GWh som venter på tilknytning til strømmnett. I tillegg øker etterspørselen på tvers av alle sluttbrukerkunder, blant annet både hos husholdninger og hos industrien. Dette er som følge av at store deler av samfunnet i økende grad elektrifiseres for å oppnå klimamål. Dette inkluderer blant annet elektriske ladere, datasentre og industrivirksomhet.

Som en følge av overbelastet kapasitet i det eksisterende strømmnett, er det både i Norge og utlandet planlagt store investeringer i nettkapasiteten. I Norge planlegger nettselskaper å investere 170 milliarder kroner i strømmnett i perioden 2024-2030⁸. Investeringene kan føre til en gjennomsnittlig økning i nettleien på rundt 25 prosent innen 2030. I Tyskland forårsaker begrenset nettutvidelse langsiktige årlige tilleggskostnader på 4,2 milliarder euro, med nødvendige investeringer som overgår 110 milliarder euro innen 2050.

Selskapet kan allerede vise til kundecase som synliggjør teknologiens potensial. Arva, Nord-Norges største nettselskap, vurderte tidligere å bygge en ny kraftledning til Malangshalvøya, noe som ville ha krevd investeringer på over 100 millioner kroner. Imidlertid valgte Arva å installere 50 av Heimdall Powers neuroner i sitt linjenettverk i Nord-Norge. Dette har gjort Arva i stand til å optimalisere bruken av det eksisterende nettet, og den planlagte og den kostbare investeringen kunne utsettes. Heimdall Power har også allerede kunder internasjonalt. Hos en kunde i Irland førte bruken av 10 neuroner til at en vindkraftprodusent kunne øke

⁸ Statnett (2024). *Framskrivning av nettleie i lokalt distribusjonsnett 2024-2030*.

produksjonskapasiteten i vindparken med 30 prosent, uten å utvide kapasiteten i transmisjonsnettet. I Sveits bidro 8 neuroner til å løse flaskehalser i to parallelle kraftlinjer fra et vannkraftverk, hvilket førte til en 27 prosent økning i kraftoverføringen på den aktuelle strekningen.

De nevnte casene har også vist seg å bidra til redusert CO₂-utslipp og unngåtte naturinngrep. I kundecaset fra Irland unngikk man å bygge ut det eksisterende strømnettet. Det sparte samfunnet for CO₂-utslipp og naturinngrep som ville kommet gjennom utbyggingsprosessen. I tillegg bidrar Heimdall Powers løsninger til økt bruk av fornybar energi, noe som ble synliggjort i eksempelet fra både Sveits og Irland. Ved å benytte seg av Heimdall Powers løsninger ble det muliggjort 193 GWh med ekstra overføringskapasitet fra et vannkraftverk. Dersom denne kraften heller hadde blitt produsert i henhold til EU sin energimiks i 2023, ville utslippene økt med 42 000 tonn CO₂-ekvivalenter. Heimdall Power har også selv beregnet deres utslippsreduserende potensial. Beregningene viser at selskapet kan bidra med en årlig reduksjon av globale CO₂-utslipp tilsvarende 2 milliarder tonn innen 2030.

I tillegg kan andre produkter hos Heimdall Power, eksempelvis deres autonome dronesystemer, bidra til økt sikkerhet for personell som jobber med kraftnettet. Dronene reduserer blant annet behovet for at arbeidere manuelt må klatre opp i linjene for reparasjoner og vedlikehold. Dette gjør at de kan holde seg på trygg avstand fra strømførende kraftlinjer.

Investinor sin rolle i Heimdall Power

Investinor har vært en avgjørende finansiell støttespiller og strategisk partner for Heimdall Power. Selskapet har selv uttrykt at uten Investinor og det offentlige støtteapparatet, ville Heimdall Power ikke vært der det er i dag. Heimdall Power trekker særlig frem at dersom Investinor, som eksisterende investor, ikke hadde gått inn med penger i 2021, hadde ikke selskapet klart å hente like mye kapital fra øvrige investorer. En lignende dynamikk så man før sommeren 2024, da Investinor tidlig ga uttrykk for at de ønsket å tilføre ytterligere kapital. Dette førte blant annet til at en artikkel-9⁹ investor, NRP Zero, også investerte i Heimdall Power. I tillegg til finansiell støtte har Investinor bistått med å styrke Heimdall Powers arbeid med ESG¹⁰ og andre forretningsfunksjoner, samt ved å inkludere selskapet i sine nettverksaktiviteter og bidra med medietrening for selskapene i sin portefølje.

4.2. Dignio – bringer helsetjenester hjem til pasienten

Dignio er et norsk selskap som siden 2011 har utviklet teknologiske løsninger for å styrke pasientomsorgen i hjemmet. Selskapets produkter er bygget på en teknisk plattform som muliggjør digital samhandling mellom pasient og behandler. Produktene kan deles i to hovedkategorier: digital hjemmeoppfølging og medisindispensere. Førstnevnte innebærer løsninger som lar pasienter få nødvendig oppfølging hjemmefra, med teknologisk støtte for å måle vitale verdier som vekt, blodsukker og blodtrykk. Dataene sendes direkte til helsetjenesten for rask oppfølging. Medisindispenseren fungerer slik at den deler ut og minner pasienter på å ta riktig medisin, til riktig tid. Dette er oppgaver som i dag i stor grad gjennomføres av hjemmetjenesten i kommunene. I dag har mer enn 50 000 pasienter brukt Dignios plattform, og selskapet har i dag omtrent 7 000 medisindispensere i drift.

⁹ Et artikkel-9 fond er et fond som opplyser å ha bærekraftige investeringer som formål og er underlagt opplysnings- og rapporteringskrav etter SFDR.

¹⁰ ESG står for Environmental, Social and Governance. På norsk oversettes det til miljø-, sosiale forhold og selskapsstyring.

Dignios samfunnsbidrag

Dignios løsninger bidrar til å løse en av de største utfordringene det norske samfunnet står ovenfor, nemlig økt press på helse- og omsorgssektoren. Ifølge Perspektivmeldingen¹¹ vil behovet for helse- og omsorgspersonell øke med 180 000 sysselsatte frem mot 2060. Dignios løsninger kan bidra til å redusere økningen i behovet gjennom å forbedre kapasitetsutnyttelse av helse- og omsorgspersonell. Gjennom digital hjemmeoppfølging kan leger overvåke pasientens helsetilstand på avstand og pasienter kan bo lenger hjemme. Medisindispenseren gjør også at hjemmesykepleiere kan frigjøre mye tid de i dag bruker på medisiner. Den frigjorte tiden kan enten brukes til å behandle flere pasienter, eller til å øke kvaliteten på tilbudet gjennom mer pleie og omsorg til eksisterende pasienter.

Dignio bidrar også direkte til at kvaliteten på helse- og omsorgstjenester øker. Løsningen med digital hjemmeoppfølging gir helsepersonell hyppigere tilgang på måleverdier og testresultater. Dette kan være med på å forebygge sykdom og andre medisinske kriser. Medisindispenseren sørger også for at pasienter i større grad enn i dag får medisiner til riktig tid. En stor andel av medisiners virkning er avhengig av at medisinen tas på riktig tidspunkt, og det er dermed store medisinske kostnader forbundet med at pasienter ikke tar medisiner til riktig tid.

Det er imidlertid noe fotavtrykk forbundet med Dignio sine løsninger, hovedsakelig knyttet til økt ressursbruk relatert til helseverktøy som pasient-lege-kommunikasjon og medisineringsstyring.

Eksempelberegning: Potensialet for ressursbesparelse i hjemmesykepleien knyttet til bruk av Dignios medisindispensere

I en studie fra 2014 estimerer SINTEF at hjemmesykepleien i Bjugn kommune i gjennomsnitt brukte omtrent 206 timer hver uke på å legge opp medisiner til pasienter.¹² Tidsbruken fordelte seg på 727 hjemmebesøk til 111 pasienter, noe som tilsvarer omtrent 6,5 besøk per uke per pasient. Med medisindispensere fra Dignio kan antall besøk reduseres til omtrent 0,5 besøk per uke, ettersom dispensereren kun trengs å fylles opp hver fjortende dag.

Dersom man legger til grunn at tidsbruken per hjemmebesøk i Bjugn kommune er representativt for hele landet, vil de 68 200 personene over 80 år som mottar hjemmetjenester i dag motta over 6,5 millioner timer med hjemmesykepleie nasjonalt. Med Dignio sine medisindispensere betyr det at det i Norge kan spares opp mot 6 millioner timer i hjemmesykepleien, hvis alle tar i bruk medisindispensere. Besparelsene er altså på nesten 3350 årsverk. Med en gjennomsnittlig sykepleierlønn på 675 900 kr i 2023, betyr det at besparelsene kan beløpe seg opp til mer enn 4,3 milliarder kroner årlig. Dette er å beregne som et øvre estimat dersom løsningen skulle bli innført nasjonalt. I praksis vil besparelsene være betydelig lavere da bare en viss andel av alle over 80 år vil ta i bruk løsningen. Videre vil det være ressursbruk som påløper ved å implementere elektronisk medisindispenser som vi ikke har tatt høyde for her.

Dignio er også til stede i andre land som Island, Sverige, Canada og USA. En utvidet internasjonal ekspansjon til andre vestlige land, som også står overfor en kommende eldrebølge, har potensial til å medføre betydelige samfunnsgevinster også utenfor landets grenser.

¹¹ Perspektivmeldingen (2024). *Meld. St. 31 (2023–2024)*.

¹² SINTEF (2014). *Sikker medisiner i hjemmet*.

Investinor sin rolle i Dignio

Investinor kom inn som investor og strategisk partner for Dignio i 2020. Siden da har Investinor bidratt med kapital og støtte gjennom kompetanse og bransjeeekspertise. Dignio trekker selv frem at Investinor blant annet har bidratt til at selskapet har fått tilgang til industrieksperter og analyseressurser som har bidratt i utviklingen av selskapet. Investinor har i dag en representant i Dignios styre som gir verdifulle råd i forbindelse med selskapets vekststrategi og ekspansjon.

4.3. Kezzler – økt innsikt i hele verdikjeden

Kezzler er et norsk teknologiselskap etablert i 2001, med hovedkontor i Oslo. Inspirert av en flyulykke i 1989, forårsaket av falske bolter, ble selskapet grunnlagt for å forhindre lignende tragedier ved å utvikle en innovativ løsning for digital identifikasjon og sporbarhet av produkter gjennom deres livssyklus. Kezzlers skybaserte plattform gjør det mulig for bedrifter å samle inn, strukturere og dele sanntidsdata på tvers av forsyningskjeden, hvilket øker transparens, effektivitet og bærekraft. Teknologien brukes særlig i bransjer der falske produkter kan være farlige for forbrukere, som for eksempel legemiddelindustrien og i dagligvarebransjen. Kezzler opererer globalt, med kunder i Europa, Nord-Amerika og Asia.

Kezzlers samfunnsbidrag

Kezzler adresserer flere samfunns- og bærekraftsproblemer gjennom sin Connected Products Platform. Dette gjør de ved å fokusere på særlig tre sentrale utfordringer i forbrukermarkedet. For det første forhindrer de salg av høyrisiko-produkter, som for eksempel feilprodusert mat, medisiner og kritiske komponenter. Dette oppnås gjennom effektiv sporing og lettere tilbakekalling av produkter med feil. For det andre spiller Kezzler en viktig rolle i å forhindre forfalskning av varer, som for eksempel medisin og mat. Ved å gjøre det mulig for leverandører og utsalgssteder å følge varene bakover i verdikjeden, kan de verifisere at varene kommer fra troverdige aktører. Dette tiltaket styrker tilliten til produktene blant både bedrifter og forbrukere. I tillegg bidrar Kezzler til å løse en tredje utfordring ved å oppfylle økende regulatoriske krav om sporbarhet i produktmarkedet, slik som FSMA (Food Safety Modernization Act).

Kezzler sine løsninger kan altså skape store gevinster for både samfunnet og bedrifter. Fra et bærekraftsperspektiv kan økt sporbarhet gjennom Kezzler sine løsninger føre til et lavere klimaavtrykk takket være forbedret sirkularitet. PWC¹³ estimerer eksempelvis at forbrukere er villige til å betale opptil 10% mer for bærekraftige produkter. Videre kan Kezzler sine løsninger ha indirekte positive innvirkninger ved å posisjonere kunder bedre til å ta informerte beslutninger relatert til bærekraft både knyttet til ansvarlighet i verdikjeden og klima- og miljømessige hensyn. Samtidig kan Kezzlers løsninger også skape gevinster fra et sikkerhetsperspektiv. Løsningene kan bidra til å redusere antallet ulykker og sykdomstilfeller, hvilket i ytterste konsekvens kan redde liv. Samtidig har Kezzler et moderat negativt fotavtrykk, hovedsakelig gjennom ressurs- og energibruk og klimagassutslipp knyttet til selskapets skybaserte plattformløsning, som for eksempel sporingssystemer.

Investinor sin rolle i Kezzler

Investinor har hatt en viktig rolle i Kezzlers utvikling og ekspansjon, hovedsakelig gjennom strategisk, økonomisk og faglig støtte. Siden 2021 har Investinor investert totalt 65 millioner kroner i selskapet, først med en investering på 25 millioner kroner i 2021 og deretter ytterligere 40 millioner kroner i en finansieringsrunde i 2023. Investinors

¹³ PWC. (2024). *Consumers willing to pay 9.7% sustainability premium, even as cost-of-living and inflationary concerns weigh*: PWC 2024 Voice of the Consumer Survey

langsiktige engasjement har ikke bare sikret Kezzler nødvendig økonomisk støtte, men har også tilført selskapet økt legitimitet og troverdighet, noe som er spesielt viktig i møte med internasjonale kunder. Gjennom å ha et statlig støttet fond på eiersiden, opplever Kezzler at de blir oppfattet som en stabil og pålitelig samarbeidspartner. Videre har Investinor bidratt med verdifull ekspertise innen modellering og markedsanalyse, samt bidrag gjennom styrearbeidet. Dette engasjementet har styrket Kezzlers kapasitet til å håndtere større prosjekter og har lagt til rette for selskapets videre internasjonale ekspansjon.

5. Samfunnseffekter fra Investinors portefølje

I denne delen av rapporten vurderer vi det økonomiske håndavtrykket til Investinors porteføljeselskap. ¹ Dette gjør vi gjennom en ringvirkningsanalyse av porteføljeselskapene, samt gjennom å belyse verdiskapingspotensialet i fremtiden med utgangspunkt i forventninger om vekst reflektert i markedsverdi. Videre ser vi på eierskapsstrukturen i selskapene og hvordan denne utvikler seg før og etter Investinors investering. Til slutt gir vi en deskriptiv beskrivelse av Investinors portefølje. Vi har delt opp kapittelet i tre ulike delkapitler som fokuserer på de ulike mandatene til Investinor i følgende oppdeling:

1. Direkteinvesterings- og matchemandatet
2. Fondsinvesteringer (fond-i-fond)
3. Såkorn- og presåkornordningene

Ettersom vi har ulik tilgang på informasjon for de ulike mandatene, er også omfanget av analyser i de forskjellige delkapitlene ulikt.

I tidlig fase vil gjerne skalerbare selskap med vekstpotensial investere betydelig i forskning, utvikling, pilotering og kommersialisering, med løpende negative driftsresultat som en konsekvens. Det løpende negative driftsresultatet fører til at disse bedriftene har behov for risikokapital. Banklån er sjeldent aktuelt ettersom selskapene er forbundet med høy risiko, i tillegg til at de mangler pantbare eiendeler som de kan stille som sikkerhet for lån. Videre er finansiering fra engleinvestorer eller såkalt «FFF» (Family, Friends, and Fools) ofte utilstrekkelig for å dekke kapitalbehovet i større skala. Risikokapital fra tidligfasefond blir derfor en kritisk kilde til egenkapital for disse bedriftene, som gir dem nødvendig finansiering for å ta ut sitt vekstpotensial.

Negative driftsresultater innebærer at den nåværende verdiskapingen (lønnsutgifter + EBITDA) er lav eller negativ. På et senere tidspunkt, når eventuelt oppstarts- og vekstselskapene potensielt lykkes, vil omsetning, driftsresultat, og dermed verdiskaping, øke. Når vi nå vurderer de samfunnsøkonomiske effektene knyttet til oppstarts- og vekstselskaper, beskriver vi derfor både det økonomiske avtrykket direkte og indirekte gjennom ringvirkninger i dag, og utsikter for porteføljeselskapene knyttet til fremtidig verdiskapingspotensial basert på markedsverdier.

5.1. Direkteinvesterings- og matchemandatet

Direkteinvesteringsmandatet er Investinors første mandat, tildelt ved etableringen av Investinor i 2008. Under dette mandatet investerer Investinor i innovative oppstarts- og vekstselskaper, hvor de skal være en langsiktig og forutsigbar investor som tilbyr kapital, kompetanse og nettverk gjennom deres aktive forvaltning av eierskap og oppfølging av selskapet. Matcheinvesteringsmandatet ble tildelt Investinor i 2020. Under dette mandatet investerer Investinor direkte i enkeltelskap i såkorn- og venturefasen sammen med aktive private investorer. I motsetning til direkteinvesteringsmandatet er det medinvestoren som skal ta den aktive rollen med oppfølging av selskapet.

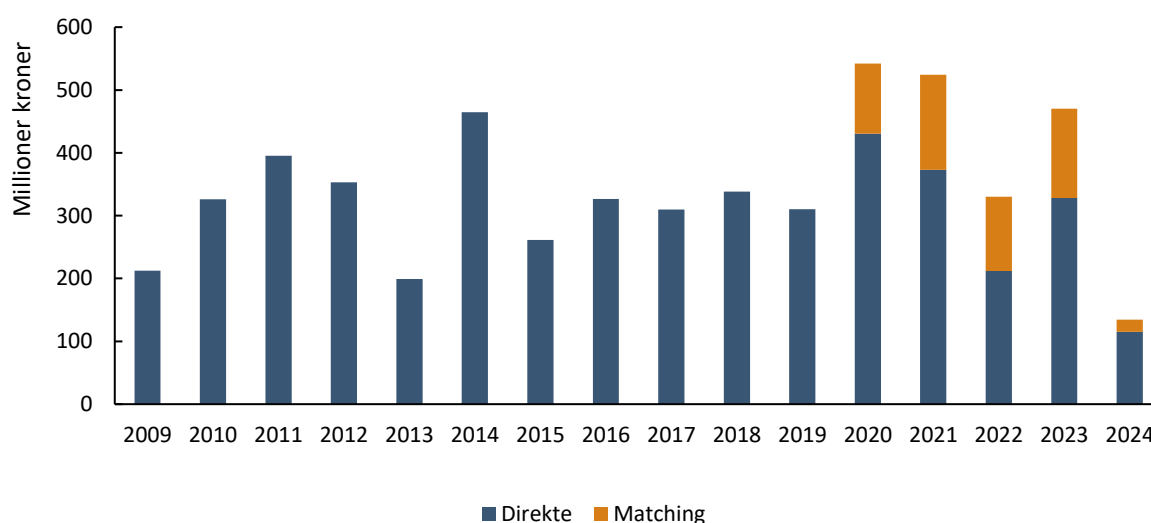
Formålet med begge mandatene er å bidra til økt verdiskaping ved å tilføre risikovillig kapital til norske bedrifter i tidlig vekstfase og mot ekspansjonsfasen, og dermed komplementere det private norske markedet for venture- og ekspansjonskapital. Investeringene skjer i egenkapital eller konvertible lån. Investinor skal bruke sin kompetanse og tildelte midler til å drive aktiv seleksjon over tid, og hovedfokuset for investeringer skal være på selskaper som bidrar til norsk verdiskaping.

Både i seleksjonen og i forvaltningen av eierskapet fokuserer Investinor på bærekraft. I seleksjonen av selskaper er et av vurderingskriteriene for både direkte- og matcheinvesteringene til Investinor at selskapet har vilje og evne til å ta sitt samfunnsansvar på alvor. I tillegg er Investinor tilsluttet FNs prinsipper for ansvarlige investeringer og UN Global Compact. I utøvelsen av eierskapet gjennom styreverv i deres direkte investeringer er Investinor en pådriver for at porteføljeselskapene utøver godt samfunnsansvar. Ved realisering av investeringen skal Investinor også bidra til å sikre at ny eier viderefører et tilstrekkelig samfunnsansvar i det solgte selskapet.

De første direkteinvesteringene til Investinor ble gjennomført i 2009, ved utgangen av 2. kvartal 2024 hadde Investinor under direkteinvesteringsmandatet investert i totalt 95 selskaper og realisert 44 investeringer. De første investeringene under matcheinvesteringsmandatet ble gjennomført i 2020, ved utgangen av 2.kvartal 2024 hadde Investinor investert i 17 selskaper under dette mandatet og realisert 3 av disse.

Investinor har tilført betydelige mengder kapital til vekstselskaper de siste 15 årene, både gjennom førstegangs- og oppfølgingsinvesteringer. Fra 2009 til 2023 har Investinor i gjennomsnitt investert 350 millioner kroner per år gjennom deres direkte- og matcheinvesteringsmandat. 2020 var det året med størst tilførsel av kapital på om lag 550 millioner kroner, og 2013 var året med lavest tilførsel på rundt 200 millioner kroner. I figuren under viser vi investert kapital gjennom både førstegangs- og oppfølgingsinvesteringer for direkteinvesterings- og matchemandatet.

Figur 16: Investert kapital gjennom førstegangs- og oppfølgingsinvesteringer for direkte- og matcheinvesteringsmandatet.
Kilde: Investinor



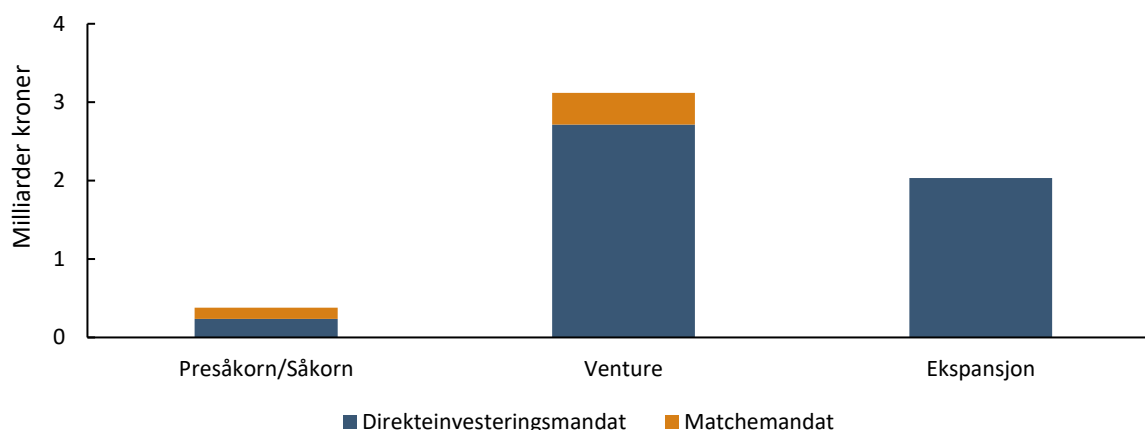
Investinor har siden 2009 tilført i underkant av 5 milliarder kroner til bedrifter i venture- og ekspansjonsfasen gjennom sitt direkte investeringsmandat. Gjennom disse investeringene har Investinor typisk tatt en eierandel på mellom 10 og 30 prosent, med en median på i underkant av 20 prosent. Det er imidlertid enkelte selskaper hvor eierandelen er lavere enn 10 prosent, og noen hvor eierandel er på opptil 49 prosent. I den samme perioden har Investinor realisert verdier i direkteinvesteringsporteføljen tilsvarende i overkant av 2,1 milliarder kroner.

Fra 2020 til 2. kvartal 2024 har Investinor tilført i underkant av 550 millioner kroner i investeringskapital til vekstselskaper gjennom matcheinvesteringsmandatet. Investinor tar gjennom disse investeringene typisk en eierandel på mellom 5 og 25 prosent, med en median på 10 prosent.

5.1.1. Investeringer fordelt på fase

I figuren nedenfor presenteres investert kapital gjennom direkte- og matcheinvesteringsmandatet fordelt på tre ulike kategorier basert på hvor i livsløpet selskapet befinner seg.¹⁰

Figur 17: Investert kapital gjennom direkte og matcheinvesteringsmandat fordelt på bedriftsfase.¹⁴



Under både direkteinvesterings- og matchemandatet finner man flest investeringer i venturefasen, hvor det har blitt investert i 61 ulike selskap og tilført kapital på litt over 3,1 milliard kroner. Dette betyr at Investinor i gjennomsnitt investerer 51 millioner kroner i selskapet, når de bidrar med kapital til selskap i venture fasen. Av disse 61 selskapene er 24 realisert i dag.

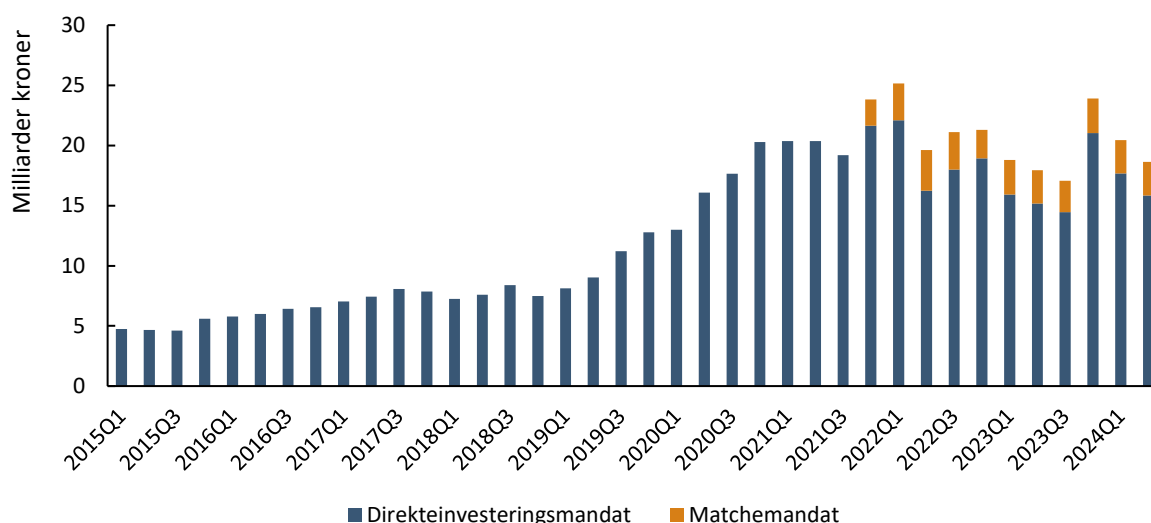
Etter venturefasen er det preså Korn- og så Kornfasen hvor Investinor investerer hyppigst, og utgjør 33 ulike selskaper. Porteføljeselskap i denne fasen er tilført i underkant av 400 millioner kroner, eller i gjennomsnitt 11,5 millioner kroner per selskap. Selv om preså Korn og så Kornfasen utgjør 30 prosent av selskapene under direkte- og matcheinvesteringsmandatet, utgjør det kun 7 prosent av investert kapital. I dag har 14 av disse 33 investeringene blitt realisert.

I ekspansjonsfasen har Investinor tilført 2 milliarder kroner fordelt på 18 selskap gjennom direkteinvesterings- og matchemandatet. Gjennomsnittlig investering er 110 millioner kroner per selskap. Selv om ekspansjonsfasen utgjør kun 16 prosent av antall selskaper i Investinors direkte- og matchportefølje, så står denne fasen for 37 prosent av investert kapital. Alle investeringer i denne fasen har blitt gjort under det direkteinvesteringsmandatet, hvorav halvparten av investeringene er realisert.

Figuren under viser utviklingen av markedsverdien til selskapene i direkteinvesterings- og matcheporteføljen. Markedsverdien av selskapene i Investinors aktive portefølje har økt fra 4,7 milliarder kroner i 2015 til 18,6 milliarder ved andre kvartal 2024. I samme tidsperiode har antall selskaper økt fra 26 til 65. En stor andel av veksten fant sted fra starten av 2019 til starten av 2022. Dette sammenfaller med at den direkteinvesteringsporteføljen økte sitt antall aktive investeringer fra 26 til 64 selskaper og matcheinvesteringsporteføljen gjorde sine første 12 investeringer. Siden den gang har antallet aktive selskaper blitt redusert, og markedsverdien av porteføljeselskapene har falt fra 25 milliarder til 18,6 milliarder kroner.

¹⁴ Figuren baserer seg på hvilken fase selskapet var i under siste investering, hvis selskapet har beveget seg fra en fase til en annen mellom to investeringer, vil begge investeringene falle under den senere kategorien. Tidligfase inkluderer pre-seed, seed, tidligfase. Venture inkluderer series A, og venture. Ekspansjon inkluderer growth equity og ekspansjon

Figur 18: Utvikling i markedsverdi av Investinors til enhver tid aktive direkteinvesterings- og matcheportefølje.
Kilde: Investinor



5.1.2. Investinor danner grunnlaget for fremtidig verdiskaping

Investinor sin visjon er å bygge morgendagens næringsliv. Gjennom å investere i selskaper i tidlig fase i bedriftssyklusen, innretter Investinor seg mot selskaper som trenger kapitaltilførsel for å kunne kommersialisere og ekspandere, og som potensielt er rammet av kapitalmarkedssvikt. Dette er selskaper som i dag er i en investerings- og utviklingsfase, og som naturlig nok har lav, og i mange tilfeller negativ, verdiskaping i dag. Investinor skal bidra til å realisere et fremtidig vekst- og verdiskapingspotensial for disse selskapene.

Verdiskapingspotensialet til disse selskapene reflekteres av markedsverdien. Grunnleggende økonomisk teori tilsier at markedsverdien av et selskap reflekteres av forventninger om fremtidig avkastning til eierne. Investinor har i dag solide rutiner for å estimere markedsverdier for porteføljeselskapene, der man har et metodisk prioriteringshierarki på hvilke verdsettelsesmetoder som benyttes, avhengig av hvilke datakilder som er tilgjengelig. For børsnoterte selskaper benyttes markedsverdier, for selskaper med nylige, store transaksjoner benyttes transaksjonsprisene, og for selskaper uten transaksjoner brukes velkjente og utprøvde verdsettelsesmetoder fra finansiellitteraturen.

Verdiskaping: En bedrifts verdiskaping er et mål for verdien bedriften skaper for samfunnet, og kan ses på som en bedrift sitt bidrag til BNP. Dette regnes som en sentral samfunnsøkonomisk størrelse ettersom verdiskapingen legger grunnlag for velferd gjennom offentlig og privat forbruk. For et gitt regnskapsår er en bedrifts direkte verdiskaping definert som summen av lønnskostnader og bedriftens driftsresultat korrigert for kapitalslit og nedskrivninger

På tross av store markedsverdier har de mange av porteføljeselskapene lav, og til tider negativ, regnskapsmessig verdiskaping i inneværende år. Investinor skal legge til rette for bygge fremtidens næringsliv og verdiskaping, ved å bidra med risikokapital til tidligfaseselskaper som møter utfordringer med å hente nødvendig kapital i markedet. Når vi skal undersøke Investinor sitt samfunnsbidrag er det dermed mer naturlig å rette blikket fremover og se på forventninger til *fremtidige verdiskapingsbidrag*.

Vi legger til grunn at markedsverdien til et selskap reflekterer forventningen til fremtidig inntjening og verdiskaping. Ved å benytte rapporterte markedsverdier for Investinors direkteinvesterings- og

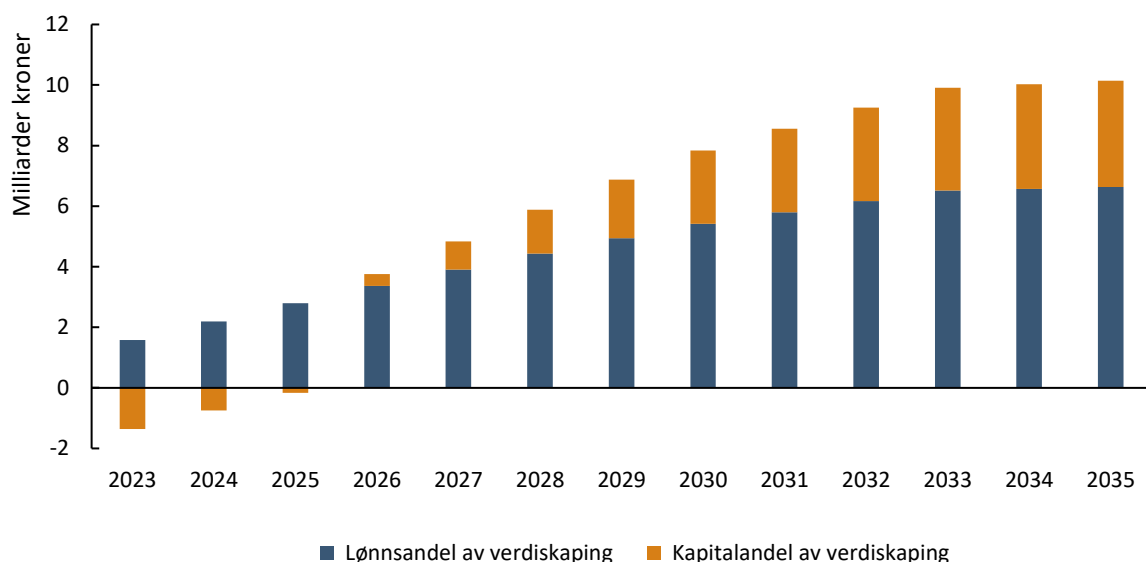
matcheportefølje, og et sett med realistiske forutsetninger knyttet til blant annet utviklingsprofil og forholdet mellom inntjening og sysselsetting, utleder vi et estimat på fremtidig verdiskaping for de ulike porteføljeselskapene.¹⁵ Fordelen med en slik tilnærming er at man kommer frem til et konsistent anslag på Investinor sitt fremtidige verdiskapingsbidrag, fritt for dobbeltelling og periodisert over tid.

Ser vi litt over 10 år fram i tid estimerer vi at Investinor sin aktive matche og direkteinvesteringsportefølje vil bidra til **verdiskaping i Norge på 10,1 milliarder kroner** i 2035, fordelt på henholdsvis 3,5 milliarder fra driftsresultat og avskrivninger og 6,6 milliarder i lønnskostnader.¹⁶

Fremtidig verdiskaping - kort om metode: For å estimere fremtidig verdiskaping har vi periodisert eiernes kapitalavkastning over tid, slik at nåverdien av inntektsstrømmen tilsvarer markedsverdien som er satt på selskapene ved årsslutt 2023. Her har vi benyttet en diskonteringsats på 8 prosent, noe som tilsvarer Investinor sitt langsiktige avkastningskrav fra staten som eier. Videre har vi lagt til grunn en vekstbane frem til selskapene når et modent stadium, avhengig av hvor i bedriftslivsløpet de er i dag. For selskap i tidligfase, venturefase og ekspansjonsfase har vi lagt til grunn henholdsvis 15, 10 og 7 år frem til man når en modningsfase der veksten normaliserer seg mot veksten i økonomien generelt. Vekstraten til de ulike selskapene utledes ut fra markedsverdi, driftsresultat i 2023 og modningstidpunkt. For videre beregninger av verdiskaping, benyttes også lønnsutgifter og avskrivninger i 2023.

Med utgangspunkt i metoden beskrevet i boksen over, får vi en verdiskapingsutvikling frem mot 2035 som vist i figuren nedenfor for den aktive direkteinvesterings- og matcheporteføljen som helhet.

Figur 19: Estimert utvikling i verdiskaping for Investinors direkteinvesterings- og matcheportefølje frem mot 2035, med utgangspunkt i markedsverdier og regnskap for aktive porteføljeselskaper ved årsslutt 2023, oppgitt i faste 2023-kroner.



Som vi ser fra figuren ovenfor er driftsresultatet til Investinors portefølje negativt i dag. Samtidig sørger lønnsandelen av verdiskapingen for at samlet verdiskaping for porteføljen er marginalt positiv i 2023. Etter hvert som selskapene i porteføljen utvikler seg, forventes det at driftsunderskuddet krymper, og etter hvert blir positivt. I ekspansjonsfasen er det også ventet at lønnsandelen av verdiskaping vil vokse, da skalering ofte

¹⁵ Se vedlegg 1 for en grundigere beskrivelse av metoden for periodisering av fremtidig verdiskaping.

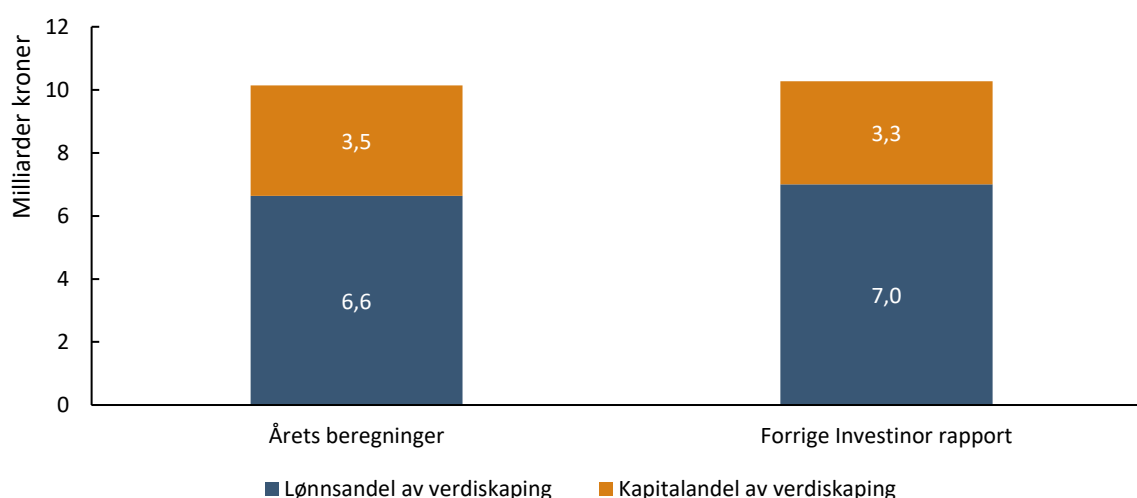
¹⁶ Tallene inkluderer enkelte selskaper som ikke i dag er aktive, men var aktive ved årsslutt 2023.

innebærer betydelig flere ansatte. Majoriteten av veksten er ventet å skje frem mot 2033 da selskapene som i dag er i venturefasen er ventet å nå et modent stadium.

Periodiseringen av den estimerte verdiskapingen er relativt følsom for antakelser om modningstidspunkt for selskapene i porteføljen. Dersom alle selskapene i gjennomsnitt når et modent stadium tidligere enn det vi har lagt til grunn, vil dette føre til lavere verdiskaping i 2035. Til gjengjeld vil verdiskapingen i tidligere år være gjennom raskere vekst.

Vi gjennomførte en tilsvarende beregning i av Investinors portefølje i 2021, der vi også inkluderte beregninger for 2035. En sammenligning av resultatene er vist i figuren under.

Figur 20: Estimert verdiskaping i 2035 for Investinors direkteinvesterings- og matcheportefølje. Sammenligning av resultater med 2021-analyse av porteføljen (Menon, 2021)¹⁷. Kilde: Menon Economics



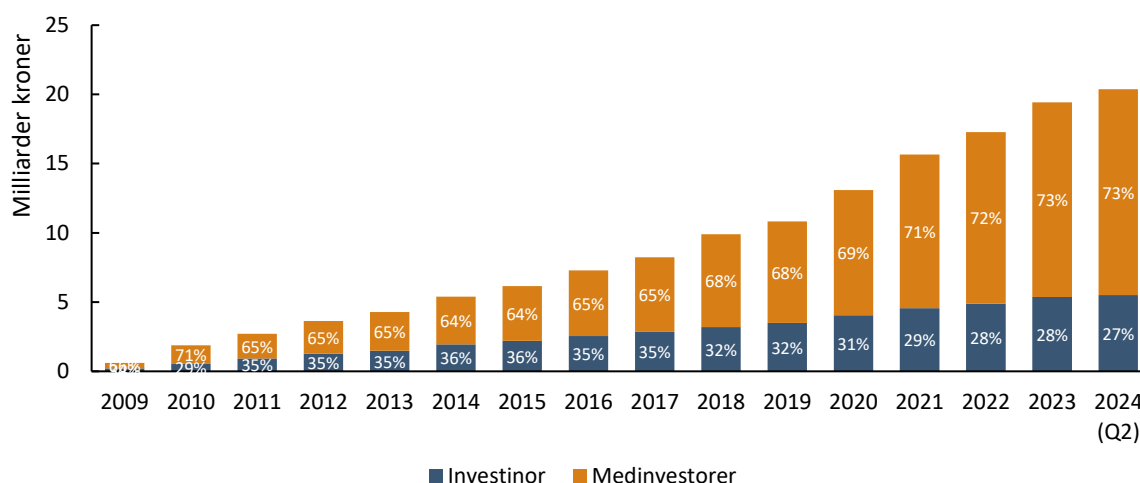
Som vist i figuren over er resultatene fra 2024-analysen sammenlignbare med resultatene fra 2021-analysen, men med en marginal svekkelse i forventninger til verdiskaping. Her estimerer vi en verdiskaping på 10,1 milliarder kroner i 2035, mens forrige analyse estimerte en forventning om verdiskaping på 10,3 milliarder kroner. Årets resultater viser imidlertid at en noe høyere andel av verdiskapingen er drevet av driftsresultatet og avskrivninger. Siden utarbeidelse av forrige rapport har Investinor sin portefølje endret og utviklet seg. I denne analysen er det 66 bedrifter med i analysen, mens det var 72 i forrige.

5.1.3. Investinor som katalysator for annen kapitalinnhenting

Som den største aktøren i det norske venturekapitaløkosystemet bidrar Investinor til å sikre tilgang til investeringskapital i tidligfase. I tillegg til å tilføre porteføljeselskapene kapital direkte, bidrar også Investinor til å utløse annen privat kapital gjennom sitt investornettverk og tilstedeværelse. I kapitalinnhentingsrunder som Investinor har tatt del i, har medinvestorer koinvestert 14,9 milliarder kroner i direkteinvesterings- og matcheporteføljen per 2023. Inkludert kapitalen tilført fra Investinor på 5,5 milliarder kroner, utgjør samlet kapitaltilførsel til porteføljeselskapene 20,4 milliarder kroner siden deres første investering i 2009. Den private kapitalen utgjør med andre ord en faktor på 2,7 gangeren av Investinors investerte kapital. Utviklingen i akkumulert kapitaltilførsel over tid er vist i figuren under.

¹⁷ Menon Economics (2021). *Investinors samfunnsrolle – Ringvirkningsanalyse av Investinor*

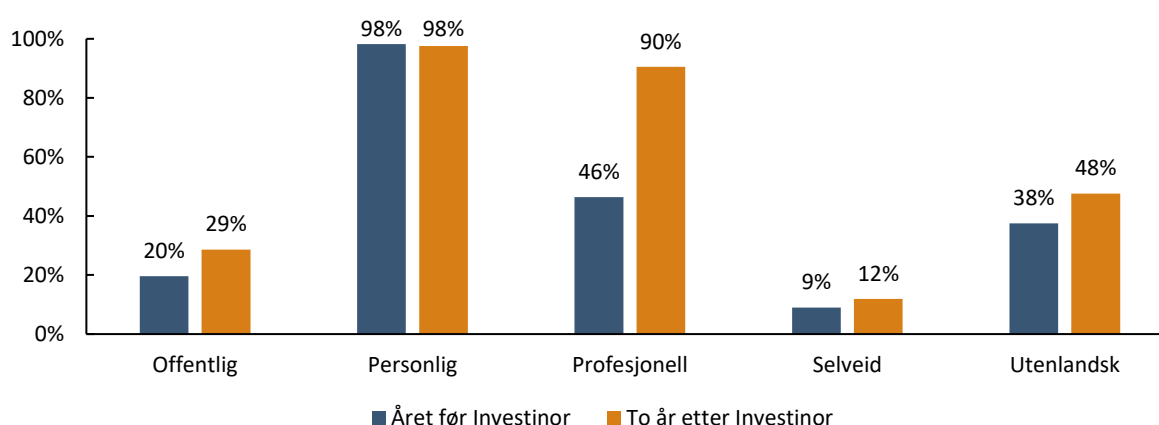
Figur 21: Tilført kapital i direkteinvesterings- og matcheporteføljen i runder Investinor har deltatt i (akkumulert). 2009 - 2023. Kilde: Investinor



Investinor bidrar til øvrig kapitalinnhenting for selskapene gjennom å introdusere selskapene for sitt investornettverk, og gjennom koinvesteringsordningene. Ved bruk av Menons eierskapsdatabase har vi undersøkt hvordan eierskapet til Investinors porteføljebedrifter har utviklet seg etter Investinors inntreden. I figuren nedenfor ser vi på *ultimate eiere*, som er eierne i siste ledd av eierkjeden. Unntaket er profesjonelle investorer, som er skilt ut som en egen eierkategori på tross av at de selv har eiere, ettersom disse er av særlig interesse for innovative oppstartsselskap. Profesjonelle investorer er i denne sammenheng verdipapirfond, porteføljeforvaltere eller andre former for profesjonelle investeringsselskap med et dedikert forvaltningsteam. Vi inkluderer kun eiere med over to prosent ultimat eierandel i selskapet.

I figuren under viser vi andelen av Investinors porteføljebedrifter som har eiere i ulike eierskapskategorier i året før Investinors inntreden i selskapet og to år etter.¹¹ Investinor sin eierandel og eiertype er ikke medregnet.

Figur 22: Andel selskaper med innslag av ulike eierkategorier for ultimate eiere i året før og to år etter Investinors investering.^{18,19} Kilde: Menon Economics



¹⁸ På grunn av datatilgjengelighet på eierskapsdata er analysen begrenset til selskap som er blitt en del av Investinors portefølje etter 2014.

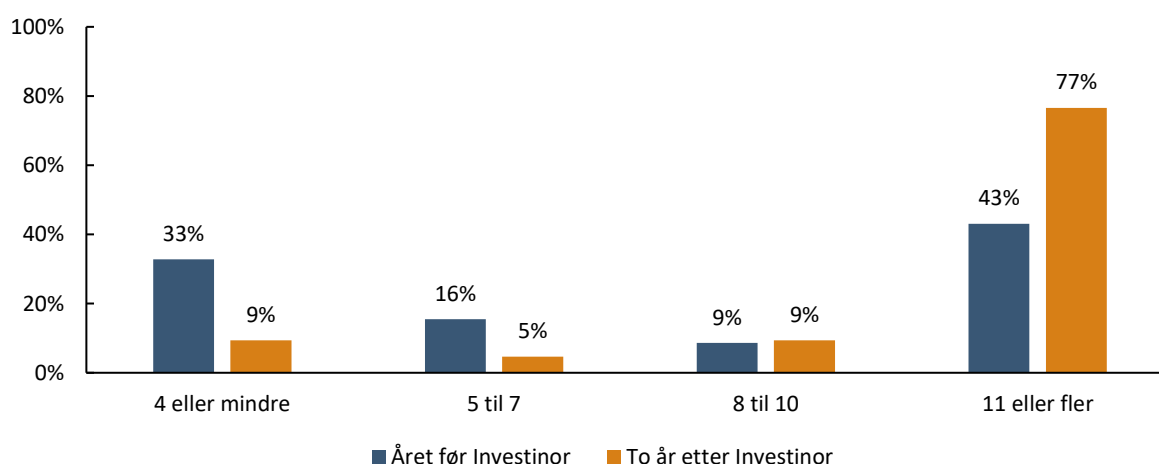
¹⁹ Det vil være undervurdert hvor mange selskap som har utenlandsk eierskap og selveid (dog i mindre grad), ettersom enkelte eiere som har denne kategorien har fått eiertypen profesjonell. Dette er for de eierskapene som er utenlandske eller selveide, men driver med svært profesjonell investeringsvirksomhet.

Personlige eiere er norske privatpersoners eierskap, enten direkte eller indirekte. Det er den eiertypen som er mest representert både før og etter Investinors inntreden, hvor nærmest alle selskapene har personlige eiere. Dette inkluderer gründere, ikke-profesjonelle engleinvestorer, samt såkalte FFF (family, friends and fools), som ikke regnes som profesjonelle investorer. En stor andel, 46 prosent, av selskapene var representert med profesjonelle investorer på eiersiden året før Investinors inntreden. Det er imidlertid en dobling i antall selskaper som har profesjonelle investorer representert to år etter. Denne kategorien omfatter investeringsselskaper, profesjonelle investeringsselskap eid av norske privatpersoner, og store utenlandske investeringsselskaper, som har erfaring og kompetanse innen finansiering av vekstselskaper. Blant porteføljeselskapene som er børsnotert så finner man profesjonelle investorer som pensjonsfond og verdipapirfond på eiersiden. Den kraftige veksten indikerer at Investinor sitt nettverk kan øke selskapets mulighet til finansiering fra andre profesjonelle investorer.

Lignende, dog i langt mindre grad, ser vi at andelen av selskap som har innslag av utenlandsk eierskap har økt fra 38 prosent i forkant av Investinor til 48 prosent to år etter Investinors inntreden. Utenlandsk eierskap inkluderer all form for utenlandsk kapital, med unntak av store utenlandske investeringsselskaper, som regnes under kategorien profesjonelle investorer. Utviklingen i eierskapet i porteføljeselskapene gir sterke indikasjoner på at Investinor gjennom sitt eierskap også bidrar til å koble selskap med andre kompetente eiere.

Videre har vi sett nærmere på hvordan antall eiere i første eierledd²⁰ i porteføljeselskapene har utviklet seg i samme tidsperiode, vist i figuren under.

Figur 23: Antall eiere i porteføljeselskapene i året før og to år etter Investinors investering. Kilde: Menon Economics



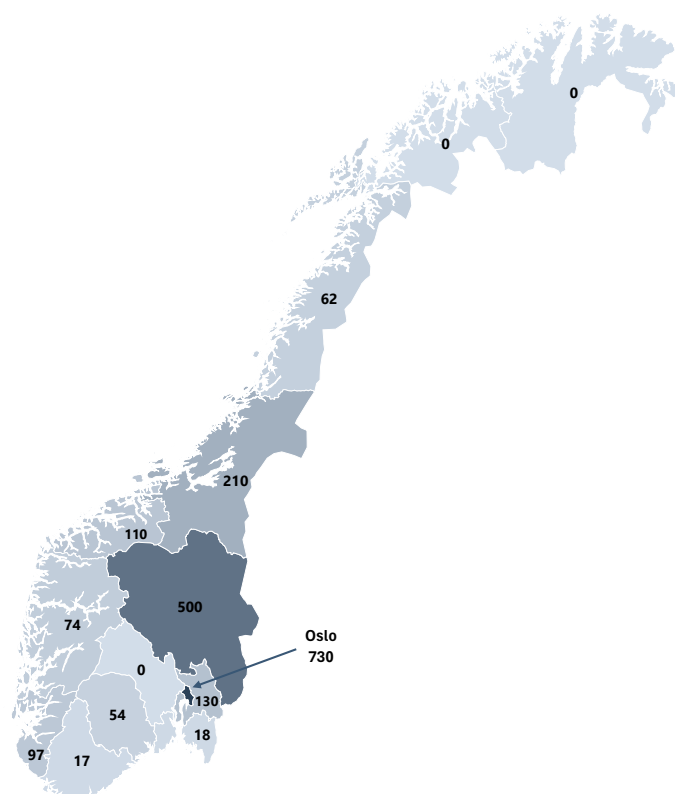
Figuren viser tydelig at eierskapet i bedriftene er langt mer fragmentert tre år etter Investinor kom inn på eiersiden, sammenlignet med året før investeringen. Dette kan skyldes flere forhold, eksempelvis at Investinor i seleksjonen av selskap velger selskap som også andre investorer anser som attraktive. Det kan også skyldes at en investering fra Investinor blir oppfattet som et signal blant andre investorer, et slags kvalitetsstempel. En tredje faktor kan være at Investinor sin aktive oppfølging av selskapet gjør at selskapet har en positiv utvikling som igjen tiltrekker seg andre investorer. Sannsynligvis er det en kombinasjon av disse forholdene som gjør at eierstrukturen blir mer fragmentert i etterkant av Investinor sin investering.

²⁰ For selskap hvor det kun er et enkelt holdingselskap i første ledd har vi sett på eierskapet til holdingselskapet.

5.1.4. Porteføljebedriftene bidrar til sysselsetting og verdiskaping i dag

Fremtidig verdiskaping er viktig, men Investinor bidrar også til positive virkninger i samfunnet allerede i dag. Gjennom kapital og annen bistand til porteføljebedriftene bidrar man til aktivitet og sysselsetting i disse bedriftene i dag. **Samlet sett sysselsatte Investinor sine porteføljeselskap under direkteinvesterings- og matchemandatet om lag 2 000 ansatte i 2023.** I figuren under viser vi den geografiske fordelingen av sysselsettingen i direkte- og matcheporteføljen.

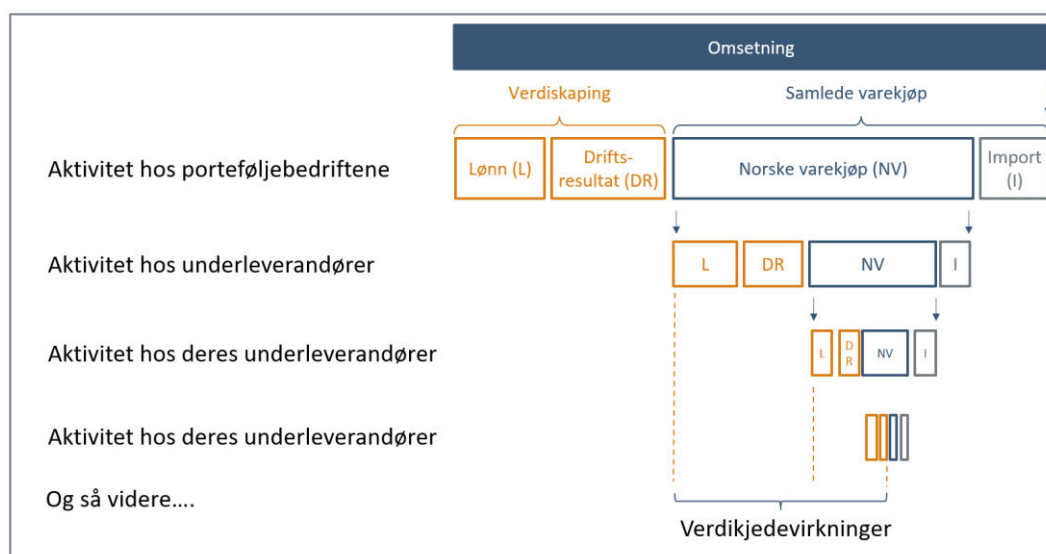
Figur 24: Geografisk fordeling av sysselsettingen i direkte- og matcheporteføljen i 2023. Kilde: Investinor og Menon



Utover at det flest sysselsatte i Oslo med 730 ansatte i porteføljebedriftene, så viser figuren at Innlandet har hele 500 sysselsatte i direkte- og matcheporteføljen. Videre er det 210 sysselsatte i Oslo, 130 i Akershus og 110 i Møre og Romsdal.

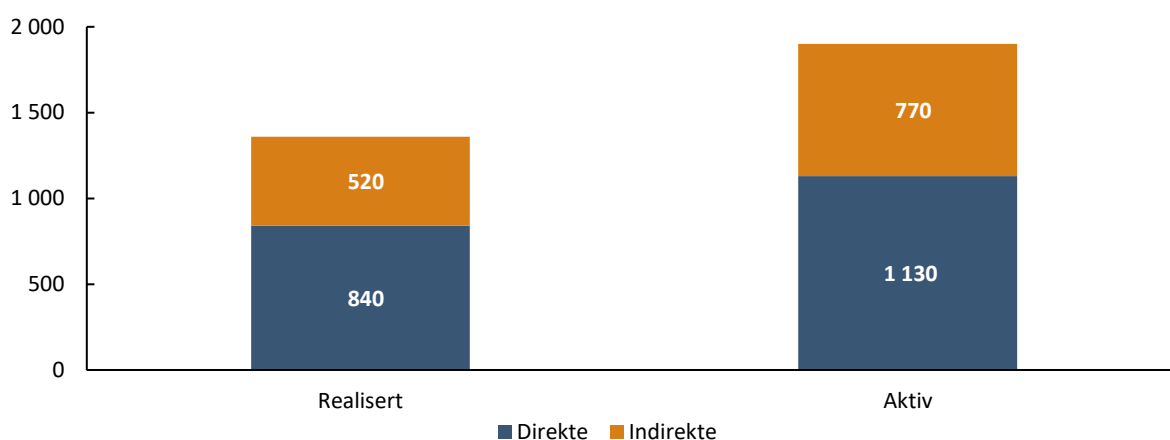
Aktiviteten i porteføljeselskapene danner igjen grunnlag for sysselsetting og verdiskaping hos andre norske bedrifter, gjennom vare- og tjenestekjøp fra andre norske bedrifter. Dette bidrar til aktivitet, verdiskaping og sysselsetting i disse selskapene. Disse selskapene vil igjen kjøpe varer og tjenester fra andre selskap, slik at den aktiviteten i porteføljeselskapene sprer seg i økonomien og skaper ringvirkninger for flere selskap gjennom hele verdikjeden. Dette er det vi ofte omtaler som verdikjedeeffekter eller ringvirkninger. Ved hjelp av Menons ringvirkningsmodell ITEM kan vi estimere hvordan den opprinnelige aktiviteten i Investinor sine porteføljeselskap forplanter seg i økonomien gjennom verdikjeden, illustrert i figuren nedenfor.

Figur 25: Verdikjedevirkninger av Investinors porteføljeselskap



Porteføljeselskapene har samlet sett et betydelig vare- og tjenestekjøp fra andre bedrifter. Figurene under viser den direkte sysselsettingen og verdiskapingen fra bedriftene i Investinors direkteinvesterings- og matcheportefølje, og sysselsetting- og verdiskapingseffektene (indirekte effekter/ringvirkninger) fra deres vare- og tjenestekjøp for 2023.

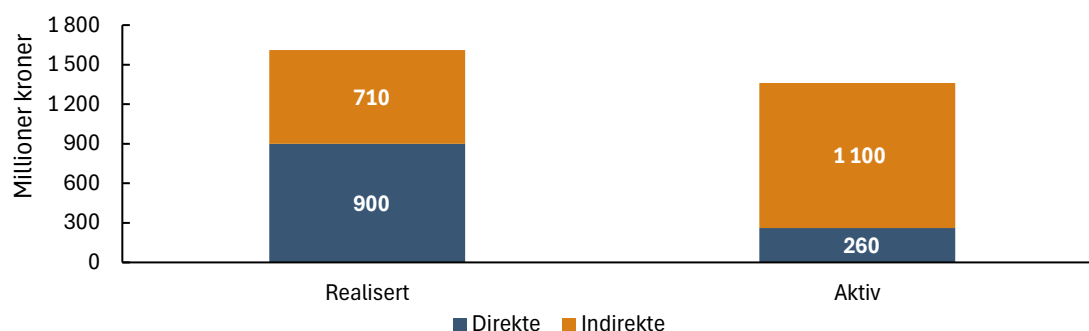
Figur 26: Direkte og indirekte sysselsettingseffekter fra Investinors direkteinvesterings- og matcheportefølje i 2023.
Kilde: Menon Economics



Samlet sysselsetter Investinor sine porteføljeselskap under direkteinvesterings- og matchemandatet direkte rundt 2 000 ansatte i 2023, hvorav 1 150 i aktive investeringer og 840 er i realiserte investeringer. I tillegg støtter deres vare- og tjenestekjøp oppunder 1 300 ansatte gjennom ringvirkninger i andre norske bedrifter.

Videre har vi sett på hvordan porteføljeselskapene i Investinors direkteinvesterings- og matcheportefølje bidrar til verdiskaping direkte, og indirekte gjennom vare- og tjenestekjøp. Resultatene er gjengitt i figuren under.

Figur 27: Direkte og indirekte verdiskapingseffekter fra Investinors direkteinvesterings- og matcheportefølje i 2023.
Kilde: Menon Economics



Porteføljeselskapene har en direkte verdiskaping på 1 160 millioner kroner, hvorav 900 millioner er i realiserte investeringer og 260 millioner er i urealiserte investeringer. Ringvirkningene av deres vare- og tjenestekjøp bidrar til ytterligere 1,8 milliarder kroner i verdiskaping hos underleverandørene i Norge. For den aktive delen av porteføljen er indirekte verdiskaping langt høyere enn verdiskapingen i porteføljeselskapene. Som tidligere nevnt er ikke dette bemerkelsesverdig ettersom disse bedriftene i dag er i investerings og utviklingsfasen. De har betydelige underskudd som følge av investeringer, men investeringene medfører ringvirkninger hos leverandører.

5.1.5. Flest investeringer, sysselsatte og størst verdi innen teknologi

Investinors portefølje dekker mange sektorer, samtidig som de gjennom tidligere mandater og sine vurderingskriterier har noen enkeltsektorer som er særlig relevante. Majoriteten av investeringene er sentrert rundt de teknologitunge næringene IKT, energi og helse. Tabellen under gir en oversikt over hvordan porteføljeselskapene i Investinors matche- og investeringsmandat fordeler seg på sektorer. Figuren over viser hvordan selskap, antall ansatte, fremtidig verdiskaping og markedsverdi fordeler seg på næringer.

Tabell 4: Oversikt over Investinors direkteinvesterings- og matcheportefølje fordelt på sektorer i 2023. Omfatter både aktive og realiserte investeringer, med unntak av markedsverdi og fremtidig verdiskaping i 2035 som kun omfatter markedsverdien ved utgangen av 2023 for aktive investeringer. Kilde: Investinor og Menon Economics

	 Antall	 Sysselsatte	 Forventet verdiskaping	 Markedsverdi
IKT 	58	850	4 600 millioner*	7,2 milliarder*
Helse 	19	470	2 330 millioner	6,7 milliarder
Energi 	14	160	320 millioner	1,0 milliarder
Marin 	7	285	220 millioner	1,1 milliarder
Miljø 	5	12	30 millioner	0,1 milliarder
Skog 	6	21	240 millioner	0,3 milliarder
Reiseliv 	3	170	0 millioner	0 milliarder

* Estimer for fremtidig verdiskaping og markedsverdi i IKT-sektoren ekskluderer Chess.com. Dette utgjør henholdsvis 2,4 milliarder kroner i forventet verdiskaping og 9,3 milliarder kroner i markedsverdi. Investinors eierskap i Chess.com stammer fra et aksjeoppgjør ved salget av Play Magnus. Investinor eier 1,2 prosent av Chess.com, en betydelig lavere andel enn i de fleste andre porteføljeselskapene.

IKT er sektoren med både flest investeringer og sysselsetting, med henholdsvis 58 investeringer og 850 direkte sysselsatte. Dette utgjør litt over 40 prosent av selskapene i matche- og direkteinvesteringsporteføljen. IKT favner bredt og inkluderer både SaaS (software as a service), tjenesteleverandører og produsenter av hardware. IKT har også størst markedsverdi blant sektorene.

Etter IKT-sektoren er det helse som sysselsetter flest, med 470 direkte sysselsatte fordelt på 19 selskap. I snitt sysselsetter selskapene innen helse 40 prosent flere per selskap enn i IKT-sektoren. Energiselskap utgjør også en betydelig andel av porteføljen, med 14 investeringer og 160 sysselsatte. Øvrige deler av porteføljen med betydelig sysselsetting er marin og reiseliv, med henholdsvis 285 og 170 sysselsatte. Det er snakk om få investeringer i disse sektorene, men selskapene er i snitt større.

5.2. Investinors fond-i-fond mandat

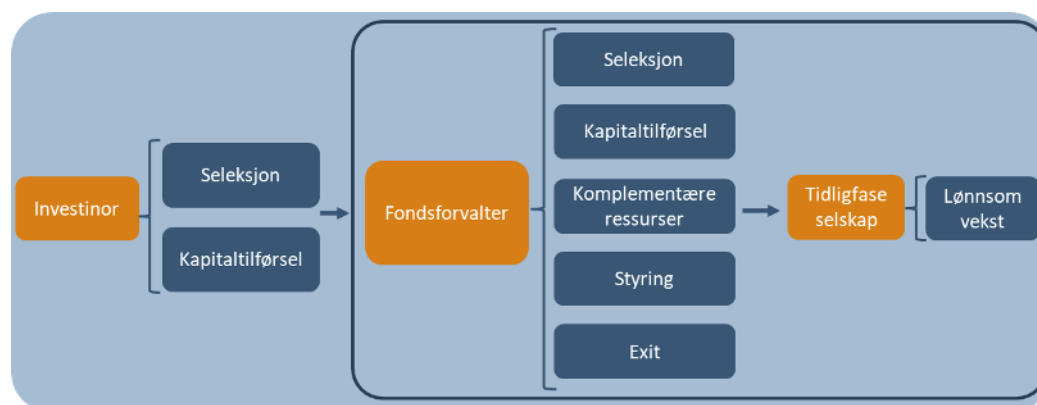
Fondsmandatet, et mandat Investinor har hatt siden 2020, skiller seg markant fra direkteinvesterings- og matchemandatet. Istedenfor å vurdere enkeltsselskap og koinvestorer, selekterer Investinor forvaltere og deres fond som de investerer i. Investinor skal selektere forvaltningsteam de tror kan bidra til avkastning og verdiskaping i Norge. I seleksjon av fondsforvaltere vektlegges særlig forvaltere med en track-record å vise til, kvaliteten på nettverk, herunder evnen til å tiltrekke seg dealflow og privat kapital, og fokus på bærekraft.

Fondsinvesteringene til Investinor skiller seg fra direkteinvesterings- og matchemandatet på flere måter. Fondsinvesteringene er rettet mot tidlig fase, fra pre-såkorn til venture. Til forskjell fra direkteinvesteringsmandatet, retter ikke fondsinvesteringene seg mot ekspansjonsfasen.

Videre er det slik at ettersom eierskapet er indirekte og man eksponeres for langt flere selskap, så har Investinor en betydelig mindre eierandel effektiv eierandel i hvert enkelt porteføljeselskap. Investinor tar typisk en minoritetspost i fondet (normalt 5-20 prosent). I tillegg har fondet typisk en mindre eierandel i porteføljeselskapet (normalt 5-15 prosent). Eierskapet til Investinor gjennom fondsinvesteringene blir dermed fordelt på flere og mindre eierandeler i porteføljeselskapene, sammenlignet med direkte- og matcheinvesteringene. I forlengelsen av dette, får Investinor en mer diversifisert portefølje gjennom fondsinvesteringene. Fondene det investeres i har en typisk holdingperiode på 6-10 år, og de investerer 10-100 millioner kroner per selskap.

Figuren under illustrerer rollen til Investinor i å selektere forvaltere som skal utøve den aktive eierrollen i porteføljeselskapene.

Figur 28: Illustrasjon av Investinors rolle i fondsinvesteringsmandatet



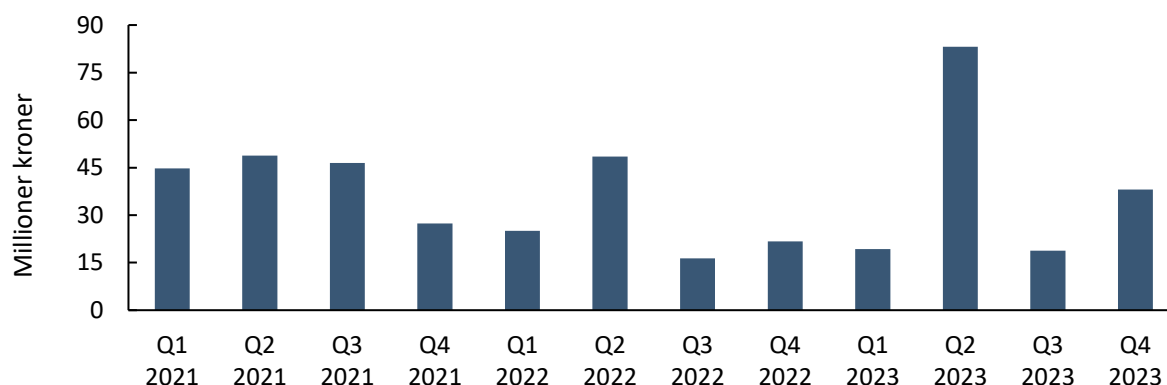
Investinor har opparbeidet seg et utstrakt norsk og internasjonalt investornettverk gjennom koinvesteringer med venturefond. På den måten er fondsinvesteringene en videreføring som fortsatt bidrar til å tiltrekke seg internasjonal kapital og kompetanse til markedet for tidligfaseinvesteringer i Norge.

Gjennom fondsinvesteringsmandatet investerer Investinor i fond forvaltet av både norske og utenlandske forvaltere. Investinor krever at tilsvarende andel av fondet som deres eierandel utgjør må investeres i norske selskaper. Kravet har til hensikt å bidra til kompetent kapital for norske selskap gjennom å tiltrekke sterke investeringsteam med relevant internasjonal forankring.

5.2.1. Aktivitet i fond-i-fond mandatet

Gjennom sitt fond-i-fond-mandat har Investinor i snitt investert 146 millioner kroner per år, fordelt på en rekke ulike fond. Figuren under viser Investinors fondsinvesteringer per kvartal siden 2021.

Figur 29: Kvartalsvise investeringer i fond under Investinors fond-i-fond-mandat. Kilde: Investinor



Figuren over viser at det er relativt stor variasjon i hvor mye kapital som overføres til fondene i ulike kvartaler. Dette er tildeles drevet av at fondene selv bestemmer når de trekker den kommittert kapitalen.

Samlet var det ved kvartalsslutt Q2 2024 kommittert 950 millioner kroner, fordelt på 28 ulike fond, hvorav 580 millioner allerede er overført til fondene. I tillegg til den tilførte kapitalen fra Investinor, så har andre investorer tilført de norske fondene mer enn 15 milliarder kroner, utover Investinors kommitteringer.

Fondene Investinor er investert i dekker et bredt spekter av næringer, fra havrommet til helse og life science, men fellesnevneren for alle er fokuset på teknologiutvikling og kommersialisering. Videre investerer de i fond som dekker preså Korn-, såkorn- og venturefasen. Under sitt fondsmandat investerer Investinor typisk 10-30 millioner kroner i preså Kornfond, 30-50 millioner i såkornfond og 50-100 millioner i venturefond. I tabellen under viser vi hvilke fond, kommittert beløp og faktisk investert beløp Investinor har gjennom sitt fond-i-fond-mandatet.

Tabell 5: Investinors kommitteringer gjennom fond-i-fond-mandatet ved utgangen av Q2 2024. Kilde: Investinor

Fond	Antall selskap i fondet	Kommittert (mNOK)	Investert (mNOK)
Alliance Venture Delta AB	21	30	14,8
Antler Europe Fund I AB	144	18,5	17,2
Antler Nordic Fund II AB	49	17,5	5,3
Arkwright X AS	8	30	18,4
Atomico Venture VI SCSp		21,1	0
Core Equity Fund I AS		30	3,1
Founders Fund IV AS	55	10	10
Hadean Capital I AS	10	65,3	53,1
Hadean Capital II AS	5	50,8	11,9
Idekapital Fund 2	17	100	64,5
Idekapital Growth Horizon IS	4	50	34,7
Kongsberg Pre-Så Kornfond Fond I AS	15	10	7,6
Momentum II AS	12	41,2	28,5
Norselab Feeder Fund I AS	18	100	100
Norselab Meaningful Equity II AIF	4	25	25
Sandwater Fund I AS	14	30	15,6
Sarsia Fond III AS	5	25	3,2
SINTEF Venture IVB AS	5	20	15,4
SINTEF Venture VI AS	4	10	2,1
Skagerak Capital IV AS	10	65,5	41,2
Skyfall Ventures Fund I AS	15	20	20
Skyfall Ventures Fund II AS	16	20	12,4
Snö Fund II L.P.	11	50	23,7
SNØ True North AS	5	34	30,1
Sondo Fund I AS	29	15	9
Spring B Fund I LP	19	10,5	4,3
StartupLab Founders Fund V AS		30	0
Unconventional Ventures Fund I	14	20,6	10,1
Totalt	509	950	581

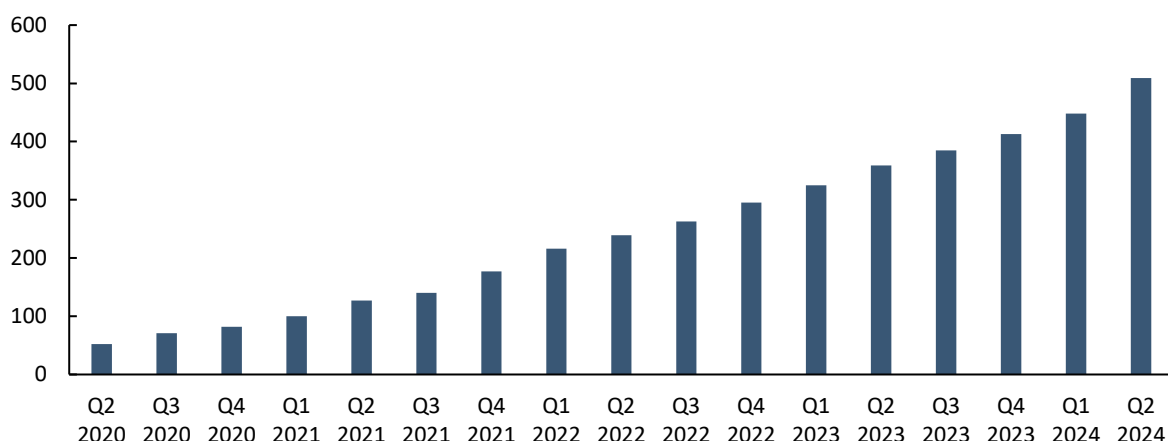
Investinors største fondsinvesteringer er i Idekapital Fund 2, Norselab Feeder Fund I, Skagerak Capital IV, Hadean Capital I og Hadean Capital II, som alle har mottatt en kommittering på over 50 millioner kroner.

Som vist i kapittel 3 har en rekke norske forvaltere hentet kapital de siste 4 årene. Investinor har på kort tid blitt en betydelig fondsinvestor i det norske markedet, først og fremst gjennom fondsinvesteringer, men også gjennom forvaltning av preså Korn- og så Kornfond. Dette har skjedd parallelt med en fremvekst av nye forvaltere og fond i tidlig fase. Dette er en fortsettelse av trenden man så i perioden 2015-2020.

Investinor vært en viktig investor i fondsmiljøet som har utviklet seg markant siden 2020. En stor andel av fondsinvesteringene til Investinor som er kanalisert til forvalternes enten første eller andre fond. Investinor er med andre ord med på å tilføre en betydelig andel av kapitalen til relativt nye forvaltere. Som beskrevet i kapittel 3, så har det i intervjuer blitt omtalt som et kvalitetsstempel å ha Investinor med som investor. På den måten spiller Investinor en rolle for mengden kapital flere av forvalterne har hatt anledning til å hente inn, utover kapital Investinor tilfører selv.

Gjennom investeringer i fond tildeler Investinor kapital indirekte til en rekke tidligfaseselskaper. Ved kvartalsslutt Q2 2024 var Investinor investert i 509 ulike selskap gjennom sitt fond-i-fond-mandat. På denne måten får Investinor indirekte tilført langt flere selskaper kapital som de ellers ikke ville kunne gjort gjennom direkteinvesteringer. Utviklingen av antall aktive investeringer i ulike selskap gjennom sitt fondsmandat er vist i figuren under.

Figur 30: Antall aktive investeringer (selskap) under fond-i-fond mandatet, indirekte i Investinors portefølje gjennom fondsinvesteringer. Kilde: Investinor



Som vist har det vært en relativt jevn investeringstakt, med nærmere 30 nye porteføljeselskap gjennom forvaltnes investeringer hvert kvartal. I motsetning til direkteinvesterings- og matchemandatet, hvor Investinor oftest tar en strategisk eierandel, er eierskapet i hver enkelt bedrift langt lavere under fondsmandatet, hvor Investinor har en gjennomsnittlig eierandel på litt under 0,9 prosent. I gjennomsnitt er Investinors andel av investeringer om lag 1,1 million kroner i hvert selskap.²¹ Basert på fordelingen av investeringer i norske selskap, er flest investeringer gjort i IKT selskap, etterfulgt av kunnskapstjenester og deretter helse sektoren.

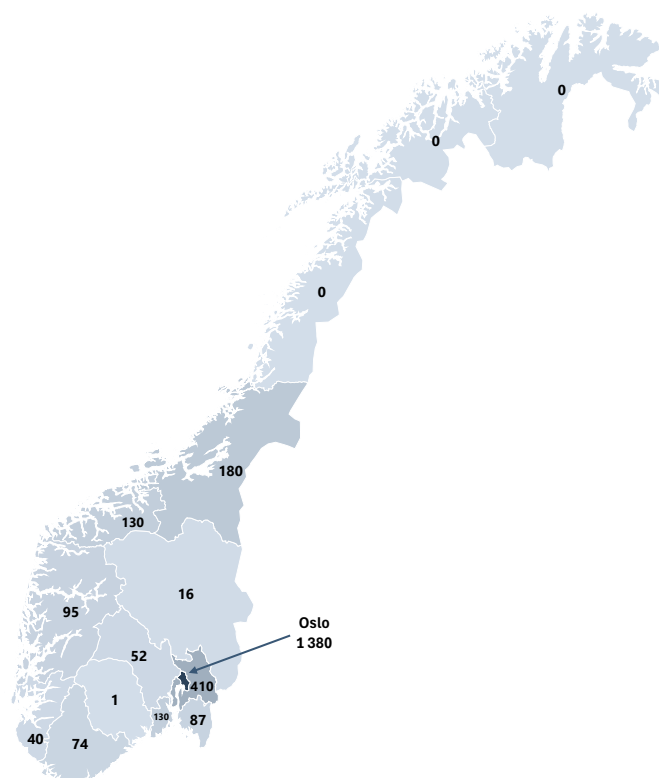
5.2.2. Bedriftenes bidrag til sysselsetting og verdiskaping i dag

Gjennom sitt eierskap i over 500 bedrifter, under deres fondsmandat, bidrar Investinor med kapital til bedrifter som har både sysselsetting og verdiskaping direkte, men også gjennom disse bedriftenes ringvirkninger. **Samlet sett sysselsatte Investinor sine porteføljeselskap under fondsmandatet om lag 2 600 ansatte i Norge i 2023.**²² Figuren under viser hvordan de sysselsatte i fond-i-fond-porteføljen fordeler seg geografisk på fylker.

²¹ Antagelse om at fondene har benyttet seg av all kapital som Investinor har overført.

²² Inkluderer kun regnskapspliktige norske selskap i porteføljen.

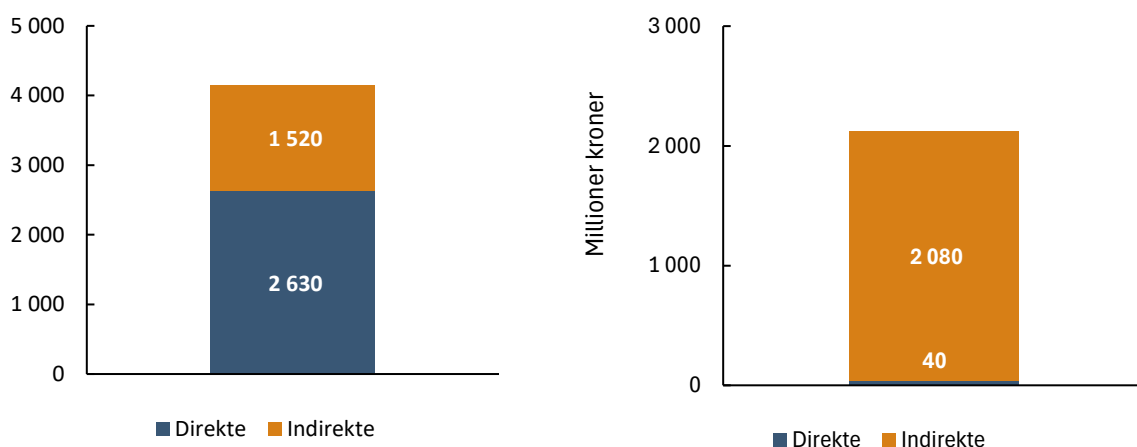
Figur 31: Geografisk fordeling av sysselsettingen i fond-i-fond-porteføljen i 2023. Kilde: Investinor og Menon



I fond-i-fond-porteføljen finner vi flest sysselsatte i Oslo med nesten 1 400 sysselsatte, etterfulgt av Akershus med 410 og Trøndelag med 180. Sysselsettingen er i større grad konsentrert i Oslo og Akershus gjennom fond-i-fond-porteføljen, enn for de øvrige delene av Investinors portefølje.

Som tidligere nevnt danner aktiviteten i porteføljeselskapene igjen grunnlag for sysselsetting og verdiskaping hos andre norske bedrifter, gjennom vare- og tjenestekjøp fra andre norske bedrifter. Dette bidrar til aktivitet, verdiskaping og sysselsetting i disse selskapene. Disse selskapene vil igjen kjøpe varer og tjenester fra andre selskap, slik at den aktiviteten i porteføljeselskapene sprer seg i økonomien og skaper ringvirkninger for flere selskap gjennom hele verdikjeden. Størrelsen på både de direkte og indirekte sysselsetting- og verdiskapingseffektene er vist i figurene under.

Figur 32: Direkte og indirekte sysselsetting (til venstre) og verdiskaping (til høyre) fra selskapene til Investinors fondsinvesteringer i 2023.



Samlet sett sysselsetter Investinor sine porteføljeselskaper under fondsmandatet direkte om lag 2 600 personer i Norge. Utover bedriftenes direkte sysselsetting, bidrar deres vare- og tjenestekjøp til å støtte oppunder 1 500 sysselsetting i norsk næringsliv. Porteføljeselskapene har videre en direkte verdiskaping på 40 millioner kroner, men hos deres leverandører bidrar de til norsk verdiskaping med 2,1 milliarder kroner.

Ettersom fondsinvesteringene kun skjer hos fond som investerer i selskap fra presåknfasen til venture, er deres sysselsettingseffekter er substansielle, men at deres verdiskaping er negativ. At disse selskapene tiltrekker seg investeringer på tross av substansielle driftsunderskudd, tyder på at det er et betydelig fremtidig verdiskapingspotensial.

Investinor har de siste fire årene investert betydelig i norske og utenlandske fond. Kommitteringer fra statlig eide investeringsselskap til aktive eierfond i tidligfase er imidlertid beskjeden i Norge sammenlignet med Finland, Danmark og Sverige. Dette er vist i boksen under.

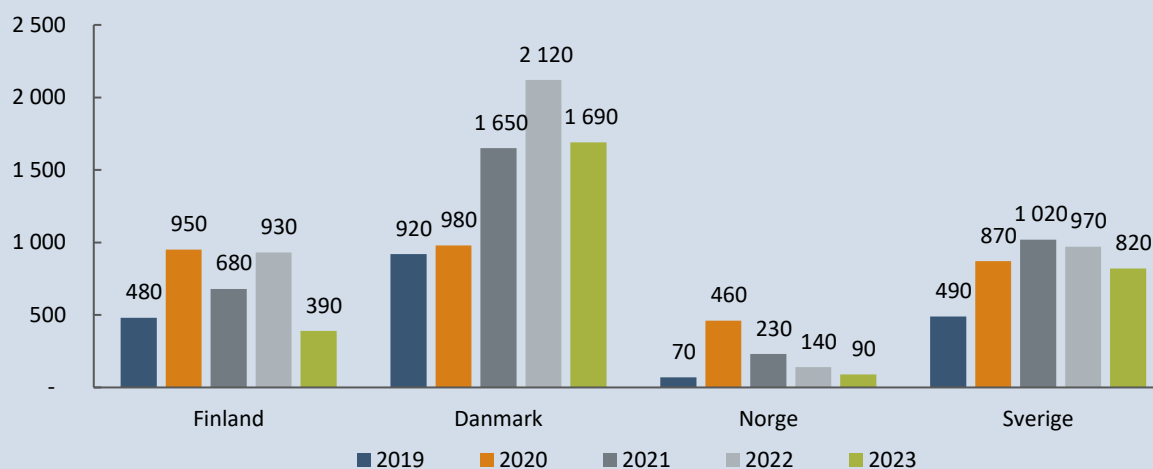
Boks 1: Om den statlige innsatsen gjennom fond-i-fond. Kilde: Menon og NVCA

Menon og NVCA har kartlagt norske fondsinvesteringer i tidlig fase for Norge, Sverige, Danmark og Finland. Formålet med kartleggingen var å få oversikt over den offentlige kapitaltilførselen til aktive eierfond.

i Norge bidrar staten med lite kapital gjennom fond-i-fond, sammenlignet med resten av Norden og Europa. Statlige kommitteringer til tidligfasefond gjennom Investinor og Nysnø er langt lavere i Norge enn hos våre nordiske naboer.

- For Norge er det brukt tall for Investinor og Nysnø sine kommitteringer til norske fond i tidlig fase. Nysnø sine kommitteringer i fond som ikke investerer i tidligfase er ekskludert. Det gjelder fondene til Verdane, HitecVision, Altor og BlueFront.
- For Finland er både KKR og Tesi sine kommitteringer til finske fond i venturefasen inkludert. For Danmark er tall hentet fra årsrapporten til EIFO der Vækstfonden inngår som en del av det.
- For Sverige er det brukt tall for Saminvest sine kommitteringer til risikokapitalfond og forretningsengleprogram.

Figur 33: Statlige kommitteringer i tidligfasefond i Norge og Norden. NOK millioner. Kilde: Menon Economics



5.3. Preså Korn- og så Kornordningene

Mandatene for preså Korn- og så Kornfond har som formål å delfinansiere og bidra til å utløse privat kapital til investeringer i innovative bedrifter i tidlig fase. Fondsinvesteringene lå tidligere under Innovasjon Norge, men ble overført til Investinor i mai 2020. Preså Korn- og så Kornmandatet til Investinor er prinsipielt distinkte fra både direkte, matche og fond-i-fond mandatet, ettersom ordningene risikoavlaster forvalterne i preså Kornordningen og investorene i så Kornfondene. Gjennom preså Kornordningen mottok forvalterne skattefrie lån, og grunnet dette subsidieelementet er ordningen underlagt statsstøtteregulverket under EØS-avtalen. I så Kornordningen bølge III er fondene tilført egenkapital. Alle investeringer gjennom både preså Korn- og så Kornordningen skjer på kommersielt grunnlag.

Fondene er forvaltet av eksterne private forvaltere, som tilbyr kapital, nettverk og kompetanse til selskapene. Investinor tilfører kapital indirekte gjennom fond/kapitalforvaltere i preså Korn- og så Kornfasen. Preså Kornforvalteren sin eierandel kan ikke overstige 49 prosent i selskapene det investeres i.

Så Kornordningen består av fond med en levetid på minst 10 år og maksimalt 15 år. Det er tilført totalt 4,4 milliarder kroner til fondene: 2,2 milliarder kroner fra Innovasjon Norge før det ble overført til Investinor, og 2,2 milliarder kroner fra private investorer.

Fokuset her er på fem fond etablert i perioden 2014-2020, som har fått navnet så Korn bølge III, hvor det er bidratt med egenkapital til fondene. Gjennom så Kornfond bølge III er det investert i 80 ulike selskaper. Investeringene er gjort gjennom fem ulike fond, Alliance Venture Spring, Proventure Seed II & III, Skagerak Capital III og Sarsia Seed Fond II. I gjennomsnitt hadde Investinor en eierandel i disse fondene på rundt 35 prosent, hvor brorparten av den resterende kapitalen var fra andre investorer. Av om lag 2,2 milliarder som ble tilført så Kornfond bølge III, kom 950 millioner kroner fra staten, og 1,3 milliarder fra private investorer i fondene.

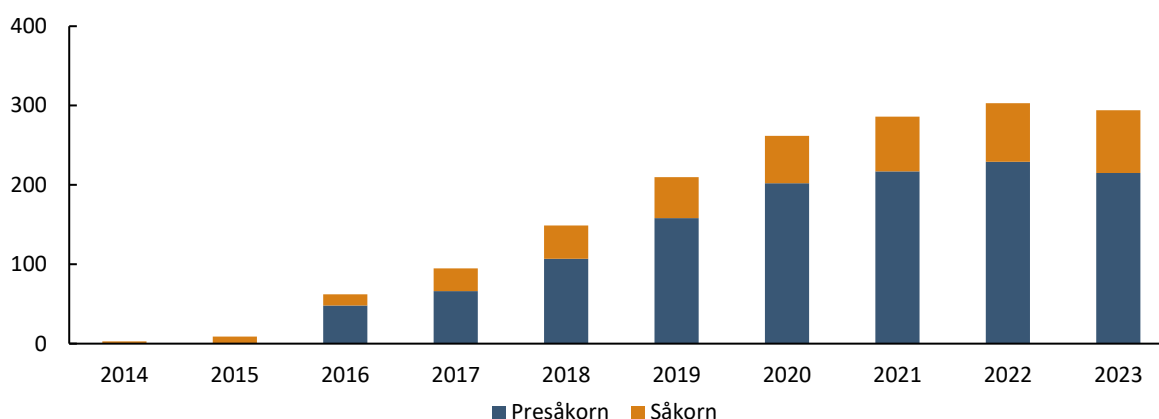
Preså Kornordningen er rettet mot innovative oppstartsselskap med betydelig vekstpotensial. Målet med ordningen er å bidra til at flere slike selskap får utløst sitt vekstpotensial, både ved å avlaste risiko for private investorer som investerer i tidligfaseselskaper og ved å bidra inn med kompetanse gjennom aktivt eierskap. Preså Kornordningen har til sammen tilført lån på 290 millioner kroner til 30 forvaltere representert over hele Norge. Disse forvalterne har per 2. kvartal 2024 investert 290 millioner kroner i 268 selskaper. Disse investeringene har blitt gjort gjennom 30 ulike fond. Ordningen ble etablert i 2015. Lånene er rente- og avdragsfrie og har en løpetid på 15 år.

Utover 290 millioner kroner preså Kornmidler investert i innovative vekstselskap, så har medinvestorer matchet dette med nesten 800 millioner kroner i finansieringsrundene hvor preså Kornforvaltere har deltatt. Dette betyr at det samlet er tilført nesten 1,1 milliard kroner til selskapene preså Kornporteføljen gjennom de finansieringsrundene hvor preså Kornmidler er brukt.

Midlene gjennom preså Kornordningen var for flere TTOer og inkubatorer de første investeringsmidlene disse har forvaltet. Noen etablerte også fond samtidig som de ble tilført preså Kornmidler. I etterkant har flere av aktørene fortsatt investeringsvirksomheten og etablert egne fond eller oppfølgingsfond, slik som Validé med Validé Invest II. Skyfall er et annet eksempel på en relativt ny aktør som fikk preså Kornmidler. I ettertid har erfaringene fra investeringer gjennom preså Kornordningen vært med på å danne grunnlaget for videre investeringsvirksomhet. Skyfall har i senere tid satt opp fond og forvalter i dag 350 millioner kroner, og Investinor er investerte i Skyfalls fond i 2020 gjennom fond-i-fond-mandatet.

Det er investert i totalt 348 selskap gjennom såkorn bølge III og presåkornordningen, hvorav 294 fortsatt var aktive ved årsslutt 2023. Utviklingen i antall aktive investeringer over tid for henholdsvis presåkorn- og såkorn bølge III ordningen er illustrert i figuren under.

Figur 34: Antall aktive porteføljeselskap gjennom presåkorn²³- og såkornmandatet, indirekte i porteføljen til Investinor gjennom fondsinvesteringer. Kilde: Investinor



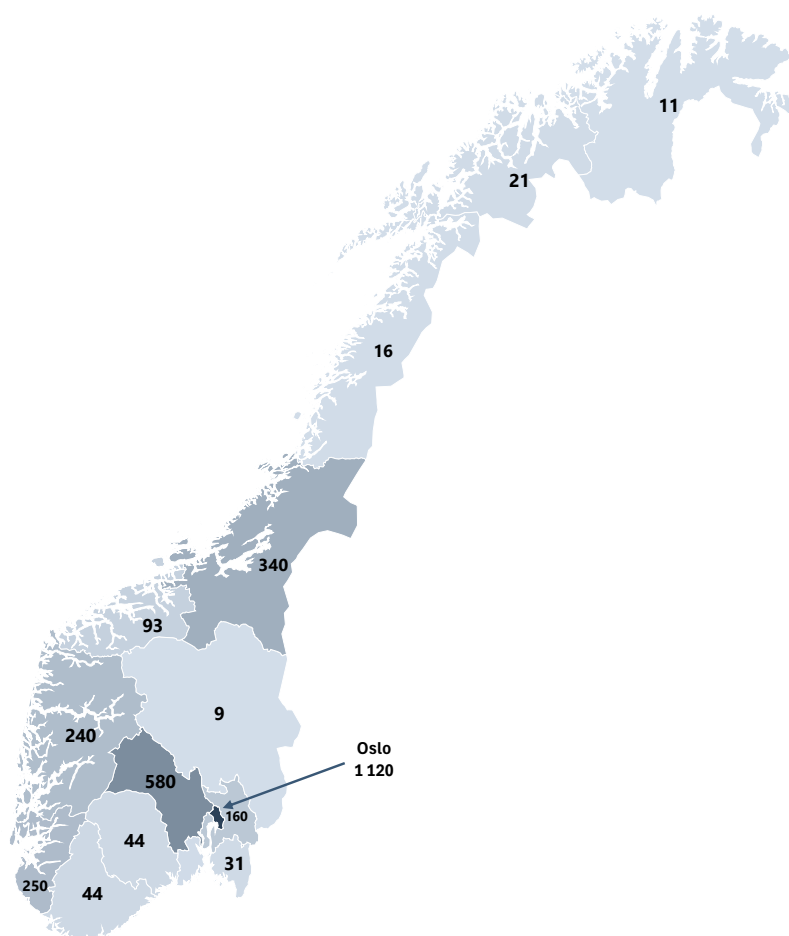
Som vist har det fra etableringen av såkornfond bølge III i 2014, vært vekst i antall porteføljeselskap gjennom disse ordningene år for år til og med 2022. Investeringene er flere og beløpene mindre gjennom presåkornfond. Siden de første investeringene gjennom presåkornfond i 2016, vokste porteføljen til 229 aktive investeringer i 2022. Fra 2022 til 2023 ble flere selskap i presåkornporteføljen realisert, slik at samlet antall porteføljeselskap falt noe. For såkornfond økte imidlertid antall aktive porteføljeselskap også fra 2022 til 2023. Denne porteføljen hadde for første gang en reduksjon i antall aktive investeringer i 2023, som var en marginal nedgang fra 2022.

5.3.1. Verdiskaping og sysselsettingseffekter fra presåkorn og såkorn bølge III

Investinor har gjennom presåkorn- og såkornfond eierskap i nesten 350 porteføljeselskap, som bidrar skaper arbeidsplasser og verdiskaping direkte i selskapene, men også gjennom disse bedriftenes ringvirkninger. **Samlet sysselsatte Investinor sine porteføljeselskap under presåkorn- og såkornmandat om 3 000 ansatte i Norge i 2023.** Figuren under viser hvordan de sysselsatte fordeler seg på fylker.

²³ Kun bølge III av såkornfondene er inkludert.

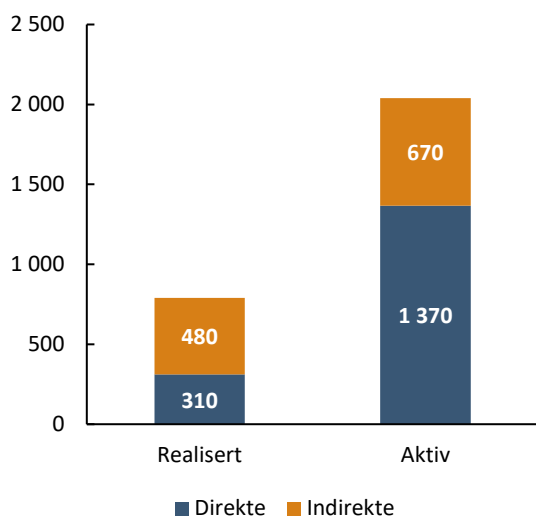
Figur 35: Geografisk fordeling av sysselsettingen i preså Korn- og så Kornporteføljen i 2023. Kilde: Investinor og Menon



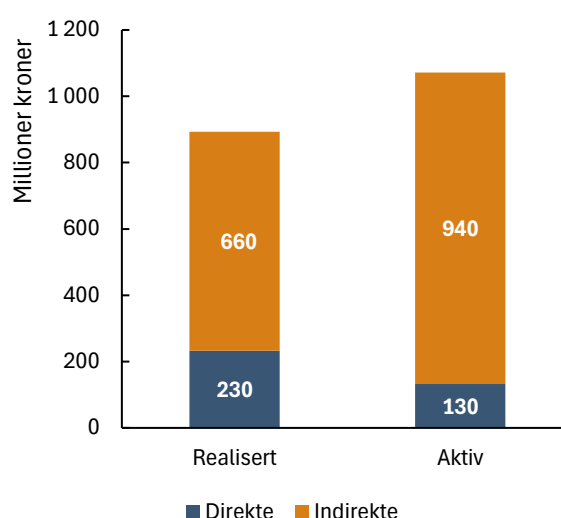
Det er flest sysselsatte i Oslo, etterfulgt av Buskerud, Trøndelag og Rogaland. Preså Korn- og så Kornporteføljen har sysselsatte i samtlige av landets fylker, og sysselsettingen er mer spredt enn for de øvrige mandatene.

Porteføljeselskapene danner gjennom sine vare- og tjenestekjøp grunnlag for sysselsetting og verdiskaping hos sine leverandørbedrifter. Disse selskapene skaper deretter aktivitet hos sine leverandører gjennom vare- og tjenestekjøp fra andre selskap, slik at aktiviteten i porteføljeselskapene sprer seg i økonomien og skaper ringvirkninger for en rekke selskap gjennom hele verdikjeden. Størrelsen på både de direkte og indirekte sysselsetting- og verdiskapingseffektene for preså Kornmandatet er vist i figurene under.

Figur 37 Direkte og indirekte sysselsetting fra selskapene til Investinors presåkorninvesteringer, 2023.



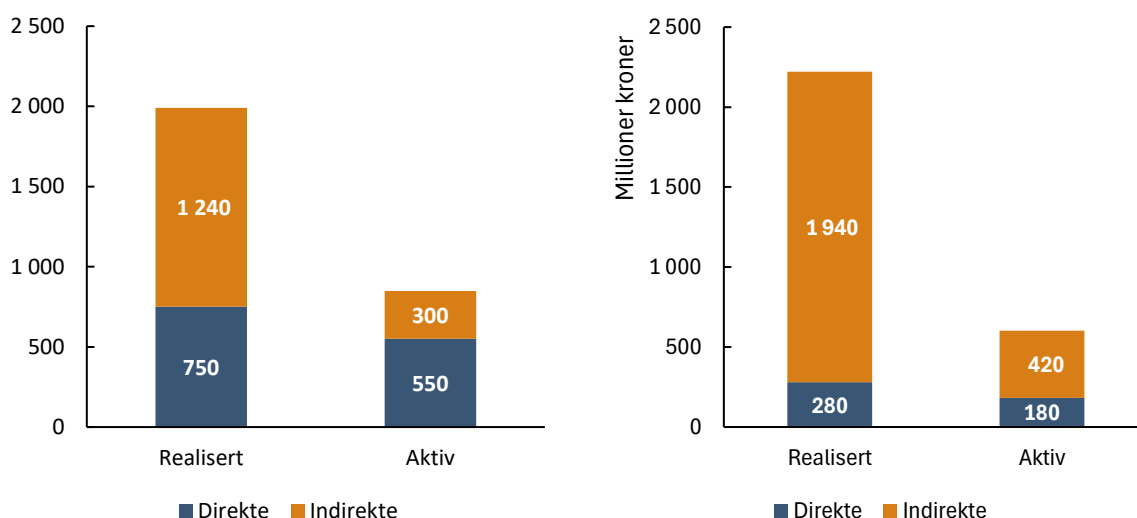
Figur 36: Direkte og indirekte verdiskaping fra selskapene til Investinors presåkorninvesteringer, 2023.



Samlet sett sysselsetter Investinor sine porteføljeselskap under presåkornordningen direkte 1 700 ansatte i 2023, hvorav 310 er i realiserte investeringer og 1 370 er i urealiserte investeringer. I tillegg leder deres vare- og tjenestekjøp til sysselsetting av 1 150 ansatte i andre norske bedrifter. Porteføljeselskapene har videre en direkte verdiskaping på 360 millioner kroner, hvorav 230 millioner er i realiserte investeringer og 130 millioner er i urealiserte investeringer. Ringvirkningene av deres vare- og tjenesteinnkjøp leder til ytterligere 1 600 millioner kroner i verdiskaping hos underleverandørene i Norge.

Figurene under viser den direkte sysselsettingen og verdiskapingen fra porteføljebedriftene i Investinors såkorn bølge III ordning, og sysselsetting- og verdiskapingseffektene fra deres vare- og tjenestekjøp for 2023.

Figur 38: Direkte og indirekte sysselsetting (til venstre) og verdiskaping (til høyre) fra selskapene til Investinors såkorn bølge III, 2023.



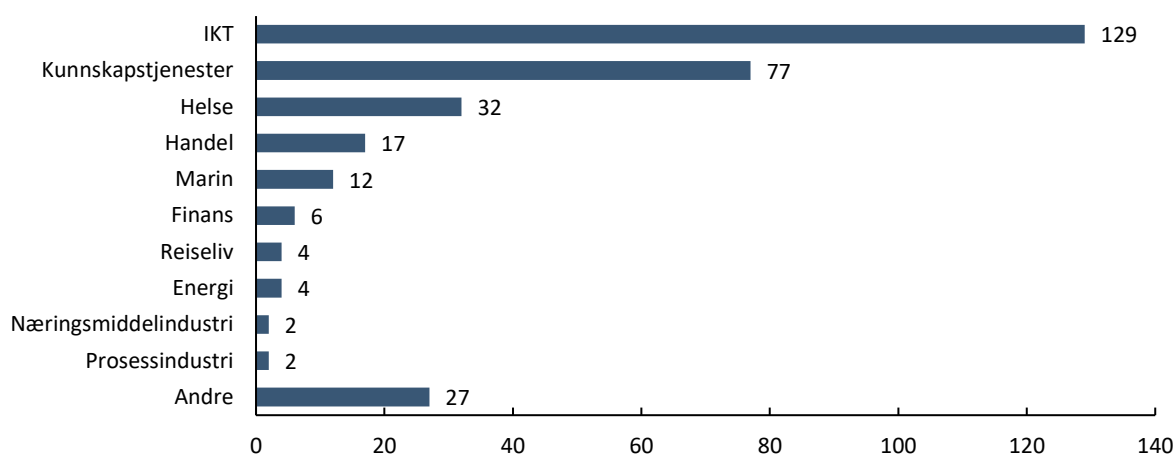
Samlet sett sysselsetter Investinor sine porteføljeselskap under såkornordningen direkte om lag 1 300 ansatte i 2023, hvorav 550 er i realiserte investeringer og 750 er i urealiserte investeringer. I tillegg leder deres vare- og tjenestekjøp til sysselsetting av 1 540 ansatte i andre norske bedrifter. Porteføljeselskapene har videre en direkte

verdiskaping på 460 millioner kroner. Ringvirkningene av deres vare- og tjenesteinnkjøp leder til verdiskaping hos underleverandørene på rundt 2 360 millioner kroner.

5.3.2. Næringsfordeling av preså Korn- og så Korn-investeringer (bølge III)

Porteføljeselskapene i preså Korn- og så Kornordningen spanner seg over et vidt sett av næringer med en overvekt innen teknologiske og kunnskapsintensive næringer som IKT og kunnskapstjenester. En oversikt over næringsfordelingen målt i antall selskap under begge ordningene er vist i figuren under.

Figur 39: Antall selskap under så Korn bølge III og preså Kornsmandatet fordelt på næring, inkluderer både aktive og realiserte investeringer, 2023.²⁴

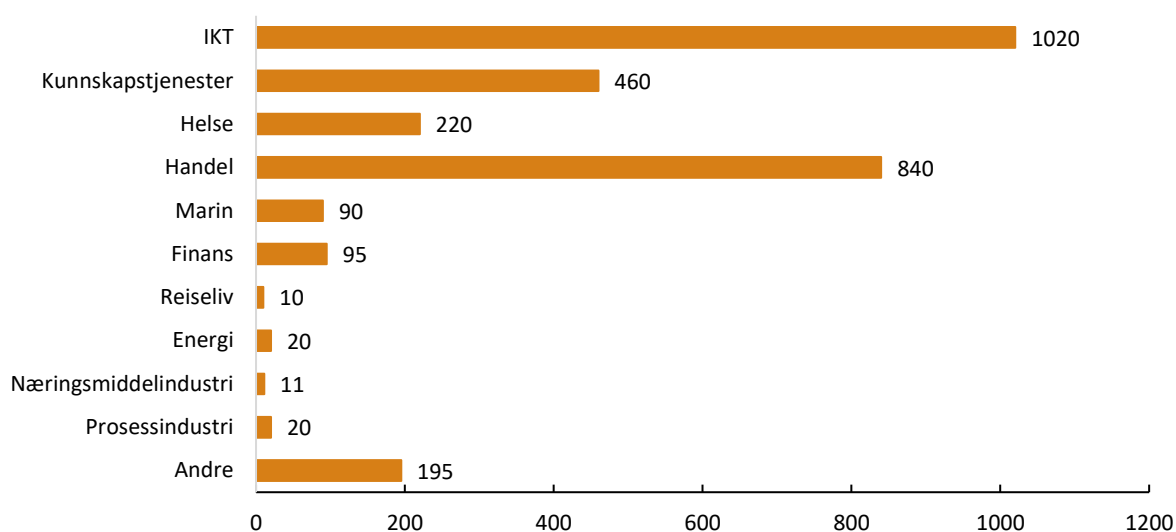


Dette er næringer hvor det er mye knoppskyting og gründerbedrifter, og dermed også næringer hvor det forventes mange innovative oppstartsbedrifter med skaleringspotensial, i tråd med mandatenes formål. Dette er også næringer hvor verdiene i bedriftene i stor grad er IP og immaterielle verdier, og dermed er det krevende å skaffe til veie kredittfinansiering. Til sammen utgjør disse to næringene to tredjedeler av porteføljen til preså Korn og så Korn bølge III porteføljene. Videre er også helsenæringen godt representert i porteføljene med 32 selskaper innen denne næringen. Helsenæringen er typisk kapitalintensiv og derfor er det ofte et behov for fremmedkapitalinvesteringer. I tillegg er det flere selskap innen handel, marin næring og finansnæringen.

Antall sysselsatte i porteføljen, fordelt på næring, varierer fra over 1 000 innen IKT-selskap til 10 innen reiseliv. Figuren under viser antall sysselsatte i porteføljen fordelt på næring i 2023.

²⁴ Noen selskap er ikke blitt inkludert grunnet mangel på regnskap.

Figur 40: Antall sysselsatte i porteføljeselskapene under såkorn bølge III og presåkornsmandatet fordelt på næring, inkluderer både aktive og realiserte investeringer, 2023.



Som vist over er det IKT som har klart flest sysselsatte og sammenfaller med antall selskaper som det har blitt investert i. Handelsnæringen skiller seg ut som en næring hvor selskapene har veldig stor sysselsetting, med 840 sysselsatte fordelt over de 17 selskapene som har mottatt kapital. Dette er imidlertid drevet av et enkelt selskap, Oda, som hadde 690 sysselsatte i 2023. Også innen kunnskapstjenester og helse er det godt over 100 sysselsatte i presåkorn- og såkornporteføljen.

Vedlegg

Vedlegg 1: Metode for fremtidig verdiskaping

Innovative oppstarts- og vekstselskaper er typisk kapitalintensive med behov for fremmedfinansiering av investeringer i humankapital og andre investeringer i utvikling av produkter, samt skalering i tidlig fase. Dette innebærer normalt negative driftsresultat i påvente av fremtidig vekst i både topplinje og etter hvert bunnlinje. For å tiltrekke seg kapital må prospektet om fremtidig vekst og positive driftsresultat være realistisk sett fra investorens ståsted, sett opp mot prisen som betales. På kort sikt vil betydelige driftsunderskudd og relativt få ansatte medføre at verdiskapingen er lav, men bakgrunnen for investeringen er et potensial for positive driftsresultater (og EBITDA) i fremtiden, som innebærer høyere omsetning og normalt sett også flere ansatte med tilhørende lønnsutgifter. Prospektet for fremtidig verdiskaping, som er summen av lønnsutgifter og EBITDA, må altså være betydelig dersom selskapet skal tiltrekke seg risikokapital fra aktører som Investinor.

Metoden i korte trekk

Prisingen av selskaper baserer seg på forventede fremtidige kontantstrømmer. For selskap i en tidlig fase er det lite relevant å se på selskapets egen historikk, men heller på forventninger om vekst og utvikling i produktmarkedet gitt teknologien og ressursene som ligger til grunn i selskapet. Koblingen mellom forventninger til verdiskaping og markedsverdi ligger i driftsresultatet. Verdiskaping kan splittes opp i driftsresultat, avskrivninger, nedskrivninger og lønn til ansatte, mens markedsverdien baserer seg på summen av neddiskonterte driftsresultat etter skatt. Metoden går ut på å bruke markedsverdien til å finne en annualisert forventet verdiskaping, gitt en forventning om en rimelig utviklingsbane over tid:

- Første steg er å finne forventet driftsresultat etter skatt ved hjelp av markedsverdi.
- Andre steg er å legge til selskapsskatt for å få driftsresultat før skatt, før avskrivninger og nedskrivninger legges til for å få EBITDA.
- Tredje steg er å bruke sammenhengen mellom driftsresultat og lønnskostnader på næringsnivå for å finne forventede lønnsutgifter til ansatte.

Under er en illustrasjon av metoden, som viser sammenhengen mellom forventede driftsresultater, lønnskostnader og markedsverdien.

9 4 9 1 7 9

enkeltinvesteringer. Porteføljen vil ha noen suksesser som gir svært høy avkastning, og noen investeringer som går dårlig, mens avkastningen til porteføljen over tid har et avkastningskrav på 8 prosent som legges til grunn i analysen.

Holdingperiode følger av bedriftsfase på selskapet. Over tid har aktive eierfonds holdingperiode økt noe, og typisk holdingperiode er 5-15 år, avhengig av fase. Vi legger til grunn at det er i denne holdingperioden at selskapet vokser og modnes. Et selskap i veldig tidlig fase har flere faser det skal gå gjennom før det er modent, sammenlignet med et selskap i ekspansjonsfasen som allerede har et produkt i markedet med betydelig omsetning. Derfor legger vi til grunn at holdingperioden er atskillig lengre for bedrifter i tidligfase sammenlignet med ekspansjonsfasen for eksempel.

Beregning av verdiskaping og markedsverdi

$$verdiskaping_t = driftsresultat_t + lønnsutgifter_t + avskrivninger_t + nedskrivninger_t$$

$$markedsverdi_t = \frac{KS_1}{(1+r)^1} + \frac{KS_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{KS_n}{(1+r)^n}$$

$KS = driftsresultat$

$r = avkastningskrav$

Gitt markedsverdi og konstant vekst gjennom perioden avledes driftsresultatet. For å finne øvrige størrelser som inngår i verdiskaping brukes forholdet mellom lønnsutgifter, avskrivninger og nedskrivninger relativt til driftsresultat for modne selskap²⁵ innen samme næringskode. Disse forholdstallene gir oss et estimat på lønnsutgifter, avskrivninger og nedskrivninger som danner grunnlaget for å estimere fremtidig verdiskaping.

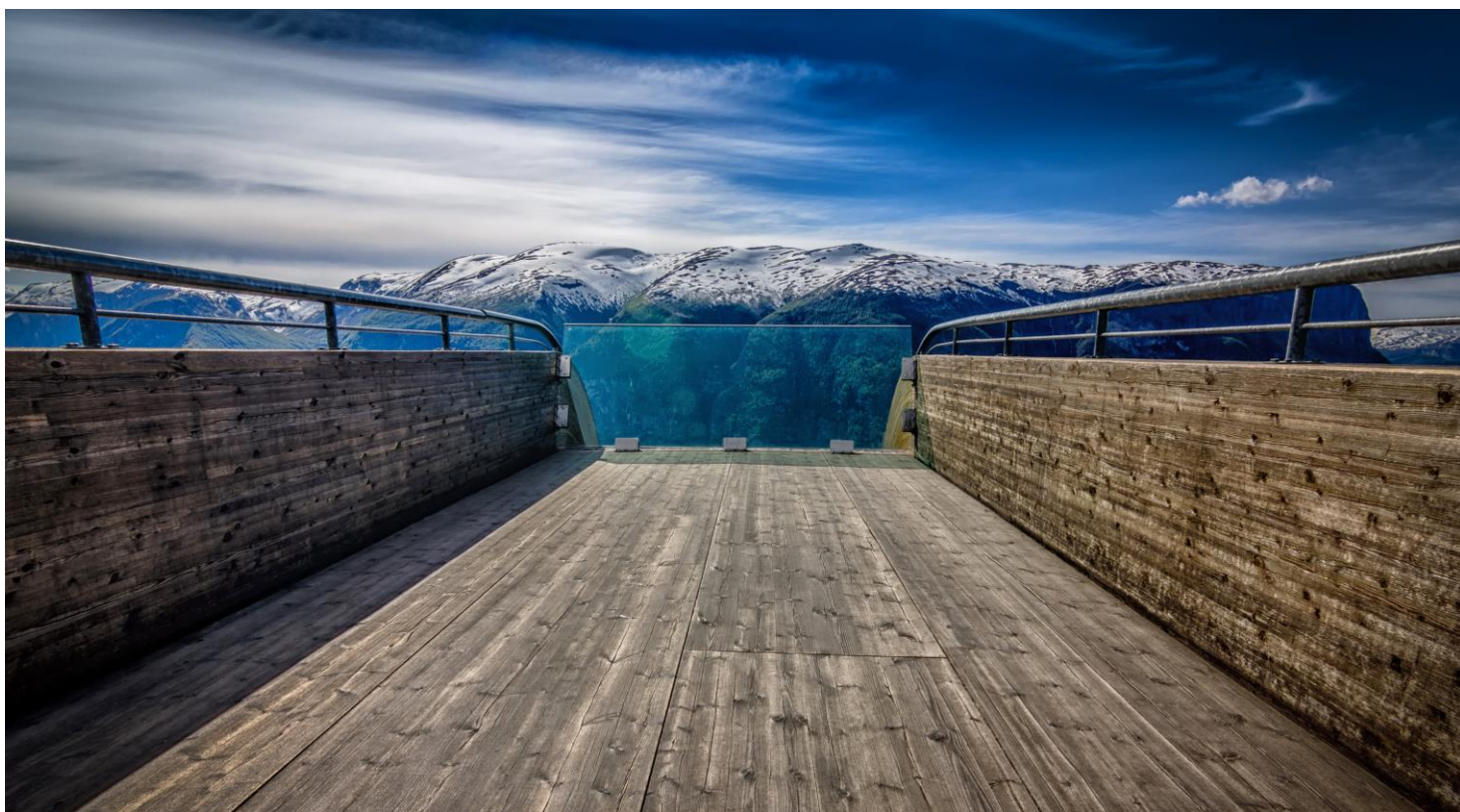
Vedlegg 2: Oversikt over nye investeringsfond og -instrumenter siden 2015

Tabell 6: Oversikt over samtlige nye investeringsfond og -instrumenter. Kilde: Menon

Fond/Investor	Størrelse (Mill. kr)	Fokus	Etablert	Fase	Sted
DNB NXT Accelerator		Norge	2015	Seed	Oslo (OSC)
Norsk Innovasjonskapital IV	250	Norge	2015	Seed/Venture	Oslo
Schibsted Venture		Norge	2015	Seed/Venture	Oslo
Venture Factory		Norge	2015	Seed	Oslo
North Venture		Norge	2015	Seed/Venture	Oslo
First Risk Capital		Norge	2015	Seed/Venture	Drammen
NTNU Discovery	25	Norge	2015	Seed	Trondheim
Momentum Partners	412	Norge	2015	Seed/Venture	
Alliance Spring	400	Norge	2016	Seed	Oslo (OSC)
Skyfall Ventures	300	Norge	2016	Seed/Venture	Oslo
TRK Group		Norge	2016	Seed	Oslo
Norselab	1200	Norge	2016	Seed/Venture	Oslo
Spring Capital	500	Norge/USA	2016	Seed/Venture	Oslo
Katapult/NIN	350	Norge/Global	2016	Seed/Venture	Oslo
The Factory		Norge/Norden	2016	Seed/Venture	Oslo
Sarsia Seed II	400	Norge	2016	Seed	Bergen
Equinor Technology Ventures	500	Norge ++	2016	Seed/Venture	Stavanger/Oslo
Proventure Seed II	400	Norge	2016	Seed	Trondheim
Cofounder II/III	150	Norge	2016	Seed	Trondheim

²⁵ Selskap som er etablert for mer enn 10 år siden og omsetter for mer enn 5 millioner kroner.

MTI Startup		Norge	2016	Seed/Venture	Tønsberg
Østfold Follo Nyskapsfond		Norge	2016	Seed	Østfold
Statkraft Ventures	??	Norge/Norden	2016	Venture	Oslo
Founders Fund II/III	70	Norge	2017	Seed	Oslo (OSC)
Hadean Ventures	900	Norden	2017	Seed/Venture	Oslo
DNB Venture	250	Norge	2017	Seed/Venture	Oslo
Snø Ventures	900	USA/Norge/Norden	2017	Seed/Venture	Oslo
We Are Human		UK/Norge	2017	Seed	Oslo
Hedmark Næringsfond	60	Norge	2017	Seed	Hamar
Skagerak Maturo	300	Norge	2017	Seed	Kristiansand/Skien
Koinvestorfond Nord-Norge	132	Nord-Norge	2017	Seed	Nord-Norge
Valide Invest 1	30	Norge	2017	Seed	Stavanger
Tidligfasefondet i Nord-Trøndelag	10	Norge	2017	Seed	Steinkjer
Sintef Venture V	500	Norge	2018	Seed	Oslo (OSC) /Trondheim
Idekapital Fund 1	520	Norge	2018	Venture	Oslo
Norwegian.ai	1000	Norge (Norden)	2018	Seed/Venture	Oslo
Link Venture Capital		Norge	2018	Seed/Venture	Oslo
Antler		Norge	2018	Seed/Venture	Oslo
DNB Ventures	250	Norge	2018	Seed/Venture	Oslo
Finstart Nordic	300	Norge/Norden	2018	Seed	Oslo
Aqua Blue Ocean	1000	Norden	2018	Seed/Venture	Bergen
Spb 1 Hedmark og HFK	100	Norge	2018	Seed/Venture	Hamar
Kjeller Horisont	400	Norge	2018	Seed	Lillestrøm
The Nordic Web Angel fund	50	Norden	2018	Seed	Norge
Nysnø	1500	Norge	2018	Venture	Stavanger
Octo Ventures		Norge	2019	Seed	Oslo
Farvatn Ventures		Norge/globalt	2019	Venture/Secondary	Bergen /Oddfjell
StartupLab Venture		Norge	2020	Seed	Oslo (OSC)
Våren		Norge	2020	Seed	Oslo
MOCEAN invest		Norge	2020	Seed/Venture	Bergen
DNV Venture	250	Norge/global	2020	Seed/Venture	Bærum
Idekapital Fund II	900	Norge/USA	2021	Seed/Venture	Oslo
Sandwater Invest	0	Norge	2021	Seed	Oslo
Runway FBU	300	Norge	2021	Seed/Venture	Bærum
Fortress Fund	50	Norge	2021	Seed	Halden
Motion Ventures	250	Norge/global	2021	Seed/Venture	Singapore
Valide Invest II	50	Norge	2021	Seed	Stavanger
Sondo Capital	230	Norge/Norden	2021	Seed	Oslo
Driv Kapital	850	Norge	2021	Venture	Oslo
Kongsberg Innovasjon	50	Norge	2021	Seed	Kongsberg
Scale Leap Capital	235	Norge/Norden	2021	Seed/Venture	Norge
Skyfall Ventures 2	250	Norge	2022	Seed/Venture	Oslo
Bluefront Capital	300	Norge	2022	Seed/Venture	Bergen
Varde Investeringslaug	60	Norge	2022	Seed	Lillehammer
Core Eqty	500	Norge/Norden/USA	2022	Venture/vekst	Oslo
Spike Venture	10	Norge	2022	Seed/Venture	
WeSeed / Connect	50	Norge	2022	Seed	Bergen
Arctic Investment Group	150	Nord-Norge	2022	Seed/Venture	Tromsø
3K6	300	Norge	2022	Venture	Skogfond med Investinor
Idekapital Growth Horizon	770	Internasjonalt	2023	Venture	Oslo
VC Sarsia Seed	500	Norge	2023	Seed	Bergen
Sandwater Capital	1400	Norden	2023	Venture	Oslo
Sintef Venture	300	Norge	2023	seed	Trondheim/Oslo
Antler	300	Norden	2023	Seed/Venture	Oslo
Såkorn 1 Midt	300	Norge/Trøndelag	2023	Seed/Venture	Trondheim
Friar Venture	150	Norge/Vestfold	2023	Seed/Venture	Vestfold
Nysnø (ny tildeling 2023)	1800	Norge	2023	Venture	Stavanger
NEW		Norge	??	Seed/Venture	Norge
Samlet forvaltningskapital	23464				
Seed	6977				
Seed/Venture	16487				



Menon Economics analyserer økonomiske problemstillinger og gir råd til bedrifter, organisasjoner og myndigheter.

Vi er et medarbeidereiet konsultentselskap som opererer i grenseflatene mellom økonomi, politikk og marked.

Menon kombinerer samfunns- og bedriftsøkonomisk kompetanse innenfor fagfelt som samfunnsøkonomisk lønnsomhet, verdsetting, nærings- og konkurranseøkonomi, strategi, finans og organisasjonsdesign. Vi benytter forskningsbaserte metoder i våre analyser og jobber tett med ledende akademiske miljøer innenfor de fleste fagfelt. Alle offentlige rapporter fra Menon er tilgjengelige på vår hjemmeside www.menon.no.

+47 909 90 102 | post@menon.no | Sørkedalsveien 10 B, 0369 Oslo | menon.no