Menon Economics

RAPPORT

Verdiskapingsanalyse for aktive eierfond i Norge 2024

Foto: iStock

Av Per Fredrik Forsberg Johnsen og Aria Khosravi

2025

Innhold

1 Sammendrag 2

1. Kort om undersøkelsen 3

2. Kort om aktive eierfond 4

3. Sysselsetting i porteføljeselskapene 5

3.1. I 2024 var det 89 000 sysselsatte i norske porteføljeselskap 5

3.2. Noe mer moderat sysselsettingsvekst i 2024 enn tidligere år 6

3.3. Flest sysselsatte innen Tech/IT og forbrukervarer og -tjenester 7

4. Porteføljeselskapenes verdiskaping 9

4.1. 98 milliarder kroner i verdiskaping 9

4.2. Utvikling i verdiskaping fordelt på næring 10

5. Utvikling før og etter investeringer fra aktive eierfond 11

5.1. Verdiskapingsveksten i buyout sterkest tre år etter investering 11

5.2. Tidligfaseselskap opplever umiddelbart økt vekst etter investering 11

2 Dagens tall i lys av tidligere års verdiskapingsanalyser 13

5.3. Sysselsatte 13

5.4. Verdiskaping 13

Verdiskapingsanalyse for aktive eierfond i Norge 2024

1 Sammendrag

I denne analysen studerer vi utvikling i verdiskaping og sysselsetting til norske selskap som eies av aktive eierfond. Datasettet som ligger til grunn for analysen kombinerer aktive eierfonds porteføljedata for norske foretak, med registerdata fra Menons historiske regnskapsdatabase. Analysen kan oppsummeres i følgende hovedpunkter:

98

Milliarder kroner i verdiskaping i norske porteføljeselskap

Verdiskaping: Dagens norske porteføljeselskap hadde en samlet verdiskaping på 98 milliarder kroner i 2024.[1] Dette utgjør 2,7 prosent av fastlands-BNP. Porteføljeselskapene opplevde en moderat vekst i verdiskaping i 2024 på 3,2 prosent, etter svært høy vekst i 2023.

89 000

Antall ansatte i norske porteføljeselskap

Sysselsetting: De norske selskapene med aktive eierfond på eiersiden sysselsetter 89 000 personer, en økning på 3 000 sysselsatte i 2024. Tallet omfatter hovedsakelig sysselsetting i Norge, men fanger også opp sysselsetting gjennom datterselskap i andre land for selskap med hovedkontor i Norge. Sysselsettingsveksten i 2024 har vært noe mer moderat enn i de foregående årene.

Vekst: Utviklingen til selskapene i perioden før og etter at de fikk aktive eierfond på eiersiden viser at veksttakten til porteføljeselskap fortsetter, og til dels øker, i årene etter at det aktive eierfondet har investert. Særlig sterk er veksten blant tidligfaseselskaper to til tre år etter at eierfondet kom inn. Resultatet er et tydelig tegn på at aktive eierfond bidrar til å videreutvikle porteføljeselskapene gjennom tilførsel av kapital og kompetanse.

[1] Vi har ekskludert Vår Energi som alene hadde en verdiskaping på 38 milliarder kroner i 2024, ettersom selskapet har svært høy verdiskaping og gir ekstraordinære utslag på grunn av svingninger i petroleumspriser.

1. Kort om undersøkelsen

I denne analysen kartlegges aktiviteten til de norske selskapene som eies av aktive eierfond, i form av verdiskaping og sysselsetting. Studien inkluderer selskap som var i porteføljen ved utgangen av 2024.

Oversikt over porteføljeselskaper er hentet fra Norsk Venturekapitalforenings (NVCA) database.

Registerdata fra Menons regnskapsdatabase er brukt i analyser av verdiskaping og sysselsetting. Organisk vekst er kartlagt ved hjelp av NVCAs database og gjennom offentlige kunngjøringer om fusjoner og oppkjøp.

Verdiskaping: *Selskap som utbetaler lønn til de ansatte, skatt til staten og overskudd til eierne, genererer merverdi for samfunnet. Denne merverdien som skapes i selskapene fanges opp av verdiskapingsmålet beregnet ved summen av driftsresultat før avskrivning og nedskrivning (EBITDA) og lønnskostnader. Med denne størrelsen kan man måle porteføljeselskapenes samfunnsmessige avkastning, eksempelvis i form av andel av bruttonasjonalprodukt.*

I kapittel 1 gir vi en kort introduksjon til aktive eierfond og deres verdiøkende eierroller. Kapittel 2 presenterer sysselsettingen i porteføljeselskapene, veksten over tid og næringsfordelt sysselsetting. I kapittel 3 presenterer vi tilsvarende for porteføljens verdiskaping. Kapittel 4 viser utviklingen til porteføljeselskapene før og etter investering fra aktive eierfond, mens kapittel 5 ser årets analyse opp mot tidligere års verdiskapingsanalyser.

2. Kort om aktive eierfond

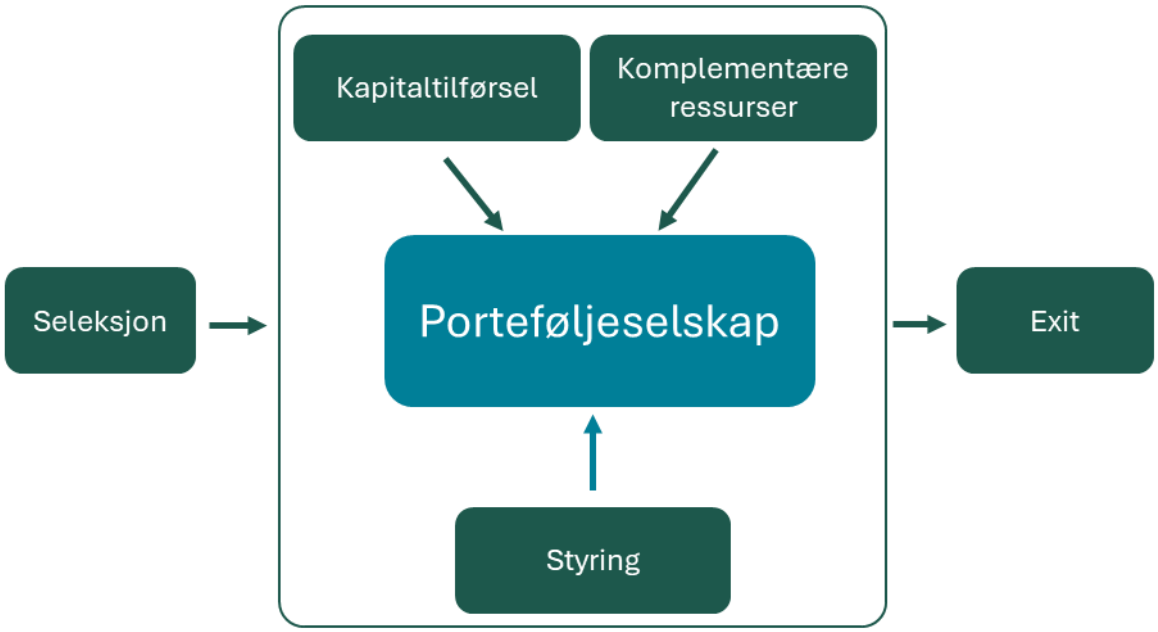
Hva er aktive eierfond? De aktive eierfondene karakteriseres ved at eierne deltar aktivt i utviklingen av selskapene gjennom løpende strategisk utvikling i tett samarbeid med ledelsen. Aktive eierfond er den norske oversettelsen for private equity. De aktive eierfondene er spesialisert på ulike faser av selskapets livssyklus og er normalt på eiersiden i selskapet over en lengre, men avgrenset, tidsperiode.

Splitt mellom tidligfase, vekstkapital og buyout. I denne undersøkelsen deler vi de aktive eierfondene i tre hovedgrupper: tidligfasefond, vekstkapitalfond og buyoutfond. Tidligfasefond spenner fra investeringer i oppstartsselskaper, som ikke består av stort annet enn en gründers idé om et nyvinnende produkt, til små og mellomstore selskap som allerede har etablert seg i et marked, men hvor det er potensial for videre ekspansjon. Vekstkapitalfond favner om den neste vekstfasen hvor fondene ofte begynner å ekspandere og skalere opp virksomheten. Til slutt finner man buyoutfond, som er spesialisert på mer modne selskap hvor utfordringen ligger i å revitalisere selskapet gjennom restrukturering, men også ekspansjon.

Eierskapsstrukturen varierer mellom de ulike fasene. I tidligfasefond tar investorer som regel mindre eierandeler, ofte under 20 prosent. Samtidig er det vanlig flere tidligfasefond investerer i samme selskap, slik at deres samlede eierandel blir betydelig. I vekstkapitalfondene tar investorene gjerne noe større eierandeler, men fortsatt som minoritetsaksjonærer. Buyoutfondene skiller seg ut ved å ta majoritetsposter og dermed få kontroll over selskapet, noe som legger grunnlaget for mer omfattende strategiske og operasjonelle endringer.

Fem verdiøkende eierroller. Aktive eierfonds bidrag til økonomisk utvikling og vekst kan knyttes opp til fem ulike roller:

- **Seleksjon.** Aktive eierfonds bidrag til økonomisk utvikling gjennom å velge å tilføre kapital til de selskapene med størst potensial.
- **Drivstoff.** Fondene bidrar til selskapenes utvikling ved å tilføre porteføljeselskapene kapital over tid.
- **Komplementære ressurser.** Eierfondet bidrar også med andre ressurser og kompetanser – det være seg gjennom industrierfaring eller nettverk – som selskapet selv ikke besitter fra før. Kompetansen formidles gjennom aktiv deltagelse i styrearbeid og annen kontakt med selskapets ledelse.
- **Styring.** Forvalter har en viktig styringsrolle gjennom å sette tydelige mål og etablere gode rutiner og ordninger med ledelsen slik at eierskap, ledelse og de ansatte trekker i samme retning.
- **Exit.** Kompetanse og nettverk til å identifisere kjøperen som gir størst merverdi til selskapets videre utvikling, samt kompetanse på utførelse av exit-strategi.



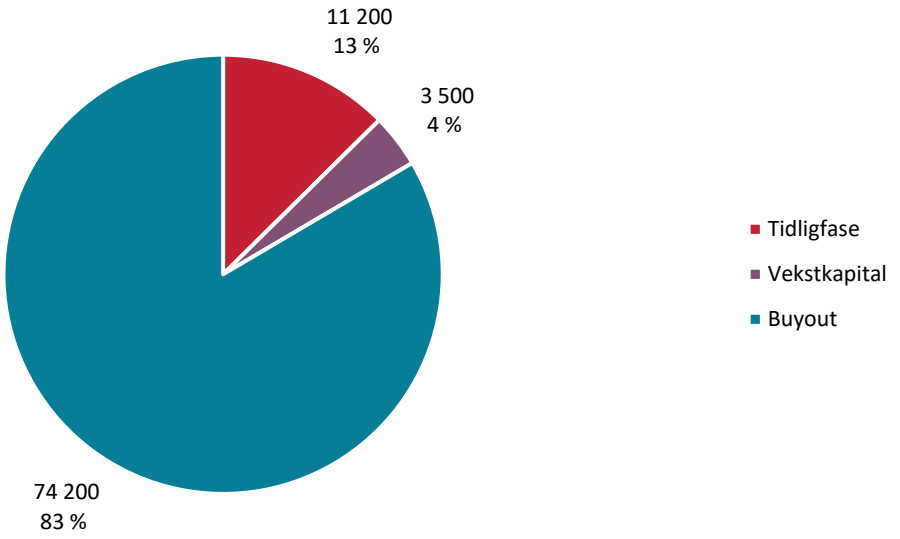
Figur 1: Illustrasjon av eierens verdiøkende roller

3. Sysselsetting i porteføljeselskapene

3.1. I 2024 var det 89 000 sysselsatte i norske porteføljeselskap

Dagens porteføljeselskap til de aktive eierfondene sysselsetter anslagsvis 89 000 personer.[2] De fleste sysselsatte finner man innenfor buyout-segmentet, som består av store etablerte selskap. I vekstkapital-segmentet finner man selskap som skalerer og som ikke lenger har stor teknologisk risiko. I tidligfase-segmentet finner man såkalte såkorn- og ventureselskap som fokuserer på teknologiutvikling og de første stegene i kommersialiseringsprosessen, og sysselsettingen er derfor naturlig betydelig lavere i disse segmentene. Figuren under viser hvordan sysselsettingen fordeler seg på henholdsvis tidligfase-, vekstkapital- og buyoutsegmentet.

[2] Regnskapstall er oppgitt på konsolidert nivå i tilfeller hvor konsernet har hovedkontor i Norge. Et resultat av dette er at vi inkluderer noe utenlandsk aktivitet.



Figur 2: Sysselsatte i norske porteføljeselskap fordelt på fase i 2024. Kilde: Menon Economics

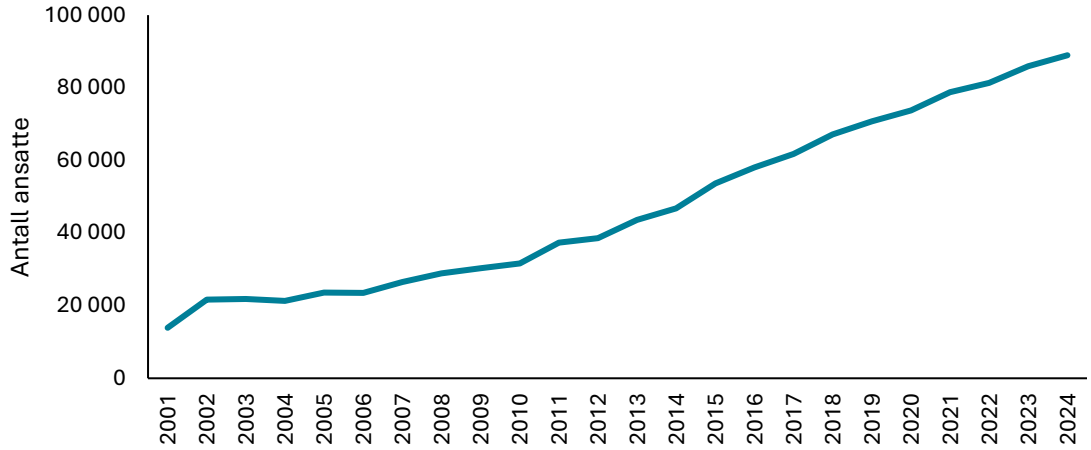
I 2024 sysselsatte porteføljen 89 000 personer. Av disse, var mer enn åtte av ti ansatte i porteføljeselskap modne selskap i buyoutsegmentet. Klart flest selskap finner man i tidligfasesegmentet, men disse utgjør kun 13 prosent av sysselsettingen ettersom disse er langt mindre i snitt. Vekstkapitalsegmentet utgjør 4 prosent av sysselsettingen med 3 500 sysselsatte.

De ansatte er fordelt på totalt 445 selskap. Det er flest selskap i tidligfase, med 281 selskap. Dette utgjør 63 prosent av selskapene, etterfulgt av buyout-segmentet med 139 selskap. I vekstkapital-segmentet finner vi kun 25 porteføljeselskap. De senere årene har det vært vekst i antall porteføljeselskap innen buyout-segmentet.

3.2. Noe mer moderat sysselsettingsvekst i 2024 enn tidligere år

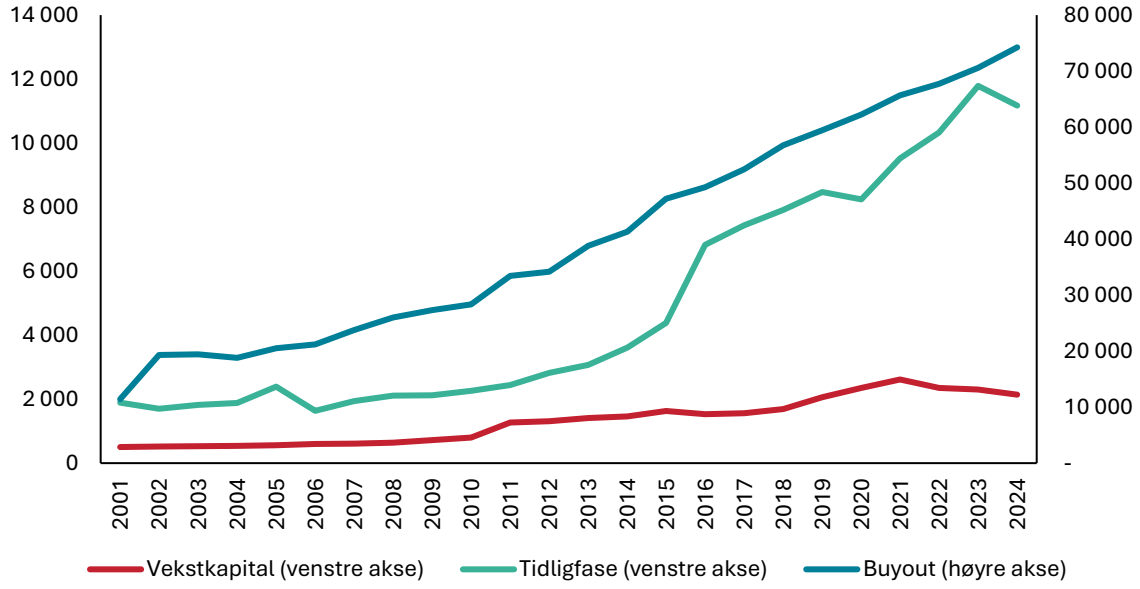
Det har vært en jevn, solid vekst i sysselsetting blant dagens porteføljeselskap over de siste 20 årene. Ved inngangen til årtusenskiftet var i underkant av 14 000 sysselsatt i porteføljen - hvilket har økt til 89 000 ved utgangen av 2024. Det har altså vært mer enn en seksdobling av arbeidsplasser over de siste to tiårene. Dette tilsvarer en sysselsettingsvekst på 8,2 prosent hvert år gjennom perioden. Bare de siste ti årene har det blitt skapt nærmere 40 000 flere arbeidsplasser i porteføljeselskapene. Dette illustrerer hvordan man har lyktes med å ekspandere virksomhetene og skape arbeidsplasser i selskap eid av aktive eierfond.

I 2024 har det også vært sysselsettingsvekst i porteføljeselskapene. Sysselsettingsveksten har vært noe mer moderat enn i de foregående årene. I 2024 økte antall sysselsatte i porteføljeselskapene med 3 000, etter spesielt høy vekst i 2023. Til sammenligning har den gjennomsnittlige, årlige sysselsettingsveksten vært på nærmere 4 200 i perioden 2014-2024. Sysselsettingsveksten i 2024 ble primært drevet av vekst innen IKT og industritjenester.



Figur 3: Ansatte i norske porteføljeselskap 2001-2024. Kilde: Menon Economics

I figuren under har vi splittet sysselsettingen på segmenter for å illustrere utviklingen skiller seg på tvers. Merk at buyoutsegmentet er tegnet på sekundæraksen (til høyre). Innen vekstkapital har det over tid vært jevn vekst frem til 2021, mens sysselsettingen etter 2021 har falt noe. I tidligfasesegmentet har det vært betydelig høyere vekst. Særlig fra og med 2016 har antall sysselsatte i tidligfaseporteføljen opplevd svært høy vekst. I 2024 falt sysselsettingen i tidligfasesegmentet noe, etter tre år med svært sterk vekst. Selv om risikoen er høy og flere selskaper forsvinner, skaper tidligfaseselskaper kompetansearbeidsplasser. Buyoutsegmentet har opplevd relativ vekst opptrent på nivå med tidligfasesegmentet, men i absolutte tall er veksten langt høyere ettersom buyout står for mesteparten av sysselsettingen.



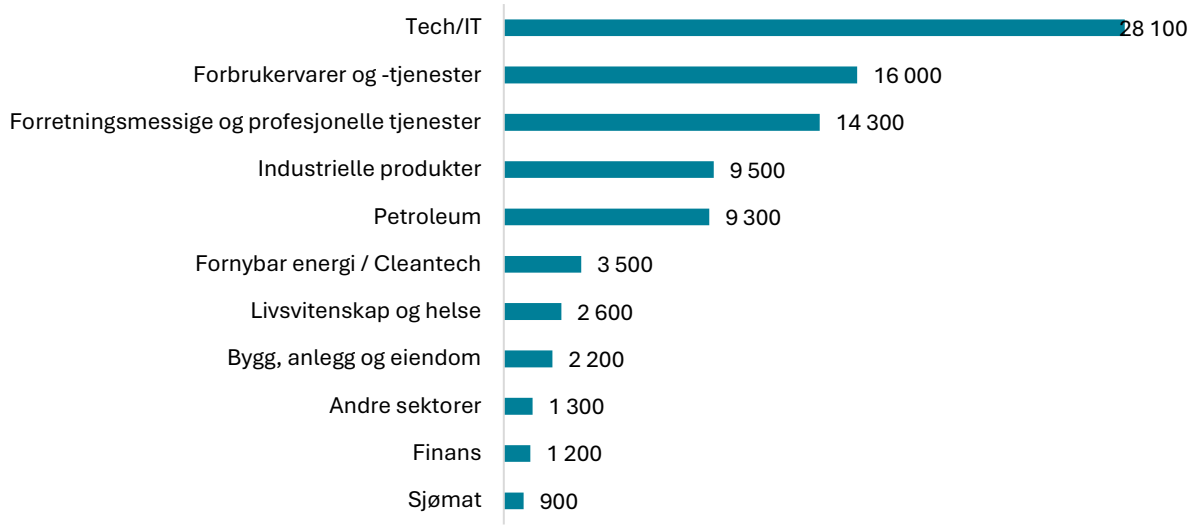
Figur 4: Sysselsetting i tidligfase- og vekstkapitalsegmentet 2001-2024. Kilde: Menon Economics

3.3. Flest sysselsatte innen Tech/IT og forbrukervarer og -tjenester

I sysselsettingsstatistikken dominerer Tech/IT, forbrukervarer og -tjenester og forretningsmessige og profesjonelle tjenester. De tre næringene sto for til sammen nesten 70 prosent av den samlede sysselsettingen i de norske porteføljeselskapene i 2024, og andelen er litt høyere andel enn i 2023. Høy sysselsetting finner vi også innen industrielle produkter og

petroleumsnæringen. Til tross for at sysselsettingen innen forbrukervarer og -tjenester er nesten 70 prosent høyere enn i petroleum, er verdiskapingen innen petroleum over fire ganger så høy. Sammen med petroleum er det finansselskap som har høyest verdiskaping per ansatt. I tillegg har porteføljeselskap innen Tech/IT--næringen relativt høy verdiskaping.

De siste ti årene har den relative sysselsettingsveksten i porteføljeselskap innen forretningsmessige og profesjonelle tjenester og forbrukervarer og -tjenester vært moderat, sammenlignet med øvrige sektorer. Videre sysselsetter porteføljeselskapene innen livsvitenskap og helse omtrent 2 600 personer, til tross for et beskjedent bidrag til verdiskaping. Den lave verdiskapingen sett opp mot sysselsetting innen livsvitenskap og helse gjenspeiler de store investeringene, usikkerheten og de lange utviklingsløpene tilknyttet pharma, samt høy sysselsetting innen helsetjenester.



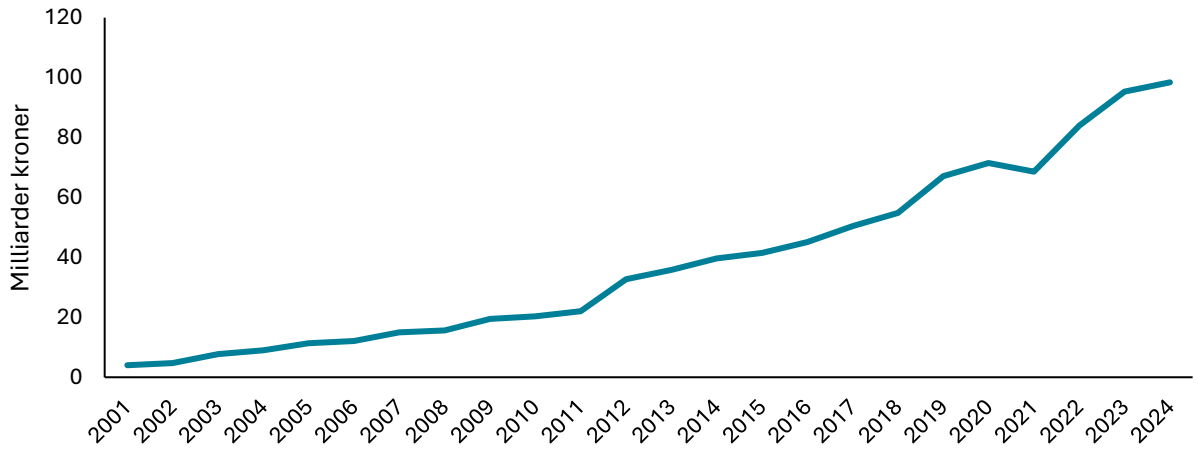
Figur 5: Sysselsatte i norske porteføljeselskap fordelt på næring i 2024. Kilde: Menon Economics

4. Porteføljeselskapenes verdiskaping

4.1. 98 milliarder kroner i verdiskaping

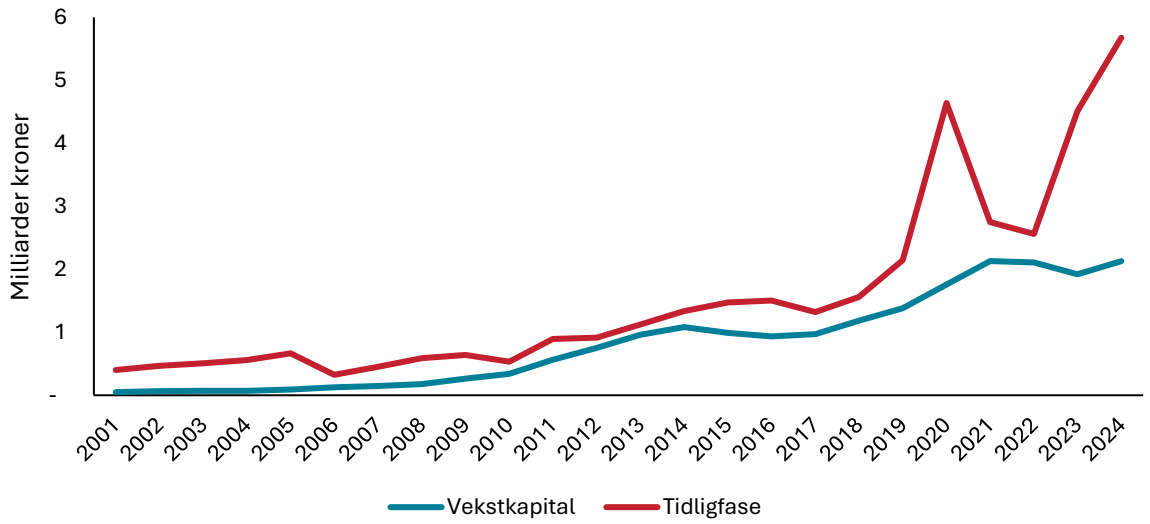
Den samlede verdiskapingen fra selskap i porteføljene til norske aktive eierfond var 98 milliarder kroner i 2024.[3] Dette tilsvarer 2,7 prosent av verdiskapingen i norsk fastlandsnæringsliv.[4] Gjennomgående har veksten i verdiskaping vært høyere enn sysselsetting, hvilket tyder på en god produktivitetsutvikling.

Sett under ett hadde porteføljeselskapene moderat vekst i verdiskaping på 3,2 prosent fra 2023 til 2024. Til sammenligning var gjennomsnittlig, årlig verdiskapingsvekst på 14,9 prosent i perioden 2001-2024.



Figur 6: Verdiskaping i norske porteføljeselskap 2001-2024, løpende priser. Kilde: Menon Economics

Buyout utgjør majoriteten av verdiskapingen i porteføljen, og dominerer derfor den overordnede utviklingen i verdiskaping. For å få bedre innblikk i utviklingen over tid for vekstkapitalsegmentet og tidligfase, har vi i figuren under ekskludert buyout.



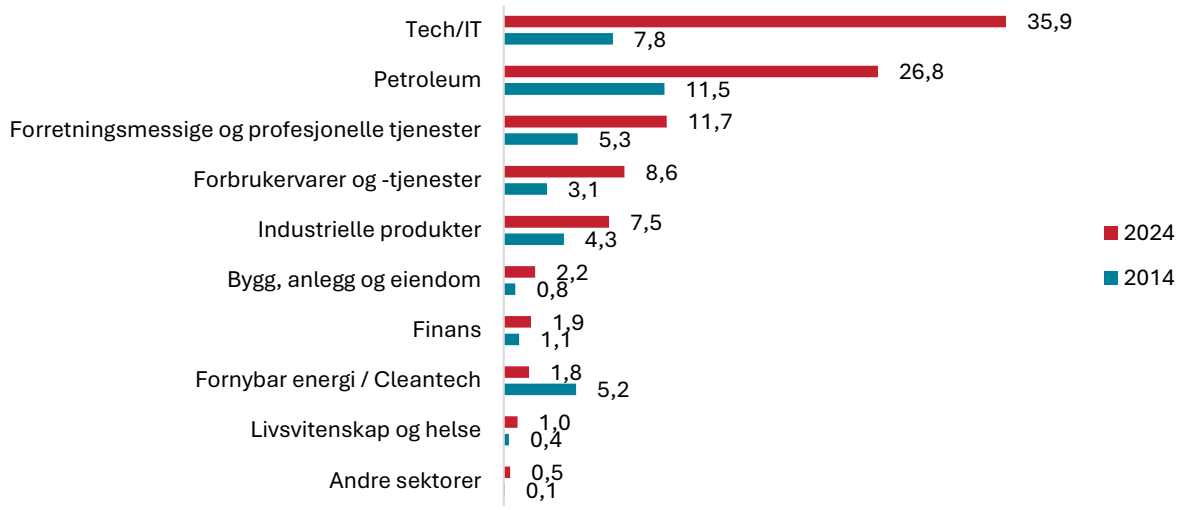
[3] Vår Energi er utelatt fra beregningen av verdiskaping. Selskapet har hatt en vesentlig høyere verdiskaping enn de øvrige selskapene. Ved å inkludere selskapet kan man derfor få et misvisende bilde av verdiskapingen i porteføljen som helhet.
[4] Beregnet ut fra Bruttoprodukt Fastlands-Norge i 2024, basisverdi (SSB).

Figur 7: Verdiskaping i tidligfase- og vekstkapitalsegmentet 2001-2024, løpende priser. Kilde: Menon Economics

Over tid har både dagens portefølje innen tidligfase og vekstkapital opplevd betydelig vekst. De siste fem årene har imidlertid verdiskapingen innen tidligfasesegmentet vokst mer, i tillegg til å være langt mer volatil, sammenlignet med vekstkapitalsegmentet. De siste tre årene har porteføljen innen vekstkapital hatt nullvekst i verdiskaping og en flat utvikling.

4.2. Utvikling i verdiskaping fordelt på næring

Tech/IT, petroleumsnæringen og forretningsmessige og profesjonelle tjenester dominerer de aktive eierfondenes porteføljer i Norge, målt i verdiskaping. Figuren under viser verdiskaping per næring i henholdsvis 2014 og 2024.



Figur 8: Verdiskaping per næring i 2014 og 2024. Milliarder kroner. Kilde: Menon Economics

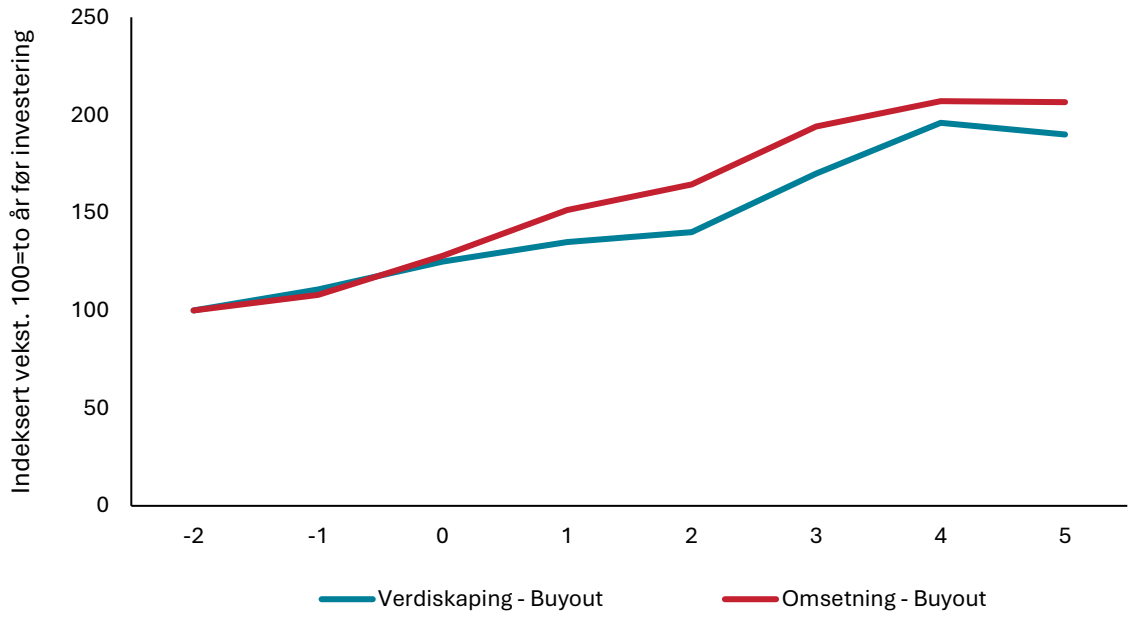
Næringen som peker seg ut som vekstlokomotivet er Tech/IT, med over en firedobling i verdiskaping siden 2014. Tech/IT-næringen er en stor bidragsyter til verdiskaping hos aktive eierfonds porteføljeselskaper, og inneholder også enkeltselskap som har opplevd enorm vekst. Porteføljeselskapene innen andre sektorer skiller seg også ut som de selskapene med klart størst relativ vekst i perioden, som illustrerer bredden i porteføljene. Videre har også porteføljeselskaper innen petroleum, industrielle produkter og forbrukervarer og -tjenester også hatt en sterk prosentvis vekst i perioden. Blant porteføljeselskapene i petroleum finner vi også selskaper innen offshore leverandørindustri som delvis har vridd seg mot verdikjeder for fornybar energi som for eksempel havvind.

Variasjonen i utvikling indikerer at det er betydelig risiko knyttet til investeringene som gjøres. Samtidig er det viktig å påpeke at verdiskaping ikke direkte sier noe om lønnsomheten i selskapet. Selskapene kan nemlig ha høy verdiskaping, men lav lønnsomhet. I tillegg tar ikke denne framstillingen høyde for tidspunktet det aktive eierfondet kom inn på eiersiden, eller dersom deler av selskapet er blitt solgt. Dette vil da slå ut i redusert verdiskaping fordi virksomheten til selskapet er mindre.

5. Utvikling før og etter investeringer fra aktive eierfond

5.1. Verdiskapingsveksten i buyout sterkest tre år etter investering

Figuren under viser utvikling i verdiskaping og omsetning for buyout-selskap, før og etter et aktivt eierfond investerte i selskapet. Investeringsåret er år null. Vi tar utgangspunkt i selskapene to år før det aktive eierfondet investerer i selskapet. Omsetning og verdiskaping i selskapene på dette tidspunktet er indeksert til 100.



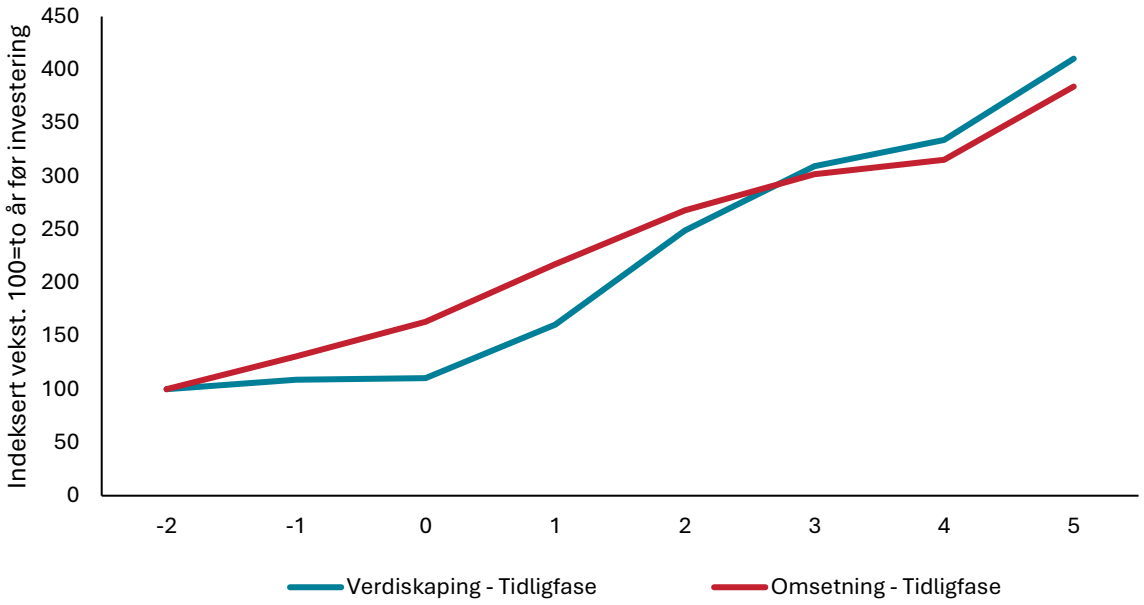
Figur 9: Veksttakt før og etter aktive eierfond har investert i selskapet i buyout (faste priser). Exiterte selskap er inkludert. Kilde: Menon Economics

Det er krevende å opprettholde en høy veksttakt over tid. Vi ser derimot at veksten i omsetning tiltar allerede det året aktive eierfond investerer. Veksttakten i verdiskaping er derimot mer moderat de først to årene etter investering, før veksten skyter fart i år tre. Dette tyder på at fondene først bidrar til topplinjevekst etter de kommer inn på eiersiden, for deretter å øke verdiskapingen lenger ut i perioden. Etter år fire ser vi at veksttakten i omsetning modereres noe, mens verdiskapingsveksten faktisk blir marginalt negativ.

Det er også interessant å se at porteføljeselskapene er i vekst før oppkjøpet. Dette viser at de aktive eierfondene fokuserer på selskap i vekst. Figuren viser at veksten er stabilt høy i flere år før den flater ut i år fire. Dette kan indikere at porteføljeselskapet har modnet i løpet av eierskapsperioden og at mye av det kortsiktige vekstpotensialet tas ut i løpet av de første årene av eierskapsperioden.

5.2. Tidligfaseselskap opplever umiddelbart økt vekst etter investering

Figuren under viser utvikling i verdiskaping og omsetning for tidligfaseselskap, fra to år før til fem år etter at de aktive eierfondene investerte i selskapet. Investeringsåret er år null. Det er naturlig at tidligfaseselskapene har en kraftigere vekst enn buyout-segmentet, da dette dreier seg om mindre foretak med et stort vekstpotensial.



Figur 10: Veksttakt før og etter det aktive eierfondet har investert i selskapet innenfor tidligfase-segmentet (faste priser). Exiterte selskap er inkludert. Kilde: Menon Economics

Av figuren ser man tydelig at selskapene får et tydelig skifte i veksttakten i løpet av de to første årene etter det aktive eierfondet investerer. Dette gjelder både for verdiskapings- og omsetningsveksten.

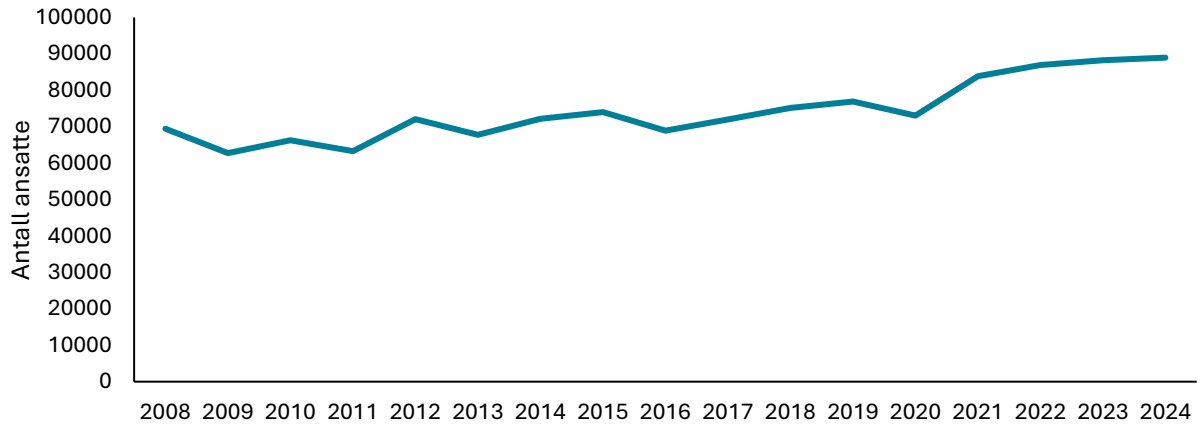
At veksttakten øker er en tydelig indikasjon på at kapitalen og kompetansen fra fondene har en positiv påvirkning på selskapene, i tillegg til at forvalterne greier å selektere selskap med vekstpotensial. Fondenes positive innvirkning er særlig tydelig da det ikke er uvanlig at tidligfaseselskaper stagnerer i det de forsøker å skalere virksomheten. Innvirkningen er spesielt fremtredende i år tre etter investering, da vi kan se at både omsetning og verdiskaping har gjort et kraftig hopp siden det aktive eierfondet investerte. Faktisk kan vi se at verdiskapingsveksten etter tre år overgår omsetningsveksten.

2 Dagens tall i lys av tidligere års verdiskapingsanalyser

5.3. Sysselsatte

Aktive eierfond har tidsbegrenset levetid og tar normalt eierskap i selskap for en tidsavgrenset periode på 5-15 år. Dette gjør at størrelsen på porteføljen som eies av aktive eierfond vil variere over tid. I perioder hvor man har gjennomført mange investeringer vil porteføljen vokse kraftig, og i perioder hvor man gjør mange salg vil den reduseres. I denne undersøkelsen tar vi høyde for denne kilden til variasjon ved å følge de samme porteføljeselskapene over tid. Med andre ord vil det både være selskap som kommer til, og som faller ut, av porteføljen vi analyserer fra år til år.

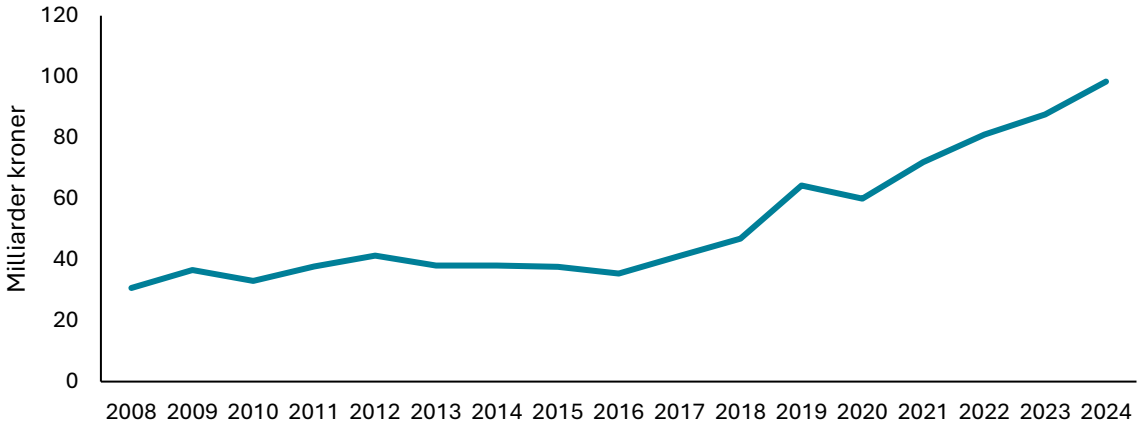
I figuren under har vi derimot sett på hele porteføljene fra tidligere år opp mot dagens portefølje, målt i antall ansatte. Antall ansatte i porteføljeselskapene var 69 000 i 2008 og har vært forholdsvis stabil siden da. Fra 2019 til 2020 gikk mange selskap ut av porteføljen slik at antall ansatte falt fra 77 000 til 73 000. Etter at det i 2021 var en betydelig både organisk og uorganisk sysselsettingsvekst, var veksten fra 2022 til 2024 mer moderat med økning fra 886 900 i 2022 til 89 000 i 2024.



Figur 11: Antall ansatte i 2024-porteføljen sett opp mot sysselsettingen i tidligere års verdiskapingsanalyser. Kilde: Menon Economics

5.4. Verdiskaping

Etter en nedgang i 2020 tok verdiskapingen i porteføljen seg kraftig opp i 2021, noe som sammenfalt med den sterke veksten i sysselsetting. Verdiskapingsveksten har fortsatt i perioden 2022 til 2024. I motsetning til veksten i 2021, var veksten i både 2022 og 2023 organisk drevet. Med dette menes at veksten i større grad kom gjennom eksisterende porteføljeselskap, heller enn at nye selskap kom til i porteføljen. Også I 2024 har veksttakten holdt seg høy, med vekst i eksisterende portefølje. Grafen under viser historisk utvikling i verdiskapingen i porteføljen. Som vi ser vokste verdiskapingen relativt jevnt fra 2008 frem til 2012, før den deretter falt svakt hvert av de påfølgende fire årene. Fallet skyldtes særlig lavere aktivitet i offshore leverandørindustri. Fra 2016 til 2019 vokste verdiskapingen betraktelig, fra 35 til 64 milliarder. Fra 2019 til 2020 falt verdiskapingen som følge av at mange selskap falt ut av porteføljen, i kombinasjon med et moderat fall i verdiskaping hos porteføljeselskapene.



Figur 12: Verdiskapingen i 2024-porteføljen sett opp mot verdiskapingen i tidligere års verdiskapingsanalyser. Kilde: Menon Economics

Menon Economics

Menon Economics

Sørkedalsveien 10 B, 0369 Oslo

+47 909 90 102

post@menon.no

menon.no