



# VERDISKAPINGSANALYSE FOR DE AKTIVE EIERSKAPSFONDENE I NORGE

## Såkorn, Venture og Buyout

MENON-RAPPORT NR. 138/2021

Av Per Fredrik Forsberg Johnsen og Gjermund Grimsby

## Sammendrag

I denne analysen studerer vi utvikling i verdiskaping og sysselsetting til norske bedrifter 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:

- **Verdiskaping.** Dagens norske porteføljebedrifter hadde en samlet verdiskaping på 60 milliarder kroner i 2020. Dette utgjør 2,3 prosent av fastlands-BNP. Porteføljebedriftene opplevde et moderat fall i verdiskaping i 2020 etter å ha vokst kraftig de tre foregående årene. Hovedforklaringene i aktivitetsfallet relaterer seg til koronapandemien, samt generell nedgang i petroleumssektoren.
- **Sysselsetting.** De norske bedriftene med aktive eierfond på eiersiden sysselsetter om lag 73 000 personer. Tallet omfatter hovedsakelig sysselsetting i Norge, men fanger også opp sysselsetting gjennom datterselskap i andre land for selskap med hovedkontor i Norge. Til tross for krevende økonomiske forhold under pandemien har sysselsettingen i porteføljen vokst med 5 prosent i løpet av 2020.
- **Vekst.** Utviklingen til bedriftene 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 fire til fem år etter at eierfondet kom inn. Resultatet er et tydelig tegn på at aktive eierfond bidrar til å videreutvikle porteføljebedriftene gjennom tilførsel av kapital og kompetanse.
- **Tilgjengelig kapital til investering.** NVCA-medlemmer og forvaltere med en betydelig andel av porteføljen i Norge har anslagsvis 121 milliarder kroner i tilgjengelig kapital for nye investeringer. Oppkjøpsfondene sitter på 103 milliarder av disse og tidligfasefondene har 18 milliarder i tilgjengelig kapital. I de siste årene har 50-65 prosent av kapitalen norske forvaltere henter inn blitt investert i norske bedrifter.

## Kort om undersøkelsen

I denne analysen kartlegges aktiviteten til norske de selskapene som eies av aktive eierfond, i form av verdiskaping og sysselsetting. Studien inkluderer selskap som var i porteføljen ved utgangen av 2020.

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

Registerdata fra Menons regnskapsdatabase er brukt i analyser av verdiskaping og sysselsetting

Tilgjengelig kapital for investeringer er estimert med utgangspunkt i en spørreundersøkelse rettet mot NVCAs medlemmer og andre norske forvaltere av aktiv risikokapital. Spørreundersøkelsen ble sendt ut til 43 forvaltere og mottok 28 svar, som gir en responsrate på 65 prosent. Øvrige tall for tilgjengelig kapital er estimert blant annet på bakgrunn av innrapportert aktivitetsdata i forbindelse med aktivitetsanalysen og offentlig tilgjengelig informasjon.

Om verdiskapingsbegrepet:

*Bedrifter som utbetaler lønn til de ansatte, skatt til staten og overskudd til eierne genererer merverdi for samfunnet. Denne merverdien som skapes i bedriftene fanges opp av verdiskapingsmålet beregnet ved summen av driftsresultat før avskrivning og nedskrivning (EBITDA) og lønnskostnader. Med dette målet kan man måle porteføljebedriftenes samfunnsmessige avkastning, eksempelvis i form av andel av bruttonasjonalprodukt.*

## Innhold

- Kort om aktive eierfond.....
- Del 1: Aktive eierfonds verdiskaping i norsk næringsliv.....
  - Sysselsetting.....
  - Verdiskaping.....
  - Utvikling fordelt på næring .....
- Del 2: Utvikling før og etter investeringer fra aktive eierfond..
- Del 3: Tilgjengelig kapital for nye investeringer.....
- Del 4: Sammenligning mot tidligere års analyser .....

## Kort om aktive eierfond

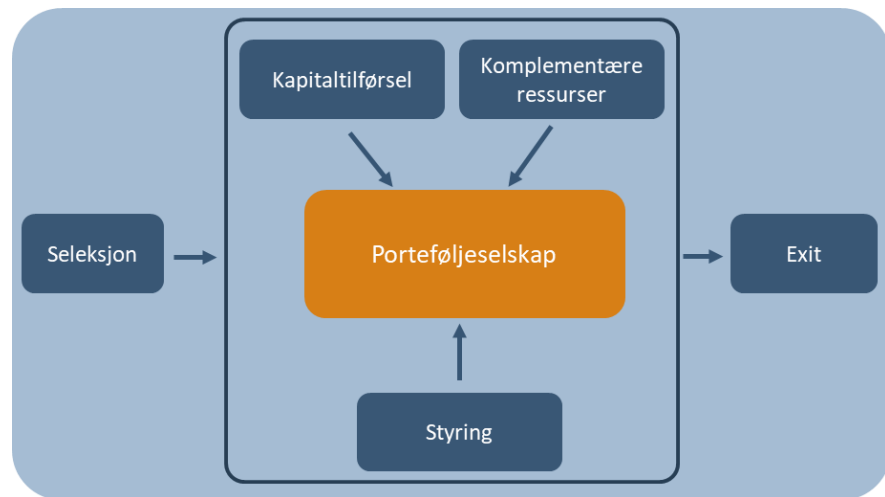
**Hva er aktive eierfond?** De aktive eierfondene karakteriseres ved at eierne deltar aktivt i utviklingen av bedriftene gjennom løpende strategisk utvikling i tett samarbeid med ledelsen. Aktive eierfond er den norske oversettelsen for private equity. De aktive eierfondene er spesialisert på ulike faser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

**Splitt mellom tidligfase og buyout.** I denne undersøkelsen deler vi de aktive eierfondene i to hovedgrupper: Tidligfasefond og buyoutfond. Tidligfasefond spenner fra investeringer i oppstartsselskaper, som ikke består av stort annet enn en grunders idé om et nyvinnende produkt, til små og mellomstore bedrifter som allerede har etablert seg i et marked, men hvor det er potensial for videre ekspansjon. Buyout-fond er spesialisert på mer modne bedrifter hvor utfordringen ligger i å revitalisere selskapet gjennom restrukturering, men også ekspansjon.

**Fem verdipøkende 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 både ved å tilføre porteføljeselskapene kapital over tid.
- **Komplementære ressurser.** Eierfondet bidrar også med andre ressurser og kompetanser – det være 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 verdipøkende roller

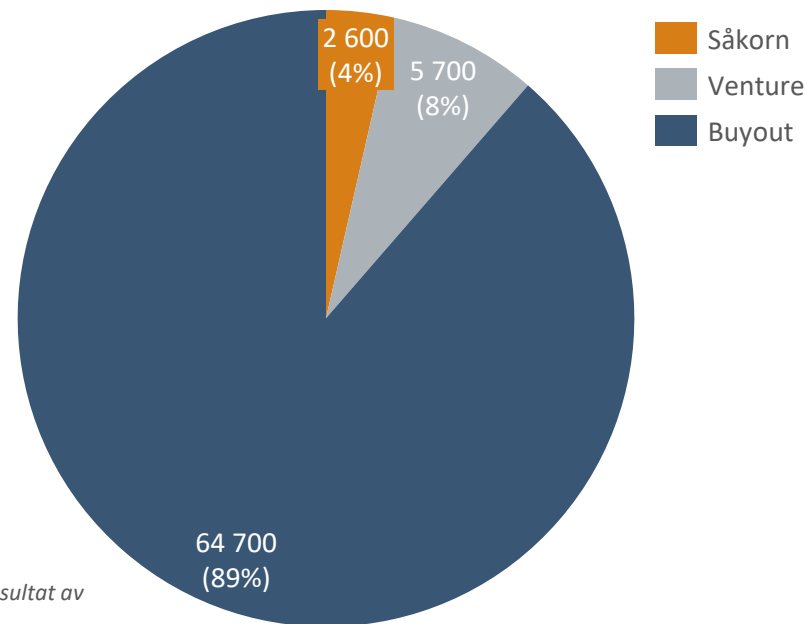


## 73 000 sysselsatte i norske porteføljebedrifter

Dagens porteføljebedrifter til de aktive eierfondenene sysselsetter anslagsvis 73 000 personer.<sup>4</sup> De fleste sysselsatte finner man innenfor buyout-segmentet, som består av store etablerte bedrifter. Venture og såkorn er tidligfasebedrifter som fokuserer på teknologiutvikling og de første stegene i kommersialiseringsprosessen, og sysselsettingen er derfor naturlig betydelig lavere i disse segmentene. Figuren til høyre viser fordelingen mellom de ulike fasene.

De ansatte er fordelt på totalt 379 selskap. Det er flest selskap i buyout-segmentet, med 149 selskap. I venture-segmentet finner vi 97 og innen såkorn 133 selskaper. Siden 2016 har det vært kraftig vekst i antall såkorninvesteringer, primært gjennom de offentlig forvaltede såkornfondene. I tillegg har det også vært en klar vekst i antall porteføljeselskap innen buyout-segmentet, som nå teller flere enn innen venture.

Figur 2: Sysselsatte i norske porteføljebedrifter fordelt på fase i 2020. Kilde: Menon

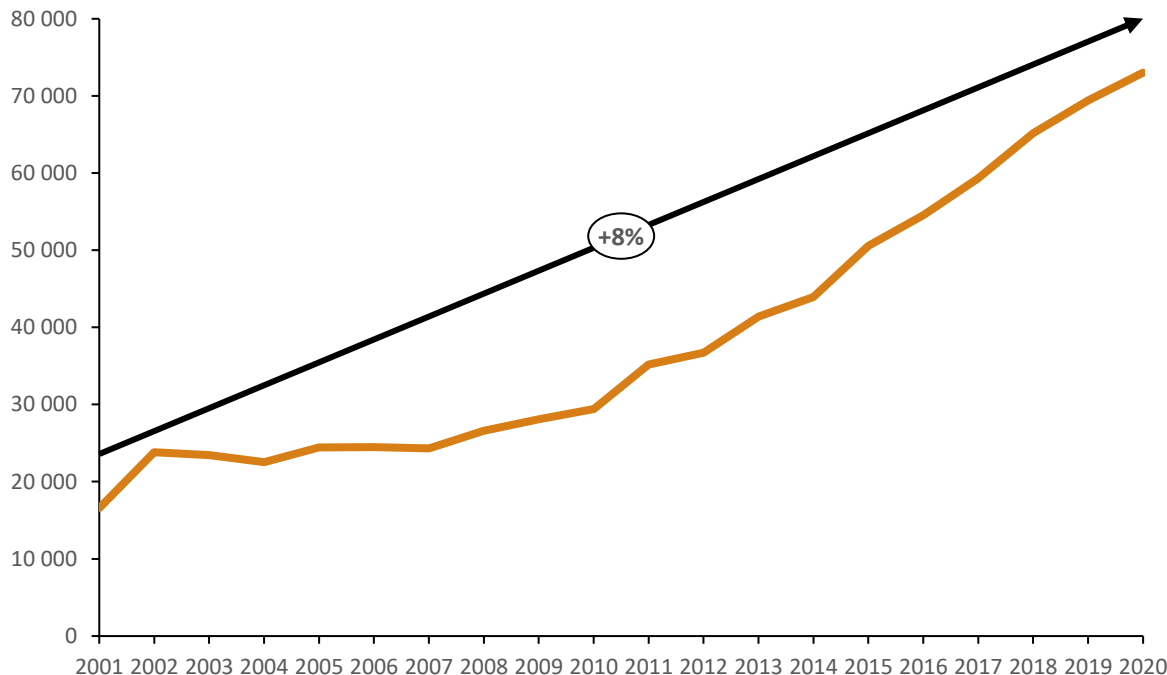


<sup>4</sup> Regnskapstall er oppgitt på konsolidert nivå i tilfeller hvor konsernet har hovedkontor i Norge. Et resultat av dette er at vi inkluderer noe utenlandsk aktivitet.

## Sysselsettingsvekst tross pandemi

Det har vært en jevn solid vekst i sysselsetting blant dagens porteføljebedrifter over de siste 20 årene. Ved inngangen til årtusenskiftet var i underkant av 17 000 sysselsatt i porteføljen - hvilket har økt til 73 000 ved utgangen av 2020. Altså mer enn en firedobling av arbeidsplasser over de siste to tiårene. Dette tilsvarer en sysselsettingsvekst på 8 prosent hvert år gjennom perioden. Bare de siste ti årene er det nærmere 40 000 flere arbeidsplasser i porteføljebedriftene. Dette illustrerer hvordan man har lyktes med å ekspandere virksomhetene og skape arbeidsplasser i bedrifter eid av aktive eierfond. Til tross for pandemien har sysselsettingsveksten også vært høy i 2020, særlig drevet av vekst innen IKT og industri.

Figur 3: Ansatte i norske porteføljebedrifter 2001-2020. Kilde: Menon Economics



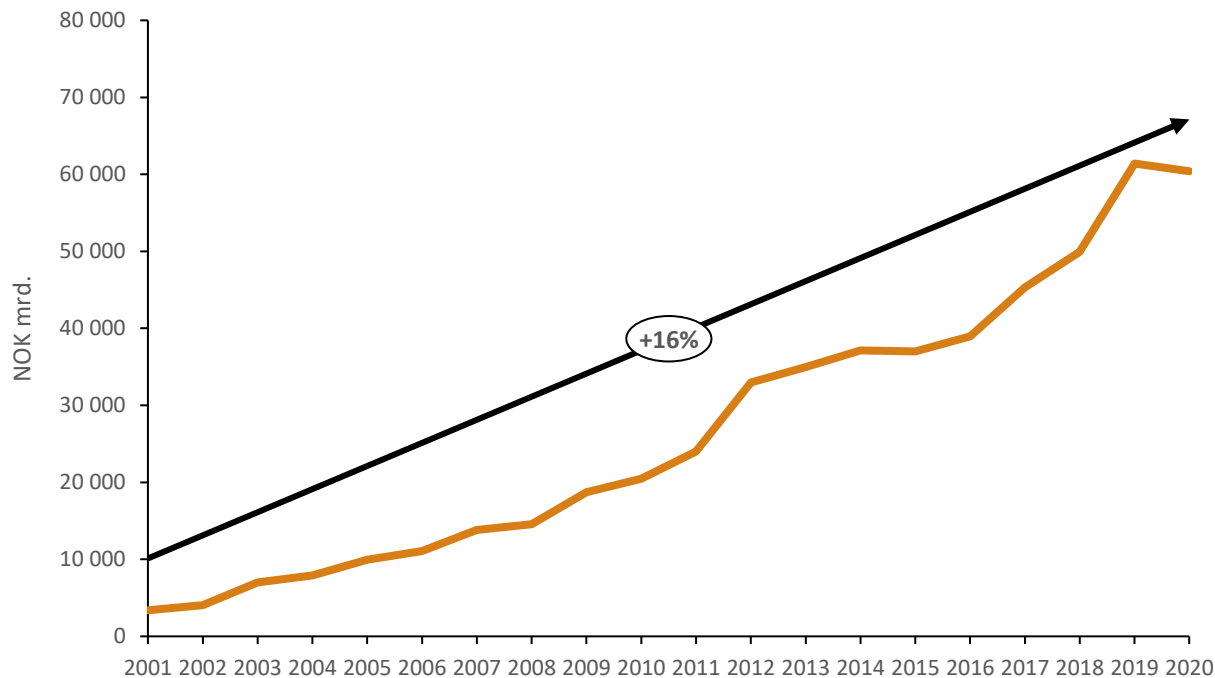
## 60 milliarder kroner i verdiskaping

Den samlede verdiskapingen fra selskap i porteføljene til norske aktive eierfond var 60 milliarder kroner i 2020. Gjennomgående har veksten i verdiskaping vært høyere enn sysselsetting, hvilket tyder på en god produktivitetsutvikling.

Det siste året er verdiskapingsveksten preget av koronapandemien som har medført at enkelte porteføljeselskap har hatt redusert aktivitet. I tillegg har flere selskap med eksponering mot petroleumindustrien opplevd et fall i verdiskaping. I motsatt ende finner vi IKT og forbruksvarer som i mindre grad ble påvirket av pandemien. Noen har innen disse sektorene har også opplevd økt etterspørsel etter deres varer og tjenester.

Sett under ett har porteføljeselskapene hatt en formidabel verdiskapingsvekst på i snitt 16 prosent per år siden 2001. I dag tilsvarer verdiskapingen i de norske porteføljebedriftene 2,3 prosent av verdiskapingen i norsk fastlandsnæringsliv.<sup>2</sup>

Figur 4: Verdiskaping i norske porteføljebedrifter 2001-2020, løpende priser. Kilde: Menon Economics



<sup>2</sup> Beregnet ut fra Bruttoprodukt Fastlands-Norge i 2020, basisverdi (SSB).



## Utvikling i verdiskaping fordelt på næring

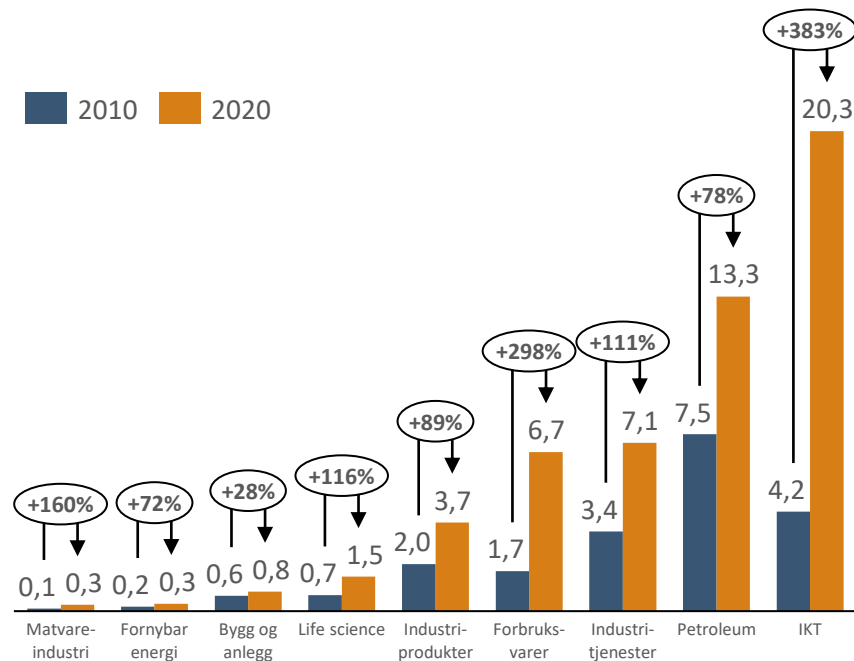
IKT, petroleum og detaljhandel med forbruksvarer dominerer de aktive eierfondenes porteføljer i Norge. Figuren viser verdiskaping per næring i henholdsvis 2010 og 2020, samt prosentvis endring for næringene i perioden.

Næringen som peker seg ut som vekstlokomotivet er IKT, med nesten firedobling i verdiskaping siden 2010. IKT-næringen er en stor bidragsyter til verdiskaping hos aktive eierfonds porteføljeselskaper og med noen enkelt-selskaper som har opplevd enorm vekst.

Porteføljebedriftene innen petroleum har også hatt en solid verdiskapingsutvikling siden 2010, men fra et høyere nivå. Forbruksvarer, industriprodukter og -tjenester og life science har alle vokst over 100 prosent over tiårsperioden, i tillegg har fornybar energi opplevd 72 prosent vekst. Det er også flere selskaper som tradisjonelt har operert innen petroleumsnæringen som gradvis dreier seg mot fornybar energi, slik at veksten her undervurderes noe.

Variasjonen i utvikling viser at det er betydelig risiko knyttet til investeringene som gjøres. Videre er det viktig å påpeke at negativ utvikling i verdiskaping ikke er ensbetydende med dårlig lønnsomhetsutvikling. Eksempelvis 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.

Figur 5: Verdiskaping per næring i 2010 og 2020. Millioner kroner. Prosentvis endring over hele perioden er innsirklet. Kilde: Menon Economics

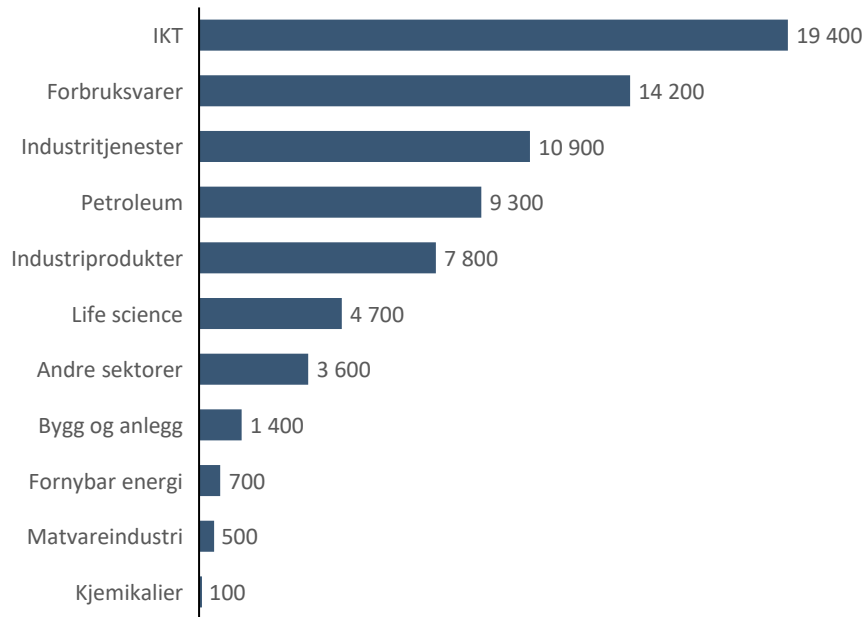


## Antall sysselsatte fordelt på næring

I sysselsettingsstatistikken dominerer IKT og forbruksvarer. IKT og detaljhandel med forbruksvarer stod for til sammen nesten 50 prosent av den samlede sysselsettingen blant de norske porteføljeselskapene. Høy sysselsetting finner vi også innen industritjenester og –produkter og petroleum. Til tross for nesten like høy sysselsetting innen petroleum og industri, er verdiskapingen mer enn dobbelt så høy innen petroleum. Etter petroleum er det IKT-bedrifter som har høyest verdiskaping per ansatt. Dette gjenspeiler relativt høy verdiskaping i fremvoksende IKT-bedrifter.

De siste ti årene har sysselsettingen i porteføljeselskap i petroleum og bygg og anlegg vært moderat, sammenlignet med øvrige sektorer. Videre sysselsetter porteføljebedrifter innen life science i overkant av 4 700, til tross for et beskjedent bidrag til verdiskaping. Den lave verdiskapingen sett opp mot sysselsetting innen life science gjenspeiler de store investeringene, usikkerheten og de lange utviklingsløpene tilknyttet pharma, samt høy sysselsetting innen helsetjenester.

Figur 6 Sysselsatte i norske porteføljebedrifter fordelt på næring i 2020. Kilde: Menon Economics

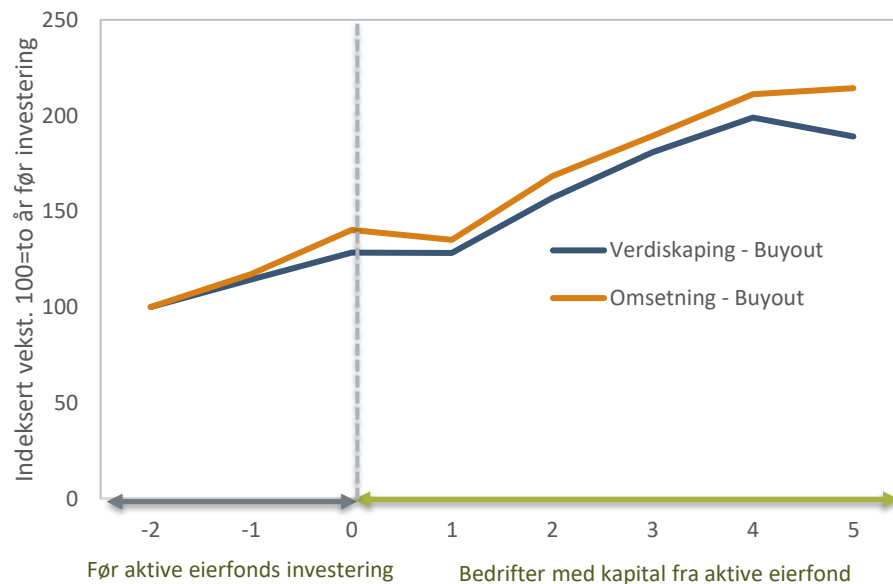


## Utvikling før og etter investeringer fra aktive eierfond - buyout

Figuren til høyre viser utvikling i verdiskaping og omsetning for buyoutselskap, før og etter et aktivt eierfond investerte i selskapet. Investeringsåret er år null. Vi tar utgangspunkt i bedriftene to år før det aktive eierfondet investerer i selskapet. Denne verdien er satt til 100 for deretter å se på årlig vekst fra dette utgangsåret.

I år to etter oppkjøpet ser vi tydelig tendenser til et taktskifte i både omsetning- og verdiskapingsvekst. Dette tyder på at fondene bidrar til både topp- og bunnlinjevækst i perioden etter at de kommer inn på eiersiden. Det er interessant å se at porteføljeselskapene også 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 4, og stabiliserer seg på det nivået påfølgende år. 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.

**Figur 7: Veksttakt før og etter aktive eierfond har investert i selskapet i buyout (faste priser). Exiterte selskap er inkludert. Kilde: Menon**

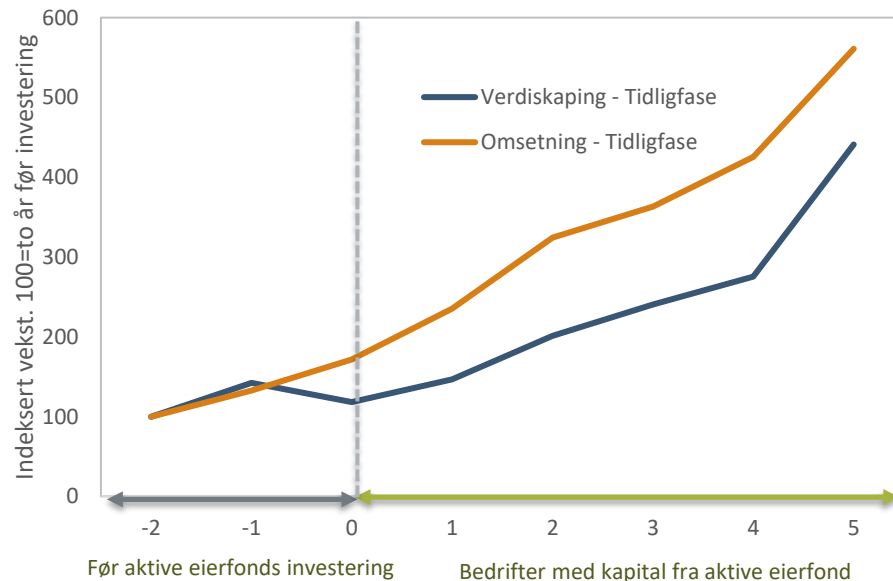


## Utvikling før og etter investeringer fra aktive eierfond - venture og såkorn

Figuren til høyre 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 tidligfasebedriftene har en kraftigere vekst enn buyout-segmentet, da dette dreier seg om mindre foretak hvor det investeres kapital for å få de til å vokse.

Av figuren ser man tydelig at bedriftene skifter veksttaket de hadde før det aktive eierfondet investerte, særlig målt i verdiskaping. At veksttaket skaleres er en tydelig indikasjon på at kapitlet og komptansen fra fondene har en positiv virkning, da det ikke er uvanlig at tidligfaseselskaper stagnerer i det de skal forsøke å skalere kommersialiseringen. Dette gjør seg særlig gjeldende i år fem etter investering hvor både omsetning og særlig verdiskaping gjør et kraftig hopp.

**Figur 8: Veksttakt før og etter det aktive eierfondet har investert i selskapet innenfor tidligfase-segmentet (faste priser). Exiterte selskap er inkludert. Kilde: Menon**



## Norske forvaltere har 121 milliarder kroner tilgjengelig for nye investeringer

NVCAs medlemmer og forvaltere med en betydelig andel av porteføljen i Norge anslås å ha 121 milliarder kroner tilgjengelig til nye investeringer de neste årene. Fordelingen er 18 mrd. kr hos tidligfasefond og 103 mrd. hos oppkjøpsfond. Sammenlignet med høsten 2020 har anslår vi at «dry powder» hos forvalterne nesten har doblet seg.

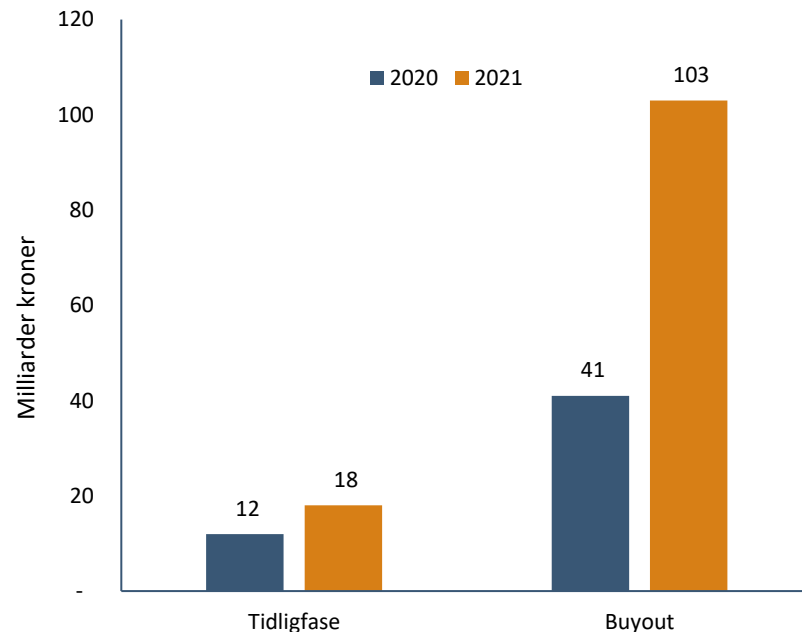
Utgangspunktet for estimatet er en spørreundersøkelse rettet mot NVCAs medlemmer og andre norske forvaltere i september 2021. For forvaltere som ikke har svart på spørreundersøkelsen har vi anvendt alternative tilgjengelige kilder for å estimere, blant annet innrapportert aktivitetsdata i forbindelse med aktivitetsanalysen samt offentlig tilgjengelig informasjon.

Estimatet omfatter tilgjengelig kapital for NVCAs medlemmer og forvaltere med en betydelig andel av porteføljen i Norge. Det er ikke slik at all kapitalen vil investeres i Norge, men på historisk atferd forventer vi at 50-65 prosent av kapitalen investeres i det norske markedet. Dette gjelder både tidligfase og buyout

Brorparten av midlene er konsentrert hos en håndfull aktører. Kapitalen til buyoutfondene forventes investert i løpet av de neste tre-fire årene, mens venture-fondene ofte har en noe lengre investeringsfase. Buyoutmiljøene som har oppgitt tilgjengelig kapital har median-forvalteren 6,4 milliarder tilgjengelig, mens blant ventureforvalterne er medianen 400 millioner i tilgjengelig kapital.

Figur 9: Tilgjengelig kapital for nye investeringer. 2020 og 2021. Milliarder kroner.

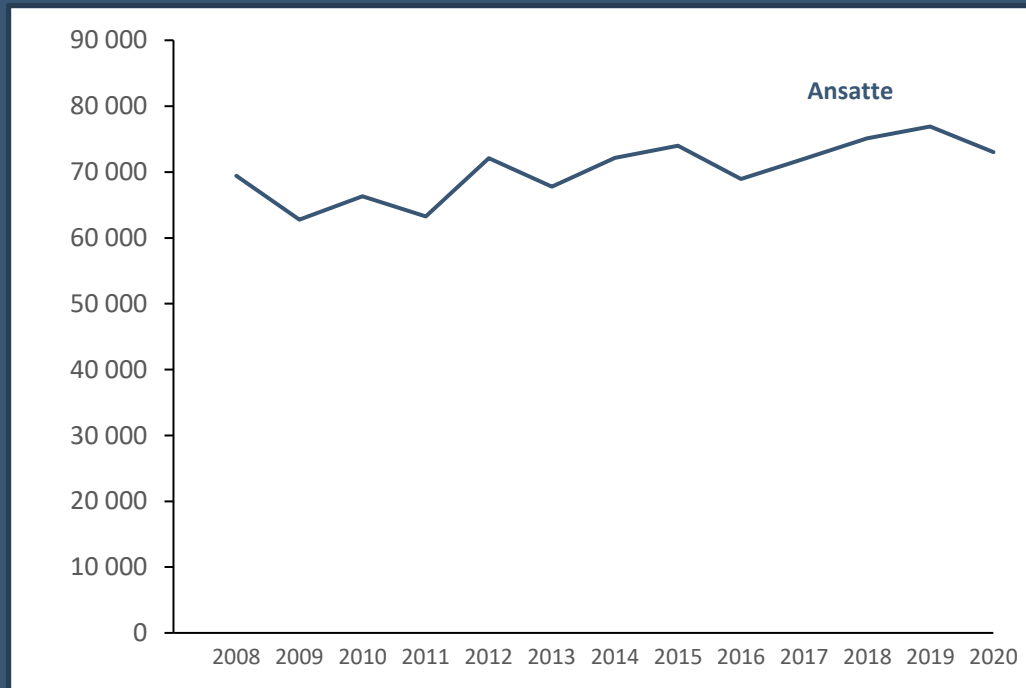
Kilde: NVCA og Menon



## Dagens tall i lys av tidligere års verdiskapingsanalyser<sup>6</sup>

Aktive eierfond har tidsbegrenset levetid og tar normalt eierskap i bedrifter 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 porteføljebedriftene over tid.

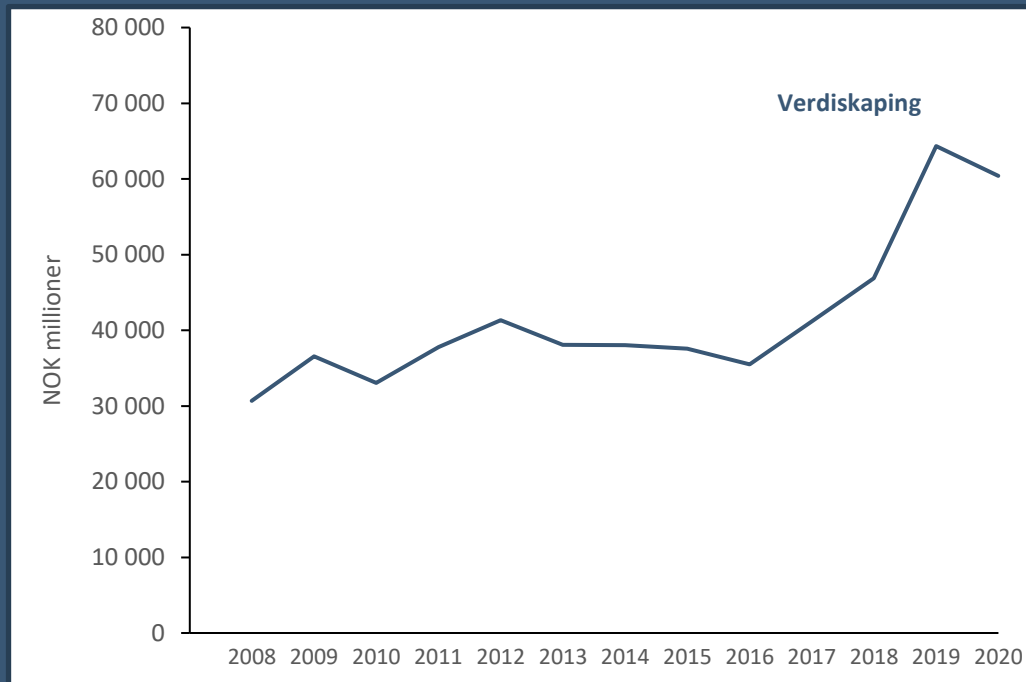
I figuren til høyre har vi derimot sett på hele porteføljene fra tidligere år opp mot dagens portefølje, målt i antall ansatte og verdiskaping. Antall ansatte i porteføljebedriftene var 69 000 i 2008 og har vært forholdsvis stabil siden da, men vokste i perioden 2016-2019. Fra 2019 til 2020 er mange selskap gått ut av porteføljen og antall ansatte falt fra 77 000 til 73 000.



<sup>7</sup> I 2017 ble det ikke gjennomført verdiskapingsanalyse. Nivået for 2017 er derfor snittet av 2016 og 2018.

## Dagens tall i lys av tidligere års verdiskapingsanalyser<sup>7</sup>

Utviklingen i verdiskapingen i porteføljen til de aktive eierfondene vokste relativt jevnt fra 2008 frem til 2012, og deretter et svakt fall hvert av de påfølgende fire årene. Verdiskapingen i 2019-porteføljen er mer enn dobbelt så høy som i 2008. Dette skyldes stor vekst i porteføljen den siste treårsperioden, og særlig i 2019. Noe av veksten skyldes imidlertid prisstigningen i perioden. Etter flere år med fall før 2016, grunnet lavere aktivitet i offshore leverandørindustri, vokste verdiskapingen betraktelig fra 35 milliarder i 2016 til 64 i 2019. Fra 2019 til 2020 har verdiskapingen falt som følge av at mange selskap er har falt ut av porteføljen, i kombinasjon med et moderat fall i verdiskaping hos porteføljeselskapene.



<sup>7</sup> I 2017 ble det ikke gjennomført verdiskapingsanalyse. Nivået for 2017 er derfor snittet av 2016 og 2018.