

Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis

Rapportert i Dokument 3:2 (2022–2023)



Revisjonen er gjennomført i henhold til

- **lov om Riksrevisjonen § 9 andre ledd**
- **instruks om Riksrevisjonens virksomhet § 5 andre ledd**
- **INTOSAls standard for forvaltningsrevisjon (ISSAI 3000)**
- **Riksrevisjonens faglige retningslinjer for selskapskontroll**
- **Riksrevisjonens faglige retningslinjer for forvaltningsrevisjon**

Innhold

1	Innledning	7
1.1	Bakgrunn	7
1.2	Mål og problemstillinger	9
2	Metodisk tilnærming og gjennomføring	10
2.1	Analyser av Investinors avkastning	10
2.2	Analyse av regnskapsdata	12
2.3	Strukturerte intervjuer	13
2.4	Dokumentanalyse, brev og møter	14
3	Revisjonskriterier	15
3.1	Krav til Investinor AS	15
3.2	Nærmere om Investinors investeringsvirksomhet for direkteinvesteringer	16
3.3	Krav til Nærings- og fiskeridepartementets eierskapsutøvelse	17
3.4	Krav til departementets oppfølging av mandatene og måloppnåelsen	18
4	Investinors virksomhet og direkteinvesteringer	20
4.1	Investinors investeringsprosess	20
4.2	Investinors investeringsvirksomhet	22
4.2.1	Investinors direkteinvesteringer fordelt på faser	22
4.2.2	Investinors direkteinvesteringer fordelt på sektorer	24
4.2.3	Investinors direkteinvesteringer fordelt på geografiske områder	25
4.3	Utviklingen i Investinors driftsinntekter, driftskostnader og driftsresultat	27
4.3.1	Utviklingen i Investinors driftskostnader	28
4.4	Avkastningen på Investinors direkteinvesteringer	30
4.4.1	Utviklingen i avkastningen på Investinors direkteinvesteringer	30
4.4.2	Avkastningen fordelt på sektorer	31
4.4.3	Investinors gevinster og tap fordelt på satsingsområder før driftskostnader	33
4.4.4	Investinors avkastning og avkastningen til andre venturefond i Europa	35
4.4.5	Avkastningen innenfor delperioder	36
4.5	Utviklingen i Investinors porteføljebedrifter	38
4.5.1	Investinors prognoser og faktiske utvikling i porteføljebedriftenes inntekter, driftsresultat og verdier	38
4.5.2	Sammenligning av forventede salgstidspunkter mot faktiske salgstidspunkter	41
4.5.3	Internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter	43
4.6	Mulige forklaringer på lav avkastning	44
5	Investinors bidrag til kapitaltilgang for selskaper i en tidlig fase	46
5.1	Investinors andel av investeringene i norsk venture	46
5.2	Sammenligning av lønnsomheten og kapitaltilgangen i Investinors porteføljebedrifter og utvalgte investeringsmuligheter	47
5.2.1	Styrelederne i de fleste selskapene opplevde å få tilstrekkelig finansiering	47

5.2.2	Økonomisk utvikling i Investinor-selskapene og investeringsmulighetene	48
5.2.3	Utvikling i inntekter og driftsresultat for investeringsmulighetene og selskapene Investinor investerte i	49
5.3	Investinors bidrag til å tiltrekke kapital fra medinvestorer	52
6	Departementets oppfølging av Investinors måloppnåelse	53
6.1	Nærings- og fiskeridepartementets forvaltning av eierskapet i Investinor	53
6.1.1	Departementets oppfølging av Investinors økonomiske resultater	53
6.1.2	Departementets oppfølging av Investinors utvikling og salg av porteføljebedrifter	55
6.1.3	Departementets oppfølging av Investinors resultatbaserte bonusordning.....	55
6.1.4	Departementets oppfølging av Investinors bidrag til å bedre kapitaltilgangen for bedrifter i tidlig fase	55
6.1.5	Departementets oppfølging av Investinors investeringer i ulike faser, bransjer og geografiske områder	56
6.2	Tiltak for å legge til rette for økt måloppnåelse	57
6.2.1	Endringer i styresammensetningen og styreevaluering	58
6.2.2	Dialog mellom departementet og Investinor om å forbedre måloppnåelsen	58
6.2.3	Endringer i Investinors mandat og vedtekter	59
6.2.4	Eksterne vurderinger av Investinors måloppnåelse	61
7	Vurderinger	62
7.1	Investinors avkastning har bedret seg over tid, men direkteinvesteringene har i sum ikke gitt netto positiv avkastning i perioden 2008–2021	62
7.1.1	Avkastningen varierer mellom ulike sektorer og har vært særlig lav innenfor enkelte satsingsområder.....	63
7.1.2	Avkastningen varierer betydelig mellom sektorer, og den har vært spesielt lav innenfor satsingsområder som maritim og miljø.	63
7.1.3	Investinors bonusordning kan ha gitt uheldige insentiver	64
7.2	Investinor klarer ikke å selge porteføljebedriftene sine i tråd med selskapets målsettinger om salgstidspunkt.....	64
7.3	Investinor bidrar til økt kapitaltilgang for bedrifter i en tidlig fase, men få selskaper har blitt lønnsomme.....	65
7.4	Nærings- og fiskeridepartementet har en god eierforvaltning av Investinor, men styringsinformasjonen fra selskapet burde vært bedre	66
8	Referanser.....	68

Tabelloversikt

Tabell 1 Oversikt over renter, utbytte og realiserte gevinster og tap på Investinors porteføljeselskaper	34
--	----

Figuroversikt

Figur 1 Faser for investeringer i bedrifter i tidligfasen	7
Figur 2 Investinors investeringsprosess	20
Figur 3 Utvikling i årlig investert kapital fordelt på de ulike fasene, 2009–2021	22
Figur 4 Antall selskaper i Investinors portefølje i perioden 2009–2021, per fase	23
Figur 5 Investinors samlede investeringer fordelt på sektorer i perioden 2009–2021, i prosent	24
Figur 6 Utviklingen i Investinors samlede investeringer per sektor fratrasket realiseringer i millioner kroner.....	25
Figur 7 Geografisk fordeling av Investinors investeringer i millioner kroner	26
Figur 8 Utviklingen i Investinors driftsinntekter, driftskostnader og driftsresultat i perioden 2008–2021, i millioner kroner	27
Figur 9 Årlige driftskostnader i perioden 2009–2021, i millioner kroner og i prosent av investert beløp	28
Figur 10 Årlige gevinster og tap på investeringer sammenlignet med resultatbasert bonus til utbetaling, i millioner kroner	29
Figur 11 Utviklingen i avkastningen på Investinors direkteinvesteringer (internrente) i perioden 2008–2021	31
Figur 12 Avkastningen (internrente) per år før driftskostnader, fordelt på sektorer, perioden 2009–2021	32
Figur 13 Investinors avkastning sammenlignet med årlig avkastning innenfor venture i Europa, Vest-Europa og Norden, målt ved internrenten etter driftskostnader	36
Figur 14 Investinors akkumulerte netto avkastning i perioden 2009–2021 for tre delperioder	37
Figur 15 Prognose for og faktisk utvikling i inntekter og driftsresultat (EBIT) i perioden 2015–2018, gjennomsnitt i millioner kroner	39
Figur 16 Forventet verdi og bokført verdi på porteføljebedrifter ved utgangen av 2021, i millioner kroner.....	40
Figur 17 Sammenligning av forventede og faktiske salg, akkumulerte tall	41
Figur 18 Eiertid (antall år) for Investinors investeringer	42
Figur 19 Investinors andel av investeringer i norsk venture gjort av norske og utenlandske venturefond	46
Figur 20 Andelen av selskapene som fikk tilstrekkelig kapital på tidspunktet for investering eller avslag	48
Figur 21 Andelen av Investinors porteføljebedrifter og investeringsmuligheter som var lønnsomme bedrifter samlet sett i perioden 2018–2020	49
Figur 22 Utviklingen i gjennomsnittlige inntekter for Investinors porteføljebedrifter og investeringsmuligheter, tall i 1000 kroner	50
Figur 23 Utviklingen i gjennomsnittlig driftsresultat for Investinors porteføljebedrifter og investeringsmuligheter, tall i 1000 kroner	51

Ordliste og forkortelser

Avkastningskrav	Avkastningskravet er den avkastningen som bedriften kan oppnå på den beste alternative investeringen i samme risikoklasse. Slik sett er avkastningskravet en alternativkostnad. Omtales også som rentekrav og diskonteringsrente. ¹
Driftsresultat, og driftsresultat før av- og nedskrivninger	Driftsresultatet er driftsinntekter minus driftskostnader og viser virksomhetens lønnsomhet før finanskostnader og skattekostnader. Det varierer litt hvilke kostnader som tas med i dette resultatbegrepet. Driftsresultatet er et mål på virksomhetens lønnsomhet når også av- og nedskrivninger regnes med, det vil si inntjening før renter og skatt. Begrepet driftsresultat før av- og nedskrivninger vil si inntjening før renter og skatt samt av- og nedskrivninger.
Faser for Investeringer i bedrifter	
• Pre-såorkapital	De færreste selskaper har oppnådd omsetning før de henter finansiering i form av pre-såorkapital. Formålet med pre-såorkapital er å bidra til at selskapet får økonomisk mulighet til å utvikle en idé til et produkt eller en tjeneste, som videre kan testes på markedet. Ofte er dette første instans for et oppstartsselskap til å hente investorkapital.
• Såorkapital	Såorkapital kan være første kapitalinnhenting for et selskap, dersom det ikke har hentet pre-såorkapital. Ofte har selskapet utviklet et såkalt Minimum Viable Product (MVP) og oppnådd noe omsetning på dette stadiet. Formålet er å bidra til produkt- og forretningsutvikling, slik at selskapet enten får testet sitt MVP videre, eller entret markedet.
• Venturekapital	Venturekapital retter seg mot selskaper som er i vekstfasen og som trenger ekstern kapital til videre vekst og utvikling. Det innebærer at selskapene ofte har fått positive tilbakemeldinger på sitt produkt i markedet, har oppnådd vesentlig omsetning, og ser et videre vekstpotensial. Investinors direkteinvesteringer er i hovedsak rettet mot venturefasen, men selskapet har også investert i såkorn og ekspansjon. ²
• Ekspansjonskapital	Ekspansjonskapital retter seg mot selskaper som har vesentlig redusert markeds- og produktrisiko sammenlignet med ventureselskap. ³
Internrente	Internrenten er et mål på lønnsomheten ved investeringer. Renten framkommer når samtlige inn- og utbetalinger vedrørende en investering diskonteres til det samme tidspunktet, og når resultatet, det vil si differansen mellom inn- og utbetalinger, er lik null. ⁴

¹ Store norske leksikon (2021) *Rentekrav*. <<https://snl.no/rentekrav>> [Hentdato: 31.10.2022]

² Investinor (2021) *Årsrapport 2020*, s. 6.

³ Investinor (2020) *Slik investerer vi i ulike faser*. <<https://investinor.no/investeringer/>> [Hentdato 2.9.2021]

⁴ Nørgaard, Per (2008) *Økonomisk ordbok*, s. 121.

Nåverdi	Nåverdi er verdien av en investering/betaling når alle framtidige inn- og utbetalinger tilbakediskonteres til betraktningstidspunktet med en gitt kalkulasjonsrente. ⁵
Aktive eierfond	Aktive eierfond (Private Equity Fund) karakteriseres ved at eierne deltar aktivt i utviklingen av bedriftene gjennom løpende strategisk utvikling i tett samarbeid med ledelsen. De aktive eierfondene er spesialisert på ulike faser av bedriftens livssyklus og er normalt på eiersiden i selskapet over en lengre, men avgrenset, tidsperiode. ⁶
Prosjektilfang	I denne undersøkelsen er begrepet prosjektilfang brukt for å beskrive antall investeringsmuligheter som identifiseres av Investinor. Et selskap (en investeringsmulighet) kan søke finansiering ved flere ulike finansieringsrunder og vil derfor kunne fanges opp ved flere tilfeller i Investinors prosjektilfang. I private-equity-bransjen er det vanlig å omtale prosjektilfang som dealflow.
ROI	ROI viser selskapets evne til å generere kapital på investeringer. Avkastning på investeringen = netto inntekter / investert kapital. ⁷
ROIx	ROIx viser hvor mange ganger selskapet får igjen pengene på investeringene sine. ⁸

⁵ Nørgaard, Per (2008) *Økonomisk ordbok*, s. 190.

⁶ Menon Economics (2011) *Verdiskapningsanalyse for de aktive eierskapsfondene i Norge*. Menon-rapport 138/2021. <<https://www.nvca.no/wp-content/uploads/2022/06/Verdiskapningsanalyse-NVCA-2021.pdf>> [Hentedato: 31.10.2022]

⁷ Visma, *Avkastning på investert kapital*. <<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/a/avkastning/>> [Hentedato 29.6.2022]

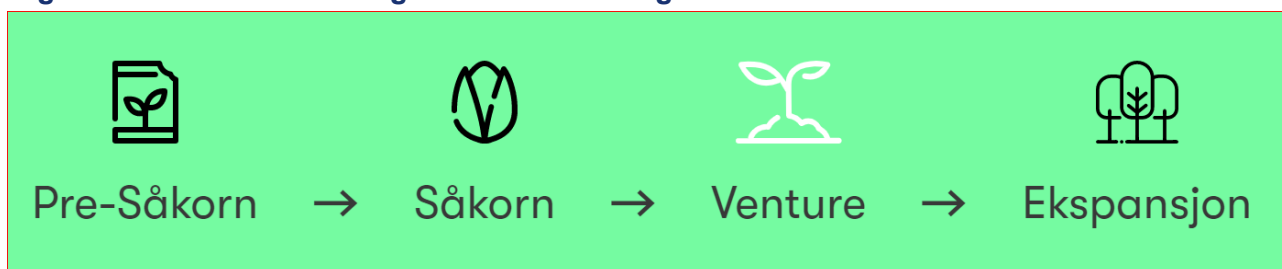
⁸ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Investinor AS er et heleid statlig investeringsselskap som skal bidra til å nå Stortingets mål om å sikre bedre kapitaltilgang til bedrifter i en tidlig vekstfase, der private aktører alene ikke nødvendigvis bidrar med tilstrekkelig langsiktig, risikovillig kapital.⁹ Selskapet skal bidra til økt verdiskaping gjennom å tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter, primært nyetableringer.¹⁰ Figur 1 viser de ulike fasene for investeringer i bedrifter som er i tidligfasen.

Figur 1 Faser for investeringer i bedrifter i tidligfasen



Kilde: Investinors hjemmeside

Pre-såkorn

I denne fasen har de færreste selskapene oppnådd omsetning før de henter kapital. Formålet med å investere pre-såkornkapital er å bidra til at selskapet får økonomisk mulighet til å utvikle en idé til et produkt eller en tjeneste, som videre kan testes på markedet.

Såkorn

Såkornkapital kan være første kapitalinnhenting for et selskap, dersom det ikke har fått pre-såkornkapital. Ofte har selskapet utviklet et produkt og oppnådd noe omsetning på dette stadiet. Formålet er å bidra til produkt- og forretningsutvikling, slik at selskapet enten får testet sitt produkt videre eller entret markedet.

Venture

Venturekapital retter seg mot selskaper som er i vekstfasen og som trenger ekstern kapital til videre vekst og utvikling. Det innebærer at selskapene ofte har fått positive tilbakemeldinger på sitt produkt i markedet, har oppnådd en vesentlig omsetning, og ser et videre vekstpotensial. Denne fasen omtales også som tidlig vekstfase.

Ekspansjon

Kapital til ekspansjonsfasen retter seg mot selskaper som har vesentlig redusert markeds- og produktrisiko sammenlignet med selskaper som får venturekapital.¹¹

Investinors direkteinvesteringer er i hovedsak rettet mot venturefasen, men det er også gjort investeringer i bedrifter innenfor såkornfasen og ekspansjonsfasen.¹²

Investinor ble etablert i 2008 som et datterselskap under Innovasjon Norge med en egenkapital på 2,2 milliarder kroner.¹³ Gjennom tilførsel av egenkapital, langsiktig eierskap og styrerepresentasjon skal

⁹ St.meld. nr. 7 (2008–2009) *Et nyskapende og bærekraftig Norge*, s. 58.

¹⁰ St.prp. nr. 1 (2008–2009) *For budsjettåret 2009*. Nærings- og handelsdepartementet, s. 20.

¹¹ Investinor (2020) *Slik investerer vi i ulike faser*. <<https://investinor.no/investeringer/>> [Hentedato 2.9.2021]

¹² Investinor (2021) *Årsrapport 2020*, s. 6.

¹³ Meld. St. 22 (2011–2012) *Verktøy for vekst – om Innovasjon Norge og SIVA SF*, side. 78.

selskapet være et viktig virkemiddel for innovasjon. Investinor skal fortrinnsvis investere i bransjer med vekstpotensial hvor Norge allerede står sterkt.¹⁴ Investeringene skal ha et langsiktig perspektiv som omfatter en strategi for å avhende – det vil si selge – porteføljebedriftene. Investinor skal ha et kompetent og aktivt eierskap i investeringene og investere sammen med andre på markedsmessige vilkår.¹⁵

Nærings- og fiskeridepartementet har forvaltet eierskapet i Investinor siden 2012. Begrunnelsen for statens eierskap i selskapet er å bidra til økt kapitaltilgang for bedrifter i en tidlig fase, og statens mål er høyest mulig avkastning over tid. I henhold til gjeldende vedtekter er Investinors formål å bidra til bedre kapitaltilgang i tidligfasemarkedet gjennom selskapets mandater: gjøre aktive direkteinvesteringer, følge opp såkornfond og pre-såkornfond, forvalte fonds- og matchingsinvesteringer, forvalte Koinvesteringsfondet for Nord-Norge og følge opp fond som blir forvaltet fra Nord-Norge.¹⁶ Denne undersøkelsen er avgrenset til direkteinvesteringene fordi Investinor fikk de andre mandatene i 2020 og det er for tidlig å undersøke måloppnåelsen etter to år.

Selve formålet om å investere risikokapital med langsiktig høy avkastning har ligget fast for Investinor siden 2008, mens mandatene som gir føringer for denne virksomheten er endret i løpet av de siste ti årene. Fra 2013 ble de bransjemessige føringene endret.¹⁷ Da det ble gjort endringer i mandatene i 2020 ble også deler av Innovasjon Norges virksomhet lagt inn under Investinor.¹⁸ Videre gir ikke det nye mandatet for direkteinvesteringer selskapet anledning til å investere i bedrifter som det har blitt investert i gjennom de øvrige mandatene.¹⁹

Stortinget har bevilget totalt 4,2 milliarder kroner i kapital til Investinors direkteinvesteringer. Det er krav om en markedsmessig avkastning på kapitalen som staten har investert i selskapet ut fra den risikoen som er tatt.²⁰ I Prop. 1 S (2019–2020) er det omtalt at investeringsaktiviteten til Investinor har gitt et akkumulert negativt resultat etter driftskostnader siden selskapets oppstart, og at tapet er vesentlig større sett opp imot en forventning om rimelig markedsmessig avkastning.²¹ De siste årene har det blitt gjort flere utredninger som omhandler Investinor. Felles for disse er at de vurderer at det er krevende å ivareta finansiering i den tidlige utviklingsfasen for potensielle vekstbedrifter og samtidig velge investeringer som gir høy avkastning.²²

¹⁴ St.prp. nr. 1 (2008–2009) *For budsjettåret 2009*. Nærings- og handelsdepartementet, s. 104. Investinor skulle i årene 2008–2013 legge særskilt vekt på fem satsingsområder: miljø, energi, reiseliv, marin sektor og maritim sektor. I tillegg skulle selskapet være spesielt opptatt av klima- og miljøprosjekter. I tillegg til denne føringen ble 500 millioner kroner av den opprinnelige kapitalen øremerket investeringer i marin næringsvirksomhet. Investinor kunne også investere i andre lønnsomme prosjekter. jf. St.meld. nr. 7. (2008–2009) *Et nyskapende og bærekraftig Norge*, s. 58 og Innst. S. nr. 170 (2008–2009).

¹⁵ St.prp. nr. 1 (2008–2009) *For budsjettåret 2009*. Nærings- og handelsdepartementet, s. 104.

¹⁶ Investinor (2021) *Vedtekter*.

¹⁷ Investinor skulle fra 2013 prioritere investeringer i sektorer som hadde næringsmiljøer med potensielt internasjonale konkurransefortrinn, som utnytter viktige naturressurser, som utnytter ny teknologi og kompetanse og som bidrar til mindre miljøbelastning og menneskeskapte klimaendringer. Meld. St 22 (2011–2012) *Verktøy for vekst – om Innovasjon Norge og SIVA SF*, s. 127. jf. Innst. 365 S (2011–2012).

¹⁸ Prop. 1 S (2019–2020) *For budsjettåret 2020*. Nærings- og fiskeridepartementet, s. 211–214.

¹⁹ Investinor (2021) *Vedtekter*.

²⁰ St.prp. nr. 1 (2008–2009) *For budsjettåret 2009*. Nærings- og handelsdepartementet, s. 104.

²¹ Prop. 1 S (2019–2020) *For budsjettåret 2020*. Nærings- og fiskeridepartementet, s. 211.

²² Cardo Partners (2014) *Strategisk og finansiell vurdering av Investinors virksomhet*, NOU 2018: 5 *Kapital i omstillingens tid– Næringslivets tilgang til kapital* og Deloitte (2019) *Områdegjennomgang av det næringsrettede virkemiddelapparatet – Helhetlig anbefaling om innretning og organisering av det næringsrettede virkemiddelapparatet*.

1.2 Mål og problemstillinger

Målet med undersøkelsen er å vurdere måloppnåelsen av Investinors direkteinvesteringer og hvordan Nærings- og fiskeridepartementet har ivarettatt statens interesser i selskapet og lagt til rette for at selskapet når statens mål med og begrunnelse for eierskapet.

Undersøkelsen har følgende problemstillinger:

1. I hvilken grad har Investinor oppnådd statens mål om høyest mulig avkastning over tid innenfor investeringsmandatets rammer?
2. I hvilken grad har Investinors direkteinvesteringer bidratt til økt kapitaltilgang for selskaper i tidlig fase?
3. I hvilken grad har Nærings- og fiskeridepartementet forvaltet eierskapet i Investinor på en måte som legger til rette for god måloppnåelse og ivaretagelse av statens begrunnelse for eierskapet?

2 Metodisk tilnærming og gjennomføring

For å belyse problemstillingene har vi analysert dokumenter, regnskapsdata og andre data om selskaper Investinor har investert i. Videre har vi stilt skriftlige og muntlige spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor. Spørsmålene er besvart i brev og møter. Vi har også gjennomført telefonintervjuer av styreledere og medinvestorer i utvalgte bedrifter.

Undersøkelsen er avgrenset til å se på måloppnåelsen for Investinors mandat for direkteinvesteringer og omfatter i hovedsak perioden 2008–2021. Når det gjelder eierskapsutøvelsen dekker undersøkelsen perioden Nærings- og fiskeridepartementet har vært eier, det vil si fra 2012.

2.1 Analyser av Investinors avkastning

Vi har gjort ulike analyser av avkastningen for å vurdere i hvilken grad Investinor har oppnådd statens mål om høyest mulig avkastning over tid innenfor investeringsmandatets rammer. Avkastningen som Investinor har oppnådd på investeringene siden fondets oppstart, har vi derfor sammenlignet med eiers avkastningskrav, Investinors eget avkastningskrav og avkastningen andre venturefond har oppnådd i tilsvarende periode. Investinor måler avkastningen sin gjennom nøkkeltallene ROI (avkastningen på investert kapital) og internrenten. Internrenten er den årlige avkastningen på den investerte kapitalen over tid. Bransjeorganisasjonen Invest Europe har utarbeidet retningslinjer for hva som er å anse som god praksis når det gjelder hvordan profesjonelle eierfond rapporterer til investorer. I retningslinjene, Investor Reporting Guidelines fra 2018, framgår det at den vanligste avkastningsmetoden blant aktive eierfond er internrenten.²³

For å analysere avkastningen har vi benyttet følgende nøkkeltall:

- internrenten
- avkastning på investert kapital
- realiserte og urealiserte gevinster og tap

Internrenten

Vi har analysert internrenten for Investinors investeringsportefølje både for hvert enkelt selskap, for delporteføljer og for hele porteføljen samlet sett. Investeringsporteføljen består av alle selskapene Investinor har investert i, mens delporteføljene består av selskaper innenfor en spesifikk bransje eller fase. Avkastningsgrunnlaget for delporteføljene (en bransje, eller en fase) har vi utarbeidet ved å summere kontantstrømmene per selskap. Kontantstrømmen til et selskap består av et investert beløp i form av aksjer og lån, renter på lån, utbytte og eventuelt tilbakebetaling av lån og aksjesalg.²⁴ Når det gjelder selskaper som ikke var avhendet innen utgangen av 2021, har vi i beregningen av internrenten brukt selskapenes bokførte verdi ved utgangen av året som residualverdi/sluttverdi. Den bokførte verdien er verdien selskapene er verdsatt til i Investinors regnskap ved utgangen av det enkelte regnskapsår.

Investinor fordeler ikke driftskostnader på hver enkelt investering i porteføljen. Analysen av avkastningen til enkeltelskaper og delporteføljer gjelder derfor før driftskostnader. Investinors driftskostnader er nærmere omtalt i kapittel 4.3. I bransjen for aktive eierfond omtales ofte driftskostnader som forvaltningskostnader. I denne undersøkelsen omtales forvaltningskostnader som driftskostnader.

Avkastning på investert kapital

For å beregne avkastningen på investert kapital har vi benyttet følgende formel:

$$\text{Avkastning på investert kapital} = \frac{\text{Salgsverdi} + \text{renteinntekter} + \text{utbytter} + \text{tilbakebetaling av lån}}{\text{Investert kapital (aksjekjøp og lån)}}$$

²³ Invest Europe (2018) *Handbook of Professional Standards*. Section 5 - Investor Reporting Guidelines.

²⁴ Mottatt dokumentasjon fra Investinor om kontantstrøm per selskap per 31.12.2021.

Vi har beregnet avkastning på investert kapital ved å ta summen av salgsverdi, renteinntekter, utbytter og eventuelt tilbakebetalt lån. Denne summen har vi dividert på investert beløp (aksjer og lån). Et tall høyere enn 1 innebærer at avkastningen er positiv, mens et tall under 1 innebærer at avkastningen er negativ. I beregningen har vi benyttet samme datagrunnlag som ved beregning av internrenten. Avkastning på investert kapital omtales gjerne som return on investment (ROIx) i private-equity-bransjen. Når det gjelder selskaper som ikke er solgt, har vi benyttet den bokførte verdien ved utgangen av 2021 som anslag på salgsverdi.

Realiserte og urealiserte netto gevinster og tap

For å beregne netto gevinster eller tap på investeringene har vi brukt følgende formel:

$$\text{Netto gevinst (tap)} = (\text{Salgsverdi} + \text{renteinntekter} + \text{utbytter} + \text{tilbakebetaling av lån}) - \text{Investert kapital (aksjekjøp og lån)}$$

Netto gevinst eller tap består av salgsverdi og eventuelle mottatte renteinntekter, utbytter og tilbakebetaling av lån fratrasket investert kapital (aksjer og lån). Vi har brukt samme datagrunnlag som ved beregningen av internrenten ovenfor.

Sammenligning av avkastning mot avkastningskrav og europeiske venturefonds avkastning

Når Nærings- og fiskeridepartementet vurderer om eiers avkastningskrav nås, bruker de primært Investinors avkastning på investert forvaltningskapital etter forvaltningskostnader og skatt. Avkastningskravet gjelder i utgangspunktet som et gjennomsnitt for en periode på tre til fem år, og det revideres normalt hvert tredje til femte år. Avkastningskravet er unntatt offentlighet.²⁵

Vi har vurdert Investinors avkastning fratrasket forvaltningskostnader og skatt opp mot eiers avkastningskrav. Vi har også sett på hvilken avkastning andre venturefond i Europa har oppnådd. Disse tallene har vi innhentet gjennom et møte med investeringsselskapet Argentum, som har framskaffet data for avkastningen blant venturefond som har investert i Norden og Europa. Tallene er overordnet og ikke fordelt på enkeltfond, men gir et bilde over gjennomsnittsavkastningen innenfor venture i Europa i perioden Investinor har eksistert. Avkastningstallene er etter driftskostnader.²⁶ De europeiske fondene kan ha mindre begrensninger enn Investinor hva gjelder hvor det kan investeres (land) og hva det kan investeres i (faser og sektorer), og annen tidshorisont. Dette gjør at Investinor kan ha en ulempe sammenlignet med andre fond. Avkastningen til de europeiske fondene er ikke direkte sammenlignbare. Avkastningstallene er innhentet for å få et bilde av hva staten alternativt kunne oppnådd i avkastning ved å plassere kapital i det europeiske venturemarkedet. Investinor operer ikke med en bestemt sluttdato for når alle investeringene må være solgt, men har mulighet til å reinvestere provenyet fra salg. De europeiske fondene er opprettet på ulike tidspunkt i perioden 2009–2019, og gjenspeiler derfor avkastningen over store deler av perioden for fond som ble opprettet om lag på samme tidspunkt som Investinor, men også fond som gjorde sine første investeringer i 2019. Vi har undersøkt variasjonen i avkastningen i porteføljen til Investinor fordelt på ulike bransjer og innenfor delperioder. Investinor måler ikke avkastningen fratrasket driftskostnader på enkeltinvesteringer, og de fleste analysene som er fordelt på bransjer og innenfor delperioder, gjelder derfor før driftskostnader.

²⁵ Meld. St. 27 (2013–2014) *Et mangfoldig og verdiskapende eierskap*, s. 74.

²⁶ Mottatt dokumentasjon fra Argentum 22.03.2022.

Investinors prognoser

Vi har innhentet Investinors årlige prognoser når det gjelder forventede inntekter, driftsresultat før- og etter av- og nedskrivninger, salgstidspunkt, salgsverdi og oppfølgingsinvesteringer for årene 2015 til og med 2021 per selskap.²⁷ Prognosene for salgstidspunkt, salgsverdi og oppfølgingsinvesteringer per selskap har vi sammenlignet med når Investinor solgte seg ut av selskapet, hvilken verdi selskapet ble solgt for på salgstidspunktet, og hvor mye som faktisk ble investert i perioden. Når det gjelder selskapene som ikke er solgt, har vi benyttet bokført verdi på anslått salgstidspunkt som salgsverdi. Prognosene for inntekter og driftsresultat er nærmere omtalt i kapittel 2.2. Datagrunnlaget for faktisk utvikling for den enkelte porteføljebedrift består av offentlig tilgjengelige regnskapsdata, se kapittel 2.2 for mer informasjon.

2.2 Analyse av regnskapsdata

Vi har brukt regnskapsdata for å sammenligne Investinors prognoser mot den faktiske utviklingen for fondets porteføljebedrifter. Videre har vi benyttet regnskapsdata til å vurdere økonomisk utvikling og lønnsomhet blant investeringsmuligheter, Investinors porteføljebedrifter og andre bedrifter innenfor norsk venture.

Vi har innhentet årlige regnskapsdata fra Proff forvalgt for perioden 2007–2020 for Investinors 91 porteføljeselskaper, 111 av Investinors investeringsmuligheter²⁸ og 224 norsk-registrerte selskaper som andre venturefond har investert i.²⁹ Dette utgjør totalt 426 selskaper.³⁰ Regnskapsdataene består av salgsinntekter, andre driftsinntekter, ordinære avskrivninger, nedskrivninger og driftsresultat. Med utgangspunkt i dette har vi beregnet driftsresultatet før og etter av- og nedskrivninger for samtlige selskaper. Videre har vi undersøkt utviklingen i inntektene og driftsresultatet til Investinors porteføljeselskaper, investeringsmuligheter og de andre ventureselskapene i Argentums database. I tillegg har vi sett på utviklingen i omsetningen og driftsresultatet for Investinors porteføljeselskaper og sammenlignet den med Investinors prognoser for måltallene. Vi har også gjort tilsvarende analyser av utviklingen i driftsresultat før- og etter av- og nedskrivninger, men disse endrer lite på utfallet av analysene av driftsresultatet. I undersøkelsen benyttes driftsresultatet som et mål på lønnsomheten dersom annet ikke er spesifisert.

Flere av selskapene har i hele eller deler av perioden utarbeidet regnskap for både morselskapet og konsernet. I analysene våre har vi vektlagt å bruke regnskapstall som fanger opp den økonomiske aktiviteten i bedriftene som Investinor investerte i, som de var nær ved å investere i (investeringsmuligheter), eller som et annet venturefond investerte i. I tilfellene hvor den økonomiske aktiviteten skjedde i datterselskapet – noe som vil si at inntekter og kostnader ble generert der – har vi benyttet regnskapstallene for datterselskapet. Når det gjelder selskaper med regnskapstall i utenlandsk valuta, har vi lagt valutakurser fra Norges Bank til grunn for å få tallene i norske kroner.

Listen over norskregistrerte selskaper som andre venturefond har investert i perioden 2009–2020 er basert på en oversikt vi har innhentet fra Argentum.³¹ For å unngå overlappende investeringer har vi tatt ut Investinors investeringer og Investinors investeringsmuligheter (kontrollgruppen) fra denne listen.

Analyse av lønnsomme og ulønnsomme selskaper

I venturebransjen er et vanlig begrep j-kurven, som skal fange opp at en venturebedrift ofte har et negativt driftsresultat i de første årene, men at dette snur til et positivt driftsresultat dersom selskapet lykkes med sine vekstplaner. På kort sikt er det ikke forventet at en venturebedrift skal gå med overskudd, men den må oppnå overskudd på lengre sikt. Vi har kategorisert en bedrift som lønnsom

²⁷ Prognosedata før 2015 har ikke vært tilgjengelig for revisjonen, noe som innebærer at revisjonen ikke har hatt prognosedata for bedrifter som ble avhendet før 2015.

²⁸ Se omtale av prosjektilfang i ordlisten.

²⁹ Argentum (2021) *Investeringer i norsk venture 2009–2020*.

³⁰ Selskaper som Investinor har investert i gjennom andre ordninger enn direkteinvesteringsmandatet er ikke tatt med.

³¹ Argentum (2021) *Investeringer i norsk venture 2009–2020*.

dersom samlet driftsresultat har vært positivt de tre siste årene. På tilsvarende måte benytter også Investinor driftsresultat i sine prognoser for porteføljebedriftenes utvikling.

Noen bedrifter opererer med en lang tidshorisont for når de kan forvente å ha et produkt eller en tjeneste som kan tilbys eller selges i et marked. For eksempel gjelder dette for bedrifter innenfor helse, hvor produktutviklingen ofte tar lang tid og er kapitalintensiv. Bedriftene vil normalt ikke ha salgsinntekter i perioden når produktet eller teknologien utvikles og vil da ha høyere drifts- og utviklingskostnader enn samlede inntekter. Bedriftene vil likevel kunne oppnå en svært høy avkastning dersom de lykkes med å utvikle teknologien eller produktet. Dette innebærer at lønnsomhetsindikatoren ikke nødvendigvis fungerer som et mål på om en bedrift har vært en lønnsom investering.

Alle de 426 selskapene vi har regnskapsdata for, er inndelt etter om de er lønnsomme eller ikke. Den økonomiske utviklingen i inntekter og driftsresultat i de 91 selskapene som Investinor investerte i, har vi sammenlignet med utviklingen i de 111 investeringsmulighetene de ikke investerte i, og i de 224 selskapene andre venturefond investerte i. Vi har fulgt utviklingen i hvert av de 426 selskapene i sju år fra da Investinor eller et annet venturefond investerte i selskapet første gang, eller da Investinor ikke investerte i en investeringsmulighet. Tallstørrelsene er i nominelle tall, det vil si at det ikke er justert for prisvekst.

Sammenligning av prognoser mot faktisk utvikling

Vi har sammenlignet prognoser i perioden 2015 til og med 2016 mot den faktiske utviklingen i inntekter og driftsresultat før og etter av- og nedskrivninger tre eller fire år fram i tid. Analyseperioden vi har valgt, gjør det mulig å sammenligne prognosedata og faktisk utvikling til og med regnskapsåret 2020, som er det siste året vi har regnskapsdata for. Selskaper det ikke er utarbeidet prognoser for, er ikke inkludert i utvalget.

Vi har sammenlignet Investinors egne prognoser og utviklingsplaner for porteføljebedriftenes inntekter og driftsresultater (både før og etter av- og nedskrivninger) med den faktiske utviklingen i inntektene og driftsresultatene. Informasjonen om Investinors prognoser for egne porteføljebedrifter har vi fått fra Investinor.

2.3 Strukturerte intervjuer

I hvilken grad Investinors direkteinvesteringer har bidratt til økt kapitaltilgang for bedrifter i en tidlig fase er belyst gjennom intervjuer med selskaper Investinor investerte i og selskaper Investinor vurderte å investere i.

Bedriftene vi valgte å intervju, er selskaper Investinor investerte i første gang før 2017. Vi har også intervjuet et utvalg bedrifter som Investinor vurderte som gode investeringsmuligheter i samme periode, men som de av ulike årsaker ikke investerte i. Bedriftene som Investinor ikke investerte i, fungerer som en kontrollgruppe: vi har kalt denne gruppen for investeringsmuligheter.

I den aktuelle perioden investerte Investinor i 46 ulike bedrifter som var i venture- eller ekspansjonsfasen. Av disse bedriftene trakk vi 31 tilfeldige.

Kontrollgruppen består av 34 utvalgte bedrifter (investeringsmuligheter) hvor Investinor utarbeidet en detaljert investeringsanalyse av selskapet. Disse selskapene er et tilfeldig utvalg av 106 selskaper som Investinor valgte ikke å investere i, i perioden 2009–2016. Bedrifter som ikke var i en typisk venturefase, og bedrifter som Investinor likevel endte opp med å investerte i på et senere tidspunkt, er ikke en del av gruppen.

For å komme i kontakt med intervjuobjekter som hadde kjennskap til kapitalinnhenting i bedriftene, kontaktet vi dem som var styreledere på det aktuelle tidspunktet. I enkelte tilfeller henviste styrelederen til

en annen person som hadde bedre kjennskap til kapitalinnhenting. Dersom det ikke var mulig å komme i kontakt med styrelederen eller andre i styret med kjennskap til kapitalinnhenting, valgte vi en annen tilfeldig bedrift. Vi gjorde tilsvarende intervjuer blant bedriftene i kontrollgruppen.

Det sentrale spørsmålet vårt til styrelederne i bedriftene som Investinor investerte i, var hvordan de vurderte sannsynligheten for at de ville fått den finansieringen de hadde behov for, uten finansieringen fra Investinor. Til kontrollgruppen stilte vi spørsmål til styreledere om de fikk den finansieringen de hadde behov for. Denne informasjonen har vi sammenstilt med analyser av utviklingen i inntekter og driftsresultat for de aktuelle selskapene, jf. omtalen i kapittel 2.2.

2.4 Dokumentanalyse, brev og møter

For å belyse alle problemstillingene våre har vi sendt brev med spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor. I løpet av undersøkelsesperioden har vi hatt to møter med Nærings- og fiskeridepartementet, ett oppstartsmøte og ett avsluttende intervju i mai 2022. Temaet for intervjuet var blant annet departementets eierskapsforvaltning av Investinor, statens mål med eierskapet og departementets vurdering av selskapets måloppnåelse. I samme periode har vi hatt flere møter med Investinor, blant annet et avsluttende intervju i mai 2022. Temaet for dette var Nærings- og fiskeridepartementets eierskapsutøvelse og selskapets avkastning og kapitaltilgang. Sluttintervjuene med Investinor og departementet er verifisert av selskapet og departementet. Vi har også vært i dialog med Argentum om oversikt for investeringer innenfor norsk venture og avkastningstall. Før undersøkelsen ble igangsatt, avholdt vi et møte med førsteamanuensis Carsten Gero Bienz, som underviser ved Norges Handelshøyskole.

For å undersøke måloppnåelsen til Investinors direkteinvesteringer og Nærings- og fiskeridepartementets eieroppfølging har vi gjennomgått og analysert følgende dokumenter:

- budsjettproposisjoner og innstillinger fra Stortinget
- Investinors årsrapporter for årene 2008–2021, kvartalsrapporter og interne mandatsrapporter
- styringsdokumenter og styreprotokoller med underlagsdokumenter, inkludert utvalgte investeringsmuligheter som er framlagt for styret (investeringsbeslutningsdokumenter for førstegangsinvestering og oppfølgingsinvesteringer samt evalueringsdokumenter fra avhendede investeringer (lessons learned)).
- forvaltningsinstruks for Investinor, selskapets vedtekter, styreinstruks og retningslinjer for investeringskomiteen
- departementets retningslinjer for eierstyring
- referater fra kontakt- og eiermøter mellom departementet og Investinor og presentasjoner fra møter mellom dem, interne kvartalsrapporter med departementets interne vurderinger og annen dokumentasjon på dialogen mellom selskapet og departementet, for eksempel brev, skriftlige innspill og rapportering og protokoller fra generalforsamlinger
- statsrådets beretninger til Riksrevisjonen om Investinor
- interne og eksterne evalueringer av Investinor

3 Revisjonskriterier

3.1 Krav til Investinor AS

Investinor AS ble etablert som et næringspolitisk virkemiddel som skal bidra til økt kapitaltilgang for bedrifter i en tidlig vekstfase der private aktører alene ikke bidrar med tilstrekkelig langsiktig risikovillig kapital.³² Selskapets formål er å bidra til bedre kapitaltilgang i tidligfasemarkedet.³³ Statens mål som eier er høyest mulig avkastning over tid.³⁴ Investinors kapital er en statlig kapitalplassering, som skal gi markedsmessig avkastning på investeringene.³⁵

Investinor er et heleid statlig selskap.³⁶ Statens begrunnelse for å eie er å bidra til økt kapitaltilgang for selskaper i tidligfasen.³⁷ Staten hadde i perioden fra 2008 og fram til Stortingets behandling av Meld. St. 8 (2019–2020) i april 2020 flere mål utover det rent forretningsmessige. Formålet med eierskapet i investeringsselskapet var å bidra til økt verdiskaping gjennom å tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter, primært nyetableringer.³⁸ Målet med statens eierskap var dessuten å bidra til verdiskaping i norsk næringsliv gjennom investeringer i nyetableringer, selskaper i en tidlig vekstfase og i noen grad i ekspansjonsfasen. Investinor skulle drives på et forretningsmessig grunnlag og med sikte på å levere konkurransemessig avkastning.³⁹

Styret i Investinor har det øverste ansvaret for selskapets resultater og skal forvalte selskapet ut fra selskapets og eiernes interesser. Statens forventninger framgår av eierskapsmeldingen, Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*. Dersom selskapet har en svak måloppnåelse over tid eller avviker vesentlig fra statens forventninger uten at det blir gjennomført vellykkede forbedringer, er det naturlig at styret vurderer behovet for tilpasninger eller endringer i selskapet.⁴⁰

Gjennom å stille tydelige forventninger til selskapene i eierskapsmeldingen, ønsker staten å bidra til å nå statens mål som eier på en bærekraftig og ansvarlig måte. Forventningene stilles fra staten som eier til styrene i selskapene. Styrets arbeid på de ulike forventningsområdene bør tilpasses selskapets egenart, størrelse, risiko og hva som er vesentlig for selskapet. Styret og daglig leder skal forvalte selskapet ut fra selskapets og eiernes interesser og i tråd med selskapets vedtekter samt andre generalforsamlingsvedtak. Videre har styret og daglig leder ansvar for at selskapet drives i tråd med gjeldende lover og regler. Styret har det overordnede ansvaret for forvaltningen av selskapet og har ansvar for å føre tilsyn med daglig ledelse og selskapets virksomhet for øvrig. Det er styrets oppgave å sørge for at selskapets virksomhet er forsvarlig organisert. Styret skal i nødvendig utstrekning fastsette planer og budsjetter for selskapets virksomhet. Videre skal styret skal videre holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling og påse at dets virksomhet, regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll.⁴¹

Det framgår av eierskapsmeldingen at staten forventer at selskapene utarbeider og implementerer tydelige mål og strategier og rapporterer på disse. Videre framgår det at staten forventer at selskapet måler verdiskaping, oppnåelse av mål og gjennomføring av tiltaksplaner. Staten forventer at selskapet

³² St. meld. nr. 7 (2008–2009) *Et nyskapende og bærekraftig Norge*, s. 58.

³³ Investinor (2021) *Vedtekter*, § 3.

³⁴ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*.

³⁵ Meld. St. 22 (2011–2012) *Verktøy for vekst – om innovasjon Norge og SIVA SF*, s. 127.

³⁶ Investinor var fram til 2020 i kategori 3 i statens kategorisering over selskapene. Ved endringen fra fire til tre kategorier ble Investinor plassert i kategori 2, jf. innstillingen til Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*.

³⁷ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 38.

³⁸ Meld. St. 13 (2010–2011) *Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi*, s. 47.

³⁹ Meld. St. 27 (2013–2014) *Et mangfoldig og verdiskapende eierskap*, s. 102.

⁴⁰ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 100.

⁴¹ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 66, 74 og 95.

rapporterer til eierne på de viktigste prestasjonsindikatorene og vesentlige forhold knyttet til virksomheten.⁴²

I *OECDs retningslinjer for eierstyring av selskaper med statlig eierandel*, vises det til at selskapene bør legge fram vesentlig informasjon på områder som er av betydning for staten som eier. Et eksempel på vesentlig informasjon kan være selskapets mål og måloppnåelse. Et selskap med statlig eierandel bør formulere et begrenset antall overordnede mål, og de bør legge fram målene sammen med informasjon om hvordan selskapet håndterer avveininger mellom potensielt motstridende mål. Videre bør selskapet rapportere om hvordan det har oppfylt målene, ved å legge fram prestasjonsindikatorer.⁴³ Ifølge eierskapsmeldingen har gode indikatorer noen kjennetegn: De måler verdiskaping og oppnåelse av mål, er både finansielle og ikke-finansielle og settes på områder som selskapet kan påvirke.⁴⁴

3.2 Nærmere om Investinors investeringsvirksomhet for direkteinvesteringer

Investinor skal bidra til økt verdiskaping gjennom å tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter, primært nyetableringer. Investeringene skal primært gjøres i en tidlig vekstfase, men selskapet kan også gjøre noen investeringer i ekspansjonsfasen. Målet ved opprettelsen av fondet var at selskapet skulle gi en markedsmessig avkastning ut fra den risikoen det kan ta.⁴⁵

Investinor skal foreta investeringer på kommersielt grunnlag, og på like vilkår som private investorer. Investinor kan ikke eie mer enn 49 prosent i en enkelt porteføljebedrift. Selv om Investinor i utgangspunktet ikke skal ta mer enn 49 prosent i de respektive finansieringsrundene, kan det ta opptil 70 prosent i unntakstilfeller, gitt at den samlede risikoen for porteføljen ikke endres vesentlig.⁴⁶ Selskapet har anledning til å gi ansvarlig lån til bedriftene.⁴⁷

Selskapet kan investere i hele Norge. Investinor skal ha et langsiktig perspektiv på investeringene, og ha en klar strategi for avhending av porteføljebedriftene. Investinor skal bidra med et kompetent og aktivt eierskap i porteføljebedriftene. Selskapet kan gjennomføre oppfølgingsinvesteringer. Da Investinor ble etablert i 2008, ble det fastsatt at 500 millioner kroner av innskuddskapitalen på 2,2 milliarder kroner skulle være forbeholdt investeringer i marin næringsvirksomhet. Selskapet skulle fram til 2013 prioritere fem satsingsområder: miljø, energi, reiseliv og marin og maritim sektor, og ha spesielt fokus på klima og miljø.⁴⁸

Investinors investeringsmandat ble endret etter at Stortinget vedtok å overføre eierskapet fra Innovasjon Norge til Nærings- og handelsdepartementet i 2012, jf. omtale i Meld. St. 22 (2011–2012) *Verktøy for vekst – om Innovasjon Norge og SIVA SF* og Innst. 365 S (2011–2012). I statsbudsjettet for 2012 ble Investinor tilført ytterligere 1,5 milliarder kroner.⁴⁹ For å sikre at selskapet kunne bidra til framvekst av nye internasjonalt konkurransedyktige vekstbedrifter, spesielt i bransjer hvor Norge står sterkt.⁵⁰ Senere ble det vedtatt at Investinor fra 2013 skulle prioritere lønnsomme investeringer i sektorer med næringsmiljøer som har internasjonale komparative fortrinn, som ivaretar utnyttelse av viktige naturressurser, som ivaretar utnyttelse av ny teknologi og kompetanse, eller som bidrar til mindre miljøbelastninger og menneskeskapte klimaendringer. Investeringsfasen fikk en presisering for å skape større klarhet om førstegangsinvesteringer i ekspansjonsfasen, og en avgrensning mot såkornfasen. Investinor skulle ikke investere i tidligere faser enn venture (i såkornfase og tidligere), siden dette ikke var forenlig med et

⁴² Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 75.

⁴³ OECD (2015) *OECD Guidelines on Corporate Governance State-Owned Enterprises*. 2015 Edition, Chapter VI Disclosure and transparency, Item A.

⁴⁴ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 86–87.

⁴⁵ St.prp. nr. 1 (2008–2009) *For budsjettåret 2009*. Nærings- og handelsdepartementet, s. 20 og 104, jf. Innst. S. nr 8 (2008–2009).

⁴⁶ Investinor (2021) *Vedtekter*.

⁴⁷ Stortingets behandling av Prop. 1 S (2009–2010) *For budsjettåret 2010*. Nærings- og handelsdepartementet, jf. Innst. 3 S (2009–2010).

⁴⁸ St.prp. nr. 1 (2008–2009) *For budsjettåret 2009*. Nærings- og handelsdepartementet, s. 104.

⁴⁹ Prop. 111 S (2011–2012) *Tilleggsbevilgninger og omprioriteringer i statsbudsjettet 2012*, s. 75.

⁵⁰ Prop. 1 S (2011–2012) *For budsjettåret 2012*. Nærings- og handelsdepartementet, s. 14.

forretningsmessig formål for selskapet. Selskapet kunne likevel gjøre oppfølgingsinvesteringer også etter venturefasen for å sikre avkastning fra vellykkede prosjekter.⁵¹

Fra sommeren 2013 ble det satt av 500 millioner kroner øremerket til investeringer i skog- og trenæringene, som Investinor skulle utføre etter direkteinvesteringsmandatet.⁵² I 2016 ble det også åpnet for at Investinor kan investere i modne, unoterte bedrifter i de nevnte skog- og trenæringene, jf. Stortingets flertallsmerknad om dette i Innst. 8 S (2015–2016).⁵³ Et selskap som er i en moden fase, har ifølge Investinors definisjon betydelige inntekter og positiv kontantstrøm. Videre kan selskapets kapitalbehov i stor grad knyttes til produktutvikling, salgsaktiviteter, rekruttering, organisasjonsbygging i nye markeder og tiltak for å øke produksjonskapasiteten.⁵⁴

Fra og med våren 2020 er det fastsatt nytt mandat for Investinor.⁵⁵ Det ble i vedtektene fastsatt at selskapet ikke har anledning til å foreta nye investeringer direkte i bedrifter som har finansiering av midler fra de andre mandatene til Investinor.⁵⁶

3.3 Krav til Nærings- og fiskeridepartementets eierskapsutøvelse

Det er Nærings- og fiskeridepartementet som utøver statens eierforvaltning i Investinor. Staten skal utøve sitt eierskap innenfor rammen av norsk selskapslovgivning og annet lovverk. Videre skal staten legge til grunn allment aksepterte eierstyringsprinsipper, Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for eierstyring av selskapet med statlig eierandel.⁵⁷

Reglement for økonomistyring i staten § 10 omtaler at staten som eier skal forvalte sine eierinteresser i selskaper med statlig eierandel i samsvar med overordnede prinsipper for god eierstyring, med særlig vekt på at blant annet selskapets vedtekter, finansiering og styresammensetning er hensiktsmessig for selskapets formål og eierskap. Staten som eier skal videre vektlegge at målene fastsatt for selskapet oppnås, og at styret fungerer tilfredsstillende. Statens eierskapsutøvelse skal understøtte en klar fordeling av myndighet og ansvar mellom eier og styret. Styring, oppfølging og kontroll skal tilpasses eierandel og selskapets egenart, risiko og vesentlighet. Eier skal utarbeide skriftlige retningslinjer om hvordan styrings- og kontrollmyndigheten skal utøves.⁵⁸

De sentrale rammene for statens eierutøvelse er samlet i statens ti prinsipper for god eierstyring i eierskapsmeldingen. Utøvelsen av det statlige eierskapet skal bidra til profesjonalitet, åpenhet, forutsigbarhet og ivareta statens verdier på en best mulig måte. Prinsippene, sammen med statens mål som eier, legger grunnlaget for hvordan staten utøver sitt eierskap innenfor de rettslige rammene for statens eierutøvelse.⁵⁹ I stortingsmeldingen Statens direkte eierskap i selskaper (2019–2020) står det: «Som eier har staten tydelige forventninger til selskapene, og ønsker gjennom dette å bidra til å nå statens mål som eier på en bærekraftig og ansvarlig måte.»⁶⁰

Aksjeloven slår fast at eier utøver sin myndighet gjennom generalforsamling.⁶¹ Generalforsamlingen er ansvarlig for å velge styret og for å godkjenne årsregnskapet og styrets årsberetning.⁶² Styret har ansvar

⁵¹ Meld. St. 22 (2011–2012) *Verktøy for vekst – om Innovasjon Norge og SIVA SF*, s. 127, jf. Innst. 365 S (2011–2012).

⁵² Prop. 149 S (2012–2013) Nærings- og fiskeridepartementet, s. 63–64, jf. Innst. 470 S (2012–2013).

⁵³ Innst. 8 S (2015–2016), s. 45.

⁵⁴ Presentasjon avholdt i møte mellom Nærings- og handelsdepartementet og Investinor 8. februar 2013.

⁵⁵ Prop. 1 S (2019–2020) *For budsjettåret 2020*. Nærings- og fiskeridepartementet, s. 210–212 og Innst. 8 S (2019–2020), s. 25.

⁵⁶ Investinor (2021) *Vedtekter*, § 4.

⁵⁷ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 5,75 og 84.

⁵⁸ Finansdepartementet (2021) *Reglement for økonomistyring i staten*, s. 19–20. Fastsatt 12.12.2003 med endringer, senest 31.8.2021.

⁵⁹ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 73 og 95.

⁶⁰ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 9.

⁶¹ Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) § 5-1.

⁶² Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) § 6-3 (valg av styremedlemmer) og § 5-5 (godkjenning av årsregnskap og årsberetning).

for å forvalte selskapet til selskapets og eiers beste og skal foreta de konkrete avveininger og beslutninger. Saker som krever tilslutning fra eier, behandles opp på generalforsamling.⁶³

Eier følger opp selskapet i eierdialogen, som oftest ved faste møter gjennom året. At eier skal utøve sin myndighet gjennom generalforsamling, er ikke til hinder for at eierdepartementet i møter tar opp forhold som selskapet kan vurdere i tilknytning til sin virksomhet og utvikling i eierdialog. I den forbindelse er eierdepartementets synspunkter å betrakte som innspill til selskapets administrasjon og styre.⁶⁴

Statens eierutøvelse skal bidra til å oppnå statens mål som eier. Staten skal være tydelig om statens begrunnelse og mål som eier, stille tydelige forventninger til selskapet, velge kompetent styre, følge opp selskapet systematisk, samt være åpen om sin eierutøvelse. Gjennom å stille tydelige forventninger ønsker staten å bidra til å nå statens mål som eier på en bærekraftig og ansvarlig måte. Departementet skal vurdere selskapets måloppnåelse og arbeid med statens forventninger og styrets bidrag til dette.⁶⁵

I oppfølgingen av selskapet skal departementet legge vekt på hva som er vesentlig for måloppnåelse og områder hvor staten best kan bidra til dette på kort og lang sikt. Ved svak måloppnåelse over tid eller vesentlige avvik fra statens forventninger, vil staten vurdere hvordan dette kan følges opp. Dersom eierdialogen ikke fører frem, kan staten påvirke gjennom beslutninger på generalforsamling.⁶⁶

Staten skal være en ansvarlig eier med et langsiktig perspektiv. Selskapet må ha en kapitalstruktur som fremmer selskapets verdiutvikling, og kapitalstrukturen skal være tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon. Departementet skal være opptatt av at styrene er åpne om sine vurderinger knyttet til kapitalstruktur og utbytte, for å kunne ha en god dialog med styret om dette. Eier setter avkastningskrav for forretningsmessige selskaper som Investinor, samt langsiktige og årlige utbytteforventninger. Høyest mulig avkastning over tid forutsetter at selskapet er bærekraftig. I tillegg er staten opptatt av at selskapets virksomhet er ansvarlig.⁶⁷

3.4 Krav til departementets oppfølging av mandatene og måloppnåelsen

Staten som eier er ansvarlig for å ramme inn selskapets virksomhet i vedtektene. Statens begrunnelse for eierskapet skal reflekteres i vedtektene. Nærings- og fiskeridepartementet er ansvarlig for å følge opp eventuelle vedtak fra Stortinget. Statens eierutøvelse skal bidra til å nå statens mål som eier. Dette skjer gjennom forventninger til selskapene, stemmegivning på generalforsamling og annen eierutøvelse. I vedtektene har eier angitt særskilte føringer for selskapets investeringer.⁶⁸

I forbindelse med at Nærings- og fiskeridepartementet ble eier av Investinor fra 2012, ble det framhevet at selskapet framover skulle styres både på investeringsfaser og avkastningskrav, jf. Meld. St. 22 (2011–2012).⁶⁹ Departementet skal følge opp om Investinor når forventede avkastningskrav, samt om selskapet investerer innenfor investeringsfasene slik det framkommer av mandatene og i formålet om at selskapet skal investere risikokapital i tidligfasen.⁷⁰

Styret og daglig leder skal forvalte selskapet ut fra selskapets og eiernes interesser og i tråd med selskapets vedtekter samt andre generalforsamlingsvedtak.⁷¹ Det følger av statens eierprinsipp nr. 6 at: «...*Staten skal vurdere selskapets måloppnåelse og arbeid med statens forventninger og styrets arbeid*

⁶³ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 96.

⁶⁴ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 95–96.

⁶⁵ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 9 og 59.

⁶⁶ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 95 og 100.

⁶⁷ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 60, 61, 82, 97 og 99.

⁶⁸ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 30, 38, 63 og 73.

⁶⁹ Meld. St. 22 (2011–2012) *Verktøy for vekst – om innovasjon Norge og SIVA SF*, s. 133, jf. Innst. 365 S (2011–2012) og omtale i Prop. 1 S (2012–2013) *For budsjettåret 2013*. Nærings- og handelsdepartementet.

⁷⁰ Meld. St. 22 (2011–2012) *Verktøy for vekst – om innovasjon Norge og SIVA SF*.

⁷¹ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 66.

med dette.»⁷² Eier har en forventning om at Investinor rapporterer på relevante mål og de viktigste prestasjonsindikatorene for at eier skal kunne vurdere måloppnåelsen.⁷³ Statens mål som eier i selskapene i kategori 1 og 2 er høyest mulig avkastning over tid innenfor bestemmelser i vedtektene. Når staten vurderer selskapets avkastning over tid, vurderes normalt oppnådd totalavkastning (verdiendring og utbytte) opp mot et beregnet avkastningskrav, sammenlignbare selskaper og eventuelle referanseindekser. Staten søker blant annet å bruke egne verdivurderinger når avkastningen ikke er direkte målbar i aksjemarkedet. Ved beregning av avkastningskrav og selskapsverdi brukes anerkjente metoder. Oppnådd totalavkastning og selskapets utsikter drøftes med styret og ledelsen.⁷⁴

Det følger av Grunnloven § 75 bokstav d jf. eierskapsmeldingen, at det må innhentes samtykke fra Stortinget ved vedtak om kapitaltilførsel som innebærer utbetaling for staten til Investinor.⁷⁵

Investinor er et av statens kapitalvirkemidler, som skal søke å motvirke markedssvikt bestående av for lite kapital til antatt lønnsomme prosjekter.⁷⁶ Eierskapsmeldingen viser til økonomireglementet § 16 om at departementet skal sørge for at det gjennomføres evalueringer for å få informasjon om effektivitet, måloppnåelse og resultater innenfor hele eller deler av virksomhetens ansvarsområde og aktiviteter. Evalueringene skal belyse hensiktsmessighet av eksempelvis eierskap, organisering og virkemidler. Frekvens og omfang av evalueringene skal bestemmes ut fra virksomhetens egenart, risiko og vesentlighet.⁷⁷

⁷² Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 73.

⁷³ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 10, 90 og 103. Grunnloven § 82 om regjeringens opplysningsplikt, jf. Innst. S. nr. 210 (2002–2003).

⁷⁴ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 97.

⁷⁵ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 64.

⁷⁶ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 19.

⁷⁷ Finansdepartementet (2021) *Reglement for økonomistyring i staten*, s. 44 og Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s. 69.

4 Investinors virksomhet og direkteinvesteringer

I dette kapitlet gir vi først en oversikt over Investinors investeringsvirksomhet. Deretter belyser vi i hvilken grad Investinor har oppnådd statens mål om høyest mulig avkastning over tid innenfor investeringsmandatets rammer.

4.1 Investinors investeringsprosess

For at Investinor skal oppnå en markedsmessig avkastning på direkteinvesteringene i porteføljebedriftene, er det avgjørende at selskapet lykkes i alle deler av investeringsprosessen. En viktig oppgave for selskapet er å identifisere attraktive investeringsmuligheter. I dette arbeidet samarbeider Investinor med ledende ventureselskap i Norge, Innovasjon Norge, og den øvrige delen av virkemiddelapparatet. I tillegg arbeider Investinor kontinuerlig med å etablere og vedlikeholde god kontakt med sentrale FoU-miljøer og andre utviklingsaktører i prioriterte sektorer.⁷⁸ Selskaper som ønsker å ha med Investinor som eier, kan i tillegg henvende seg direkte til Investinor gjennom selskapets hjemmeside.⁷⁹ Deretter går utvalgte selskaper gjennom ulike faser der de blir vurdert. Investinor investerer i et fåtall av alle selskapene de kartlegger.

Som vi har vist i figur 2, begynner Investinors investeringsprosess med at de evaluerer hvilke muligheter de har for direkteinvesteringer i selskaper. Deretter vurderer Investinor ulike selskaper i en selskapsgjennomgang, før de bestemmer hvilke selskap de skal investere i. Når investeringen er gjennomført, skal Investinor utøve et aktivt eierskap i selskapet. Det innebærer blant annet at Investinor skal ha en strategi for å avhende selskapet. Hver av disse fasene beskrives nærmere nedenfor.

Figur 2 Investinors investeringsprosess



Kilde: Investinor

Som vi ser i figuren ovenfor, er første fase i Investinors investeringsprosess en evalueringsfase. Alle henvendelser til Investinor gjennomgår først en «pre-screening» hvor hvert av selskapene vurderes opp mot et sett overordnede kriterier.⁸⁰ I perioden fra Investinor ble etablert og fram til september 2021, hadde selskapet kartlagt mer enn 3000 mulige investeringer.⁸¹ Selskaper som ikke blir avslått i den innledende runden, presenteres deretter i et investeringsmøte, som er interne møter i Investinor som normalt avholdes ukentlig. I disse møtene blir det blant annet tatt beslutninger om videre behandling av nye kandidater og investeringsprosjekter.⁸² Fram til september 2021 hadde totalt 455 investeringsmuligheter blitt valgt ut i slike møter. Dersom et selskap anses som interessant, og materialet til å gjøre en initial vurdering er tilgjengelig, går en videre til en detaljert analyse som skal gi en dyp forståelse av selskapet

⁷⁸ Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 01.09.2020.

⁷⁹ Investinor (2022) *Kontakt oss*. <https://investinor.no/kontakt-oss/#kontakt_oss> [Hentdato 29.06.2022]

⁸⁰ Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 01.09.2020, s. 9.

⁸¹ Mottatt dokumentasjon om Investinors investeringsmuligheter (dealflow) per september 2021. Tallene inkluderer kartlagte investeringer til de mandatene Investinor forvaltet fra og med 2020. Dataene er for hver finansieringsrunde en bedrift ønsket kapital. Det er vanlig at et selskap innhenter kapital i ulike finansieringsrunder, og det samme selskapet kan være registrert flere ganger.

⁸² Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 01.09.2020 og *Investeringsprosess for Investinor AS*, mottatt 12.05.2021.

og dets sterke sider og utfordringer. Investinor opplyser at selskapet ofte har tett kontakt med nøkkelpersoner i den aktuelle bedriften i løpet av den detaljerte analysefasen, og at det er naturlig med ett eller flere bedriftsbesøk. I denne fasen presenteres også rammene for en aksjekjøpsavtale for selskapet.⁸³ Den detaljerte analysen presenteres i investeringsmøtet, og en intensjonsavtale signeres vanligvis i denne fasen. Den detaljerte analysen skal gi grunnlag for neste fase, en selskapsgjennomgang. I tilfeller hvor man allerede har en klar hypotese om at man ønsker å gjøre en investering i selskapet, vil selskapsgjennomgangen ofte til dels overlappe med og gi informasjon til den detaljerte analysen.⁸⁴ Investinor har gjort detaljert analyse av 234 investeringsmuligheter siden fondet ble opprettet fram til september 2021.

Etter den detaljerte analysen venter det altså en selskapsgjennomgang, som normalt gjennomføres i samarbeid med eksterne rådgivere. Nivået på gjennomgangen vil avhenge av investeringsobjektets kompleksitet, men skal minimum inkludere en juridisk, en finansiell og en organisatorisk gjennomgang. Resultatene fra gjennomgangen skal rapporteres til investeringsmøtet og vil normalt gi viktige innspill til endelig detaljert analyse, investerings- og aksjonæravtaler. Dette inkluderer fastsettelse av mål og tiltak som skal gi økt lønnsomhet i selskapet, herunder behov for organisasjonsutvikling.⁸⁵

Den tredje fasen, investeringsfasen, starter med at forslag til investeringer skal framlegges for og godkjennes av styret i Investinor. Investerings- og aksjonæravtaler etableres og godkjennes av administrerende direktør. Investinor skal alltid søke å gjøre investeringer til forretningsmessige betingelser og ha mål om høyest mulig avkastning. Selskapet må likevel kunne vise fleksibilitet i betingelsene de gir, for ikke å gå glipp av gode investeringsmuligheter. Investinor skal imidlertid alltid ha rett til styreplass i selskapene de investerer i. Videre skal selve transaksjonen følge en etablert prosess, og et tegnings- og utbetalingsskjema skal fylles ut og godkjennes.⁸⁶ Investinor har investert i omtrent tre prosent av investeringsmulighetene de har kartlagt.⁸⁷

Investinor skal utøve aktivt eierskap, som tilsvarer den fjerde fasen i investeringsprosessen. Som aktiv eier vil Investinor bidra med kapasitet og kompetanse i den grad det er nødvendig for å bidra til selskapenes utvikling, i samråd med styret og ledelsen i hvert selskap. Når Investinor kommer inn på eiersiden, skal selskapet være opptatt av at porteføljebedrifter får en optimal eierstruktur. Investinors aktive eierskap vil normalt innebære at de er representert i bedriftens styre. Vanligvis vil styrerepresentasjon og forholdet mellom nye aksjonærer, eksisterende aksjonærer og selskapets ledelse reguleres i en aksjonæravtale. Investinor har kvartalsmøter med hvert av selskapene de har investert i, i løpet av i venture- og ekspansjonsfasen. I disse møtene deltar ansvarlig investeringsdirektør, administrerende direktør og finansdirektør, og her får de høre status for porteføljebedriften. For å sikre tilstrekkelig trykk på planen for realisering skal det helt konkret redegjøres for hvordan selskapene utvikler seg med hensyn til planen om framtidig avhending.⁸⁸

Siste fase i investeringsprosessen er avhending. Investinor skal ha en klar strategi for å selge seg ut når porteføljebedriften har oppnådd en tilfredsstillende avkastning, eller når andre eiere er bedre rustet til å utvikle bedriften videre. Investinor skal normalt ha den samme eierhorisonten som andre sammenlignbare ventureinvestorer, det vil si fem til åtte år. Det er bare unntaksvis man vil vurdere å overskride en eiertid på åtte år. Det er ingen begrensninger i mulige avhendingsløsninger, men det vanligste er å selge til strategiske, industrielle kjøpere. Finansielle investorer, inkludert venture-fond og aktive eierfond, vil også være aktuelle kjøpere.⁸⁹

⁸³ Investinor (2009) *Årsrapport 2008*, s. 42.

⁸⁴ Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 01.09.2020.

⁸⁵ Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 01.09.2020.

⁸⁶ Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 01.09.2020.

⁸⁷ Antall investeringer dividert med de 3000 investeringsmuligheter, $93/3000 = 3,1$ prosent.

⁸⁸ Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 01.09.2020.

⁸⁹ Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 01.09.2020.

4.2 Investinors investeringsvirksomhet

Investinor investerer risikokapital i utvalgte selskaper som er i venture- eller ekspansjonsfasen.⁹⁰

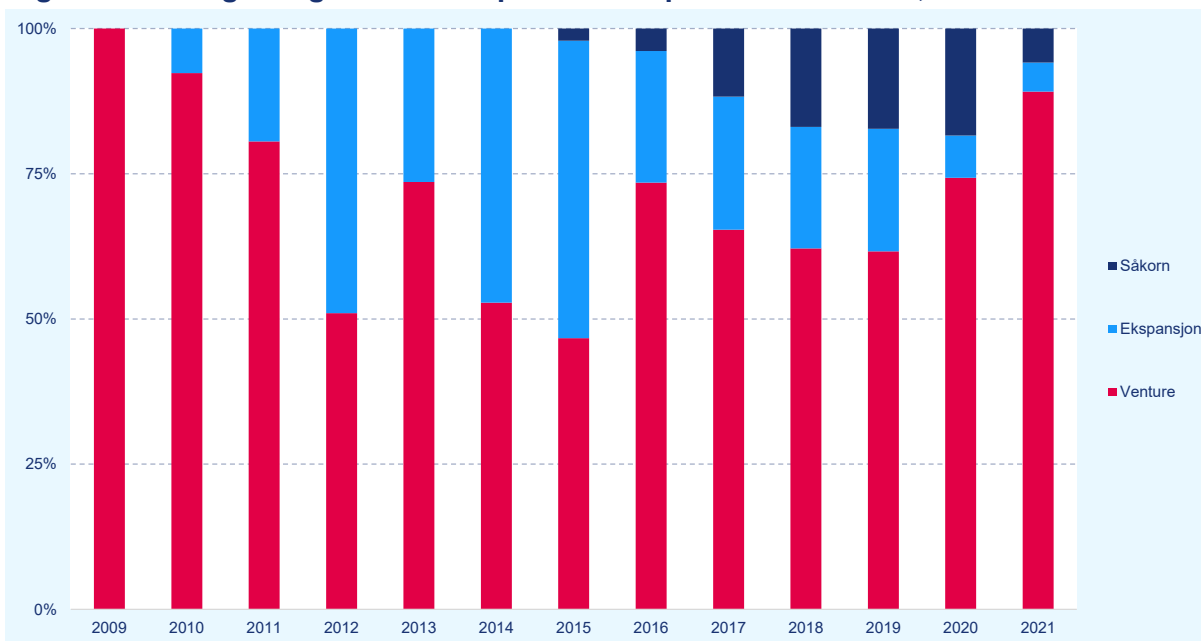
Investinor har fastsatt et eget mål om å utvikle utvalgte norske bedrifter til å bli verdensledende og dermed få en markedsmessig avkastning.⁹¹ Innenfor direkteinvesteringsmandatet investerer Investinor i enkeltsselskaper sammen med private investorer.⁹²

Siden etableringen i 2008 har Investinor gjennomført direkteinvesteringer for mer enn 4,2 milliarder kroner,⁹³ fordelt på 93 selskaper. Investinor gjorde sin første direkteinvestering i 2009.⁹⁴ Ved utgangen av 2021 hadde Investinor en portefølje som besto av 61 selskap⁹⁵ innenfor direkteinvesteringsmandatet. Av de resterende 32 selskapene har 26 blitt solgt og 6 gått konkurs.⁹⁶

4.2.1 Investinors direkteinvesteringer fordelt på faser

Investinors direkteinvesteringer er i hovedsak rettet mot selskaper i venturefasen, men de har også investert i tidligfasen (såkorn) og ekspansjonsfasen.⁹⁷ Hvordan andelen av investert kapital har variert over tid, vises i figur 3.

Figur 3 Utvikling i årlig investert kapital fordelt på de ulike fasene, 2009–2021



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 3 viser utviklingen i årlig investert beløp fordelt på fasene venture, ekspansjon og såkorn for perioden 2009–2021. Det framgår av figuren at Investinors første investeringer i 2009 utelukkende var i selskaper i venturefasen, og at storparten av kapitalen i hele perioden sett under ett er investert i selskaper i denne fasen. Fra og med 2010 investerte Investinor også i selskaper i ekspansjonsfasen, og i årene 2012 og 2015 investerte de omtrent like mye i ekspansjonsfasen som i venturefasen. I 2015 investerte de for første gang i såkornfasen. Investeringene i selskaper i såkornfasen utgjør en liten andel

⁹⁰ Investinor (2021) *Årsrapport 2020*, s. 6.

⁹¹ Investinor (2021) *Årsrapport 2020*, s. 9.

⁹² Investinor (2021) *Årsrapport 2020*, s. 12.

⁹³ Investeringene er justert for eventuelle tilbakebetalinger av lån.

⁹⁴ Investinor (2010) *Årsrapport 2009*.

⁹⁵ Inkluderer ikke en mindre eierandel i et selskap som i hovedsak ble solgt i løpet av 2020, og som inngår blant de 32 realisererte.

⁹⁶ Investinor.

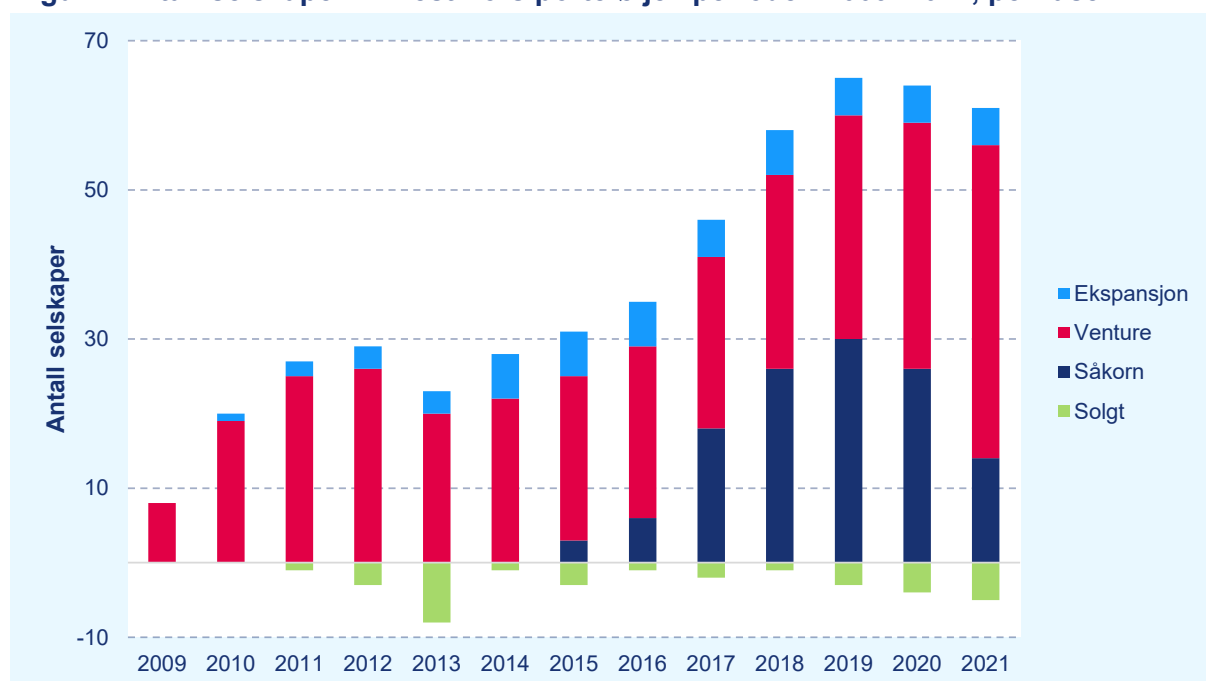
⁹⁷ Investinor (2021) *Årsrapport 2020*, s. 6.

av den investerte kapitalen, men de fleste investeringene som er gjort i nye selskaper fra og med 2015, har like fullt vært i såkornfasen, jf. figur 4.⁹⁸

Samlet for hele perioden 2009–2021 har Investinor investert om lag 263 millioner kroner i selskaper i såkornfasen, 2 981 millioner kroner i venturefasen og 999 millioner kroner i ekspansjonsfasen. Basert på den gjenværende porteføljen ved utgangen av 2021 var det investert 2 040 millioner kroner i selskaper i venturefasen, 419 millioner kroner i selskaper i ekspansjonsfasen og 229 millioner kroner i selskaper i såkornfasen.

Investinors eksponering i hvert enkelt selskap varierer etter fasen selskapet er i. Selskapene som er i såkornfasen, er selskaper Investinor forventer å investere mindre enn 20 millioner kroner i totalt i løpet av eiertiden. Ifølge Investinors investeringsinstruks bør eksponeringen i hvert ventureselskap ligge på 40–75 millioner kroner i gjennomsnitt.⁹⁹ I perioden 2009–2021 investerte Investinor i gjennomsnitt ca. 7,5 millioner kroner i selskaper i såkornfasen, ca. 60 millioner kroner i selskaper i venturefasen og nesten 125 millioner kroner i selskaper i ekspansjonsfasen.

Figur 4 Antall selskaper i Investinors portefølje i perioden 2009–2021, per fase¹⁰⁰



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 4 viser at ventureselskaper har utgjort en stor andel av selskapene i porteføljen siden oppstarten. Fra 2015 har antall investeringer i selskaper i tidligfasen økt betydelig, og ved utgangen av 2019 hadde Investinor investert i like mange selskaper i såkornfasen som i venturefasen. Fra og med 2019 og fram til utgangen av 2021 er 21 selskaper gått ut av såkornporteføljen, og av disse er 6 solgt og 15 gått over til venturefasen.

I perioden 2009–2021 har Investinor gjort førstegangsinvesteringer i 50 selskaper i venturefasen, 35 selskaper i såkornfasen og 8 selskaper i ekspansjonsfasen. Fram til utgangen av 2021 hadde 32 selskaper blitt solgt eller gått konkurs. Av disse selskapene var 3 i ekspansjonsfasen, 23 var i venturefasen og 6 var i såkornfasen. Antallet realiseringer – altså salg eller konkurser av

⁹⁸ Tallene er basert på Investinors faseinndeling ved ulike tidspunkt fram til utgangen av 2021.

⁹⁹ Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 01.09.2020.

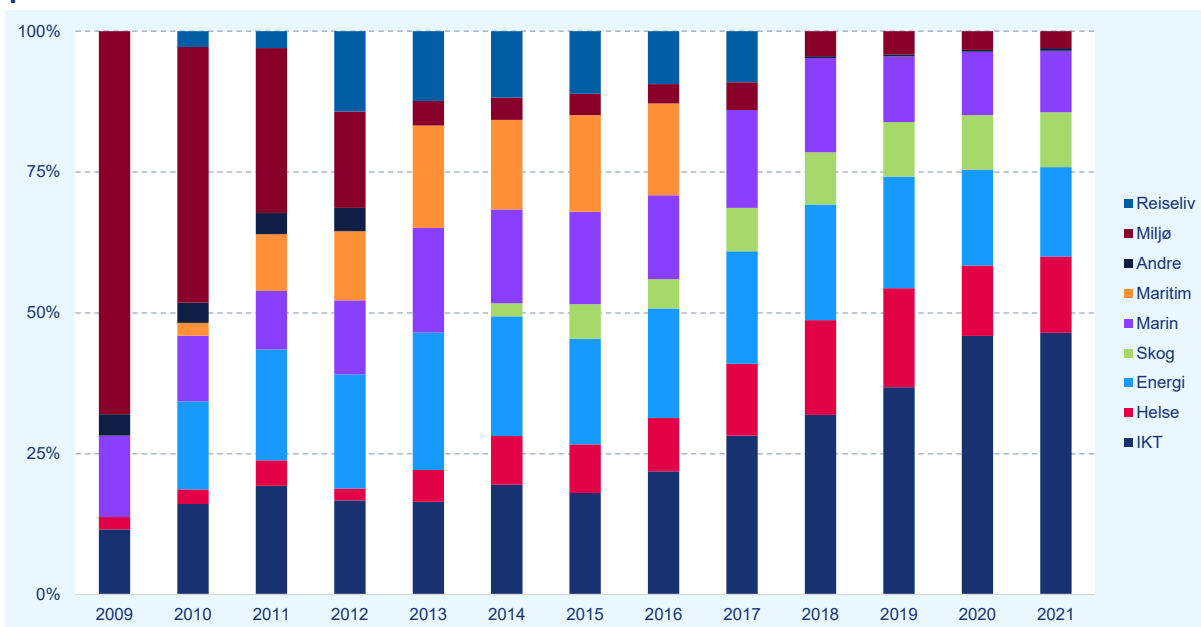
¹⁰⁰ Calliditas er inkludert blant de solgte selskapene i 2020.

porteføljeselskaper – var høyest i 2013, med 8 realiseringer. I resten av perioden har antall realiseringer vært mellom 0 og 5 hvert år.

4.2.2 Investinors direkteinvesteringer fordelt på sektorer

Investinors mandat for direkteinvesteringer i ulike sektorer er endret i perioden 2009–2021. Selskapet skulle fram til 2013 prioritere fem satsingsområder: miljø, energi, reiseliv, marin sektor og maritim sektor. Samtidig skulle Investinor legge særlig vekt på klima og miljø. Fra 2013 ble de bransjemessige føringene endret; nå skulle selskapet prioritere investeringer i sektorer som har næringsmiljøer med potensielt internasjonale konkurransefortrinn, som utnytter viktige naturressurser, som utnytter ny teknologi og kompetanse, og som bidrar til mindre miljøbelastning og menneskeskapte klimaendringer. Fra sommeren 2013 ble det i tillegg satt av 500 millioner kroner som var øremerket til investeringer i skog- og trenæringene.

Figur 5 Investinors samlede investeringer fordelt på sektorer i perioden 2009–2021, i prosent



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

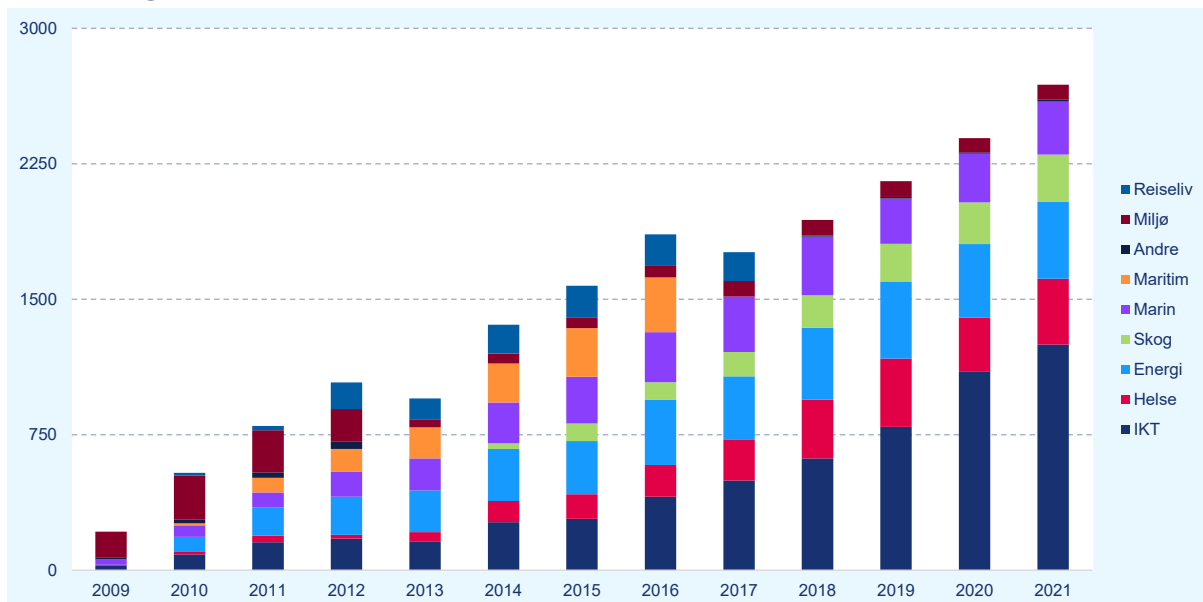
Figur 5 viser Investinors samlede nettoinvesteringer fordelt på sektorer. Det framgår av figuren at Investinor gjorde betydelige investeringer i miljøsektoren i perioden 2009–2012, i tråd med føringer i mandatet om å vektlegge miljø. Videre viser figuren at denne andelen senere sank, noe som først skyldtes at investeringene i de andre sektorene økte og senere at Investinor solgte selskapene i miljøsektoren. I perioden 2009–2012 investerte selskapet mesteparten av kapitalen i sektorene marin, reiseliv, maritim, miljø og energi. Deler av kapitalen ble også investert i sektorene IKT og helse, som var utenfor de fem satsingsområdene. Det framgår imidlertid av figur 5 at investeringer i sektorene reiseliv, miljø og maritim har utgjort en mindre andel av de samlede investeringene. Det kan forklares med at Investinor har gjort få investeringer i nye selskaper i disse sektorene etter 2012. Investinor hadde ikke lenger investeringer i sektoren maritim ved utgangen av 2017, og den siste investeringen innenfor reiseliv ble solgt i januar 2018.¹⁰¹ Fra og med 2014 har Investinor gjort fire investeringer i skog- og trenæringen.¹⁰² Én av disse investeringene har vært i en moden bedrift. Investinor har i dag begrenset

¹⁰¹ Investinor (2022) *Svarbrev fra Investinor om Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis*.

¹⁰² Innenfor direkteinvesteringsmandatet har Investinor investert i fire selskaper innenfor skogsektoren. Se tabell 1. Et av selskapene er et investeringsselskap innen skog som har investert i tre skogselskaper som ikke inngår blant Investinors direkteinvesteringer.

tilgjengelig kapital til å gjøre nyinvesteringer.¹⁰³ Selskapet har investert mer i helsesektoren, men storparten av kapitalen er investert i IKT, som ved utgangen av 2021 sto for mer enn 40 prosent av den investerte kapitalen i porteføljebedrifter.

Figur 6 Utviklingen i Investinors samlede investeringer per sektor fratrasket realiseringer i millioner kroner



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 6 viser at Investinors samlede investeringer fratrasket realiseringer økte fra 212,3 millioner kroner i 2009 til 2 688 millioner kroner i 2021. Investinor investerte i sektorene IKT, marin, miljø og andre sektorer i 2009, og i perioden 2009–2021 var det størst økning i investeringene innenfor IKT. Disse investeringene økte fra i underkant av 25 millioner kroner i 2009 til 1 249 millioner kroner ved utgangen av 2021.

Når vi ser hele perioden 2009–2021 under ett, inkludert realisererte selskaper, er Investinors samlede investeringer på 4 242,6 millioner kroner fordelt på følgende måte: 34,0 prosent innenfor IKT, 14,1 prosent innenfor energi, 12,3 prosent innenfor helse, 10,1 prosent innenfor miljø, 9,0 prosent innenfor marin, 8,5 prosent innenfor maritim, 6,2 prosent innen skog, 4,5 prosent innen reiseliv og 1,3 prosent innen andre sektorer.¹⁰⁴

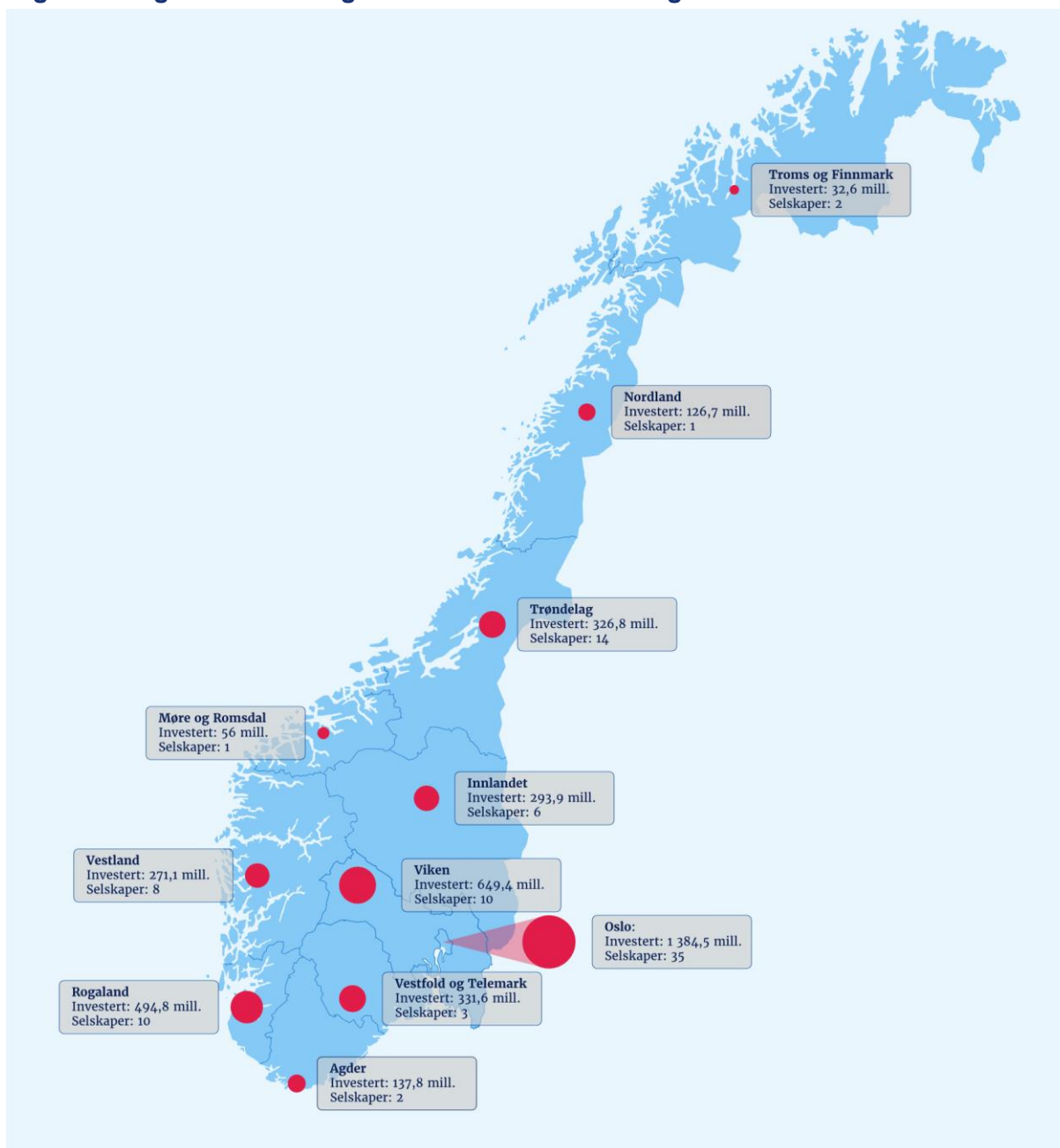
4.2.3 Investinors direkteinvesteringer fordelt på geografiske områder

Investinors aktive direkteinvesteringer har i henhold til selskapets vedtekter hele landet som nedslagsfelt.

¹⁰³ Investinor (2022) Svarbrev fra Investinor om Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis.

¹⁰⁴ Investinor (2022) Svarbrev fra Investinor om Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis.

Figur 7 Geografisk fordeling av Investinors investeringer i millioner kroner



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

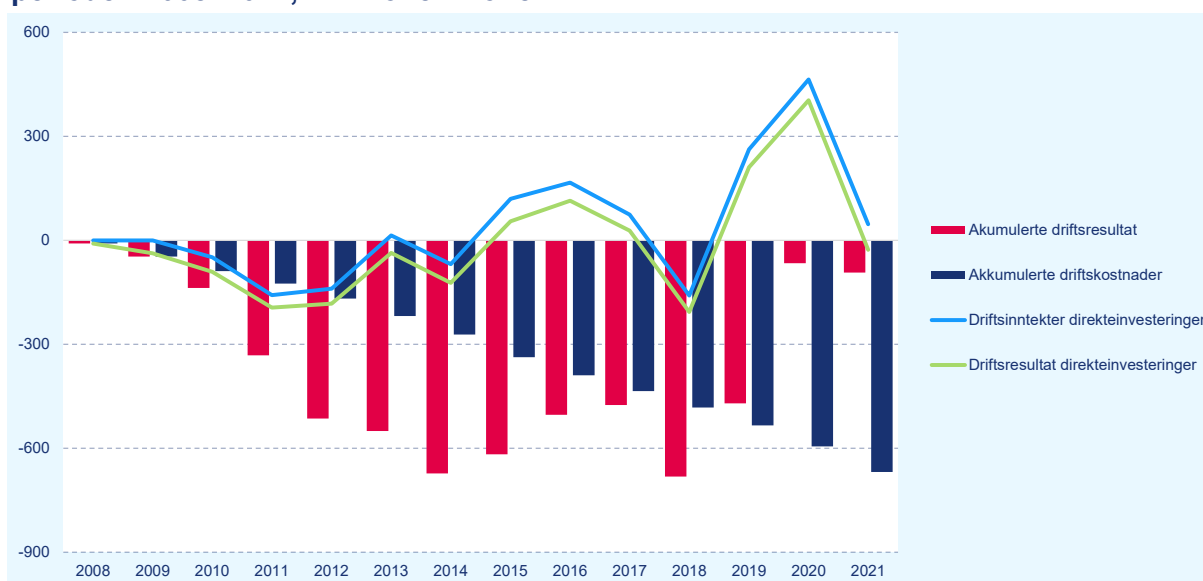
Figur 7 viser at Investinor har investert i selskaper i alle landets fylker. I tillegg har de investert i ett selskap i Stockholm i Sverige. Av Investinors 92 investeringer i Norge er 69 gjort i Oslo, Rogaland, Trøndelag og Viken. De resterende 23 investeringene i Norge er fordelt på de øvrige fylkene.

Trøndelag har en betydelig lavere andel av den investerte summen hvis vi sammenligner den med hvor mange selskaper Investinor har investert i, i dette fylket. Årsaken er at Investinor har investert i seks selskaper som er i tidligfasen, noe som trekker ned gjennomsnittlig investert kapital. I Viken, på den andre siden, er den investerte totalsummen betydelige høyere enn hva antallet selskaper det er investert i, skulle tilsi. Her har Investinor investert i ett selskap i ekspansjonsfasen, som i gjennomsnitt trekker opp investert kapital per selskap.

4.3 Utviklingen i Investinors driftsinntekter, driftskostnader og driftsresultat

I dette kapitlet viser vi utviklingen i Investinors driftsinntekter, driftskostnader og driftsresultat i perioden 2008–2021. Driftsinntektene består av avkastning på Investinors portefølje av investeringer. Avkastningen kommer i form av verdiendringer på investeringene, gevinster/tap ved realiseringer av investeringer (når porteføljebedrifter blir avhendet) og renteinntekter fra ansvarlige og konvertible lån.¹⁰⁵ Investinors driftskostnader består i hovedsak av lønn og sosiale kostnader. I tillegg har selskapet avskrivninger på varige driftsmidler og enkelte andre eiendeler samt andre driftskostnader. Andre driftskostnader består blant annet av kostnader til innleie av tjenester, kommunikasjon og markedsføring.¹⁰⁶

Figur 8 Utviklingen i Investinors driftsinntekter, driftskostnader og driftsresultat i perioden 2008–2021, i millioner kroner



Kilde: Investinor

Figur 8 viser at Investinors driftsinntekter og driftsresultat har variert vesentlig i perioden. Driftsinntektene har variert mellom –157,9 millioner kroner i 2011 og 464,3 millioner kroner i 2020. Driftsinntektene i 2020 er høye som følge av salg av aksjer i ett selskap.¹⁰⁷ Driftsresultatet var på det laveste i 2018 med –206,4 millioner kroner og på det høyeste i 2020 med 404,3 millioner kroner.

Akkumulerte driftskostnader utgjorde 668 millioner kroner ved utgangen av 2021. Det akkumulerte driftsresultatet har en positiv utvikling etter 2018 som følge av en positiv utvikling i driftsinntektene, men er totalt sett negativt over hele perioden. Investinor har tapt omtrent 93 millioner kroner når vi ser perioden under ett.

¹⁰⁵ Investinor (2021) *Årsrapport 2020*, s. 62 og 68.

¹⁰⁶ Investinor (2021) *Årsrapport 2020*, s. 68 og 95.

¹⁰⁷ Investinor (2021) *Årsrapport 2020*.

4.3.1 Utviklingen i Investinors driftskostnader

Figur 9 Årlige driftskostnader i perioden 2009–2021, i millioner kroner og i prosent av investert beløp



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 9 viser at Investinors driftskostnader økte i perioden 2009–2021, fra 37,5 millioner kroner i 2009 til 73,9 millioner kroner i 2021. Driftskostnadenes andel av det investerte beløpet ble likevel redusert fra 18,4 prosent i 2009 til 2,6 prosent i 2021, fordi det investerte beløpet økte i den samme perioden.

Lønn og godtgjørelser i Investinor omfatter fast og variabel lønn, pensjon, personalforsikring og øvrige ansattgoder, samt kurs og annen kompetanseheving. Lønn og sosiale kostnader har i sum utgjort om lag 435,7 millioner kroner i perioden 2008–2021.¹⁰⁸ Summen tilsvarer 65 prosent av de samlede driftskostnadene på 668 millioner kroner i perioden. Andre driftskostnader har i sum utgjort 33 prosent av de samlede driftskostnadene den samme perioden. Avskrivning på varige driftsmidler og avskrivning på rett-til-bruk-eiendeler har utgjort om lag to prosent av de samlede driftskostnadene i perioden.¹⁰⁹

I tillegg til ordinær lønn har ansatte i Investinor en ordning som gir mulighet for godtgjørelse i form av variabel lønn. Variabel lønn består av en resultatbasert bonusordning, og en annen midlertidig individuell bonusordning. Formålet med bonusordningene er å stimulere til at Investinor oppnår en markedsbasert og tilfredsstillende avkastning på sine investeringer, samt kompetanseutvikling og arbeidsinnsats i organisasjonen som vil bidra til slik avkastning.¹¹⁰ Det har vært endringer i ordningen siden fondet ble etablert i 2008. Fram til og med 2015 var den resultatbaserte bonusordningen rettet mot ansatte som var direkte knyttet til investeringsforvaltningen, dette gjelder administrerende direktør, finansdirektør, avdelingsdirektører og investeringsdirektører.¹¹¹ Det har også vært endringer i vilkårene for å oppnå resultatbasert bonus og hvor stor andel den individuelle bonusordningen kan utgjøre av fastlønn innenfor ett enkelt år.¹¹² Den resultatbaserte og individuelle bonusordningen samordnes, slik at samlet opptjent bonus ikke kan overstige 50 prosent av fastlønn innenfor et enkelt år.

Fram til og med 2015 var den resultatbaserte ordningen innrettet slik at dersom samlet realisert avkastning i et kalenderår overstiger 6 prosent, så vil 10 prosent av avkastningen utover 6 prosent fordeles på ansatte knyttet til investeringsforvaltningen.¹¹³

¹⁰⁸ Årsrapporter for Investinor for årene 2008–2021.

¹⁰⁹ Årsrapporter for Investinor for årene 2008–2021.

¹¹⁰ Investinor (2021) *Årsrapport 2020*, s. 95 og 96 og Investinors nettsider.

¹¹¹ Årsrapporter for Investinor for årene 2015–2021.

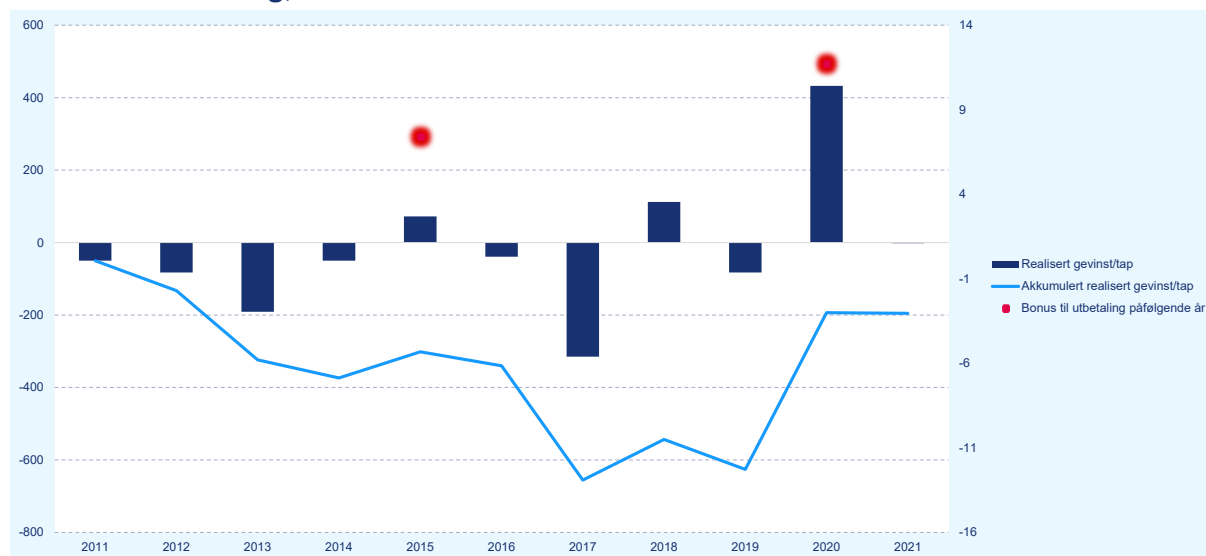
¹¹² Årsrapporter for Investinor for årene 2008–2021.

¹¹³ Investinor (2015) *Årsrapport 2014* og beregningsgrunnlag for bonusmodell 2015 innhentet fra Investinor.

Fra og med 2016 begynte den resultatbaserte bonusordning å gjelde for alle ansatte. Den ble samtidig basert på realisert avkastning ved salg av porteføljebedrifter sett i forhold til samlet investert kapital for hele porteføljen ved inngangen av året. Dersom resultatet er mellom 6–10 prosent, vil bonusen som går til ansatte, være 10 prosent av avkastningen over 6 prosent. Dersom avkastningen er over 10 prosent vil ytterligere 20 prosent av avkastningen mellom 10–15 prosent gå til ansatte. De ansatte tjener ikke opp bonusgrunnlag på avkastning som overstiger 15 prosent.¹¹⁴

Investinor har avsatt midler til bonus i enkelte år i tråd med Investinors bonusordning.

Figur 10 Årlige gevinster og tap på investeringer sammenlignet med resultatbasert bonus til utbetaling, i millioner kroner



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 10 viser at Investinor har et akkumulert tap på salg av porteføljebedrifter på omtrent 194,5 millioner kroner før driftskostnader i perioden 2011–2021. I tre av årene i perioden har Investinor avhendet porteføljeselskaper som har bidratt til realiserde gevinster. Selskapet har avsatt bonus i to av de tre årene med positiv realisert gevinst. I perioden 2011–2021 har ansatte i Investinor dermed opptjent en bonus på 23,8 millioner kroner.¹¹⁵

Investinor mener at den resultatbaserte bonusordningen er viktig for å nå statens mål med eierskapet og ha konkurransedyktige betingelser. Ifølge selskapet, vil forvalterne – når det finnes en bonusordning – gjøre en ekstra innsats når det er krise i porteføljeselskapene, og når det er viktig for investeringene. Selv om Investinor bekrefter at det har vært en teoretisk mulighet for å påvirke tidspunkter for salg – som igjen påvirker beregningen av bonusgrunnlaget – tror de ikke at det har vært en reell mulighet for å spekulere i dette i praksis. Styret var i utgangspunktet svært opptatt av at bonusordningen skulle ha en innretning som ikke ga rom for uønskede utfall, men senere vurderinger har likevel medført endringer i ordningen. På generalforsamlingen i Investinor i 2022 ble det vedtatt å innføre en ny bonusordning.¹¹⁶ Den nye bonusordningen er primært knyttet til langsiktig finansiell avkastning i tråd med Investinors overordnede mål om høyest mulig avkastning over tid. Videre skal bonusordningen knyttes til de fire strategiske målene i selskapets strategi, slik at det ikke bare er avkastning som genererer bonus.¹¹⁷ De strategiske målene går ut på at Investinor skal være den foretrukne partneren for selskapet de investerer i, og blant

¹¹⁴ Investinor (2021) Årsrapport 2020.

¹¹⁵ Mottatt dokumentasjon fra Investinor om bonusmodell 2015 og resultatbasert bonusberegning 2020.

¹¹⁶ Investinor (2022) Protokoll fra ordinær generalforsamling i Investinor AS.

¹¹⁷ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Investinor og Riksrevisjonen 05.05.2022.

medinvestorer, at de skal lede an i den bærekraftige omstillingen av norsk næringsliv, og at de skal være en foretrukket arbeidsplass.¹¹⁸ Den nye bonusordningen er basert på 3-års rullerende avkastning på realiserte investeringer. Investinor opplyser at modellen forsøker å glatte ut effekten av enkelthendelser, slik at bonusgrunnlaget blir mer langsiktig og mindre volatil.¹¹⁹

Nærings- og fiskeridepartementet vurderer at det er positivt at Investinors bonusordning skal stimulere til at selskapet oppnår en markedsmessig avkastning, fordi det er i tråd med selskapets mål og statens mål med eierskapet om høyest mulig avkastning over tid. Videre vurderer departementet at Investinors bonusordning er i tråd med statens retningslinjer for lederlønn, og at den synes å være fornuftig og i samsvar med eiers interesser. Departementet mener at det er en klar sammenheng mellom målene som ligger til grunn for den variable lønnen, og selskapets mål, og at bonusordningen derfor framstår som insentiverende og som reelt variabel.¹²⁰

Departementet vurderer videre at det er positivt at styret har utformet en bonusordning som i hovedsak er basert på oppnådd realisert avkastning, ettersom det er den realiserte avkastningen som betyr noe, ikke løpende opp- og nedjusteringer av balanseverdier. Det at bonusen først utløses når avkastningen er realisert, gir dessuten insentiver til å øke realiseringstakten i porteføljen. Ifølge departementet kan en bonus som er basert på realisert avkastning i det enkelte år, gi insentiver til å realisere flere dårlige investeringer i et år der det uansett ikke blir bonusutbetaling. I så fall vil man vente med å realisere gode investeringer til året etter for å oppnå netto positiv realisert avkastning og dermed bonus. Departementet mener imidlertid at det i praksis kan være vanskelig å gjennomføre realiseringer på denne måten, siden mulighetene for realisering påvirkes av blant annet markedet og medinvestorer. Departementet viser til at Investinor likevel forsøkte å bøte på bonusordningen som var basert på avkastning i det enkelte år, ved at 25 prosent av bonusen ble utbetalt det påfølgende året og forutsatte en positiv realisert avkastning også dette året.¹²¹

4.4 Avkastningen på Investinors direkteinvesteringer

I dette kapitlet viser vi avkastningen på Investinors direkteinvesteringer samlet, men fordelt på bransjer og sammenlignet med selskapets avkastningskrav og den faktiske avkastningen innenfor venturebransjen i Norden og i Europa.

4.4.1 Utviklingen i avkastningen på Investinors direkteinvesteringer

Figur 11 viser utviklingen i avkastningen på Investinors direkteinvesteringer før- og etter driftskostnader i perioden 2008–2021.

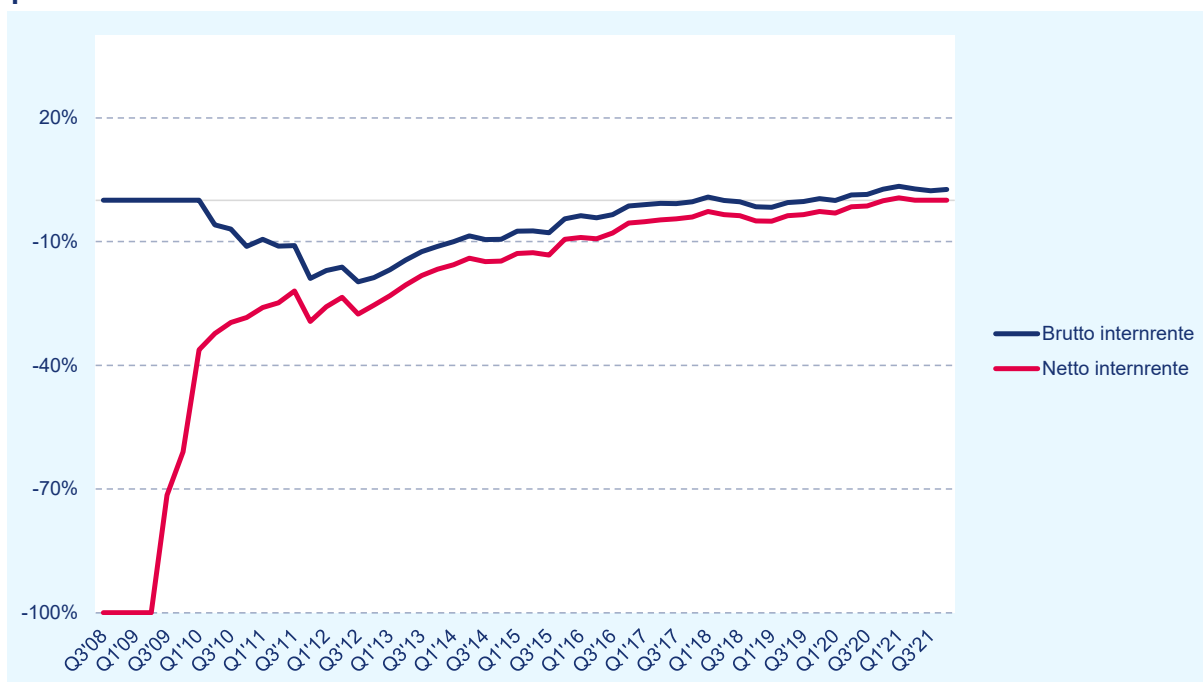
¹¹⁸ Investinor (2022) *Årsrapport 2021*, s. 9.

¹¹⁹ Investinor (2022) *Investinors bonusordning*. <<https://investinor.no/investinors-bonusordning/>> [Hentdato 05.09.2022]

¹²⁰ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹²¹ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

Figur 11 Utviklingen i avkastningen på Investinors direkteinvesteringer (internrente) i perioden 2008–2021



Kilde: Investinor

Det framgår av figur 11 at Investinors avkastning har vært negativ i nesten hele perioden 2008–2021 når driftskostnadene inkluderes i beregningen av avkastningen. Avkastningen utvikler seg imidlertid til å bli mindre negativ i perioden og er på null i 2021. Dette betyr at den samlede avkastningen for direkteinvesteringene over perioden 2008–2021 er på rundt 0 prosent. Investinors årlige bruttoavkastning for perioden 2008–2021 har vært på 2,7 prosent. Avkastningen er lavere enn både Investinors eget mål – en nettoavkastning på 10 prosent over tid¹²² – og eiers avkastningskrav.¹²³ Investinors avkastningsmål og eiers avkastningskrav er altså ikke innfridd for perioden 2008–2021.

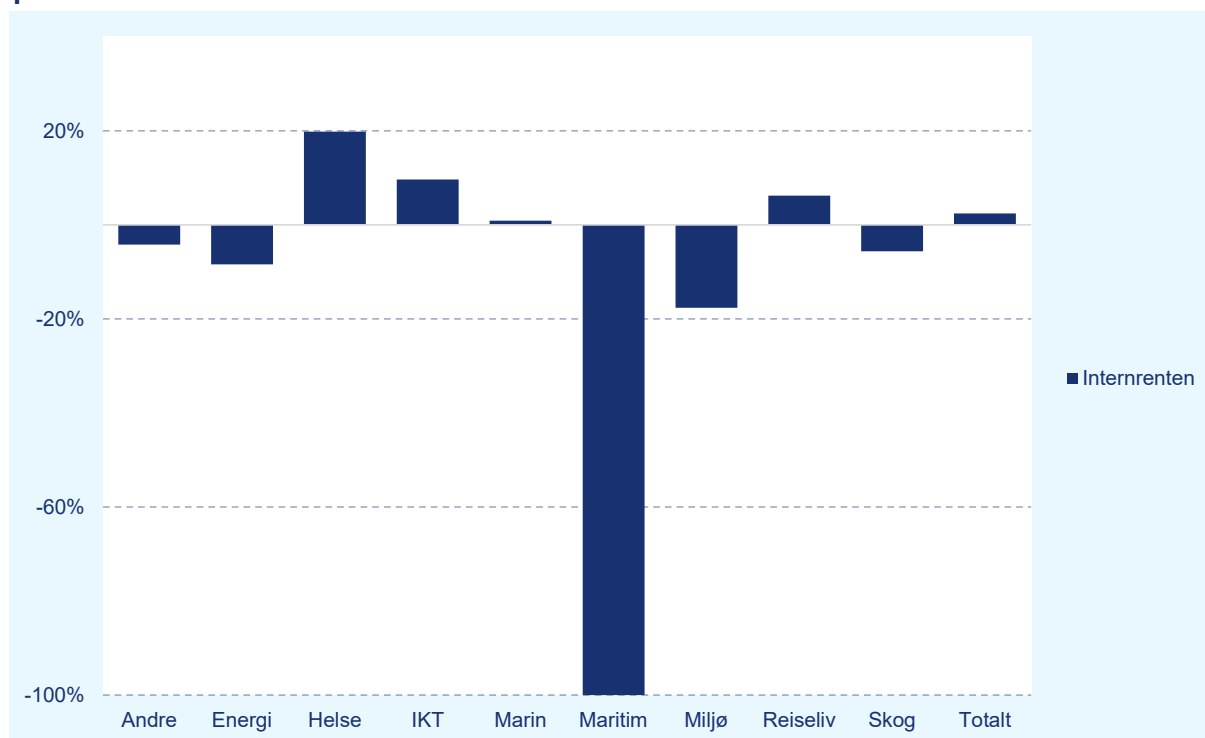
4.4.2 Avkastningen fordelt på sektorer

Avkastningen på Investinors direkteinvesteringer varierer betydelig mellom ulike sektorer.

¹²² Investinor (2008) *Forvaltningsinstruks for Investinor AS*. Sist endret 1.9.2020.

¹²³ Nærings- og fiskeridepartementet fastsetter avkastningskrav for selskaper med forretningsmessig drift (kategori 1 og 2) og deler dem med selskapene de eier. Avkastningskravet er ikke offentlig.

Figur 12 Avkastningen (internrente) per år før driftskostnader, fordelt på sektorer, perioden 2009–2021



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 12 viser Investinors bruttoavkastning fordelt på bransjer. Innenfor helsesektoren har selskapet en årlig bruttoavkastning på 20 prosent i perioden 2009–2021. Det er særlig én investering som har bidratt til den positive avkastningen, og dette er den investeringen som så langt har gitt høyest avkastning målt i kroner av alle Investinors investeringer. I perioden 2009–2021 investerte Investinor i totalt 14 selskaper innenfor helse. Ved utgangen av 2021 hadde Investinor solgt 3 av disse selskapene¹²⁴. Den samlede bokførteverdien av de 11 gjenværende selskapene overstiger det investerte beløpet, og bidrar til den positive avkastningen som vises i figuren.

Investinor har vedtektsfestet at 500 millioner kroner av den opprinnelige innskutte kapitalen skal investeres innenfor marin næringsvirksomhet, og at 500 millioner kroner skal investeres innenfor skogsektoren.¹²⁵ Avkastningen på selskapets investeringer innenfor marin sektor og skogsektoren var på henholdsvis ca. 1 prosent og minus 5,6 prosent for perioden 2009–2021. Investinor har så langt ikke realisert noen av investeringene innenfor skogsektoren. Det har gjort én realisering innenfor marin sektor – til et netto tap på 77,1 millioner kroner.

Fra og med 2013 var det en rekke sektorer Investinor ikke lenger hadde en føring om å prioritere. Innenfor sektorene energi, maritim, miljø, reiseliv og andre er faktisk brutto avkastning lavere enn både eiers og Investinors avkastningskrav. Investeringene innenfor maritim har gitt den svakeste avkastningen, med en negativ avkastning på nesten 100 prosent. Innenfor reiseliv har Investinor oppnådd en avkastning på om lag 6,2 prosent. I denne sektoren har selskapet investert i totalt tre bedrifter; den siste realiseringen ble gjort i 2018.

IKT er den bransjen Investinor har investert mest i, målt i både kroner og antall selskaper. Ved utgangen av 2021 hadde Investinor avhendet 12 selskaper, og de har nå 28 gjenværende i porteføljen. Når det gjelder selskapene som er solgt, har den samlede avkastningen vært negativ før driftskostnader. Den urealiserte avkastningen er positiv for de gjenværende IKT-selskapene (se tabell 1). Hvis vi ser på alle

¹²⁴ Investinor har fortsatt eierandeler i Calliditas. Mesteparten av eierandelen ble solgt i 2020 og selskapet er regnet som solgt og inngår blant de tre solgte.

¹²⁵ Investinor (2021) Vedtekter.

investeringene Investinor har gjort innenfor IKT i perioden 2009–2021, er avkastningen 9,7 prosent. Avkastningen har bidratt til å øke den samlede avkastningen for alle direkteinvesteringene.

4.4.3 Investinors gevinster og tap fordelt på satsingsområder før driftskostnader

Viktige verdidrivere i Investinor er tilgang på attraktive investeringsmuligheter, velge de riktige porteføljebedriftene å investere i, utøve et verdiøkende, aktivt eierskap i porteføljebedriftene i eierfasen, avdekke risiko i porteføljebedriftene og håndtere denne risikoen, samt å gjennomføre avhending av porteføljebedrifter til en høy salgsverdi. Investinors realiserte tap på salg av porteføljebedrifter er større enn gevinstene i perioden 2009–2021. Dette underkapittelet viser realisert og urealisert gevinst før driftskostnader.

Tabell 1 Oversikt over renter, utbytte og realiserte gevinster og tap på Investinors porteføljeselskaper¹²⁶
Oversikt per utgangen av 2021 – direkteinvesteringer i perioden 2009–2021

Beløp i millioner kroner	Solgte			Gjenværende portefølje			
Sektor	Antall selskaper	Investert beløp	Realisert gevinst/tap	Antall selskaper	Investert beløp	Urealisert gevinst/tap*	Virkelig verdi
Andre	1	43,1	−42,8	1	12,4	25,0	37,4
Energi	5	174,0	25,9	10	425,8	−226,6	195,0
Helse	3	158,6	461,8	11	363,9	206,5	570,3
IKT	12	192,1	−4,8	28	1 249,2	778,9	2 023,9
Marin	1	87,3	−77,1	5	293,1	101,8	351,9
Maritim	2	358,9	−356,1	0	0,0	0,0	0,0
Miljø	5	350,2	−282,9	2	80,8	−10,1	26,8
Reiseliv	3	190,7	81,5	0	0,0	0,0	0,0
Skog	0	0,0	0,0	4	262,7	−61,1	201,6
Sum solgte	32	1 554,8	−194,5				
Sum gjenværende	61	2 687,8	814,4				3406,9
Totalt	93	4 242,6	619,9				

Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

* Urealisert gevinst/tap inkluderer mottatte renter, utbytte og eventuelle delrealiseringer, men disse størrelsene inngår ikke i tabellen.

Tabell 1 viser at Investinors netto realiserte tap ved salg av porteføljebedrifter var 194,5 millioner kroner i perioden 2009–2021. Fra fondets oppstart og fram til utgangen av 2021 avhendet Investinor 32 bedrifter. Selskapet hadde investert omtrent 1,55 milliarder kroner i de avhendede bedriftene; og de største andelene var investert innenfor sektorene maritim og miljø.¹²⁷

¹²⁶ Investerte beløp er justert for tilbakebetaling av lån. Realisert og urealisert gevinst/tap inkluderer mottatte renter på lån, utbytte og delrealiseringer. Dette medfører at differansen mellom virkelig verdi og investert beløp ikke nødvendigvis tilsvarer urealisert gevinst/tap.

¹²⁷ Investinor hadde fortsatt en gjenværende aksjepost i ett av selskapene ved utgangen av 2021 til en verdi av 14,6 millioner kroner. Dette beløpet inngår i bokført verdi til gjenværende portefølje, noe som vil si at det ikke er tatt med i samlet realisert tap.

Ved utgangen av 2021 hadde Investinors gjenværende portefølje en anslått virkelig verdi på 3 406,9 millioner kroner. I perioden 2009–2021 mottok selskapet totalt omkring 48 millioner kroner i renter på lån og 93 millioner kroner i utbytte fra porteføljebedriftene.¹²⁸

Når det gjelder de gjenværende porteføljebedriftene, er den bokførte verdien høyere enn det investerte beløpet. Investinor hadde ved utgangen av 2021 en samlet urealisert gevinst på 814,4 millioner kroner for de 61 gjenværende bedriftene. På samme tid utgjorde den realiserte og den urealiserte gevinsten om lag 619,9 millioner kroner for Investinors totalt 93 porteføljebedrifter.

For de selskapene som ble solgt i perioden fram til og med utgangen av 2021, fikk Investinor realisert gevinst for 8 av de 32 selskapene. For de 24 resterende selskapene fikk Investinor igjen beløpet de hadde investert eller mindre. Blant de åtte selskapene som ble solgt med gevinst, er det likevel bare fire selskaper som tilfredsstiller Investinors eget avkastningskrav.¹²⁹

Nærings- og fiskeridepartementet viser til at et vanlig avkastningsmål er hvor mange ganger selskapet får igjen pengene på investeringene sine (ROIx). Et relevant mål for Investinor er at de får igjen to–tre ganger kapitalen de investerer i de enkelte porteføljeselskapene. Investinor har så langt oppnådd en ROIx på mer enn 2 for kun 3 av de 32 solgte selskapene. Når det gjelder de 59 selskapene som skal avhendes framover, forventer Investinor at de vil oppnå en ROIx på mer enn 2 for 26 av disse. Ifølge departementet er det imidlertid usikkert om de vil innfri denne forventningen.¹³⁰

4.4.4 Investinors avkastning og avkastningen til andre venturefond i Europa

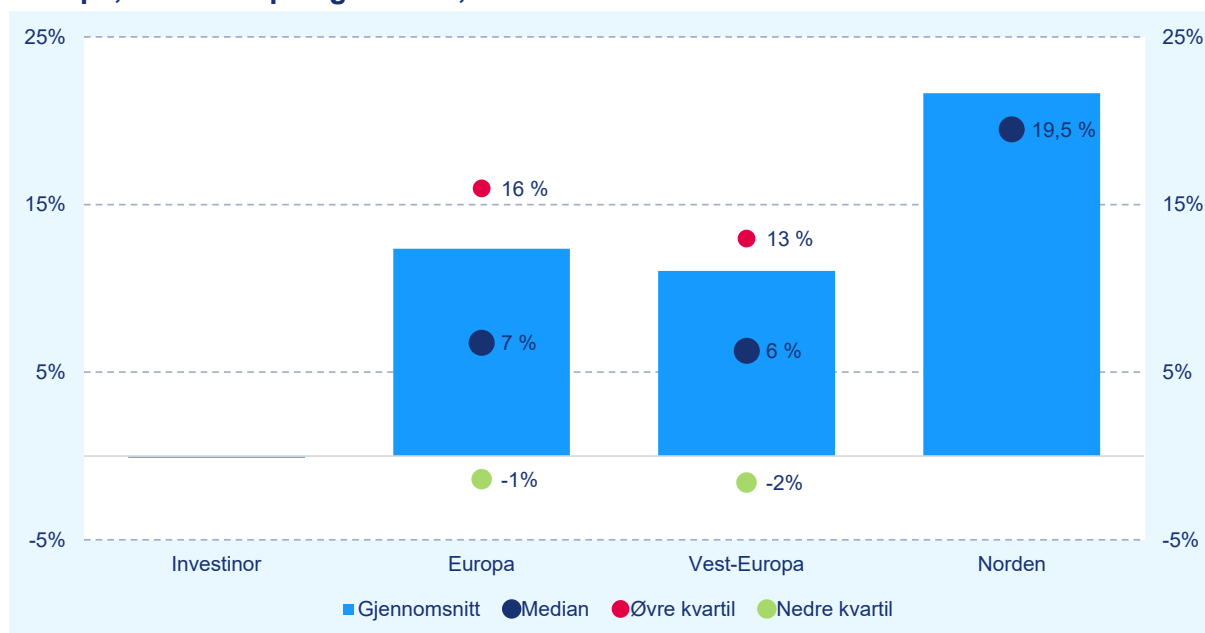
I det følgende viser vi Investinors avkastning og avkastningen andre venturefond har oppnådd gjennom investeringer i henholdsvis Europa, Vest-Europa og Norden i perioden 2009–2019. Venturefondene i Europa, Vest-Europa og Norden for øvrig kan imidlertid ha en noe annen karakter enn Investinor, ved at de investerer i mer modne selskaper og har kortere levetid. De kan også ha mindre begrensninger hva gjelder eierandel, sektor og geografi, jf. kapittel 2.1.

¹²⁸ Mottatt dokumentasjon fra Investinor om kontantstrøm per selskap i perioden 2009–2021.

¹²⁹ Fire selskaper har oppnådd en internrente på 10 prosent eller mer før driftskostnader. Investinor kan ikke bryte ned kontantstrømmer per enkelt selskap i porteføljen, men det er vurdert at en internrente på 10 prosent eller mer vil tilfredsstille det samlede avkastningskravet for porteføljen.

¹³⁰ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

Figur 13 Investinors avkastning sammenlignet med årlig avkastning innenfor venture i Europa, Vest-Europa og Norden, målt ved internrenten etter driftskostnader



Kilde: Investinor, Argentum

Figur 13 viser Investinors avkastning og avkastningen til andre fond som ble opprettet i Europa, Vest-Europa og Norden for øvrig i perioden 2009–2019. Investinor hadde ingen avkastning i perioden og en vesentlig lavere avkastning enn gjennomsnittet for andre europeiske venturefond. Avkastningen for europeiske venturefond er for øvrig i gjennomsnitt høyere enn Investinors eget avkastningskrav på 10 prosent.

Det er imidlertid stor variasjon i avkastningen for venturefond i Europa. Den samlede medianavkastningen for 342 fond i Europa var på 6,75 prosent (årlig internrente) i perioden 2009–2019. Gjennomsnittsavkastningen var henholdsvis 12,4 prosent og 11 prosent for Europa og Vest-Europa.¹³¹ Når det gjelder øvre kvartil, var fondenes avkastning vesentlig høyere i den samme perioden, mens den var negativ for nedre kvartil. Det betyr at det er en del fond i Europa og Vest-Europa som har oppnådd svakere avkastning enn Investinor.¹³² Disse fondenes avkastning inkluderer både realisert avkastning på avsluttede investeringer og urealisert avkastning på gjenværende investeringer.

4.4.5 Avkastningen innenfor delperioder

Investinor har ikke en tidsavgrensning til sammenligning fra det som er vanlig blant private venturefond. I dette delkapittelet har vi delt inn avkastningen for å se hvordan den har vært innenfor tre ulike delperioder.

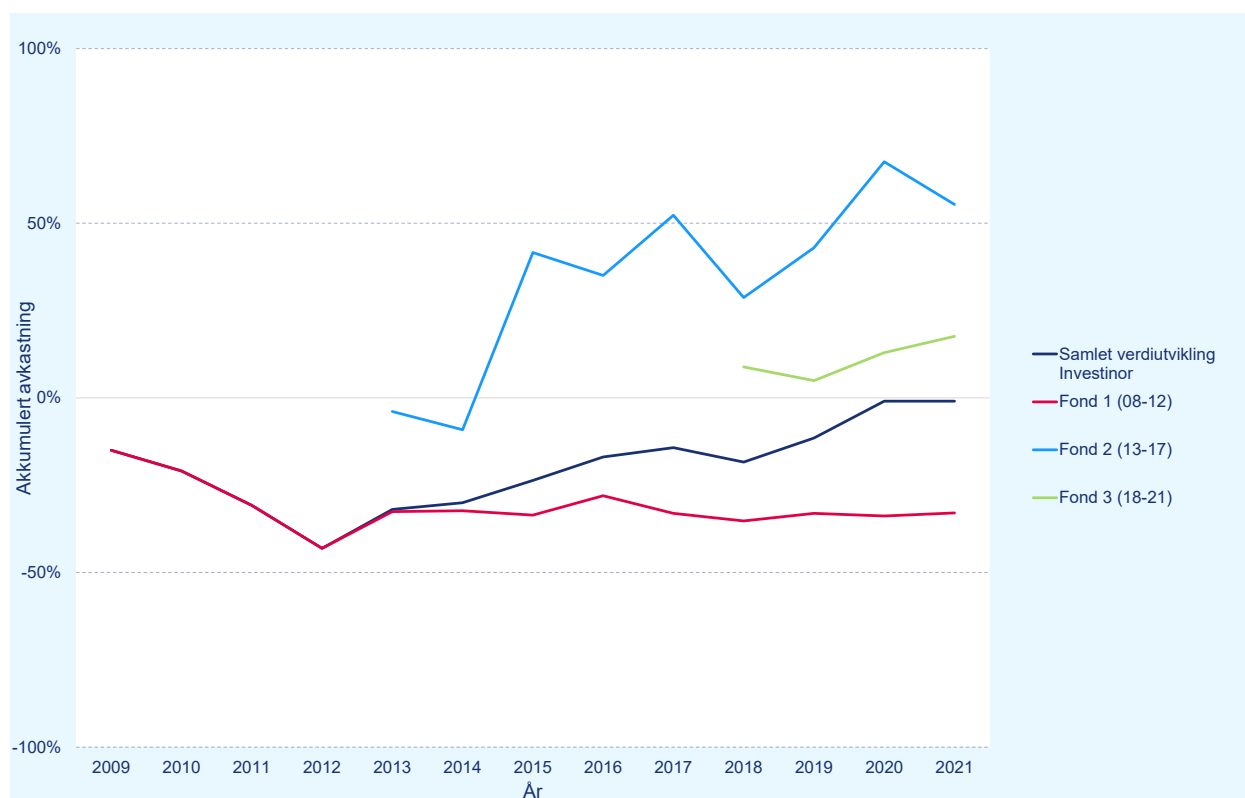
I det følgende viser vi avkastningen innenfor tre delperioder som vi kaller for henholdsvis fond 1, fond 2 og fond 3:

- Fond 1 inneholder de selskapene som Investinor investerte i for første gang i perioden 2008–2012.
- Fond 2 inneholder de selskapene som Investinor investerte i for første gang i perioden 2013–2017.
- Fond 3 utgjør de selskapene som Investinor investerte i for første gang i perioden 2018–2021.

¹³¹ Hvert fond vektet likt uavhengig av størrelse.

¹³² Mottatt dokumentasjon fra Argentum med oversikt over avkastning i venturekapitalmarkedet 2009–2019.

Figur 14 Investinors akkumulerte netto avkastning i perioden 2009–2021 for tre delperioder



Kilde: Investinor

Figur 14 viser netto akkumulert avkastning for Investinors direkteinvesteringer over perioden 2009–2021 fordelt på tre perioder. Y-aksen viser den prosentvise avkastningen samlet sett og for de tre fondene. Investinor har investert mest i bedriftene som inngår i fond 1. Samlet over perioden 2009–2021 utgjør fond 1 mer enn halvparten av det investerte beløpet på totalt 4967,6 millioner kroner.¹³³ Fond 2 og fond 3 utgjør henholdsvis 29 og 13 prosent av totalt investert beløp etter driftskostnader. Fond 1 har hatt en akkumulert avkastning på –33 prosent og påvirket den samlede akkumulerte avkastningen med –19 prosent, mens fond 2 har hatt en akkumulert avkastning på 55 prosent og fond 3 har hatt en akkumulert avkastning på 18 prosent og stått for 16 prosent og 2 prosent av den totale avkastningen fratrasket driftskostnader.

Fond 1 har heller ikke utviklet seg i tråd med den forventede verdiutviklingen til Investinor. Ved utgangen av 1. kvartal 2015 forventet Investinor at 19 av selskapene som det ble investert i første gangen i perioden 2009–2012 skulle kunne selges for i underkant av 3 milliarder kroner innen utgangen av 2019. Ved utgangen av 2021 utgjorde den bokførte verdien og salgssummene for selskapene 1,6 milliarder kroner. I tillegg var det gjennomført betydelig større oppfølgingsinvesteringer i disse selskapene enn planlagt.

Det ble investert i 33 selskaper i fond 1 og nettoavkastningen er anslått å være –6,6 prosent over hele perioden, 2008–2021 målt ved internrenten. Av de 33 selskapene er 21 solgt så langt med et samlet realisert tap på 636 millioner kroner før driftskostnader. Fond 1 inkluderer blant annet investeringer som er gjort i sektorene marin, maritim og miljø, hvor det er realisert store tap. Ved utgangen av 2021 hadde Investinor investert om lag 2,4 milliarder kroner i selskapene som inngår i fond 1. De investerte 1,287 milliarder kroner i perioden 2009–2012, og ved utgangen av 2012 var nettoavkastningen for disse investeringene på –623 millioner kroner. I perioden 2013–2021 investerte de ytterligere 1,114 milliarder

¹³³ Beløpet inkluderer driftskostnader på om lag 668 millioner kroner.

kroner i disse selskapene. Samtidig forverret nettoavkastningen seg ytterligere med –327 millioner kroner i denne perioden. Dette innebærer at nettoavkastningen over hele perioden, 2009–2021, er om lag –950 millioner kroner.¹³⁴ Ved utgangen av 2021 hadde Investinor investert 1 041 millioner kroner i de 12 gjenværende selskapene, som hadde en bokført verdi på til sammen 1 120 millioner kroner. I løpet av eierperioden har Investinor mottatt til sammen 91 millioner kroner i form av renter, delrealiseringer og utbytter. Den urealiserte gevinsten for disse bedriftene var derfor 170 millioner kroner ved utgangen av 2021, før driftskostnader.¹³⁵

Investeringene i fond 2, som ble gjort i perioden 2013–2017, har derimot en positiv avkastning. Investinor investerte i 32 selskaper i denne perioden, og av disse er 9 solgt så langt. Nettoavkastningen er anslått å være 12,2 prosent over hele perioden, 2013–2021. Samlet realisert gevinst for de solgte selskapene er 454 millioner kroner før driftskostnader. Avkastningen for investeringer som tilhører fond 2, påvirkes særlig positivt av én enkeltinvestering i helsesektoren som ble realisert i 2020. I perioden 2013–2021 investerte Investinor til sammen 1,28 milliarder kroner i de 32 selskapene. Nettoavkastningen utviklet seg som sagt positivt i perioden og var anslagsvis på 788 millioner kroner ved utgangen av 2021.

Investeringene i fond 3, som ble gjort i perioden 2018–2021, har også en positiv nettoavkastning på anslagsvis 9,4 prosent. Det ble investert i 28 selskaper i denne perioden, og 2 av disse er solgt så langt. Det samlede realiserte tapet for de solgte selskapene er 12,7 millioner kroner før driftskostnader. I perioden 2018–2021 investerte Investinor til sammen 624 millioner kroner i de 28 selskapene. Nettoavkastningen ved utgangen av 2021 ble anslått å være 116 millioner kroner.

Når vi ser perioden 2008–2021 under ett, var den samlede nettoavkastningen for fond 1, 2 og 3 negativ med 46 millioner kroner ved utgangen av 2021. Målt ved internrenten er den årlige avkastningen om lag 0 prosent over perioden.¹³⁶

4.5 Utviklingen i Investinors porteføljebedrifter

I kapitlet tar vi for oss Investinors investeringsprosess. Videre sammenligner vi den faktiske utviklingen i selskapets porteføljebedrifter med prognosene.

4.5.1 Investinors prognoser og faktiske utvikling i porteføljebedriftenes inntekter, driftsresultat og verdier

Hovedrisikoen ved Investinors virksomhet er knyttet til erverv og utvikling av selskaper i investeringsporteføljen. Nye investeringsmuligheter og eksisterende porteføljeselskaper er ofte i en tidlig utviklingsfase, og har ofte høyere kostander enn inntekter. Tilfanget av investeringsmuligheter er dessuten variabelt. Samtidig er det usikkert hvilke investeringsmuligheter som har potensial for suksess, særlig når det gjelder selskaper som befinner seg i tidligfasen eller venturefasen. Investinor investerer kun i et fåtall av investeringsmulighetene de kartlegger, jf. kapittel 4.1 om Investinors investeringsprosess. Det er avgjørende at Investinor velger riktige investeringsmuligheter og kjøper dem til riktige inngangsverdier. Videre er det viktig, at Investinor utøver et godt eierskap og utvikler selskapene i eierperioden.¹³⁷

Investinor utarbeider prognoser for utviklingen i inntektene, driftsresultatene og verdiene i porteføljebedriftene. Ifølge Investinor er det viktig at prognoser for omsetning og resultat på selskapsnivå skal fungere som et operativt styringsverktøy – primært for forvalterne og administrerende direktør i den løpende oppfølgingen av investeringsvirksomheten. Når det gjelder ventureinvesteringer, skal de få vellykkede investeringene berge de mange mislykkede. Prognoser for tidligfaseinvesteringer er derfor

¹³⁴ Investinor (2022) *Forvaltningsrevisjon av Investinor – Innspill til revisjonen*, 12.05.2022.

¹³⁵ Kontantstrøm tall innhentet fra Investinor. Investeringene er justert for eventuelle tilbakebetalinger av lån.

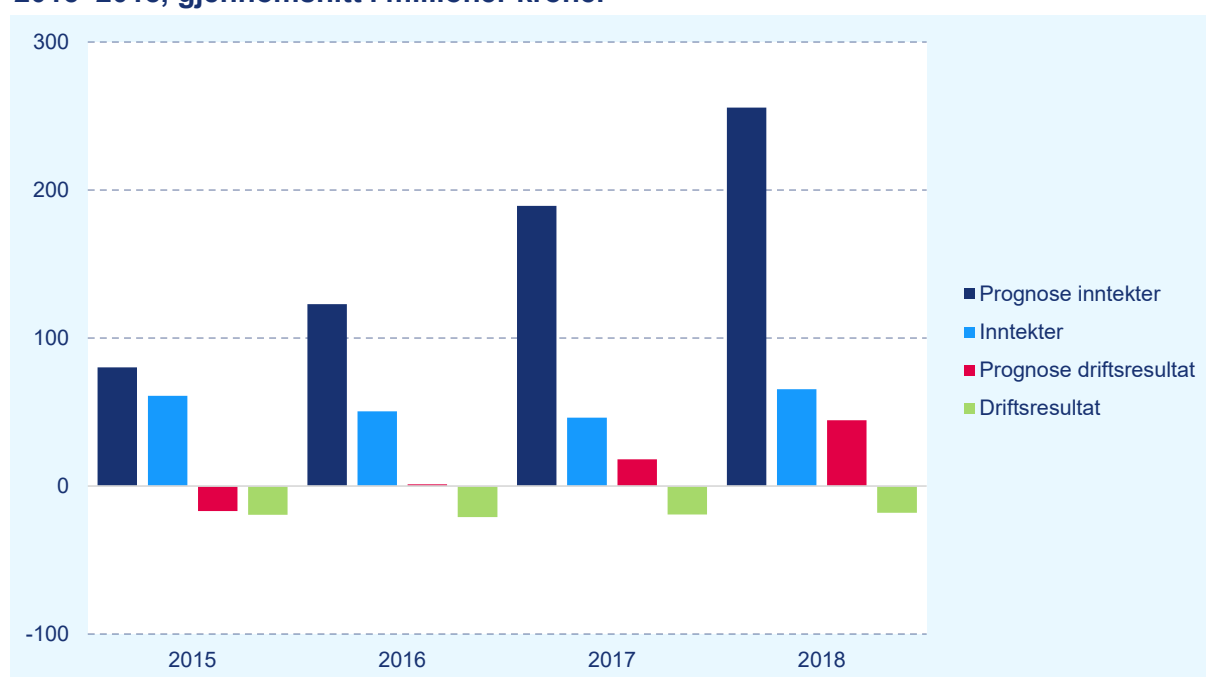
¹³⁶ Investinor (2022) *Forvaltningsrevisjon av Investinor – Innspill til revisjonen*, 12.05.2022.

¹³⁷ Investinor (2021) *Arsrapport 2020*, s. 50.

usikre og dette er en iboende usikkerhet for hele bransjen. Det gjør det naturlig at prognosene for mange selskaper ikke stemmer. Styringen handler derfor i stor grad om hvordan Investinor reagerer på avvikene.¹³⁸ Investinor mener at prognosene er viktige og nyttige i styringen selv om det faktiske utfallet for den enkelte bedrift ofte vil være forskjellig fra prognosen.¹³⁹

Deler av prognosedataene inngår i beslutningsgrunnlaget til styret i Investinor ved investeringsbeslutninger. Slike data inngår også i informasjonen styret mottar om statusoppdateringer for porteføljebedriftene. I statusoppdateringene får de blant annet informasjon om verdien av og avkastningspotensialet for porteføljebedriftene sammen med forventet salgstidspunkt.¹⁴⁰ Investinor har også delt denne informasjon med eier i kvartalsmøter om forventet avkastning og salgstidspunkt for investeringsporteføljen.¹⁴¹

Figur 15 Prognose for og faktisk utvikling i inntekter og driftsresultat (EBIT) i perioden 2015–2018, gjennomsnitt i millioner kroner



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 15 viser Investinors prognoser og den faktiske utviklingen med hensyn til inntekter og driftsresultatet for 23 selskaper Investinor hadde investert i ved utgangen av første kvartal 2015. Prognosene og den faktiske utviklingen er sammenlignet for perioden 2015–2018. Selskapenes inntekter kommer i hovedsak fra salg av de varene eller tjenestene selskapet tilbyr, men en del forskningsstøtte kan også inngå som inntekter. Kostnadene består av hvor mye det koster å fremskaffe varene eller tjenestene selskapet tilbyr. I kostnadene inngår lønn til ansatte og eventuelt innleide konsulenter, samt øvrige driftskostnader.

Det framgår av figur 15 at selskapenes faktiske inntekter og driftsresultat har vært lavere enn Investinors prognoser for perioden 2015–2018. Prognosen for inntektene økte fra 80,1 millioner kroner i 2015 til 255,8 millioner kroner i 2018, mens de faktiske inntektene ble 60,9 millioner kroner i 2015 og 65,4 millioner kroner i 2018. Prognosen for driftsresultatet økte fra –17 millioner kroner i 2015 til 44,4 millioner kroner i 2018, mens det faktiske driftsresultatet ble –19,5 millioner kroner i 2015 og –18,1 millioner kroner i 2018. Inntektsveksten i den samme perioden var i gjennomsnitt på 7 prosent, mens den forventede

¹³⁸ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Investinor og Riksrevisjonen 05.05.2022.

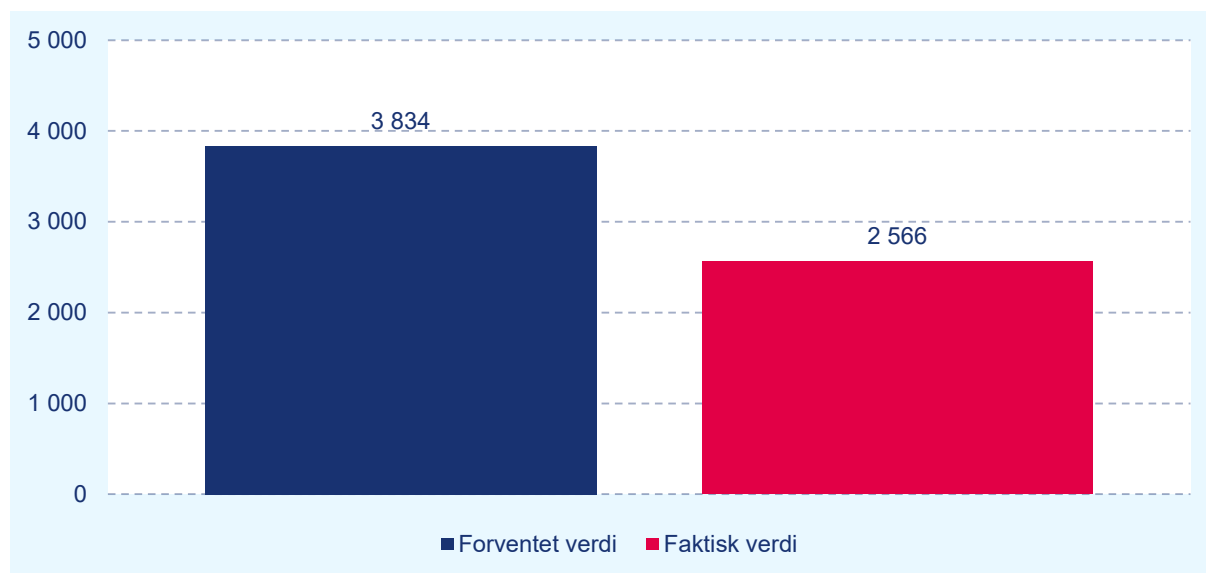
¹³⁹ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Investinor og Riksrevisjonen 05.05.2022.

¹⁴⁰ Investinor (2022) Forvaltningsrevisjon av Investinor – Innspill til revisjonen, 12.05.2022.

¹⁴¹ Kvartalsmøter mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor, og presentasjoner fra Investinor for årene 2015–2020.

inntektsveksten var på over 200 prosent. Faktiske inntekter utgjorde om lag 25 prosent av prognosen ved utgangen av 2018.

Figur 16 Forventet verdi og bokført verdi på porteføljebedrifter ved utgangen av 2021, i millioner kroner



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 16 viser den samlede prognosen for de 23 selskapene Investinor hadde utarbeidet prognoser for per første kvartal 2015, og den bokførte verdien for de samme selskapene ved utgangen av 2021. Investinor forventet i 2015 at disse selskapene skulle være solgt innen utgangen av 2021. Prognosen fra 2015 viser hvilken verdi Investinor forventet å selge porteføljebedriftene for. Den bokførte verdien ved utgangen av 2021 er summen av den faktiske salgssummen for de solgte selskapene og den regnskapsmessige verdien av selskapene som fortsatt ikke var solgt.

Investinor forventet i 2015 at de skulle investere ytterligere 280 millioner kroner i selskapene fram til de forventede salgstidspunktene, og at porteføljebedriftene skulle selges for i underkant av 4 milliarder kroner. Fram til de planlagte salgsdatoene, hadde Investinor tilført disse bedriftene mer enn 700 millioner kroner i oppfølgingsinvesteringer. I 2021 var 8 selskaper blitt solgt for til sammen 982 millioner kroner, mens 15 ennå ikke var solgt. Til sammen utgjorde verdien av de solgte og de ikke-solgte selskapene om lag 2,7 milliarder kroner ved utgangen av 2021.¹⁴² Dette betyr at den bokførte og realiserte verdien av disse selskapene ved utgangen av 2021 var omtrent 1,2 milliarder kroner lavere enn hva Investinor forventet da de utarbeidet prognosen. Videre hadde selskapet ved utgangen av 2021 investert nesten 700 millioner kroner mer enn hva som var forventet. Hvis vi regner med investeringene og justerer verdien, utgjorde verdien av selskapene omtrent halvparten av hva som var forventet.

Utfallet av analysen endres lite ved å bytte ut sluttåret 2021 med de forventede salgstidspunktene, verdien av porteføljen utgjør da i underkant av halvparten av forventet verdi når det ikke justeres for investeringer fram til forventet salgstidspunkt. På dette tidspunktet hadde Investinor investert om lag 468 millioner kroner mer enn forventet i selskapene. Planlagt salgstidspunkt varierer blant bedriftene som inngår i prognosen, noe vi ser i figur 17. Et flertall av selskapene ble ikke solgt i tråd med de planlagte salgstidspunktene.¹⁴³

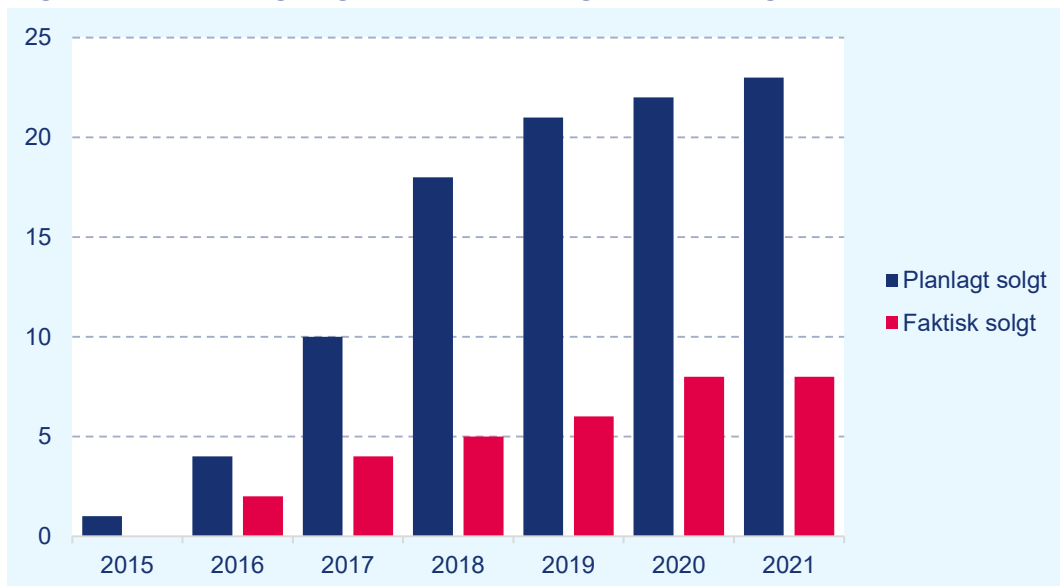
¹⁴² Beløpet inkluderer delrealiseringer, utbytter og renter for selskapene som ikke er solgt.

¹⁴³ Vi har gjort analyse på forventet verdi sammenlignet med faktisk verdi på ulike salgstidspunkt, men dette endrer ikke på utfallet av analysen.

4.5.2 Sammenligning av forventede salgstidspunkter mot faktiske salgstidspunkter

Da Investinor ble opprettet, ble det vedtatt at selskapet skulle ha et langsiktig perspektiv på investeringene, og ha en klar strategi for å avhende porteføljebedriftene.

Figur 17 Sammenligning av forventede og faktiske salg, akkumulerte tall

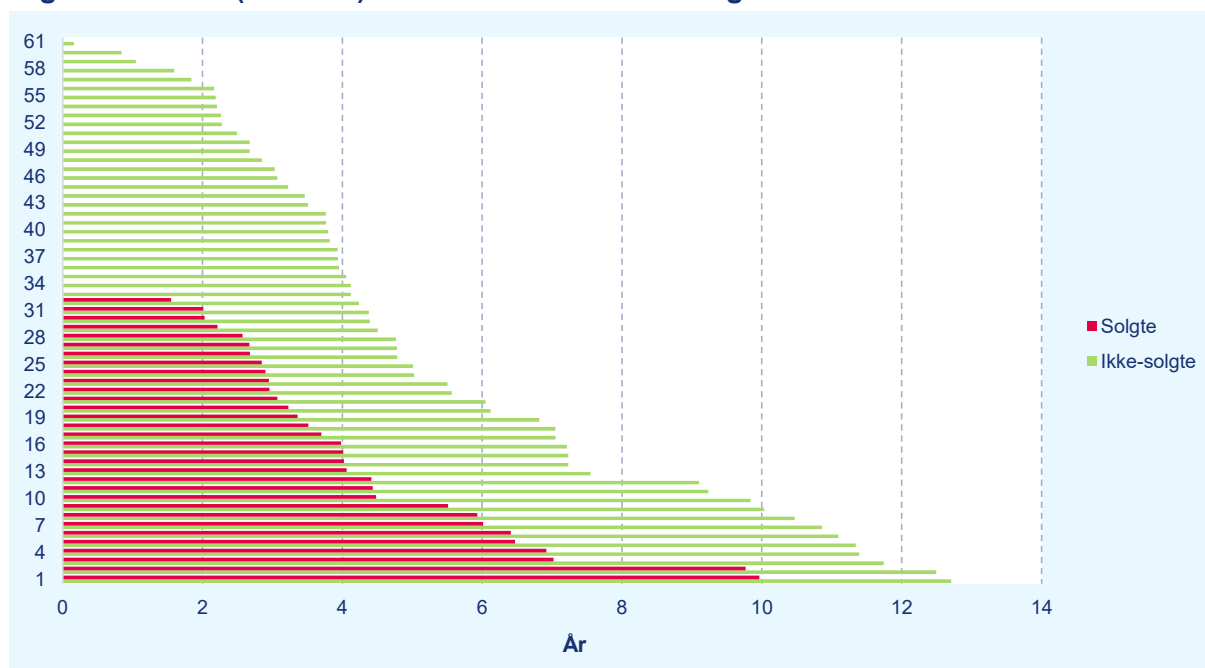


Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 17 viser hvor mange selskaper Investinor forventet å ha solgt ved utgangen av hvert år fram til og med utgangen av 2021. Det var forventet at alle de 23 selskaper skulle være solgt innen utgangen av februar 2021.¹⁴⁴ Investinor forventet at 18 av de 23 selskapene skulle være solgt innen utgangen av 2018, mens de faktisk solgte 5 selskaper. Ved utgangen av 2021 var 8 av 23 selskaper solgt. Tre av de solgte selskapene ble solgt før det planlagte salgstidspunktet, mens to ble solgt innenfor det planlagte salgsåret. Tre av selskapene ble solgt mer enn to år etter planlagt salgstidspunkt.

¹⁴⁴ Mottatt dokumentasjon fra Investinor om prognoser for investeringer.

Figur 18 Eiertid (antall år) for Investinors investeringer



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 18 viser Investinors eiertid i de solgte selskapene og de gjenværende selskapene ved utgangen av 2021. Selskapene Investinor har og er investert i framgår på y-aksene, mens antall år siden første investering i selskapet framgår på x-aksene. Figuren viser at Investinor har eid 14 selskaper i 9 år eller mer. Ved utgangen av 2021 eier Investinor 12 av de selskapene som de investerte i for første gang i perioden 2009–2012, mens to av selskapene er solgt, i 2019 og 2020.

Investinor investerer i selskaper som er i en tidlig fase i utviklingsløpet. De fleste investeringene vil derfor innebære stor usikkerhet med tanke på hvor lang tid kommersialiseringsfasen og eventuelt internasjonaliseringsfasen tar. Ifølge Investinor er det sjelden et selskap utvikler seg nøyaktig etter planen fordi markedene gjerne endrer seg. For eksempel kan kundenes behov og ikke minst konkurransebildet endre seg, noe som etter Investinors syn påvirker omsetningen. Ved forsinkelser eller endringer i negativ retning vil omsetningsveksten påvirkes, noe som igjen kan føre til at finansieringsbehovet øker.

Selv om Investinor kan bruke enda flere ressurser på prognosearbeid, preger den iboende usikkerheten og optimismen blant oppstartsselskaper analysearbeidet hos alle ventureinvestorer. Det som er viktig for Investinor, er at prognosene for omsetning og resultat på selskapsnivå er et operativt styringsverktøy, primært for forvalterne og administrerende direktør i den løpende oppfølgingen av investeringsvirksomheten. Prognosene er interne i Investinor og deles ikke med Nærings- og fiskeridepartementet. Investinor har delt informasjon om selskaper som skal avhendes, til departementet i eierdialogen, men få av de planlagte avhendingene har blitt realisert. Investinor viser til at det var en fase hvor de trodde at det skulle være mulig å få solgt flere selskaper i 2021, men at de ikke klarte å selge så mange som planlagt. Ifølge Investinor må de ha mange selskaper på avhendingslisten, slik at sjansen blir større for å kunne avhende noen. Videre påpeker Investinor at en rekke faktorer utenfor deres kontroll kan påvirke salget av selskaper, og at det gjør salgsplanene for når selskapene kan selges usikre. Investinor vil heller ikke selge ved et for lavt bud, da det vil kunne bidra til å svekke målsettingen om høyest mulig avkastning. Det er en utfordring for Investinor å kommunisere usikkerheten på en god nok måte. Investinor informerte om at det er full åpenhet om det de holder på med, usikkerhetsmomentene og

forutsetningene. Ifølge Investinor er prognosene beste tilgjengelige informasjon på tidspunktet det blir formidlet til eier og styret, og det ligger derfor realisme i det de formidler til eier og styret.¹⁴⁵

Når Investinors porteføljebedrifter ikke utvikler seg i tråd med prognosene, undersøker Investinor om det er noe fundamentalt galt med bedriften – og om de kan gjøre noen grep for å forbedre utviklingen – eller om det skyldes markedet og utenforliggende faktorer. Investinor undersøker også om det er feil på produktet. De vurderer for eksempel om prototypen har feilet, om det tar det lang tid før en eventuell ny prototype er klar, og om dette kan være en grunn til at selskapet ikke får omsetning.¹⁴⁶

Departementet mener at Investinor kunne rapportert mer om porteføljeselskapenes utvikling i Investinors eiertid og hvordan disse bedriftene utvikler seg sammenlignet med for eksempel lignende eller alternative selskaper eller grupper av selskaper.¹⁴⁷

Departementet forteller at de vurderer informasjon de får fra Investinor løpende, og at de har stilt spørsmål ved realismen i informasjonen. Ifølge departementet er antallet salg av selskaper i Investinor relativt lavt, og de opplyser at de har utfordret Investinor mye med hensyn til dette de siste årene. Departementet påpeker at Investinor ikke leverer på prognosene som selskapet selv har presentert i kvartalsmøter. Derfor har departementet bedt om å få flere detaljer om Investinors salgsplaner og spurt om selskapet har nok ressurser og kompetanse. Ifølge departementet er det viktig at Investinor har høye ambisjoner, og departementet mener at det ville vært mer urovekkende dersom selskapet la fram planer der de ikke planlegger for en del salg. Videre mener departementet at informasjonen de har mottatt fra Investinor ikke har påvirket hvordan de vurderer selskapets måloppnåelse. Departementet understreker at de er klar over at unoterte selskaper har et forbundet med stor usikkerhet og høy risiko. De viser til at selskaper som ønsker finansiering ofte er meget optimistiske, og at Investinor ofte må endre prognosene de har presentert for å stille mer realistiske prognoser. Departementet påpeker at det er en høy andel selskaper som ikke klarer seg i venturemarkedet, og at prognosene typisk er mer optimistiske enn hva realitetene tilsier.¹⁴⁸

4.5.3 Internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter

Investinor oppgir at en internasjonalt orientert konkurranse dyktig bedrift er en bedrift med solid veksttakt, konkurransekraft og salg til utlandet. Disse faktorene suppleres med kvantitative indikatorer som eksportinntekter, internasjonal bemanning og eventuelt et internasjonalt kontor og kapital innhentet fra internasjonale investorer. Sentrale milepæler er selskapets vekst og veksttakt, og hvorvidt disse følger Investinors prognoser for selskapet.

Videre oppgir Investinor at det vil være forskjell i ulike sektorer hvordan en internasjonalt orientert konkurransedyktig bedrift defineres. Et selskap kan være utpreget internasjonalt orientert, selv om det har få eller ingen inntekter fra utlandet. Dette kan for eksempel være selskap med svært lange utviklingsløp og få eller ingen inntekter. I slike tilfeller vil Investinor legge andre indikatorer til grunn, for eksempel investornettverk, antatte konkurransefortrinn globalt og tilgang til internasjonale klynger og rådgivere. Investinor opplyser også om at det kan være tilfeller hvor hjemmemarkedet er både stort og utpreget internasjonalt, slik som blant annet oppdrettsnæringen og petroleumsindustrien.

Investinor trekker fram åtte eksempler på selskaper som de anser som internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter. Fellesnevneren for selskapene som blir trukket fram, er at de har blitt solgt til internasjonale investorer eller har innhentet kapital fra internasjonale investorer. To av selskapene har en stor eksportandel eller har store kunder i flere europeiske land, mens to andre har tiltrukket seg betydelig kapital fra profesjonelle internasjonale investorer. På den måten har de bekreftet sin

¹⁴⁵ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Investinor og Riksrevisjonen 05.05.2022

¹⁴⁶ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Investinor og Riksrevisjonen 05.05.2022

¹⁴⁷ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁴⁸ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Riksrevisjonen 09.05.2022.

internasjonale kapasitet. Et femte selskap opererer i et marked i Norge som er både stort og utpreget internasjonalt.

Av de åtte selskapene som Investinor trekker fram som internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter er tre avhendet. To av selskapene tilfredsstiller Investinors eget avkastningskrav, mens det siste ikke tilfredsstiller avkastningskravet.¹⁴⁹

Investinor mener at de kan bli flinkere til å konkretisere målbare parametere for internasjonalt konkurransedyktige bedrifter. Et par av parameterne de har hatt, har vært internasjonale kontorer og innhenting av internasjonal kapital.¹⁵⁰

4.6 Mulige forklaringer på lav avkastning

I denne delen omtaler vi ulike evalueringer av hva som kan forklare avkastningen Investinor har oppnådd på sin investeringsportefølje. Slike evalueringer omfatter interne evalueringer – det vil si evalueringer som er foretatt av Investinor eller Nærings- og fiskeridepartementet – og eksterne evalueringer.

Investinor har siden selskapet ble etablert i 2008 og fram til utgangen av 2021, ikke oppnådd positiv nettoavkastning på sine direkteinvesteringer. Det er flere mulige forklaringer på den lave avkastningen. Både Investinor selv og eksterne utredninger peker på at mulige forklaringer er begrensninger i Investinors mandat, rammevilkår og kompetanse. For eksempel har føringer i mandatet om å prioritere bestemte sektorer gitt Investinor økte driftskostnader og reduserte investeringsmuligheter.

Investinor har de senere år formidlet til departementet at selskapet i sine første år skal ha oppfattet at det var et stort fokus på å investere kapital og ikke like mye vekt på avkastning som det ble senere. Da Investinor lå under Innovasjon Norge, var det generelt lave krav om avkastning.¹⁵¹ Investinor mener at mandatet ikke var hensiktsmessig utformet i de første årene ettersom de bransjemessige føringene påvirket avkastningen negativt. Investinor kunne ikke velge helt fritt hvilke sektorer de skulle investere i før 2013, men kunne investere i sektorer som ikke var spesielt nevnt i mandatet. Investeringene som ble foretatt innen IKT, helse, samt olje og gass (energi) i perioden 2009–2012 var ifølge Investinor forventet å gi markedsmessig avkastning, og det ble ansatt personer med kompetanse om disse sektorene ettersom dette var sektorer som skulle vektlegges. Flere investeringer i selskaper før 2013 var ifølge Investinor dårlige valg, og den lave avkastningen innenfor IKT, helse samt olje og gass før 2013 kan forklares med at valget av selskaper ikke var godt nok. Samlet sett var det for mange investeringer før 2013 som ga lav eller ingen avkastning, ifølge Investinor. Det er riktignok ikke alle investeringene før 2013 som har gitt dårlig avkastning; Energy Micro og GasSecure er to eksempler på gode investeringer før 2013. Nærings- og fiskeridepartementet la økt vekt på avkastning da de overtok eierskapet, og Investinor har hatt et sterkt fokus på avkastning etter 2013. Fokuset ble endret mot områder med antatt høyere avkastning (olje, energi og IKT) og det ble et friere valg av sektorer.¹⁵²

Cardo Partners AS gjorde i 2014 en strategisk og finansiell vurdering av Investinors virksomhet på oppdrag fra Nærings- og fiskeridepartementet. Cardo Partners viste til at en tredjedel av kapitalen var investert utenfor faser i mandatet, men at det ikke syntes å ha påvirket avkastningen negativt. Videre vurderte Cardo Partners at Investinors evner til å bidra til kommersiell selskapsutvikling å være begrenset. Etter Cardo Partners vurdering virket ikke Investinors styre å inneha tilstrekkelige relevant kompetanse, og lokalisering og en lite utviklet insentivstruktur virket å være ugunstig for å tiltrekke seg investeringsdirektører med ønsket erfaringsgrunnlag. Dersom Investinor skulle videreføres burde

¹⁴⁹ Investinor (2022) Svarbrev fra Investinor om Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis.

¹⁵⁰ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Investinor og Riksrevisjonen 05.05.2022.

¹⁵¹ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Riksrevisjonen 09.05.2022.

¹⁵² Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Investinor og Riksrevisjonen 05.05.2022.

forbedringsområder adresseres, og Cardo Partners anbefalte investeringer i venturefond framfor direkte i enkeltsselskaper og i noe tidligere venturekapitalfaser.¹⁵³

I 2018 viste Kapitaltilgangsutvalget til at Investinor er den eneste statlige aktøren i Norge som foretar direkte ventureinvesteringer. Utvalgte påpekte at det å opptre som en profesjonell langsiktig investor i unoterte bedrifter i seg selv er krevende, men at det er ekstra krevende for en offentlig virksomhet. Utvalget oppfattet imidlertid at Investinors mandat og rammevilkår hadde vært særlig krevende, blant annet som følge av politiske føringer som har grepet inn i forvaltningen av mandatet, og fordi det politisk er blitt skapt usikkerhet om selskapets plass i markedet. Ifølge utvalget måtte de svake resultatene den første perioden også sees i lys av dette.¹⁵⁴

Ifølge departementet skyldes Investinors svake avkastning på realiseringer så langt delvis at selskapet har hatt en bevisst strategi om å gå ut av selskaper som viser en svak utvikling. Investinor har heller brukt ressursene sine på de selskapene som går bra, og der de har noe å tilføre gjennom aktiv eieroppfølging. Departementet understreker likevel at det er viktig å realisere selskaper som har gått bra, både for å oppnå en god realisert avkastning og for å frigjøre kapital til nyinvesteringer i en tidligfase.¹⁵⁵ Det er departementets vurdering at Investinor har hatt en ulempe sammenlignet med private fond når det gjelder føringer i mandatet knyttet til fase, begrensninger i; geografisk fokus, eierandel, insentivordninger samt politiske føringer knyttet til spesifikke sektorer i tillegg til konkrete øremerkinger. Det er departementets vurdering at dette har bidratt negativt til avkastningen.¹⁵⁶

¹⁵³ Cardo Partners (2014) *Strategisk og finansiell vurdering av Investinors virksomhet*.

¹⁵⁴ NOU 2018: 5 *Kapital i omstillingens tid – Næringslivets tilgang til kapital*, s. 121.

¹⁵⁵ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁵⁶ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Merknader til rapport fra Riksrevisjonen om undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis*.

5 Investinors bidrag til kapitaltilgang for selskaper i en tidlig fase

I dette kapitlet belyser vi Investinors bidrag til kapitaltilgang for selskaper i en tidlig fase. Slik kapital er en del av selskapets direkteinvesteringsmandat.

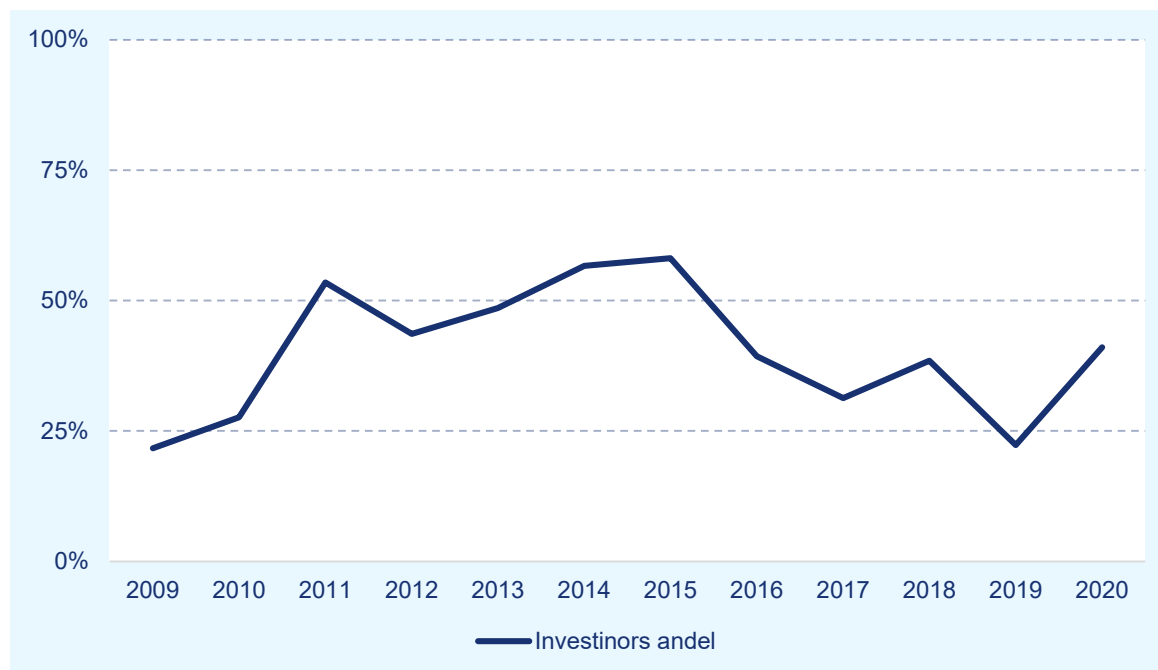
5.1 Investinors andel av investeringene i norsk venture

Siden etablering av Investinor i 2008 og fram til utgangen av 2021 har de investert i 93 ulike selskaper gjennom direkteinvesteringsmandatet sitt. I denne perioden er disse selskapene tilført totalt 14,7 milliarder kroner i ny kapital; av denne kapitalen kommer 4,1 milliarder kroner (28,1 prosent) fra Investinor og 10,6 milliarder kroner (71,9 prosent) fra øvrige eiere.¹⁵⁷

I områdegjennomgangen av det næringsrettede virkemiddelapparatet ble det vist til at Investinor i perioden 2010–2015 sto for nær halvparten av den kapitaltilførselen som gikk gjennom venturefond til norske selskaper. Videre ble det påpekt at det i denne perioden hadde vært gjennomgående vanskelig å hente investeringskapital til slike foretak ettersom både finanskrisen og oljeprisfallet i 2014 la en demper på viljen til å satse på risikoinvesteringer. I lys av dette kan man hevde at Investinor fylte en viktig rolle som en konjunktorell stabilisator gjennom denne perioden. Områdegjennomgangen viste også at Investinor har spilt en mer moderat rolle i perioden etter 2016.¹⁵⁸

Nedenfor viser vi hvor mye kapital norske og utenlandske venturefond har investert i de norske venturebedriftene. Selskapene har i tillegg fått tilført kapital fra andre investorer som ikke inngår i disse tallene.

Figur 19 Investinors andel av investeringer i norsk venture gjort av norske og utenlandske venturefond¹⁵⁹



Kilde: Investinor, Riksrevisjonen og Private Equity Funds in Norway – Activity report 2020

¹⁵⁷ Investinor (2021) *Delårsrapport 2021 4. kvartal*, s. 8.

¹⁵⁸ Deloitte (2019) *Områdegjennomgang av det næringsrettede virkemiddelapparatet – Helhetlig anbefaling om innretning og organisering av det næringsrettede virkemiddelapparatet*.

¹⁵⁹ Noen av investeringene innenfor direkteinvesteringsmandatet til Investinor er gjort i selskaper som ikke er norsk registrerte, disse er likevel inkludert i tallgrunnlaget.

Figur 19 viser at Investinors andel av kapitalen som norske og utenlandske venturefond har investert i norsk venture har variert i perioden 2009–2020, fra 20 prosent til mer enn 50 prosent. I årene 2009 og 2010 sto Investinors andel for mindre enn 30 prosent av kapitalen som ble tilført norskregistrerte selskaper fra norske og utenlandske venturefond. I perioden 2011–2015 sto de for nesten halvparten av kapitaltilførselen, men etter 2015 har andelen sunket igjen. I gjennomsnitt har Investinors investeringer utgjort omtrent en tredjedel av kapitalen som norske og utenlandske venturefond har investert i norskregistrerte selskaper.

I perioden 2009–2020 investerte Investinor i om lag en fjerdedel av de norskregistrerte selskapene i venturefasen. I samme periode investerte norske og utenlandske venturefond totalt om lag 10,5 milliarder kroner i norskregistrerte selskaper i venturefasen.¹⁶⁰ Selv om Investinor har stått for en relativt høy andel av kapitaltilførselen blant profesjonelle eierfond, har andre investorer som ikke er kategorisert som norske og utenlandske venturefond, også investert i venturebedriftene. Dette fanges imidlertid ikke opp av figuren.

I følge Investinor har de i perioder hatt en uforholdsmessig stor andel av markedet i norsk venture, noe som etter deres mening kan tilskrives for lite kapital i markedet.¹⁶¹

5.2 Sammenligning av lønnsomheten og kapitaltilgangen i Investinors porteføljebedrifter og utvalgte investeringsmuligheter

Investinor har stått for en høy andel av kapitalen som venturefond har investert i norske selskaper. Det kan likevel hende at disse selskapene kunne fått tilstrekkelig finansiering uten tilførselen fra Investinor. I dette kapitlet belyser vi hvorvidt selskaper som Investinor har investert i, opplevde å få tilstrekkelig finansiering, og hvor stor andel av bedriftene som er lønnsomme.

I perioden 2009–2016 investerte Investinor i 46 selskaper i venture- og ekspansjonsfasen. Et utvalg av disse selskapene har vi sammenlignet med et utvalg selskaper som Investinor var i kontakt med i perioden 2009–2016, og som i Investinors investeringsprosess minst kom til fasen for detaljert analyse, men som av ulike grunner ikke fikk finansiering av Investinor. Selskapene som ikke fikk finansiering, har vi kalt for investeringsmuligheter. Vi viser til kapittel 2 for mer informasjon om den metodiske tilnærmingen og gjennomføringen.

5.2.1 Styrelederne i de fleste selskapene opplevde å få tilstrekkelig finansiering

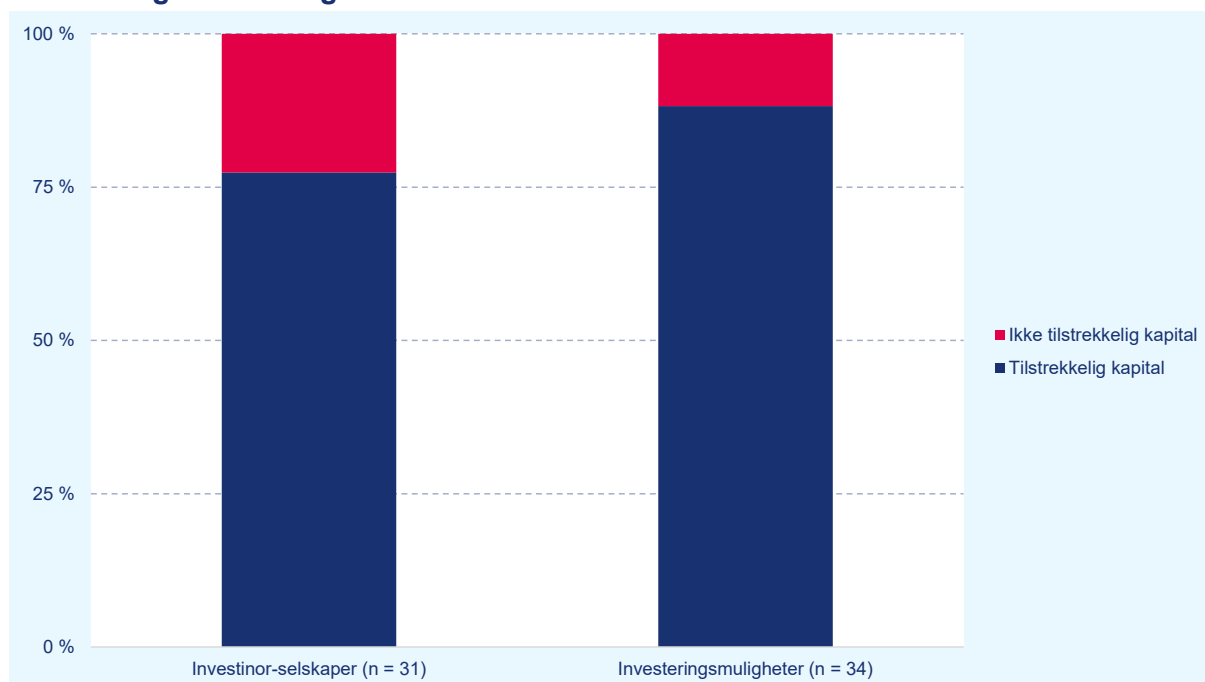
Vi har intervjuet 31 personer som var styreledere i selskaper på det tidspunktet Investinor investerte i selskapene. I tillegg har vi intervjuet 34 personer som var styreledere i selskaper som Investinor var nær ved å investere i, men ikke investerte i. Årsakene til at Investinor ikke investerte i disse investeringsmulighetene kan blant annet være at de manglet medinvestorer, at de tapte budet, at selskapet takket nei til forespørsel om investering, eller at noen ble avslått av Investinor etter en grundigere vurdering.¹⁶² Temaene for intervjuet vårt med styreledere i henholdsvis investeringsmulighetene og «Investinor-selskapene» var om selskapet opplevde å få tilstrekkelig finansiering til å gjennomføre utviklingsplanen sin, om de ønsket Investinor som investor, og om hva som ville vært annerledes om Investinor hadde investert eller ikke hadde investert i selskapet.

¹⁶⁰ Menon (2021) *Private Equity Funds in Norway - Activity report 2020*. Menon-rapport 38/2021 og markedsdata innhentet fra Argentum og Investinor. For Investinor inngår kun selskaper det er investert i gjennom Investinors mandat for direkteinvesteringer.

¹⁶¹ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Investinor og Riksrevisjonen 05.05.2022.

¹⁶² Mottatt dokumentasjon om Investinors investeringsmuligheter per september 2021.

Figur 20 Andelen av selskapene som fikk tilstrekkelig kapital på tidspunktet for investering eller avslag



Kilde: Investinor og Riksrevisjonen

Figur 20 viser at styrelederne i de fleste selskapene i begge gruppene opplevde å få tilstrekkelig kapital. Blant styrelederne i selskapene som utgjorde investeringsmuligheter, opplevde om lag 90 prosent at de fikk tilstrekkelig med kapital på tidspunktet for investering. Blant styrelederne i bedriftene som Investinor investerte i, opplevde om lag 80 prosent av å få tilstrekkelig kapital på investeringstidspunktet.

De fleste styrelederne (64 prosent) i selskapene Investinor investerte i, hadde Investinor som den foretrukne investoren på det tidspunktet da Investinor investerte i selskapet for første gang. Blant investeringsmulighetene var det en lavere andel styreledere (35 prosent) som hadde Investinor som den foretrukne investoren.¹⁶³ Flere av selskapene som Investinor investerte i, forteller at de ønsket Investinor som investor på grunn av den geografiske plasseringen og Investinors tilgang til kapital og kontaktnett.¹⁶⁴ Investinor var også foretrukket blant en del av styrelederne i investeringsmulighetene, som sagt men blant dem som ikke hadde selskapet som foretrukket investor, var det noen som hadde ønsket seg andre investorer med større betalingsvillighet i finansieringsrunden. Andre ønsket seg heller en industriell aktør eller et spesialisert fond med spisskompetanse på sektoren som investor.

De fleste av selskapene som Investinor investerte i, påpeker at de enten ville lett etter andre investorer eller klart seg uten investorer, dersom Investinor ikke hadde investert i selskapet.¹⁶⁵

5.2.2 Økonomisk utvikling i Investinor-selskapene og investeringsmulighetene

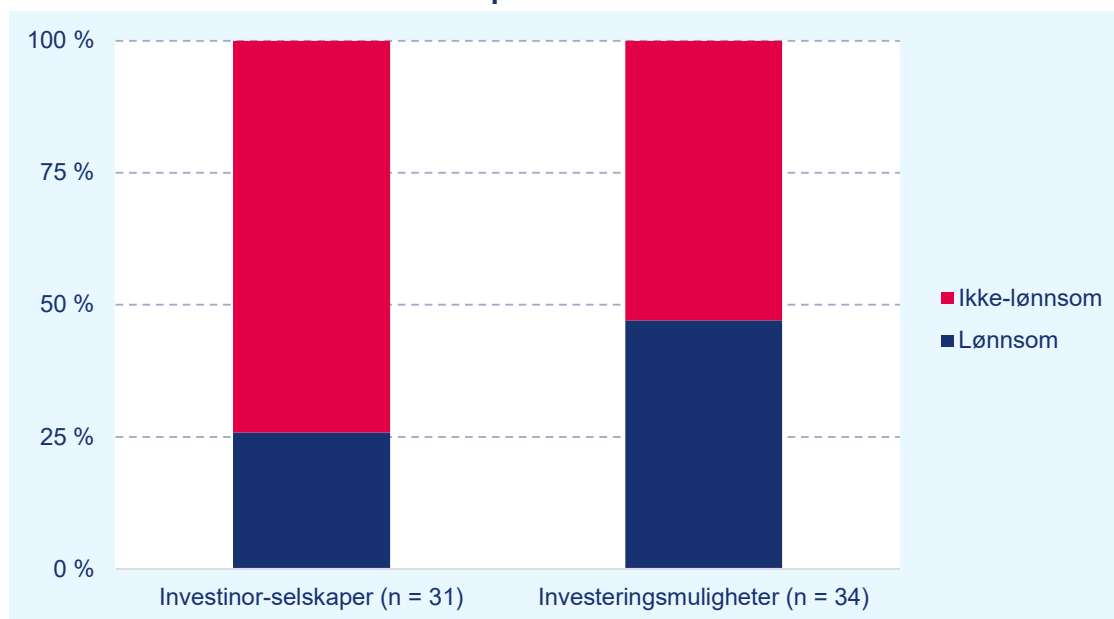
I denne delen tar vi for oss inntekter og driftsresultat blant selskapene vi har intervjuet, både selskapene Investinor investerte i, og investeringsmulighetene – altså selskapene de ikke investerte i.

¹⁶³ Riksrevisjonen (2022) intervjuer av styreledere i utvalgte selskaper som Investinor investerte i, og utvalgte selskaper som de ikke investerte i.

¹⁶⁴ Riksrevisjonen (2022) intervjuer av styreledere i utvalgte selskaper som Investinor investerte i, og utvalgte selskaper som de ikke investerte i.

¹⁶⁵ Riksrevisjonen (2022) intervjuer av styreledere i utvalgte selskaper som Investinor investerte i, og utvalgte selskaper som de ikke investerte i.

Figur 21 Andelen av Investinors porteføljebedrifter og investeringsmuligheter som var lønnsomme bedrifter samlet sett i perioden 2018–2020



Kilde: Investinor, Brønnøysundregistrene og Riksrevisjonen

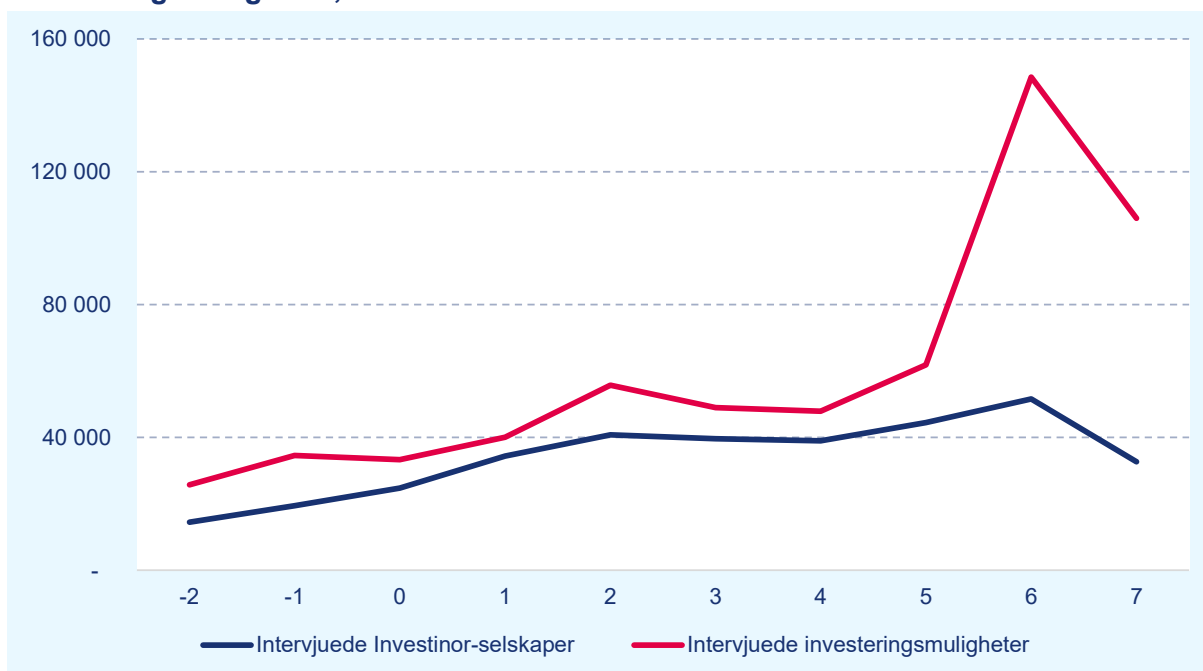
Figur 21 viser andelen av bedriftene som hadde positivt driftsresultat samlet sett over perioden 2018–2020. Bedriftene med positivt driftsresultat er definert som lønnsomme, mens bedriftene som ikke hadde positivt driftsresultat, er definert som ikke-lønnsomme. Det framgår av figuren at flere investeringsmuligheter enn selskaper Investinor investerte i, er lønnsomme (47 mot 26 prosent). Resultatene endrer seg lite om vi bruker nøkkeltallet for driftsresultatet før av- og nedskrivninger som grunnlag for å definere lønnsomhet. Investinor investerte i eller vurderte å investere i selskapene som inngår i figur 21, for første gang i perioden 2009–2016.

Ser vi på bedriftene som opplever at de fikk tilstrekkelig kapital på tidspunktet for investering, er det også slik at en større andel av investeringsmulighetene enn bedriftene som Investinor valgte å investere i, er lønnsomme.

5.2.3 Utvikling i inntekter og driftsresultat for investeringsmulighetene og selskapene Investinor investerte i

I denne delen ser vi på utviklingen i inntekter og driftsresultat for henholdsvis investeringsmulighetene og selskapene Investinor investerte i.

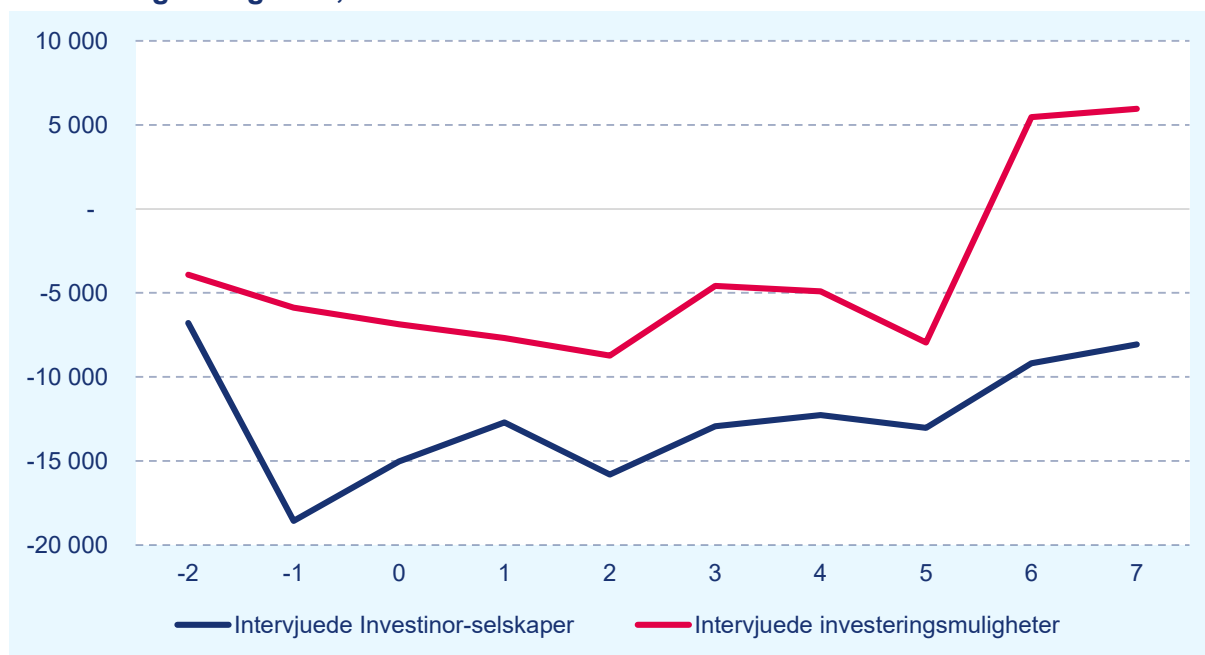
Figur 22 Utviklingen i gjennomsnittlige inntekter for Investinors porteføljebedrifter og investeringsmuligheter, tall i 1000 kroner



Kilde: Investinor, Brønnøysundregistrene og Riksrevisjonen.

I figur 22 representerer 0 året for investering eller avslag. Figuren viser at investeringsmulighetene i gjennomsnitt hadde noe høyere inntekter enn bedriftene som Investinor investerte i, to år før Investinor enten investerte eller avsto å investere. Utviklingen i gjennomsnittlige inntekter var tilnærmet lik fire år etter året for investering eller avslag, men i gjennomsnitt hadde investeringsmulighetene en vesentlig sterkere vekst i inntektene fem–sju år etter investerings- eller avslagsåret. Økningen i gjennomsnittlige inntekter fra og med fire år etter avslagsåret for investeringsmulighetene skyldes imidlertid bare ett selskap. Dersom vi fjerner dette selskapet fra utvalget, har Investinor-selskapene og investeringsmulighetene om lag samme inntektsvekst fra år 0 til og med år 7.

Figur 23 Utviklingen i gjennomsnittlig driftsresultat for Investinors porteføljebedrifter og investeringsmuligheter, tall i 1000 kroner



Kilde: Investinor, Brønnøysundregistrene og Riksrevisjonen.

Figur 23 viser at Investinors investeringsmuligheter i gjennomsnitt har hatt et mindre negativt driftsresultat enn Investinor-selskapene. Gjennom de fem første årene etter førstegangsinvesteringen eller avslaget var den gjennomsnittlige forskjellen mellom Investinor-selskapene og investeringsmulighetene omtrent konstant. I år seks og syv etter avslagsåret hadde investeringsmulighetene i gjennomsnitt oppnådd et positivt driftsresultat og hadde dermed hatt en vesentlig sterkere vekst i driftsresultatet enn Investinor-selskapene. Utviklingen til investeringsmulighetene fra og med det femte året skyldes imidlertid utviklingen i driftsresultatet til ett av selskapene. Hvis vi tar dette selskapet ut av gruppen, vil vi se at investeringsmulighetene i gjennomsnitt hadde et negativt driftsresultat gjennom hele perioden. Men likevel forblir det gjennomsnittlige driftsresultatet til investeringsmulighetene mindre negativt over enn driftsresultatet til Investinor-selskapene gjennom perioden.

Investinor forteller at begrunnelsen for å gi en investeringsmulighet et avslag kan være sammensatt. Det kan for eksempel være at selskapet er kommet over i en for moden fase, at selskapet og forretningsideen ikke er god nok, eller at selskapet allerede har sikret seg tilstrekkelig finansiering. Ifølge Investinor innebærer senere faser normalt sett høyere inntekter. En mulig forklaring på den ulike utviklingen mellom investeringsmulighetene og Investinor-selskaper kan derfor være at investeringsmulighetene var i en senere fase enn gjennomsnittet blant Investinor-selskapene da selskapene ble vurdert.¹⁶⁶ Investinor mener de har utvist godt investeringsfaglig skjønn ved å velge flere investeringsmuligheter som opplevde å ikke få tilstrekkelig finansiering.¹⁶⁷ Investinor mener også at selskapene som får avslag, allerede kan ha fått tilstrekkelig finansiering. Dette vil ifølge Investinor i mange tilfeller være de beste investeringsmulighetene, som også vil gi høyest avkastning.¹⁶⁸

Vi har undersøkt utviklingen i inntekter og driftsresultat for alle selskapene som Investinor har investert i, mer enn 100 av selskapets investeringsmuligheter som minst kom til fasen for en detaljert analyse, og øvrige norskregistrerte selskaper som norske eller utenlandske venturefond har investert i. Selskapene som Investinor har investert i, i ekspansjonsfasen, har i gjennomsnitt vesentlig høyere inntekter enn selskapene Investinor har investert i, i venturfasen og tidligfasen. Selskapene i ekspansjonsfasen har

¹⁶⁶ Investinor (2022) *Forvaltningsrevisjon av Investinor – Innspill til revisjonen*, 12.05.2022.

¹⁶⁷ Investinor (2022) *Merknader til rapport fra Riksrevisjonen om undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis*.

¹⁶⁸ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Merknader til rapport fra Riksrevisjonen om undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis*.

også høyere gjennomsnittlige inntekter sammenlignet med investeringsmulighetene og selskapene i øvrig norsk venture. Investinor-selskapene har i gjennomsnitt lavere inntekter enn investeringsmulighetene og øvrig selskaper innenfor norsk venture fra det første investeringsåret og de neste fem årene. Investinor-selskapene har også det mest negative driftsresultatet av disse gruppene. Blant Investinor-selskapene er det selskapene i ekspansjonsfasen som i gjennomsnitt har det mest negative driftsresultatet. Fra det første investeringsåret og gjennom de neste fem årene utvikler driftsresultatet til disse selskapene seg i gjennomsnitt mer negativt enn driftsresultatet til selskapene som er i andre faser.

Departementet har ikke hatt inntrykk av at Investinor har hatt en bevisst strategi om å ikke investere i de mest attraktive selskapene i investormarkedet. Siden de overtok eierforvaltningen av Investinor i 2012, er deres vurdering at Investinor har søkt å investere i gode selskaper, i tråd med statens mål som eier og Investinors egne mål.¹⁶⁹

5.3 Investinors bidrag til å tiltrekke kapital fra medinvestorer

Over halvparten av styrelederne (64 prosent) i de 31 Investinor-selskapene opplevde at Investinor bidro til at også andre investorer investerte i selskapet. Flere av dem viser til Investinors mandat og at private eiere må være med. Blant dem som svarer at de ikke opplevde at Investinor bidro til at også andre investorer investerte i bedriften, er det flere som hadde oppfattet at det var andre fond som hadde fått med seg Investinor på investeringen. De tror derfor at de andre investorene ville ha investert i bedriften uavhengig av Investinors deltakelse. Noen av styrelederne påpeker at bedriften hadde behov for kapital for å vokse, men at det var mindre viktig hvem investoren var.

De fleste styrelederne sier at det antageligvis ville vært mulig å få nok finansiering uten Investinor, men at utviklingen i så fall trolig ville ha bremsset opp, og at bedriften derfor ville ha brukt lengre tid for å komme dit bedriften er i dag. I tilfeller der produktutviklingen feilet, eller ved markedsendringer som var negative for bedriften, mener styrelederne også at resultatet ville blitt det samme – uavhengig av om de hadde fått finansiering fra Investinor eller ikke.¹⁷⁰

I undersøkelsen har vi også intervjuet et utvalg av medinvestorer for å belyse hvordan Investinors tilstedeværelse i venturekapitalmarkedet påvirker investeringsnivåene. De fleste av medinvestorene vi har intervjuet, har investert sammen med Investinor flere ganger. Flere av medinvestorene forteller at Investinors direkteinvesteringer var utslagsgivende for at fond de forvaltet, investerte i ett eller flere av selskapene sammen med Investinor. Det er imidlertid ikke mulig å si eksakt hvor mange selskaper dette gjelder for. Noen av medinvestorene oppgir at de investerte mer enn de ellers ville ha gjort i selskapene, der de investerte sammen med Investinor, blant annet fordi Investinor tar tidligfaserisiko og gjør investeringer risikoavlastende. Det er ingen av medinvestorene som mener at Investinors tilstedeværelse førte til at fondene deres investerte mindre enn de ellers ville gjort. De fleste medinvestorene svarer på generelt grunnlag at dersom de kunne velge fritt blant investorer på eiersiden, kunne de ønsket seg en mer industriell aktør eller et spesialisert fond framfor Investinor.¹⁷¹

¹⁶⁹ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Merknader til rapport fra Riksrevisjonen om undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis*.

¹⁷⁰ Riksrevisjonen (2022) intervjuer av styreledere i utvalgte selskaper som Investinor investerte i, og utvalgte selskaper som de ikke investerte i.

¹⁷¹ Riksrevisjonen (2022) intervjuer av medinvestorer i utvalgte selskaper som Investinor investerte i.

6 Departementets oppfølging av Investinors måloppnåelse

I dette kapittelet tar vi for oss Nærings- og fiskeridepartementets oppfølging av Investinors måloppnåelse. For å vurdere Investinors måloppnåelse innhenter Nærings- og fiskeridepartementet informasjon om Investinors økonomiske resultater, hvilke faser, sektorer og land selskapet investerer i, og selskapets bidrag for å gi bedrifter tilgang til kapital i en tidlig fase.

6.1 Nærings- og fiskeridepartementets forvaltning av eierskapet i Investinor

Nærings- og fiskeridepartementets eieroppfølging er basert på rollefordelingen i selskapslovgivningen, økonomireglementet, statens ti prinsipper for godt eierskap og allment aksepterte eierstyringsprinsipper. I tråd med økonomireglementet har departementet utarbeidet skriftlige retningslinjer for forvaltningen av eierinteressene i selskaper det har eierandel i. Retningslinjene gjelder også for forvaltningen av eierskapet i Investinor. Den formelle eierstyringen skjer i generalforsamlingen, men det er ikke til hinder for at departementet i den øvrige dialogen kan gi uttrykk for sine synspunkter på aktuelle saker som drøftes i møtene.¹⁷²

Det holdes kvartalsvise møter mellom den administrative ledelsen i Investinor og embetsverket i departementet. Normalt deltar styreleder også på de kvartalsvise møtene. På møtene gjennomgår de selskapets økonomiske utvikling og resultater og eventuelt andre temaer som er av interesse for departementet. I tillegg avholdes det et årlig møte om ansvarlig virksomhet og bærekraft. Normalt har staten også dialog med styreleder utover de faste møtene med hele styret årlig.¹⁷³ Det avholdes ytterligere møter ved behov.¹⁷⁴ Investinor følges opp av to avdelinger i Nærings- og fiskeridepartementet, forsknings- og innovasjonsavdelingen og eierskapsavdelingen.¹⁷⁵

6.1.1 Departementets oppfølging av Investinors økonomiske resultater

Nærings- og fiskeridepartementet følger opp Investinor gjennom avkastningskrav, utbytteuttak og kapitaltilførsler. Departementet har fastsatt et avkastningskrav for Investinor som må sees over en lengre periode, minimum tre–fem år. Et avkastningskrav er i dette tilfellet en referanseavkastning, som er hva man kan forvente av en investering med samme systematiske risiko. Departementet endret avkastningskravet for Investinor kort tid etter at de overtok eierskapet fra Innovasjon Norge. Avkastningskravet ble satt med utgangspunkt i anerkjente metoder og gjenspeiler hva en investor vil kreve i avkastning over tid, risikoen tatt i betraktning. Departementets avkastningskrav tar imidlertid ikke hensyn til eventuelle begrensninger i Investinors mandat og representerer ikke nødvendigvis en målsetting. Departementet deler ikke avkastningskravet med andre enn selskapet, og det er unntatt offentlighet. For å kunne vurdere avkastning opp mot avkastningskravet over tid, har departementet bedt selskapet om informasjon.¹⁷⁶

Statens utbytteforventning til Investinor innebærer at selskapet skal utbetale utbytte når virksomheten når et omfang som gjør dette naturlig. Utbyttet skal da fastsettes til 75 prosent av årsresultatet, men begrenset oppad til innskuddskapitalen multiplisert med rentesatsen på statens kapital.¹⁷⁷ Stortinget har

¹⁷² Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping og Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltningen av eierinteressene i Investinor for 2021.*

¹⁷³ Meld. St. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*, s.96.

¹⁷⁴ Nærings- og fiskeridepartementet (2017) *Retningslinjer for forvaltning av statlige eierinteresser i aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper, statsforetak og særlovselskaper under Nærings- og fiskeridepartementet.*

¹⁷⁵ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Riksrevisjonen 09.05.2022.

¹⁷⁶ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*, og næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2012.

¹⁷⁷ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2012.

bevilget 4,2 milliarder kroner til Investinors direkteinvesteringer, og gjennom utbytte og verdiutviklingen i selskapet får staten en eventuell avkastning på kapitalen som er skutt inn i Investinor. Siden opprettelsen av Investinor har selskapet gitt staten 88,3 millioner kroner i utbytte og null i samlet avkastning på direkteinvesteringene.¹⁷⁸

Når departementet vurderer selskapets avkastning over tid, vurderer de oppnådd totalavkastning opp mot et beregnet avkastningskrav, sammenlignbare selskaper og eventuelle referanseindekser. Oppnådd totalavkastning og selskapets utsikter drøftes med styret og ledelsen.¹⁷⁹ Departementet vurderer at Investinor rapporterer godt når det gjelder avkastning.¹⁸⁰

Departementet gjennomfører møter med Investinor om selskapets resultater etter hvert kvartal. På møtene gjennomgås selskapets økonomiske utvikling og resultater, og andre temaer av interesse for eier. Departementet får informasjon om avkastningen som Investinor har oppnådd gjennom sin investeringsaktivitet, og avkastningen måles opp mot departementets avkastningskrav. Videre gjennomgår de resultatet for kvartalet og verdiutviklingen for porteføljen. I enkelte møter har departementet fått utvidet informasjon om sammenligninger som Investinor har gjort mot andre investeringsfond innenfor venturebransjen.¹⁸¹

I næringsministerens beretninger til Riksrevisjonen om forvaltningen av eierinteressene i Investinor for perioden 2012–2020 framgår det at departementet har fulgt opp Investinors økonomiske resultater i eierdialogen. For eksempel står det i beretningen for 2018 at næringsministerens vurderer at selskapets drift er i samsvar med vedtektene og målet for statens eierskap, og at måloppnåelsen over tid er avhengig av vesentlig bedre årsresultater i framtiden.

Departementet presiserer at statens mål som eier for Investinor er høyest mulig avkastning over tid innenfor rammene av vedtektene. Selskapet har hittil levert en avkastning som er lavere enn departementets avkastningskrav. Departementet viser til at det er flere forhold som gjør at det kan være vanskelig for Investinor å oppnå en markedsmessig avkastning, blant annet det at selskapet har et krevende mandat. Mandatet innebærer at investeringsuniverset er begrenset til norske selskaper i tidligfasen, venturfasen og noen i ekspansjonsfasen, at Investinor maksimalt kan ha en eierandel på 49 prosent og at investeringer til marine næringer og skog er øremerket. Før 2014 hadde Investinor flere føringer med hensyn til hvilke bransjer de kunne investere i. I 2020 fikk Investinor tilført nye investeringsmandater, og man må forvente at det vil ta noe tid for selskapet å bygge kompetanse innenfor de nye virksomhetsområdene. I tillegg kan selskapets geografiske plassering og begrensninger knyttet til insentivordninger påvirke selskapets forutsetninger for å tiltrekke seg den beste kompetansen.¹⁸²

Undersøkelsen viser at departementet i flere år har uttrykt at avkastningen til Investinor tilsier en lav måloppnåelse både når det gjelder målet om høyest mulig avkastning, og de ønskede bredere effektene (ringvirkningene) av Investinors virksomhet. Det at Investinor ikke har lyktes med å investere i selskaper som har gitt god avkastning, indikerer at Investinor trolig heller ikke har bidratt til de positive ringvirkningene som man ønsket ved opprettelsen av selskapet, blant annet at selskapet skal bidra til økt verdiskaping. Investinors medinvestorer har også tapt på investeringene som har blitt gjort.¹⁸³ Dersom Investinor klarer å oppnå god avkastning, kan det, ifølge departementet, bidra til positive ringvirkninger

¹⁷⁸ Mottatt dokumentasjon fra Investinor om KPI-er, tall per 30.06.2021.

¹⁷⁹ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2020.

¹⁸⁰ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁸¹ Referater fra kvartalsmøter mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor..

¹⁸² Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁸³ Nærings- og fiskeridepartementets rapporter om Investinor i forbindelse med kvartalsmøter i flere år.

ved at det allokeres kapital til lønnsomme selskaper, og ved at det bidrar til verdiskaping og mobilisering av privat kapital i den delen av næringslivet som mandatet gjelder.¹⁸⁴

6.1.2 Departementets oppfølging av Investinors utvikling og salg av porteføljebedrifter

Referater fra kvartalsmøter viser at departementet har vært kjent med at Investinor ikke har lyktes med å nå planene sine for utvikling og salg av flere av selskapene. De første årene departementet var eier, ga ikke Investinor informasjon om forventet salg av porteføljeselskaper, men etter hvert begynte de å gjøre dette. Siden 2018 har dette vært et tema på de fleste eiermøtene i perioden 2018–2021.¹⁸⁵ I 2018 og 2020 fikk departementet bedre informasjon om hvordan Investinor hadde arbeidet med å selge porteføljebedrifter. Investinor informerte da om at de ikke hadde klart å nå de forventede salgsdatoene; det var egentlig en forventning om at flesteparten av selskapene som var i porteføljen i perioden 2015–2018, skulle bli solgt innen 2020. I denne perioden ytret Investinor at de forventet økt realiseringstakt i årene framover. Det er imidlertid få av disse selskapene som har blitt solgt i perioden 2015–2021, og Investinor har justert forventede salgstidspunkter. Departementet har likevel ikke fått informasjon om salgsforventninger for alle selskapene i porteføljen over hele perioden, og de har heller ikke fått avviks- og årsaksforklaringer på hvorfor selskapene ikke har blitt solgt i tråd med forventningene.¹⁸⁶

Realiseringer har vært et sentralt tema i eierdialogen mellom Investinor og departementet de siste årene, og det har vært et fast punkt på agendaen de sistekvartalsmøtene. Departementet viser til at Investinor hittil har realisert 32 av totalt 93 porteføljeselskaper, og at bare 8 av disse er realisert med gevinst. Videre påpeker departementet at det er grunn til å forvente en høyere realiseringstakt nå som selskapet har vært operativt i tolv år. I kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2021 skriver Investinor at selskapet jobber aktivt for å øke realiseringstakten innenfor direkteinvesteringsmandatet de neste 12–24 månedene. Investinor har dannet en intern gruppe som skal bidra til progresjon, økt kompetanse og at avhendinger blir et prioritert område for hele organisasjonen. Departementet har mottatt en oversikt som viser når Investinor forventer å realisere de aktive direkteinvesteringene. I denne oversikten har de også beregnet dagens internrente og den forventede internrenten ved realisering. Departementet har imidlertid erfart at planlagte realiseringer ofte blir skjøvet ut i tid.¹⁸⁷

6.1.3 Departementets oppfølging av Investinors resultatbaserte bonusordning¹⁸⁸

Investinors bonusordning har vært et tema på flere kvartalsmøter med departementet og selskapet. I 2015 ba departementet Investinor om en redegjørelse for bonusordningen. Bakgrunnen var at Investinor utbetalte bonus basert på realisert avkastning i 2015 selv om Investinors resultat og avkastning var svak. Videre stilte departementet spørsmål ved hvordan ordningen påvirker avhendinger av porteføljebedrifter med tap, siden bonusen reduseres når porteføljebedrifter avhendes med tap. Departementet hadde en dialog med styreleder om bonusordningen i 2016.¹⁸⁹

I henhold til Statens retningslinjer for lederlønn i selskaper med statlig eierandel forventer staten at en bonusordning «fremmer selskapets mål og strategier, virker insentiverende og er reelt variabel».

6.1.4 Departementets oppfølging av Investinors bidrag til å bedre kapitaltilgangen for bedrifter i tidlig fase

I henhold til Investinors vedtekter er selskapets formål å bidra til bedre kapitaltilgang i tidligfasemarked. I kvartalsmøtene gir Investinor derfor departementet informasjon om selskapets bidrag til å bedre tilgangen

¹⁸⁴ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁸⁵ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Merknader til rapport fra Riksrevisjonen om undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis*.

¹⁸⁶ Referater fra kvartalsmøter mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor.

¹⁸⁷ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁸⁸ Departementets vurderinger gjelder bonusordningen som Investinor har hatt fram til og med 2021.

¹⁸⁹ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

til kapital innenfor bedrifters tidlige faser. Investinor gir også en statusoppdatering om venturemarkedet og deler sin oppfatning av kapitaltilgangen i tidligfasemarkedet. Videre oppgir selskapet hvor mye kapital de har investert i porteføljebedrifter, og hvor mye kapital andre har tilført porteføljebedriftene. I tillegg deler de informasjon om investeringsmuligheter med hensyn til ulike bransjer og geografi.¹⁹⁰

Informasjonen som departementet mottar fra Investinor, er ikke alene nok til å kunne vurdere om selskapet ivaretar statens begrunnelse for eierskapet om kapitaltilgang. Departementet har derfor innhentet eksterne vurderinger av bedrifters kapitaltilgang i tidlig fase. Ifølge Kapitaltilgangsutvalget, jf. NOU 2018: 5 *Kapital i omstillingens tid – Næringslivets tilgang til kapital*, er kanaliseringen av egenkapital til lovende tidligfaseselskaper mangelfull. Slike selskaper trenger risikokapital og i særlig grad relevant kompetanse fra eierne. Kapitaltilgangsutvalget ga flere anbefalinger til Investinor med hensyn til hvordan selskapet kan legge til rette for økt kapitaltilgang i tidligfasen. Investinor fikk blant annet en anbefaling om gradvis å trappe ned direkteinvesteringene sine. I Prop. 1 S (2019–2020) ble det vedtatt endringer for Investinor i tråd med anbefalingene fra Kapitaltilgangsutvalget.¹⁹¹

Departementet viser til at Investinor i 2021 fikk Menon Economics til å lage rapporten *Investinors samfunnsrolle – ringvirkningsanalyse av Investinor*. Rapporten ble laget etter oppfordring fra departementet. Her framgår det at Investinor – som den største aktive eieren innenfor det norske venturekapitaløkosystemet – bidrar til å sikre tilgang til investeringskapital i tidligfasen. I tillegg til at Investinor tilfører porteføljeselskapene kapital direkte, bidrar selskapet til å utløse annen privat kapital gjennom sitt investornettverk og sin tilstedeværelse som en kompetent investor, ifølge rapporten. Departementet påpeker at det er vanskelig å vite om selskapene som får kapital, også ville fått det uavhengig av Investinor. Derfor har departementet oppfordret Investinor til å rapportere mer om ringvirkninger, inkludert indikatorer på slike.¹⁹²

Departementet viser imidlertid til at de kunne ha innhentet mer informasjon om hvorvidt Investinor ivaretar statens intensjon med selskapet når det gjelder kapitaltilgang, og at de kunne ha gjort en bredere kartlegging av aktørene i tidligfasemarkedet dersom de hadde hatt mer ressurser.¹⁹³

6.1.5 Departementets oppfølging av Investinors investeringer i ulike faser, bransjer og geografiske områder

Investinor rapporterer i kvartalsrapporten om sin investeringsportefølje når det gjelder fordelingen på bransjer, faser (såkorn, venture og ekspansjon) og selskapets andel av tilført kapital. Selskapet rapporterer også om hvilken fase nyinvesteringer er i. Departementet, som gjennomgår rapporten, viser til at samtlige fylker er representert med selskaper i Investinors portefølje av direkteinvesteringer.¹⁹⁴

Departementet har i perioder fått informasjon om hvor mange selskaper i fasene venture og ekspansjon som Investinor har investert i, men de har ikke fått en systematisk oversikt over selskapene fordelt på investert beløp og faser før 2013. Fra og med 2018 har årsrapporten inneholdt oversikt over oppfølgingsinvesteringer per selskap. Departementet har likevel fulgt opp hvordan Investinors investeringer fordeler seg på faser, særlig gjennom evalueringen fra Cardo Partners. Investinor hadde imidlertid en annen definisjon av faser enn det Cardo Partners kom fram til.¹⁹⁵

Departementet er ikke kjent med at Investinor har gjort investeringer som har vært i strid med selskapets vedtekter, med unntak av én investering i et selskap som var i en moden fase på investeringstidspunktet.

¹⁹⁰ Referater fra kvartalsmøter mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor og rapporter i forbindelse med kvartalsmøter mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor

¹⁹¹ NOU 2018: 5 *Kapital i omstillingens tid – Næringslivets tilgang til kapital* og Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁹² Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁹³ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Riksrevisjonen 09.05.2022.

¹⁹⁴ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁹⁵ Referater fra kvartalsmøter mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor.

I den eksterne evalueringen fra Cardo Partners i 2014 kom det nemlig fram at Investinor hadde investert i et selskap som var i en moden fase på investeringstidspunktet. Det aktuelle selskapet var Alpinco, som drev virksomhet innenfor reiseliv. Da investeringen ble solgt, var den på det tidspunktet den investeringen som hadde gitt høyest realisert gevinst målt i kroner. Etter evalueringen fra Cardo Partners fulgte departementet opp Investinor og bidro til at selskapet hadde økt oppmerksomhet på føringene i vedtektene som dreide seg om fase.¹⁹⁶

I tillegg følger departementet opp Investinors investeringer med hensyn til fordelingen på ulike sektorer. Departementet viser til at investeringer som er øremerket spesifikke sektorer, kan begrense mulighetsrommet for investeringene og dermed også avkastningen.¹⁹⁷

I henhold til Investinors vedtekter skal selskapet tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter. Departementet mener at det derfor er naturlig at Investinor også har porteføljeselskaper som har deler av virksomheten sin i utlandet. I Prop. 1 S (2014–2015) framgikk det at én av Investinors investeringer var gjort i et selskap med utenlandsk hovedkontor. Dette porteføljeselskapet etablerte samtidig forskningsvirksomhet i Norge. Videre i proposisjonen ble det lagt vekt på at det å tiltrekke aktivitet fra selskaper til Norge og det at bedrifter etablerer virksomhet internasjonalt, kan tjene verdiskapingen i Norge. Investinor rapporterer i kvartalsrapporten og årsrapporten om hvor porteføljeselskapene har sitt hovedkontor, og departementet gjennomgår disse rapportene løpende. I årsrapporten for 2020 står det at 2 av totalt 64 selskaper i direkteinvesteringsporteføljen har hovedkontor utenfor Norge. Dersom et porteføljeselskap eller medinvestorer vurderer at det er strategisk riktig å flytte virksomhet til utlandet, etter at Investinor har investert i selskapet, vil ikke Investinor hindre en slik utvikling.¹⁹⁸

6.2 Tiltak for å legge til rette for økt måloppnåelse

I dette delkapitlet tar vi for oss Nærings- og fiskeridepartementets tiltak for å forbedre Investinors måloppnåelse.

Det følger av eierskapsmeldingen og Innst. 225 S (2019–2020) at statens eierutøvelse skal bidra til å oppnå statens mål som eier. Statens mål for Investinor er høyest mulig avkastning over tid. Eierskapsutøvelsen skal skje ved at staten, ved Nærings- og fiskeridepartementet, stiller tydelige forventninger til Investinor, velger et kompetent styre, følger opp selskapet systematisk og er åpen om sin eierutøvelse. Videre skal staten vurdere selskapets måloppnåelse og arbeid med statens forventninger, ikke minst styrets bidrag til dette. Staten skal i sin oppfølging av Investinor legge vekt på hva som er vesentlig for måloppnåelse, og hvor staten som eier best kan bidra på kort og lang sikt. Ved svak måloppnåelse over tid eller vesentlige avvik fra statens forventninger skal departementet vurdere hvordan de kan følge opp dette. Først og fremst skal de sammen med selskapet drøfte årsaker til den lave måloppnåelsen og muligheter for å bedre situasjonen. Dersom eierdialogen ikke fører fram, kan staten påvirke selskapet gjennom beslutninger på generalforsamling.¹⁹⁹

Nærings- og fiskeridepartementet opplyser at de har innhentet informasjon om Investinors måloppnåelse og gjort endringer for å legge til rette for å øke den. Videre forteller departementet at de i dialogen med selskapet er opptatt av at statens mål med eierskapet er høyest mulig avkastning over tid, og at avkastningen har vært svak. Departementet har sammen med selskapet drøftet årsaker og muligheter for å bedre situasjonen. Når det gjelder hvilke endringer departementet har gjort, har de fastsatt og kommunisert et høyere avkastningskrav for selskapet, endret selskapets vedtekter, etterspurt informasjon om selskapets avkastning i eierdialogen og bedt styret i selskapet om å redegjøre for hvordan selskapet

¹⁹⁶ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁹⁷ Riksrevisjonen (2022) Verifisert referat fra møte mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Riksrevisjonen 09.05.2022.

¹⁹⁸ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

¹⁹⁹ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2019.

skal forbedre selskapets måloppnåelse. Departementet har stilt forventninger til Investinor, og i tillegg har de endret styresammensetningen. Videre har departementet bidratt til å gjøre selskapet mer åpent om avkastningen sin i kvartalsrapportene. Investinor rapporterer nå i hver kvartalsrapport hva som har vært avkastningen de siste fire kvartalene og hva som har vært gjennomsnittsavkastningen de siste fem årene. Departementet har i tillegg innhentet eksterne vurderinger av Investinors måloppnåelse i evalueringen av selskapet i 2014, NOU 2018: 5 og i områdegjennomgangen av det næringspolitiske virkemiddelapparatet.²⁰⁰

Departementets tiltak for å legge til rette for økt måloppnåelse omtaler vi nærmere i det følgende.

6.2.1 Endringer i styresammensetningen og styreevaluering

Departementet har gjort endringer i styret for å få inn styremedlemmer med erfaring fra venturebransjen og med tung forretningsmessig bakgrunn. De største endringene i styresammensetningen ble gjort i løpet av de første to årene etter at departementet overtok eieroppfølgingen. Departementet vurderte da at det var behov for å jobbe mer med ambisjonsnivået og kompetansen i styret.²⁰¹ Om lag et halvt år etter at de overtok eierskapet fra Innovasjon Norge, valgte de fire nye medlemmene til styret. Det ble også valgt en ny styreleder i 2014.²⁰²

Departementet har inntrykk av at Investinor de siste årene har hatt et sterkt styre som utfordrer administrasjonen og bidrar til å heve ambisjonsnivået. I tillegg til kvartalsmøtene med styreleder og administrasjonen har departementet årlige møter med hele styret og årlige styreevalueringssamtaler med hvert enkelt styremedlem. Selskapets avkastning er et tema i alle disse møtene.²⁰³

6.2.2 Dialog mellom departementet og Investinor om å forbedre måloppnåelsen

Departementet har sammen med Investinor drøftet årsaker til den lave måloppnåelsen og muligheter for å bedre situasjonen. I den forbindelse har departementet etterspurt informasjon om selskapets avkastning i eierdialogen og bedt styret om å redegjøre for hvordan selskapet skal forbedre sin måloppnåelse.²⁰⁴

Allerede i 2013 vurderte departementet at det trolig ville kreve betydelige endringer i Investinors virksomhet for at selskapet skulle kunne oppnå markedsmessig avkastning for staten som eier. I lys av at selskapet hadde hatt betydelige tap i sine første driftsår, sendte departementet et brev til styret 13. november 2013 der det etterspurte styrets syn på forventet framtidig avkastning og aktuelle tiltak som kunne bedre avkastningen. Brevet ble besvart i form av to brev fra styret til departementet.²⁰⁵ I det første svarbrevet fra Investinor framgår det at styret har som mål å oppnå 6 prosent brutto internrente i løpet av en femårsperiode siden fondets oppstart – det vil si innen 2019 – ved å bygge videre på porteføljen basert på det gjeldende mandatet.²⁰⁶ I det andre svarbrevet fra selskapet mener styret at det vil være sannsynlig å oppnå en årlig netto avkastning på 8 prosent (anslagsvis 10 prosent brutto) innen åtte år siden fondets oppstart – det vil si innen 2022 – men at det vil kreve endringer i selskapets investeringsstrategi og investerte kapital.²⁰⁷

Departementet engasjerte i 2014 en ekstern rådgiver for å bistå med finansielle og strategiske råd og vurderinger. Departementet innhentet våren 2014 en ekstern vurdering av Investinor og statens eierskap i selskapet fra konsulentselskapet Cardo Partners. Konsulentselskapet vurderte at den framtidige

²⁰⁰ Referater fra kvartalsmøter mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor i undersøkelsesperioden.

²⁰¹ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

²⁰² Investinor (2013) *Protokoll ordinær generalforsamling 2013* og Investinor (2014) *Protokoll fra ordinær generalforsamling i Investinor AS 16.05.2014*.

²⁰³ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

²⁰⁴ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

²⁰⁵ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2013.

²⁰⁶ Investinor (2013) svarbrev fra Investinor til Nærings- og handelsdepartementet 17.12.2013.

²⁰⁷ Investinor (2014) utdypende svarbrev fra Investinor til Nærings- og handelsdepartementet 25.04.2014.

avkastningen ville bli lav, og vesentlig lavere enn eiers avkastningskrav. Departementet stilte spørsmål ved om det ville være effektiv statlig ressursbruk og i tråd med markedsinvestorprinsippet i EØS-avtalen å drive selskapet videre basert på den historiske negative avkastningen og utsiktene til fortsatt lav avkastning uten å gjennomføre relevante tiltak. Departementet vurderte at en videreføring av Investinor i sin daværende form ikke var i tråd med målene som er satt for selskapet. Departementet vurderte ulike tiltak, som for eksempel avvikling eller avhendelse av Investinor og å redusere tilgjengelig kapital for Investinor, for å begrense forventede framtidige tap.

Departementet har bedt Investinor om å forbedre hvordan de rapporterer avkastning og driftskostnader. I 2013 ba departementet Investinor om å rapportere avkastning i form av internrente på investeringsporteføljen (etter driftskostnader og skatt) hvert kvartal, slik at avkastningen kunne vurderes opp mot eiers avkastningskrav.²⁰⁸ Selskapet informerte deretter om dette kvartalsvis, men mente samtidig at avkastning på investert kapital det siste året er et mer relevant måltall enn internrenten siden oppstart med hensyn til praktisk oppfølging. Departementet stilte også spørsmål ved om Investinor burde rapportere driftskostnadene i prosent av investert forvaltningskapital framfor tildelt forvaltningskapital.²⁰⁹

Departementet fortsatte i 2015 arbeidet med å avklare ulike alternativer for framtidig organisering av Investinor. Som en konsekvens av mottatte brev fra styret, rapport fra Cardo Partners og interne vurderinger, sendte departementet et nytt brev til styret. I brevet ble styret bedt om å foreta en ny gjennomgang av resultater og de føringer som er angitt blant annet i vedtektene, samt en grunnleggende vurdering av mulige tiltak som kan bedre måloppnåelsen. Styret svarte at de ville arbeide med dette, og at de ønsket å drøfte arbeidet i et møte med departementet. Det ble avholdt et slik møte 25. august 2015, hvor styret delte sine perspektiver på mulige tiltak. Styret sendte deretter et brev til departementet der de i hovedsak beskrev hvilke tiltak de hadde iverksatt for å forbedre måloppnåelsen, og tre forslag om å endre gjeldende føringer for å oppnå økt måloppnåelse. Tiltakene Investinor hadde iverksatt, omfattet å tydeliggjøre selskapets ambisjon og spisse strategien, videreutvikle organisasjonen, innføre et 100 prosent resultatbasert insentivsystem for ledelsen og forvalterne, samt å bygge opp et industrielt rådgivernettnettverk og matchekapital i tidligfasen. Investinor viste i brevet også til at styret og administrasjonen hadde hatt og fortsatt ville være opptatt av tiltak for å bedre måloppnåelsen innenfor de rammene som mandatet gir.²¹⁰

I 2016 ga departementet styrelederen i Investinor tilbakemelding om at departementet vurderte styrets innspill som en del av den pågående evalueringen av selskapet, og at selskapet enn så lenge måtte forholde seg til gjeldende føringer. Den endelige tilbakemeldingen ville komme når evalueringen var gjennomført.²¹¹ Departementet fortsatte å vurdere tiltak for å forbedre Investinors måloppnåelse og overfor Stortinget i 2016 foreslo de endringer i Investinors mandat og vedtekter.²¹² Departementet vurderte i 2017 at Investinor hadde hatt en positiv utvikling og var på rett vei, men at det fortsatt ville være krevende for selskapet å levere markedsmessig avkastning.²¹³ Arbeidet med å endre organiseringen av Investinor fortsatte, og i 2020 ble det gjort endringer i mandatet og vedtektene.²¹⁴

6.2.3 Endringer i Investinors mandat og vedtekter

Departementet har endret Investinors mandat og vedtekter flere ganger siden selskapet ble opprettet, blant annet for å legge til rette for økt måloppnåelse.

I 2012 foreslo departementet en endring i Investinors satsingsområder i St. meld 22 (2011–2012), der det framgikk at Investinors skal prioritere lønnsomme investeringer i sektorer med næringsmiljøer med

²⁰⁸ Referat fra møte mellom Nærings- og handelsdepartementet og Investinor om første kvartal 2013.

²⁰⁹ Referat fra møte mellom Nærings- og handelsdepartementet og Investinor om fjerde kvartal 2015.

²¹⁰ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2015.

²¹¹ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2015.

²¹² Prop. 1 S (2016–2017) *For budsjettåret 2017*. Nærings- og fiskeridepartementet, s. 223–224 Prop.

²¹³ Rapport i forbindelse med kvartalsmøter mellom Nærings- og fiskeridepartementet og Investinor i 2017.

²¹⁴ Prop. 1 S (2019–2020) *For budsjettåret 2020*. Nærings- og fiskeridepartementet, s. 210–212 og Investinor (2020) *Protokoll fra ekstraordinær generalforsamling i Investinor AS*.

internasjonale komparative fortrinn, som ivaretar utnyttelse av viktige naturressurser, som ivaretar utnyttelse av ny teknologi og kompetanse eller som bidrar til mindre miljøbelastning og menneskeskapte klimaendringer. Det framkom at dette kunne dreie seg om investeringer innen blant annet miljøteknologi, energi, marint næringsliv, maritim sektor, reiseliv, IKT og bio- og helseteknologi. De nye vedtektene ble vedtatt på ordinær generalforsamling i 2013.²¹⁵

I eierskapsmeldingen (*Meld. St. 27 (2013–2014) Et mangfoldig og verdiskapende eierskap*), står det at det ville være naturlig å evaluere Investinor etter fem års operativ drift. I statsbudsjettet for 2015 ble Investinors etterlevelse av føringene for virksomheten gjennomgått. Da Stortinget behandlet eierskapsmeldingen, jf. Innst. 140 S (2014–2015), ble det understreket at evaluering er viktig for å kartlegge eventuelle behov for endringer, slik at Investinors virkemidler treffer næringslivets behov.²¹⁶

I Innst. 8 S (2015–2016) står det blant annet følgende: «Komiteen har merket seg at regjeringen har igangsatt en evaluering av Investinor og imøteser denne evalueringen. [...] Flertallet mener at i påvente av en helhetlig gjennomgang av Investinor bør Investinor gis adgang til å investere også i modne bedrifter i skogsektoren.»²¹⁷ I tråd med dette ble Investinors vedtekter endret i 2016, slik at de åpnet for å investere i modne, unoterte bedrifter i skogsektoren.²¹⁸

I statsbudsjettet for 2017 foreslo Nærings- og fiskeridepartementet at Investinors virksomhet skulle endres. Nærmere bestemt foreslo de at det eksisterende direkteinvesteringsmandatet (unntatt skogmandatet) skulle lukkes for nyinvesteringer og bli forvaltet slik at statens verdier ivaretas best mulig, som vil si høyest mulig avkastning. Departementet viste til at det var vanskelig å fange opp ringvirkningene av Investinors virksomhet med hensyn til kompetanse på og interesse for tidligfaseinvesteringer, og antok at ringvirkningene ville være begrenset med den gjeldende modellen. I forlengelse av dette påpekte departementet at modellen kun hadde ført til investeringer i to–sju norske vekstselskaper årlig, og at avkastningen fra porteføljen samlet sett var negativ. Investeringsaktiviteten viste et negativt resultat på over 650 millioner kroner.²¹⁹ Departementet foreslo å endre Investinors investeringsmandat slik at Investinor kunne øke investeringskapasiteten til enkeltinvestorer og grupper av enkeltinvestorer som investerer og tar aktivt eierskap i tidligfasen (forretningsengler) gjennom passive medinvesteringer. De foreslo også å åpne for investeringer i fond i en tidlig fase. I stortingsbehandlingen av statsbudsjettet for 2017 ble det imidlertid besluttet å videreføre både det eksisterende mandatet og nivået på Investinors investeringskapital. Videreføringen skulle gjelde fram til det ble gjort en helhetlig gjennomgang av tilgangen på venturekapital i Norge, både offentlig og privat. Utover dette ba næringskomiteen regjeringen om å komme tilbake til Stortinget med en helhetlig gjennomgang og vurdering av Investinors mandat og rolle.²²⁰

I statsbudsjettet for 2020 foreslo Nærings- og fiskeridepartementet å følge anbefalingene fra kapitaltilgangsutvalget om et nytt mandat for Investinor og blant annet at nyinvesteringer fra direkteinvesteringsmandatet opphører med unntak av øremerkede midler til skog- og trenæringene. Stortinget vedtok i 2019 at det aktive direkteinvesteringsmandatet til Investinor skulle videreføres, men at selskapet skulle få et nytt mandat for å forvalte fonds- og matchinginvesteringer og overta slike investeringer. Det nye mandatet skulle også la selskapet overta forvaltningen av preså Kornfond, såkornfond og koinvesteringsfondet for Nord-Norge fra Innovasjon Norge.²²¹

²¹⁵ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2012.

²¹⁶ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2015.

²¹⁷ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2015.

²¹⁸ Næringsministerens beretning til Riksrevisjonen om forvaltning av eierinteressene i Investinor for 2016.

²¹⁹ Prop. 1 S (2016–2017) *For budsjettåret 2017*. Nærings- og fiskeridepartementet, s. 223.

²²⁰ NOU 2018: 5 *Kapital i omstillingens tid– Næringslivets tilgang til kapital*, s. 116 og Prop. 1 S (2016–2017) *For budsjettåret 2017*. Nærings- og fiskeridepartementet.

²²¹ Prop. 1 S (2019–2020) *For budsjettåret 2020*. Nærings- og fiskeridepartementet og Innst. 8 S (2019–2020) *Næringskomiteen om bevilgninger på statsbudsjettet for 2020*.

6.2.4 Eksterne vurderinger av Investinors måloppnåelse

Departementet har innhentet eksterne vurderinger av Investinors måloppnåelse i Cardo Partners evalueringen av selskapet i 2014, i NOU 2018: 5 og i områdegjennomgangen av det næringspolitiske virkemiddelapparatet. Det har med andre ord vært flere utredninger de siste årene. Alle utredningene vurderer at det er krevende å ivareta finansiering i den tidlige utviklingsfasen for potensielle vekstbedrifter og samtidig velge investeringer som gir høy avkastning. I områdegjennomgangen av det næringsrettede virkemiddelapparatet fra 2019 ble det påpekt at statens direkteinvesteringer i venturesegmentet har vist relativt svake resultater, og at Investinor hadde hatt langt større tap enn gevinster. Videre viste områdegjennomgangen til at det er en utbredt opplevelse at Investinor i begrenset grad har klart å realisere verdier gjennom å avhende porteføljebedrifter, noe som er selve kjernen i arbeidet med aktive eierfond. Et sentralt spørsmål i forlengelsen av dette er hvor lenge man må vente før man kan forvente resultater. I områdegjennomgangen ble det vist til at det i internasjonal venture-industri er vanlig å opprette strukturer som har ti års planlagt varighet fra kapital blir innbetalt til fondet og til selskapene det er investert i, selges. Tar man dette som utgangspunkt, burde man i 2019 begynt å se mønsteret i realiserte gevinster på porteføljen som ble finansiert i de første årene, ifølge områdegjennomgangen.²²² De øvrige utredningene har vi omtalt nærmere i kapittel 4.²²³ For å belyse den næringspolitiske og samfunnsøkonomiske effekten av de mandatene Investinor forvalter, har departementet i 2022 lyst ut et oppdrag i form av en ekstern evaluering.²²⁴

²²² Deloitte (2019) *Områdegjennomgang av det næringsrettede virkemiddelapparatet – Helhetlig anbefaling om innretning og organisering av det næringsrettede virkemiddelapparatet*, s. 84.

²²³ Cardo Partners (2014) *Strategisk og finansiell vurdering av Investinors virksomhet*, NOU 2018: 5 *Kapital i omstillingens tid– Næringslivets tilgang til kapital* og Deloitte (2019) *Områdegjennomgang av det næringsrettede virkemiddelapparatet – Helhetlig anbefaling om innretning og organisering av det næringsrettede virkemiddelapparatet*.

²²⁴ Nærings- og fiskeridepartementet (2022) *Riksrevisjonens undersøkelse av Investinors måloppnåelse og investeringspraksis – svar på spørsmål til Nærings- og fiskeridepartementet*.

7 Vurderinger

7.1 Investinors avkastning har bedret seg over tid, men direkteinvesteringene har i sum ikke gitt netto positiv avkastning i perioden 2008–2021

Investinor AS skal bidra til å sikre bedre kapitaltilgang til bedrifter i en tidlig vekstfase, der private aktører alene ikke nødvendigvis bidrar med tilstrekkelig langsiktig, risikovillig kapital. Statens mål som eier av Investinor er høyest mulig avkastning over tid innenfor investeringsmandatets rammer. Investinors kapital er en statlig kapitalplassering som skal gi markedsmessig avkastning på investeringene sett i forhold til risikoen som tas. Investinors direkteinvesteringer skjer i den tidlige fasen av en bedrifts utvikling og innebærer derfor høy risiko. Investinors eget avkastningskrav er 10 prosent årlig over tid.

Investinors driftsinntekter og driftsresultat har variert vesentlig i perioden. Driftsinntektene har variert mellom –157,9 millioner kroner i 2011 og 464,3 millioner kroner i 2020. Driftsinntektene i 2020 er høye som følge av salg av aksjer i ett selskap. Driftsresultatet var på det laveste i 2018 med –206,4 millioner kroner og på det høyeste i 2020 med 404,3 millioner kroner.

Akkumulerte driftskostnader utgjorde 668 millioner kroner ved utgangen av 2021. Det akkumulerte driftsresultatet har en positiv utvikling etter 2018 som følge av en positiv utvikling i driftsinntektene, men er totalt sett negativt over hele perioden. Investinor har tapt omtrent 93 millioner kroner når vi ser perioden under ett.

I undersøkelsen er netto akkumulert avkastning for Investinors direkteinvesteringer over perioden 2008–2021 fordelt på tre perioder som Investinor kaller for henholdsvis fond 1, fond 2 og fond 3:

- Fond 1 inneholder de selskapene som Investinor investerte i for første gang i perioden 2008–2012.
- Fond 2 inneholder de selskapene som Investinor investerte i for første gang i perioden 2013–2017.
- Fond 3 utgjør de selskapene som Investinor investerte i for første gang i perioden 2018–2021.

Investinor har investert mest i bedriftene som inngår i fond 1. Samlet over perioden 2008–2021 utgjør fond 1 mer enn halvparten av det investerte beløpet på totalt 4967,6 millioner kroner (inkluderer driftskostnader). Fond 2 og fond 3 utgjør henholdsvis 29 og 13 prosent av totalt investert beløp etter driftskostnader. Fond 1 har hatt en akkumulert avkastning på –33 prosent og påvirket den samlede akkumulerte avkastningen med –19 prosent, mens fond 2 har hatt en akkumulert avkastning på 55 prosent og fond 3 har hatt en akkumulert avkastning på 18 prosent og stått for 16 prosent og 2 prosent av den totale avkastningen fratrasket driftskostnader. Den samlede avkastningen over hele perioden 2008–2021, er et tap på 46 millioner kroner. Målt ved internrenten er den årlige avkastningen om lag 0 prosent over perioden

Fond 1 har heller ikke utviklet seg i tråd med den forventede verdiutviklingen til Investinor. Ved utgangen av 1. kvartal 2015 forventet Investinor at 19 av selskapene som det ble investert i første gangen i perioden 2009–2012 skulle kunne selges for i underkant av 3 milliarder kroner innen utgangen av 2019. Ved utgangen av 2021 utgjorde den bokførte verdien og salgssummene for selskapene 1,6 milliarder kroner. I tillegg var det gjennomført betydelig større oppfølgingsinvesteringer i disse selskapene enn planlagt.

Stortinget har bevilget 4,2 milliarder kroner til Investinors direkteinvesteringer. Når kostnadene med forvaltningen av investeringene er inkludert, har den aggregerte avkastningen vært negativ i nesten hele perioden 2008–2021. Investinors totale årlige bruttoavkastning for perioden 2008–2021 har vært på 2,7 prosent, mens avkastningen er på 0 prosent når driftskostnader er trukket fra. Avkastningen er altså

betydelig lavere enn Investinors eget mål om en årlig nettoavkastning på 10 prosent og lavere enn eiers avkastningskrav. Avkastningen til Investinor har vært bedre for investeringer gjort etter 2012, men den er ikke høy nok til å at selskapet har oppnådd tilfredsstillende samlet avkastning over hele perioden. Avkastningen blant venturefond som har investert i Europa, Vest-Europa og Norden har i gjennomsnitt oppnådd en langt høyere avkastning enn Investinor. Investinor har i de fleste periodene hatt en gjennomgående høyere forventning til resultatene framover enn det de så langt har klart å realisere. Etter vår vurdering er det derfor usikkerhet knyttet til den faktiske framtidige verdiutviklingen for den gjenværende porteføljen. Etter vår vurdering kan det opprinnelige mandatet til Investinor, med begrensninger i geografi, insentivordninger og særskilt fokus på enkelte sektorer med begrensede investeringsmuligheter, ha gjort det krevende å oppnå like høy avkastning som disse fondene. Etter vår vurdering er likevel en avkastning på 0 prosent i perioden ikke et tilfredsstillende resultat.

7.1.1 Avkastningen varierer mellom ulike sektorer og har vært særlig lav innenfor enkelte satsingsområder

Da Investinor ble opprettet og fram til 2013 skulle de prioritere de fem satsingsområdene; miljø, energi, reiseliv, marin sektor og maritim sektor. Deler av forvaltningskapitalen har også vært øremerket marin sektor siden fondet ble opprettet og skogsektoren fra 2013. Den største andelen av Investinors investeringer har vært innenfor IKT, og denne har økt fra litt under 25 millioner kroner i 2009 til 1 249 millioner i 2021. IKT utgjorde om lag 12 prosent av investeringene ved utgangen av 2009 og 46 prosent ved utgangen av 2021. Energi er den nest største gruppen av investeringer; 14 prosent av all investert kapital i perioden 2009–2021 ble investert i denne sektoren. Investeringene innenfor helse har også økt i perioden; de utgjør 12 prosent av alle investeringene i perioden 2009–2021.

Det er stor variasjon i avkastningen innenfor ulike sektorer. I helsesektoren har Investinor oppnådd en årlig bruttoavkastning på 20 prosent, som er høyere enn selskapets eget avkastningskrav. Det er særlig én investering som har bidratt til den positive avkastningen, og dette er så langt den investeringen som har gitt høyest avkastning målt i kroner. Undersøkelsen viser at Investinor har lyktes bedre i sektorene som ikke er øremerket, sammenlignet med de øremerkede sektorene. De fleste av de øremerkede sektorene ble opphevet i 2013, men Investinors avkastning blant de øvrige sektorene har ikke greid å gi god samlet avkastning for hele porteføljen.

Avkastningen på Investinors investeringer innenfor marin sektor og skogsektoren var på om lag 0 og –5,6 prosent før driftskostnader for perioden 2009–2021. Dersom man inkluderer driftskostnader, er avkastningen på investeringene i de to sektorene negativ over perioden. Brutto avkastningen er faktisk lavere enn både eiers og Investinors eget avkastningskrav i bransjene energi, IKT, miljø og reiseliv. Investeringene innenfor maritim har gitt den svakeste avkastningen, hvor nesten hele det investerte beløpet er tapt. Blant de prioriterte satsingsområdene er reiseliv den sektoren med best avkastning, men investeringen som har bidratt til dette ble vurdert av departementet å være i en for moden fase.

IKT er den bransjen som Investinor har investert mest i, målt både i kroner og i antall selskaper. Ved utgangen av 2021 hadde Investinor avhendet 12 selskaper i denne sektoren. Det var da 28 gjenværende i porteføljen. For de solgte selskapene har den samlede avkastningen vært negativ før driftskostnader. Den bokførte verdien for de gjenværende IKT selskapene overstiger investert beløp og avkastningen er positiv samlet for hele perioden.

7.1.2 Avkastningen varierer betydelig mellom sektorer, og den har vært spesielt lav innenfor satsingsområder som maritim og miljø.

Avkastningen for satsingsområdene innen marin og skogsektoren har også vært lav. Avkastningen synes å være bedre i sektorer som ikke har vært særskilt nevnt som satsingsområder før Nærings- og fiskeridepartementet overtok eierskapet, dvs. helse og IKT. Etter vår vurdering indikerer dette at

Investinor ikke har lyktes å oppnå god avkastning innenfor de føringene som er lagt på utvalgte satsingsområder. Den lave avkastningen er i stor grad påvirket av investeringer gjort før 2013.

Undersøkelsen viser at Investinor hadde investert i 33 selskaper fram til utgangen av 2012. Ved utgangen av 2021 hadde Investinor investert om lag 2,4 milliarder i disse selskapene. 21 av selskapene er solgt, men Investinor eier fortsatt 12 av selskapene. Avkastningen etter driftskostnader for alle de 33 selskapene er negativ; tapet er på om lag 950 millioner kroner samlet over perioden 2008–2021.

De 21 solgte selskapene ble solgt til et samlet tap på 636 millioner kroner før driftskostnader. De gjenværende selskapene hadde en bokført verdi på 1 120 millioner kroner ved utgangen av 2021. Investinor har investert 1 041 millioner kroner i de gjenværende selskapene. De har mottatt renteinntekter, delrealiseringer og utbytter på 91 millioner kroner, noe som betyr at det er urealiserte gevinster på 170 millioner kroner.

Etter vår vurdering er ikke verdiutviklingen til de gjenværende porteføljebedriftene høy nok til at disse selskapene samlet sett skal gi god avkastning på den investerte kapitalen. Den bokførte verdien for selskapene har økt, men ikke nok til å kunne gi en tilfredsstillende avkastning sett i forhold til risikoen som tas. Etter vår vurdering burde verdiutviklingen til de gjenværende porteføljene øke i takt med eiertiden.

Undersøkelsen viser at den samlede avkastningen for investeringene som er gjort etter 2012, er bedre enn avkastningen for investeringene som ble gjort før 2013. De største investeringene ble imidlertid gjort før 2013, og beløpet det er investert for etter 2012 er for lite til at det virker realistisk å oppnå en tilfredsstillende samlet avkastning i løpet av de nærmeste årene. Det er foreløpig gjennomført få realiseringer blant investeringene som er gjort etter 2012, og det er derfor usikkert hvilken avkastning disse investeringene vil gi.

7.1.3 Investinors bonusordning kan ha gitt uheldige insentiver

Investinors driftsinntekter består i hovedsak av avkastning på Investinors investeringer i bedrifter, mens driftskostnadene i hovedsak er lønnskostnader. Investinor har akkumulerte tap på salg av porteføljebedrifter på 194,5 millioner kroner før driftskostnader i perioden 2011–2021. Investinor har avhendet porteføljeselskaper som har bidratt til realiserte gevinster i tre av årene i perioden, og avsatt bonus i to av de tre årene. Ansatte i Investinor har opptjent bonus på 23,8 millioner i perioden 2011–2021.

Undersøkelsen viser at bonusordningen til Investinor potensielt kunne gi uheldige insentiver ved at Investinor ikke solgte bedrifter med tap og gevinst innenfor samme regnskapsår. Investinor mener det i praksis har vært vanskelig å utnytte dette, og at dette trolig ikke har skjedd i årene Investinor har opparbeidet bonusgrunnlag. Vi har merket oss at Investinor ikke lenger ønsker å ha en bonusordning som gir slike insentiver, og har endret bonusordningen i 2022. Det er imidlertid for tidlig å vurdere hvordan den nye bonusordningen virker. Etter vår vurdering kan det, sett i lys av Investinors resultater og utbetalte bonuser, stilles spørsmål ved om bonusordningen har vært utformet på en hensiktsmessig måte. Dette gjelder blant annet insentivet til å utsette salg av bedrifter som medfører tap, fordi man selger bedrifter som har gitt gevinst. Vi har merket oss at bonusordningen er endret og at den nå baserer seg på løpende avkastning siste tre år.

7.2 Investinor klarer ikke å selge porteføljebedriftene sine i tråd med selskapets målsettinger om salgstidspunkt

I St. prp. Nr. 1 (2008–2009) ble det vektlagt at Investinor skal ha et langsiktig perspektiv på investeringene og ha en klar strategi for avhending av porteføljebedriftene. Dette framgår også av selskapets vedtekter, og Investinor har operasjonalisert dette i sin investeringsinstruks hvor det framgår

at selskapet skal utøve et aktivt eierskap og ha en klar strategi for å avhende porteføljebedriftene når disse har gitt en tilfredsstillende avkastning eller når andre eiere er bedre rustet til å utvikle dem videre. Investinor skal ifølge investeringsinstruksen normalt ha en eierhorisont på fem–åtte år. Eiertiden kan bare unntaksvis overskride åtte år. Undersøkelsen viser at 14 av de 93 selskapene Investinor har investert i over perioden 2009–2021 har hatt en eiertid på 8 år eller mer. Ved utgangen av 2021 eier fortsatt Investinor tolv av selskapene som de investerte i for første gang i perioden 2009–2012. Disse selskapene har derfor vært eid av Investinor i ni år eller mer. Etter vår vurdering har ikke Investinor vært gode nok til å selge seg ut av porteføljeselskapene. Det innebærer at en stor del av den statlige risikokapitalen bindes i eksisterende bedrifter og reduserer størrelsen på tilgjengelig kapital for nye tidligfasebedrifter.

Videre viser undersøkelsen at Investinor har investert mer kapital enn det som var planlagt i flere av selskapene. Ved utgangen av første kvartal 2015 var det forventet at de 23 porteføljebedriftene som Investinor hadde utarbeidet prognoser for, skulle tilføres totalt 280 millioner kroner i oppfølgingsinvesteringer fram til de planlagte salgsdatoene. Undersøkelsen viser imidlertid at i perioden fram til de planlagte salgsdatoene, hadde Investinor tilført disse bedriftene mer enn 700 millioner kroner i oppfølgingsinvesteringer.

Undersøkelsen viser også at den samlede salgsværdien av de 8 solgte bedriftene og den regnskapsmessige værdien av de 15 ikke-solgte bedriftene utgjorde om lag 2,7 milliarder kroner ved utgangen av 2021. Dette er om lag 1,2 milliarder kroner lavere enn det Investinor i 2015 forventet at bedriftene skulle selges for, til tross for at Investinor har investert betydelig mer i bedriftene enn det som var planlagt. Videre viser undersøkelsen at den faktiske inntektsveksten for disse selskapene i gjennomsnitt var på 7 prosent i perioden fram til utgangen av 2018, mens det var forventet en inntektsvekst på over 200 prosent. Det var i tillegg forventet at driftsresultatet skulle utvikle seg til å bli positivt i perioden.

Etter vår vurdering er det risiko for at urealistiske prognoser kan ha medvirket til at Investinor har investert for mye kapital i enkelte selskaper som ikke har bidratt til positiv avkastning. Det investeres vesentlig mer i selskapene enn planlagt, samtidig som selskapene ikke klarer å oppnå inntektsvekst og lønnsomhet i tråd med utviklingsplanene. Verdiutviklingen til selskapene er også vesentlig lavere enn forventet. Usikkerheten forbundet med tidligfaseinvesteringer gjør at det krevende å utvikle og avhende et tilfredsstillende antall bedrifter med høy salgsværdi. Etter vår vurdering har ikke Investinor klart å utvikle og avhende et tilfredsstillende antall slike bedrifter.

7.3 Investinor bidrar til økt kapitaltilgang for bedrifter i en tidlig fase, men få selskaper har blitt lønnsomme

Investinor ble etablert som et næringspolitisk virkemiddel som skal bidra til økt kapitaltilgang for bedrifter i en tidlig vekstfase der private aktører alene ikke bidrar med tilstrekkelig langsiktig risikovillig kapital.

Undersøkelsen viser at Investinor har stått for en høy andel av kapitalen som er investert i norske venturebedrifter. I perioden 2009–2020 har Investinors investeringer utgjort anslagsvis en tredjedel av kapitalen som norske og utenlandske venturefond har investert i norskregistrerte foretak. Investinor har investert i om lag en fjerdedel av de norskregistrerte selskapene som norske og utenlandske venturefond har investert i, i denne perioden.

I undersøkelsen har vi kalt selskapene som Investinor var nærmest å investere i, men som de av ulike grunner ikke investert i, for *investeringsmuligheter*. Undersøkelsen viser at om lag 90 prosent av styrelederne i selskapene som utgjorde Investinors investeringsmuligheter og 80 prosent av styrelederne i selskapene som Investinor investerte i, opplevde å få tilstrekkelig kapital. Men sammenlignet med investeringsmulighetene hadde Investinor-selskapene i gjennomsnitt lavere inntekter og mer negativt driftsresultat på investeringstidspunktet. Nærings- og fiskeridepartementet har siden de overtok

eierforvaltningen i 2012 ikke inntrykk av at Investinor har hatt en bevisst strategi om å unnlate å investere i de mest attraktive selskapene i investormarkedet. Departementet mener selskapet har søkt å investere i gode selskaper, i tråd med statens mål som eier og Investinors egne mål. Ifølge Investinor kan det at færre av selskapene de investerte i opplevde å få finansiering indikere at selskapet har visst godt investeringsfaglig skjønn, ved at de greier å skille mellom selskapene som opplevde og ikke opplevde å være utsatt for markedssvikt. Investinor mener det vil være lettere for de mest attraktive investeringsmulighetene og få tilgang til finansiering, og de vil også kunne gi høyest avkastning.

Videre viser undersøkelsen at 47 prosent av investeringsmulighetene og 26 prosent av selskapene Investinor investerte i, har blitt lønnsomme i perioden 2018–2020. Investinor-selskapene har i gjennomsnitt hatt en svakere utvikling når det gjelder både omsetning og driftsresultat. Investinor måles ikke på selskapenes resultatmessig lønnsomhet, men selskapenes verdiutvikling. Et selskap som ikke er lønnsomt kan likevel gi Investinor en høy avkastning på sin investering. Etter vår vurdering kan likevel en lavere grad av lønnsomhet være med på å forklare den lave avkastningen til Investinor. Departementet og Investinor har ulikt syn på hvorvidt selskapet har prioritert å investere i de mest attraktive investeringsmulighetene. Etter vår vurdering kan det å lykkes med å investere i de mest attraktive investeringsmulighetene være viktig for å nå statens mål med eierskapet. Dersom Investinor har valgt en investeringsstrategi som velger bort de mest lovende investeringsmulighetene, kan dette ha bidratt til å redusere avkastningen.

Etter vår vurdering har Investinors investeringer utgjort en høy andel av kapitalen fra norske og utenlandske venturefond, og bidratt til kapitaltilgang for bedrifter i tidligfasen. De aller fleste selskapene Investinor ikke investerte i, opplevde imidlertid å få tilstrekkelig finansiering likevel. Blant disse selskapene er det en høyere andel som ble lønnsomme enn blant selskapene Investinor valgte å investere i. Etter vår vurdering kan det stilles spørsmål ved om Investinor klarer å finne selskaper med størst utviklingspotensial, og om det er realistisk at Investinor klarer å utvikle selskapene på en måte som gjør at de kan selges med gevinst i løpet av fem–åtte år.

7.4 Nærings- og fiskeridepartementet har en god eierforvaltning av Investinor, men styringsinformasjonen fra selskapet burde vært bedre

Statens eierutøvelse skal bidra til å nå statens mål som eier. Nærings- og fiskeridepartementet skal følge opp om Investinor når forventede avkastningskrav. Departementet har en forventning om at Investinor rapporterer på relevante mål og de viktigste prestasjonsindikatorene for at eier skal kunne vurdere måloppnåelsen. Departementet skal gjøre egne verddivurderinger når avkastningen ikke er direkte målbar i aksjemarkedet, for å få informasjon om effektivitet, måloppnåelse og resultater innenfor virksomhetens ansvarsområde og aktiviteter. Nærings- og fiskeridepartementet har vedtektsfestet at Investinor skal ha et langsiktig perspektiv på investeringene og en klar avhendingsstrategi for bedriftene i porteføljen.

Undersøkelsen viser at departementet har fulgt opp Investinors måloppnåelse over tid. Nærings- og fiskeridepartementet har iverksatt tiltak for å legge til rette for økt måloppnåelse. Departementet har i dialogen med selskapet oppmerksomhet på at statens mål med eierskapet er høyest mulig avkastning over tid, og at avkastningen har vært svak. Departementet har sammen med selskapet drøftet årsaker til den lave avkastningen og muligheter for å bedre situasjonen. Videre har departementet fastsatt et høyere avkastningskrav for selskapet, endret selskapets vedtekter, etterspurt informasjon i eierdialogen om selskapets avkastning og bedt styret i selskapet om å redegjøre for hvordan selskapet skal forbedre sin måloppnåelse. Eier har stilt forventninger til selskapet, og endret styresammensetningen. Videre har eier bidratt til økt åpenhet fra Investinor ved at det har bedt om at selskapet rapporterer om avkastning i kvartalsrapportene. Departementet har i tillegg innhentet eksterne vurderinger av Investinors måloppnåelse i evalueringen av selskapet i 2014, NOU 2018: 5 og områdegjennomgangen av det næringspolitiske virkemiddelapparatet. I 2016 og i 2019 foreslo dessuten departementet at selskapet ikke

skulle få gjøre flere direkteinvesteringer i nye selskaper. I Prop 1 S (2016–2020) ble forslaget blant annet begrunnet med at ringvirkningene av Investinors virksomhet med hensyn til kompetanse på og interesse for tidligfaseinvesteringer var antatt å være begrenset. Departementet viste til at Investinor bare hadde investert i to–sju norske vekstselskaper årlig, og at avkastningen fra porteføljen samlet sett var negativ. I 2019 fulgte departementet anbefalingen fra kapitaltilgangsutvalget om blant annet at nyinvesteringer fra direkteinvesteringsmandatet opphører med unntak av øremerkede midler til skog- og trenæringene. Verken forslaget fra 2016 eller 2019 fikk imidlertid tilslutning i Stortinget.

Nærings- og fiskeridepartementet har forsøkt å forvalte eierskapet i Investinor på en måte som legger til rette for god måloppnåelse og ivaretagelse av statens begrunnelse for eierskapet. Men til tross for at departementet har gjort mange tiltak, har den svake måloppnåelsen vært vedvarende. Når det gjelder departementets oppfølging av statens mål om høyest mulig avkastning, er det etter vår vurdering ikke opplagte svakheter i eierstyringen som kan forklare Investinors lave avkastning på direkteinvesteringene.

Investinor har i flere år gitt departementet informasjon om når selskapet mener det er realistisk å få positiv avkastning på investeringsporteføljen. Ved utgangen av 2013 ble departementet informert om at det var realistisk med 6 prosent årlig bruttoavkastning innen 2019 – til tross for at den årlige bruttoavkastningen så langt hadde vært på –11,2 prosent. I 2014 fikk departementet informasjon fra selskapet om at det var realistisk med en årlig nettoavkastning på 8 prosent i løpet av en periode på 8 år, noe som vil si innen 2022. Investinor hadde ved utgangen av 2018 en årlig bruttoavkastning på –1,6 prosent og en årlig nettoavkastning på –5 prosent siden fondets oppstart. Departementet har i eierdialogen blitt løpende informert om resultatutviklingen gjennom hele eierperioden. Store deler av perioden har de også blitt presentert for prognoser for hva hvert enkelt selskap i porteføljen skal kunne selges for ved planlagt salgstidspunkt. Departementet har i kvartalsmøter med selskapet stilt spørsmål ved realismen i enkelte forutsetninger, men etter vår vurdering har det ikke medført mer realisme i Investinors prognoser. Departementet mener at det er en generell bransjeutfordring å utarbeide realistiske prognoser, og at Investinors prognoser gjenspeiler selskapets ambisjoner og at de i visse tilfeller kan bidra til økt måloppnåelse. I løpet av eierperioden har tidligere prognoser for salgstidspunkt og avkastning blitt oppdatert med nye optimistiske avkastningsprognoser. Undersøkelsen viser at faktiske inntekter utgjorde 25 prosent av prognosen ved utgangen av 2018.

Etter vår vurdering har denne informasjonen vært lite realistisk og styringsinformasjonen selskapet har gitt til departementet har gitt et utilstrekkelig grunnlag for å vurdere måloppnåelsen av statens mål. Departementet burde derfor forsikret seg om at de mottar så realistisk og riktig informasjon som mulig fra Investinor.

Investinor har operasjonalisert kravet i vedtektene om en klar strategi for å selge selskapene i porteføljen til at selskaper normalt skal ha en eiertid på mellom fem–åtte år, og at de kun i enkelttilfeller skal ha en eiertid utover dette. Investinor har i kontaktmøter med departementet fra og med fjerde kvartal 2014, informert om denne strategien og om forventet salgstidspunkt for flere av porteføljebedriftene. Departementet har gradvis hatt et økt fokus på dette i eierskapsutøvelsen og avhending har vært tema på de fleste møtene mellom departementet og Investinor i perioden 2018–2021. På flere kontaktmøter har departementet også fått en gjennomgang fra selskapet om hvordan det arbeides med å avhende selskapene. En konsekvens av at Investinor ikke selger seg ut av selskapene i tråd med planene er at mindre kapital blir tilgjengelig for investeringer i nye selskaper. Undersøkelsen viser at så mange som 14 av 35 selskaper investert i før 2014 har hatt en eiertid lengre enn 8 år. Etter vår vurdering er det viktig med noe fleksibilitet og en absoluttgrense på eierperioden kan virke negativt på avkastningen. Det er derfor viktig at eierperioden vurderes i hvert enkelt tilfelle. Det samlede bildet viser imidlertid at Investinor har hatt en eiertid som overstiger åtte år for et stort antall selskaper. Eier har over flere år fått informasjon fra selskapet om anslag på hvor mange selskaper som planlegges solgt som har vist seg å være for optimistisk. Etter vår vurdering kunne departementet fulgt dette opp på en tydeligere måte i eierskapsutøvelsen.

8 Referanser

Lover

- *Lov om aksjeselskaper* (aksjeloven). LOV-1997-06-13-44.

Stortingsdokumenter

Innstillinger

- Innst. S. nr. 210 (2002–2003) *Innstilling fra kontroll- og konstitusjonskomiteen om rapport til Stortinget fra utvalget til å utrede Stortingets kontrollfunksjon. Stortingets kontroll med regjering og forvaltning*
- Innst. S. nr. 170 (2008–2009) *Innstilling fra næringskomiteen om et nyskapende og bærekraftig Norge*
- Innst. 3 S (2009–2010) *Innstilling fra finanskomiteen om skatte-, avgifts- og tollvedtak, rammetilskudd mv. til kommunesektoren, tilfeldige utgifter og inntekter og statsbudsjettets kapitler om utbytte mv. for 2010*
- Innst. 392 S (2010–2011) *Innstilling fra næringskomiteen om aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi*
- Innst. 365 S (2011–2012) *Innstilling fra næringskomiteen om verktøy for vekst – om Innovasjon Norge og SIVA SF*
- Innst. 140 S (2014–2015) *Innstilling fra næringskomiteen om et mangfoldig og verdiskapende eierskap*
- Innst. 470 S (2012–2013) *Innstilling fra finanskomiteen om revidert nasjonalbudsjett for 2013, og om tilleggsbevilgninger og omprioriteringer i statsbudsjettet for 2013*
- Innst. 8 S (2019–2020) *Innstilling fra næringskomiteen om bevilgninger på statsbudsjettet for 2020, kapitler under Nærings- og fiskeridepartementet, Klima- og miljødepartementet og Landbruks- og matdepartementet (rammeområdene 9, 10 og 11)*
- Innst. 225 (2019–2020) *Innstilling fra næringskomiteen om Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*
- Innst. 8 S (2020–2021) *Innstilling fra næringskomiteen om bevilgninger på statsbudsjettet for 2021, kapitler under Nærings- og fiskeridepartementet, Klima- og miljødepartementet og Landbruks- og matdepartementet (rammeområdene 9, 10 og 11)*

Proposisjoner

- Dokument nr. 14 (2002–2003) *Rapport til Stortinget fra utvalget til å utrede Stortingets kontrollfunksjon - Stortingets kontroll med regjering og forvaltning, jfr. Innst. S. nr. 210 (2002–2003)*
- St.prp. nr. 1 (2008–2009) *For budsjettåret 2009. Nærings- og handelsdepartementet*
- Prop. 111 S (2011–2012) *Tilleggsbevilgninger og omprioriteringer i statsbudsjettet 2012. Finansdepartementet*
- Prop. 149 S (2012–2013) *Tilleggsbevilgninger og omprioriteringer i statsbudsjettet 2013. Finansdepartementet*
- Prop. 1 S (2012–2013) *For budsjettåret 2013. Nærings- og handelsdepartementet*
- Prop. 1 S (2013–2014) *For budsjettåret 2014. Nærings- og handelsdepartementet*
- Prop. 1 S (2015–2016) *For budsjettåret 2016. Nærings- og fiskeridepartementet*
- Prop. 1 S (2016–2017) *For budsjettåret 2017. Nærings- og fiskeridepartementet*
- Prop. 1 S (2019–2020) *For budsjettåret 2020. Nærings- og fiskeridepartementet*
- Prop. 1 S (2020–2021) *For budsjettåret 2021. Nærings- og fiskeridepartementet*

Meldinger

- St.meld. nr. 7 (2008–2009) *Et nyskapende og bærekraftig Norge.*
- St.meld. nr. 13 (2010–2011) *Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi*
- St.meld. nr. 22 (2011–2012) *Verktøy for vekst – om Innovasjon Norge og SIVA SF*
- St.meld. nr. 27 (2013–2014) *Et mangfoldig og verdiskapende eierskap*
- St.meld. nr. 8 (2019–2020) *Statens direkte eierskap i selskaper – Bærekraftig verdiskaping*

Forskrifter, reglement og retningslinjer

- *Reglement for økonomistyring i staten*. Fastsatt 12. desember 2003 med endringer, senest 31. august 2021 (økonomireglementet)
- Invest Europe (2018) Handbook of Professional Standards, Section 5 Investor reporting guidelines 24. april 2018.
- OECD (2015) *OECD Guidelines on Corporate Governance State-Owned Enterprises*. 2015 Edition

Offentlige utredninger (NOU)

- NOU 2018: 5 *Kapital i omstillingens tid – Næringslivets tilgang til kapital*

Rapporter og evalueringer

- Cardo Partners (2014) *Strategisk og finansiell vurdering av Investinors virksomhet*.
- Deloitte (2019) *Områdegjennomgang av det næringsrettede virkemiddelapparatet – Helhetlig anbefaling om innretning og organisering av det næringsrettede virkemiddelapparatet*.
- Investinor (2008–2021) *Årsrapporter 2008–2021*
- Investinor (2010–2021) *Kvartalsrapporter 2010–2021*
- Menon Economics AS (2011) *The need for government supported capital measures in the market for early stage risk capital in Norway*. Menon-publikasjon nr. 18/2011
- Menon Economics AS (2012) *Nye mulige satsingsområder for Investinor*. Menon-publikasjon nr. 15/2012
- Menon Economics AS (2019) *J-kurvebedrifter og kapitaltilgang i Oslo og Akershus*. Menon-publikasjon nr. 22/2019
- Menon Economics AS (2022) *Investinors samfunnsrolle. Ringvirkningsanalyse av Investinor*. Menon-publikasjon nr. 130/2021
- Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (2018) *Den norske anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse*.
- Menon (2021) *Private Equity Funds in Norway – Activity report 2020*. Menon-rapport 38/2021.
- Nærings- og fiskeridepartementet (2021) *Statens eierrapport 2020*
- Samfunnsøkonomene (2018) *Samfunnsøkonomen Nr. 2 – Kva er det med kapitaltilgangen?*
- Menon Economics (2011) *Verdiskapningsanalyse for de aktive eierskapsfondene i Norge*. Menon-rapport 138/2021.

Internettsider og nettdokumenter

- Investinor (2020) *Slik investerer vi i ulike faser*. <<https://investinor.no/investeringer/>> [Hentedato 02.09.2021]
- Investinor (2022) *Investinors bonusordning*. <<https://investinor.no/investinors-bonusordning/>> [Hentedato 05.09.2022]
- Store norske leksikon (2021) *Rentekrav*. <<https://snl.no/rentekrav>> [Hentedato 31.10.2022]

Annet

- Generalforsamlingsprotokoller for Investinor AS 2013–2020
- Vedtekter for Investinor AS, vedtatt 02.05.2013; 05.10.2016; 01.03.2017; 08.05.2019; 27.04.2020; 24.06.2021
- Nørgaard, Per (2008) *Økonomisk ordbok*. Sandefjord: Læremiddelforlaget AS.
- Proff Forvalt (2022) *regnskapsdata for Investinors porteføljeselskaper, investeringsmuligheter og andre bedrifter innenfor norsk venture i perioden 2007–2020*.