

RAPPORT
FINANSNÆRINGENS BETYDNING FOR
KAPITALTILGANG I NÆRINGSLIVET





Forord

På oppdrag for Finans Norge, Norsk Venturekapitalforening (NVCA), Verdipapirfondenes forening (VFF) og Verdipapirforetakenes Forbund (VPPF) har vi analysert finansnæringens betydning for kapitaltilgang til norsk næringsliv. Formålet med prosjektet er å presentere en oversikt over hvilken rolle de ulike delene av næringen har for finansieringen av norsk næringsliv, samt gi et helhetlig overblikk over hvor mye kapital de ulike delene av finansnæringen kanaliserer til næringslivet.

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

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

Vi takker Finans Norge, NVCA, VFF og VPPF for et spennende oppdrag. Forfatterne står ansvarlig for innholdet i rapporten.

August 2024

Leo A. Grünfeld
Ansvarlig partner
Menon Economics

August 2024

Per Fredrik Johnsen
Prosjektleder
Menon Economics

Innhold

SAMMENDRAG	3
1 INTRODUKSJON	5
1.1 Finansnæringsens tre samfunnsoppgaver overfor næringslivet	5
1.2 Kort om norsk næringsliv og hvordan det er finansiert	7
1.2.1 Hvem står bak / eier kapitalen som er plassert i næringslivet?	8
1.3 Aktørene i finansnæringen	9
1.3.1 De som tilfører næringslivet kapital gjennom lån og egenkapital	9
1.3.2 Markedsplassene og tilretteleggerne i kapitalmarkedet	10
1.3.3 De som plasserer kapital i markedet for lån og egenkapital	11
1.3.4 Betalingsformidlerne	11
2 TRENGER NÆRINGSLIVET EGENTLIG NORSK FINANSNÆRING?	12
2.1 Vi kan vel klare oss uten norske finansinstitusjoner?	12
2.2 Finansnæringen samlet: Hvorfor så mange ansatte når alt er blitt digitalisert?	14
2.3 Finansnæringsens fokus er vel byene, den har mindre betydning for Distrikts-Norge?	16
2.4 Er ikke forvalterne bare et fordyrende ledd?	16
2.5 Er formuende nordmenn opptatt av å bygge næringsliv i Norge?	18
2.6 Risikokapital og aktive eierfond: Staten kan vel sikre oss nok kapital til innovasjon og nye bedrifter?	19
2.7 Markedsplasser: Børsen er vel bare et nullsumspill?	21
3 TETTERE PÅ FINANSNÆRINGEN: HVEM SOM GJØR HVA OG HVOR MYE?	25
3.1 Nærmere om de som låner ut kapital til næringslivet	25
3.1.1 Bankene	26
3.1.2 Andre kredittforetak	28
3.1.3 Obligasjonsgjeld og sertifikater	29
3.1.4 Folkefinansieringsplattformer	30
3.2 Nærmere om de som tilfører næringslivet ny egenkapital	31
3.2.1 Aktive eierfond: Sårkorn, venture og oppkjøpsfond	31
3.2.2 Fond-i-fond	34
3.2.3 Family offices	34
3.2.4 Innhenting av ny egenkapital på børs (emisjoner og IPOer)	35
3.3 Nærmere om markedsplassene og tilretteleggerne av kapital	36
3.3.1 Markedsplasser: Børs og andre handelsplattformer	36
3.3.2 Tilretteleggere: Verdipapirforetakene	37
3.4 Nærmere om de som plasserer kapital i markedet for eiendeler	38
3.4.1 Verdipapirfond	39
3.4.2 Forsikrings- og pensjonsselskaper	41
3.4.3 Hedgefond	42
REFERANSELISTE	43

Sammendrag

Denne rapporten viser hvordan de ulike aktørene i finansnæringen virker og samvirker, og viser betydningen av finansnæringen for næringslivets kapitaltilgang.

Når en trenet murer bruker pussebrettet for å dra mørtel hurtig opp på veggen, slik at en tynn puss henger pent igjen, forstår man fort at dette arbeidet hviler på kompetanse og erfaring som er bygget over tid. Alle amatører som har forsøkt dette, ender stort sett med sement på skoene og ikke på veggen. Det samme gjelder for flyt av kapital til næringslivet. Skal Norge i fremtiden opprettholde verdiskapingen og velferdsstaten, krever det at de nye, gode idéene og bedriftene over hele landet får tilgang til kapital for å finansiere vekst og nyskaping. Men det kreves mer enn bare pengene, det kreves klok og kompetent kapital. Det betyr mennesker som kanalisere tilgjengelig kapital til de riktige ideene og bedriftene, men også bidra med kompetanse og erfaring. Med erfaring kommer økonomisk, risiko-, strategisk, juridisk, kulturell og organisatorisk kompetanse for å nevne noe. Det er disse erfaringene den kloke kapitalen overfører sammen med pengene og dermed øker sannsynligheten for å lykkes med de nye ideene, den nye bedriften, vekstambisjonene eller inntreden i nye markeder. Har du bygget eller bidratt til å bygge en bedrift en gang, er du bedre rustet til å gjøre det en gang til.

Finansnæringens hovedoppgave for næringslivet er, ved siden av å gjennomføre betalinger og håndtere risiko, å være mellomledet mellom de som har overskuddskapital og de som trenger den for å finansiere ny verdiskaping. Næringen fungerer med andre ord som et bindeledd i økonomien. Dette bindeleddet består av en rekke aktører som fyller forskjellige oppgaver i finansnæringen. Noen av de store finansforetakene dekker mange oppgaver, men en stor andel av aktørene har spesialiserte oppgaver knyttet til finansiering av næringslivet.

Finansnæringen i denne sammenhengen er alt fra venturekapitalen som typisk er tidligfaseinvestorer, via verdipapirforetakene som håndterer de store løftene der penger samles inn fra profesjonelle aktører i inn- og utland, til nasjonale, regionale og lokale banker som har tett kontakt med bedriftskundene over hele landet, og i enden verdipapirfond og pensjonsselskapene som er det norske folks sparebøsser. Sistnevnte aktører bidrar til å sikre et likvid annenhåndsmarked på markedsplassene. Det siste er viktig fordi ingen vil stille med risikokapital om man ikke har tillit til at det finnes et annenhåndsmarked som tilbyr riktig prising og en mulighet til å selge om man ønsker det.

En nasjonalt forankret finansnæring er viktig for enhver nasjon. Språklig, geografisk og kulturell nærhet gjør det enklere å kvalitetssikre informasjon om et nytt prosjekt. Fagøkonomer opererer med begrepet «home-bias». Jo nærmere man er prosjektet, jo mindre opplevd risiko selv om to prosjekter i utgangspunktet er like.

Kapital flyter fritt over landegrensene, Norge er både eksportør og importør av kapital. Finansnæringen her i landet gjør en viktig jobb både for å finne denne kapitalen, men også overbevise den om at Norge er et attraktivt land for utlendinger å investere sine penger i, under sterk konkurranse fra resten av verden.

Norsk verdiskaping, vekst og fremtidig velferd er med andre ord fullstendig avhengig av finansnæringen. For at finansnæringen skal kunne utføre dette avgjørende samfunnsoppdraget, trenger den like rammevilkår som finansnæringen har i landene rundt oss. Ikke bedre, bare like.

I rapporten belyser vi finansnæringens rolle gjennom å besvare noen spisse, men svært sentrale spørsmål rundt finansnæringens rolle:

- Vi kan vel klare oss uten norske finansinstitusjoner?
- Hvorfor er det så mange ansatte i finansnæringen når alt er digitalisert?

- Finansnæringens fokus er vel de store byene, den har mindre betydning for Distrikts-Norge?
- Er ikke bare kapitalforvaltere et fordyrende mellomledd?
- Er formuende nordmenn opptatt av å bygge næringsliv i Norge?
- Risikokapital og aktive eierfond: Staten kan vel sikre oss nok kapital til innovasjon og nye bedrifter?
- Børsen er vel bare et nullsumspill?

Spørsmålene og svarene skal bidra til å styrke kunnskap og innsikt om næringen, med utgangspunkt i påstander som enkelte opplever som reelle problemer, mens andre ser på dem som myter.

1 Introduksjon

Norsk næringsliv står for det aller meste av verdiskapingen i Norge. Næringslivet er konkurransebasert og trenger stadig ny arbeidskraft og ny kapital for å fornye seg, levere bedre varer og tjenester og vokse. Finansnærings oppgave er å bistå både næringsliv og husholdninger i å finne ny kapital for fornyelse og vekst. Denne kapitalen vil være forbundet med varierende grad av risiko, som igjen er reflektert i tilbudene fra de forskjellige finansinstitusjonene. I denne rapporten fokuserer vi på finansnærings bidrag til norsk næringsliv. Målet med rapporten er å gi en kort fremstilling av finansnærings oppgaver. Norges Bank gir årlig ut rapporten «Det norske finansielle systemet». For den som ønsker å gå mer i dybden er Norges Banks rapport langt mer detaljert og teknisk krevende. Her beskriver vi de ulike aktørene i finansnærings basert på hvilken funksjon og oppgaver de har overfor næringslivet. Dernest måler vi bidraget til kapitaltilgang for næringslivet fra de ulike aktørene. Vi eksemplifiserer også hvordan tilstedeværelse av finansnærings har vært med på å bidra til næringsutvikling i Norge.

Finansnærings verdiskaping utgjør nesten 5 prosent av norsk BNP og dekker mange oppgaver i samfunnet. Etter petroleumsnærings og kraftproduksjon, som begge har grunnrenteskatt, er det finansnærings som bidrar med mest skatteinntekter med over 20 milliarder kroner (SSB). Nærings er sammensatt. Vi hører om banker, kredittinstitusjoner, forsikringselskaper, livselskaper, verdipapirfond, investeringselskaper, meglerforetak, børser, betalingsformidlere og inkassoselskaper. Dette kan virke forvirrende og komplisert. Målet med denne rapporten er å presentere en lettlest beskrivelse av hva de forskjellige aktørene gjør, hvilke oppgaver de fyller og hvordan de samspiller med hverandre. Rapporten synliggjør hvorfor norsk næringsliv er helt avhengig av en velfungerende finansnærings. Finansnærings tjenester virker på mange måter som oljen i næringslivets maskineri.

I kapittel 1 går vi kort gjennom nærings samfunnsoppgaver, hvordan norsk næringsliv er finansiert og hvem som i siste instans eier kapitalen som tilføres næringslivet. I kapittel 2 besvarer vi noen ofte stilte spørsmål om finansnærings. Gjennom disse svarene får vi frem helt sentrale roller som finansnærings fyller i møtet med næringslivet. I kapittel 3 går vi nærmere inn i de ulike delene av nærings. Vi ser på kjennetegn og hvor mye kapital som tilføres næringslivet.

1.1 Finansnærings tre samfunnsoppgaver overfor næringslivet

Hvilke samfunnsoppgaver fyller finansnærings overfor norsk næringsliv? Grovt inndelt kan disse samfunnsoppgavene deles inn i tre grupper:

Figur 1-1: Finansnærings samfunnsoppgaver



Tilføre og formidle kapital i næringslivet:

For at næringslivet skal kunne skape vekst, må det kanaliseres kapital til investeringsprosjekter som har evne til høy verdiskaping. Det er bare slik økt velferd og nye arbeidsplasser kan skapes. Dersom bedriftene selv ikke har denne kapitalen tilgjengelig er det nødvendig med ekstern kapitaltilførsel. Da må det kanaliseres ressurser fra de som sparer i samfunnet, til de bedriftene som trenger kapital. Banker, forsikringsselskaper, pensjonskasser og investeringselskaper er kanaler for slik kapitaltilførsel. De tilfører også kompetanse om hvor kapitalen bør kanaliseres og til hvilke bedrifter. Kapitaltilførselen kan skje direkte fra bankene til selskapene eller i noen tilfeller direkte fra aksjonærene til selskapene. De største beløpene til næringslivet kanaliseres over børs, det vil si at et stort antall aksjonærer bidrar med ny risikokapital til børsnoterte bedrifter der verdipapirforetakene (meglerhusene) tilrettelegger.

I tillegg til tilførsel av ny kapital (også kalt førstehåndsmarkedet), har samfunnet behov for at noen legger til rette for **kjøp og salg av eksisterende kapital/eierskap/eiendeler i næringslivet**. Dette omtales som «**annenhåndsmarkedet**», hvor aktører som børs, verdipapirforetak og verdipapirfond spiller en sentral rolle. Annenhåndsmarked er en forutsetning for å ha et førstehåndsmarked for tilførsel av ny kapital. Ny kapitaltilførsel forutsetter gjerne at man har en mulighet til å komme ut med riktig verdsettelse i et likvid marked på et senere tidspunkt.

Gjennomføre betalingstjenester i næringslivet:

Betalingstjenester som tilbys av finansnæringen tilrettelegger for effektiv handel og andre transaksjoner. Dette inkluderer gjennomføring av elektroniske betalinger, remitteringer, overføringer mellom kontoer og valutatransaksjoner, bankinnskudd/tjenester. Dette har ikke minst blitt en viktig oppgave i en verden der digitale betalingstjenester i økende grad utsettes for forsøk på svindel. Sikker og rask betaling er en forutsetning for en effektiv økonomi.

Håndtere risiko for investorer og bedrifter:

Finansnæringen spiller en viktig rolle for risikohåndtering i næringslivet. Ofte tenker man da på forsikringsordninger, men håndtering av risiko finner man i nesten hele finansnæringen. Risikohåndtering omfatter alt fra vurdering av nye prosjekter, prising av risiko knyttet til investeringer, sikringstjenester mot pris-, rente- og valutasingninger, i tillegg til ulike mer tradisjonelle forsikringstjenester.

Gjennom å tilby finansielle tjenester som sikrer en akseptabel risiko til riktig pris, muliggjør finansnæringen næringsvirksomhet som ellers ikke ville fått kapital. Risikohåndteringen gir investorer den nødvendige sikkerheten de trenger for å gjennomføre langsiktige investeringer. I en ustabil verden, der også klimarisiko vil bli langt mer tydelig, blir det enda viktigere enn før at det ligger solide risikovurderinger til grunn når kapital skal flyttes mellom aktører i næringslivet.

Markedsplassene som finansnæringen organiserer, slik som børs for aksjer og råvarer, bidrar til å øke verdiskapingen i samfunnet gjennom å være et korrektiv til bedriftenes atferd. Bedrifter som gjør det bra blir premiert gjennom høyere verdsettning på børs, mens de som gjør det dårlig opplever fallende kurser. På denne måten reduserer investorene risikoen for at bedriften de eier styres på en måte som er avvikende fra deres interesser.

Alle tre samfunnsoppgavene må fylles for at næringslivet skal kunne fungere effektivt. De tre oppgavene er gjensidig avhengige. I land med dårlig utviklede betalingsløsninger, lite avanserte verktøy for risikohåndtering og svake markeder for tilførsel av kapital til næringslivet vil man vanligvis kunne forvente lavere inntekt i befolkningen og svakere økonomisk vekst.¹ Derfor er alle deler av verdikjeden til finansnæringen viktig, og samspillet dem imellom.

1.2 Kort om norsk næringsliv og hvordan det er finansiert

Før vi dykker ned i finansnæringens egenskaper og roller i møtet med næringslivet, kaster vi et raskt blikk på næringslivets sammensetning og hvordan næringslivet bruker kapital.

Det norske næringslivet består av 336 børsnoterte selskaper og 340 000 unoterte aksjeselskaper. Av de 340 000 unoterte selskapene er det om lag 240 000 som har ansatte. Det sysselsetter om lag 1,9 millioner mennesker og eies av norske privatpersoner, utenlandske aktører og det offentlige med ca. like store andeler. Det er vanskelig å sette en verdi på hele norsk næringsliv, fordi eiendelene i de aller fleste selskapene ikke omsettes i et marked. Dersom man benytter grove estimater basert på erfaringer fra børs, så er et rimelig markedsverdianslag for norsk næringsliv (egenkapitalen i 2023) på ca. 18 000 milliarder kroner, noe som tilsvarer drøye tre ganger BNP i 2023, eller 11 ganger størrelsen på statsbudsjettet samme år.

Det finnes tre hovedmåter å finansiere vekst og investeringer i næringslivet:

- gjennom å benytte opptjent egenkapital fra overskudd
- gjennom tilførsel av ny egenkapital
- gjennom opptak av gjeld

Egenkapital kan splittes i to bestanddeler, innskutt egenkapital og tilbakeholdt overskudd. Innskutt egenkapital er den kapitalen bedriftens eiere har tilført bedriften, mens opptjent egenkapital er bedriftens overskudd som eierne har holdt tilbake og reinvestert i bedriften. Når en investor skyter egenkapital inn i en bedrift, vil hun motta eierandeler i bedriften. Figur 1-2 viser hvordan norsk næringsliv er finansiert med henholdsvis egenkapital og gjeld kanalisert gjennom finansnæringen.

Figur 1-2: Gjeld² og egenkapital (EK) i norsk næringsliv utenom finans i 2022. Bokførte balanseverdier. Kilde: SSB



¹ (Purewal & Haini, 2022)

² Omfatter gjeld kanalisert gjennom finansnæringen, inkludert lån fra banker og kredittinstitusjoner og andre finansieringsforetak, samt obligasjonslån og sertifikater.

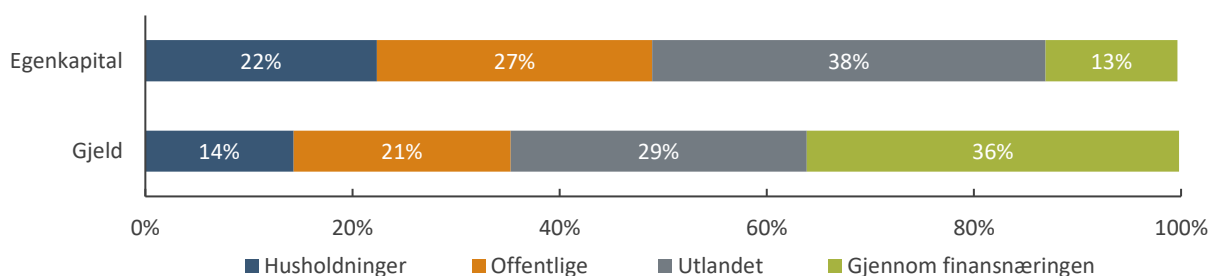
Legger vi til grunn bokført verdi på egenkapitalen og kun gjelden som er kanalisert gjennom finansnæringen, så er norsk næringsliv finansiert med omtrent 21 prosent gjeld og 79 prosent egenkapital. Den opptjente egenkapital som er benyttet til å investere i egen bedrift utgjør 31 prosent av kapitalen som er tilført næringslivet, mens den innskutte egenkapitalen står for knappe 50 prosent.

Ca. 80 000 bedrifter har langsiktig rentebærende gjeld, men det er stor variasjon mellom næringer og internt i næringene mht. hvor stor gjeldsandel av total kapitalen er. Bedrifter som investerer i bygg har normalt en svært høy gjeldsandel, mens tjenesteleverandører som har lite verdier å sikre sine lån opp mot vil normalt ha svært lite langsiktig gjeld. Det finnes mange perspektiver på hvilke typer kapital som eierne foretrekker å benytte når det skal investeres i bedriften. Ifølge det mest kjente perspektivet (hakseordensteorien av Myers og Majluf, 1984), ønsker eierne å benytte følgende finansieringskilder: Først tilbakeholdt overskudd, deretter lån, og til slutt ekstern innskutt egenkapital. Ekstern egenkapital anses som dyrere enn annen kapital fordi de eksterne skal ha betalt i form av eierskap der prisen på aksjene blir lav fordi de nye eierne står overfor usikkerhet og begrenset informasjon om bedriften.

1.2.1 Hvem står bak / eier kapitalen som er plassert i næringslivet?

Det er vanlig å kategorisere eierskap i næringslivet i tre hovedtyper: private personlige eiere (husholdninger), offentlig eierskap (stat, fylkeskommune, kommune), og utenlandsk eierskap. Ofte inkluderes også selveide bedrifter, som stiftelser og foreninger uten definerte eiere. Ofte er eierstrukturene i næringslivet kompliserte, men til syvende og sist (ultimate eiere) finner vi en eller flere eiere fra disse hovedtypene bak eierskapet til bedriftene. De ultimate eierne tilfører kapital til næringslivet enten direkte eller indirekte gjennom finansnæringen.

Figur 1-3: Samlede fordringer på næringslivet (ikke-finansielle foretak). Kilde: SSB tabell 10788



I figuren over ser vi at kapitalen som er plassert i næringslivet gjennom finansnæringen utgjør 13 prosent av egenkapitalen og 36 prosent av gjelden. Plassering av egenkapital i næringslivet gjennom finansnæringen kanaliseres i stor grad gjennom fond. Slike plasseringer retter seg i hovedsak mot børsnoterte selskaper som jo representerer en begrenset andel av næringslivet. De aller fleste bedrifter i Norge er små foretak der en eller noen få private eiere driver uten å ha eksterne investorer. Små og unge bedrifter som i større grad har tilførsel av egenkapital formidlet gjennom finansnæringen er innovative bedrifter med vekstpotensial. Disse utgjør et mindretall av bedriftene i Norge, men har et potensial til å bli lokomotiv i norsk næringsliv i fremtiden. For disse selskapene er finansnæringen helt avgjørende.

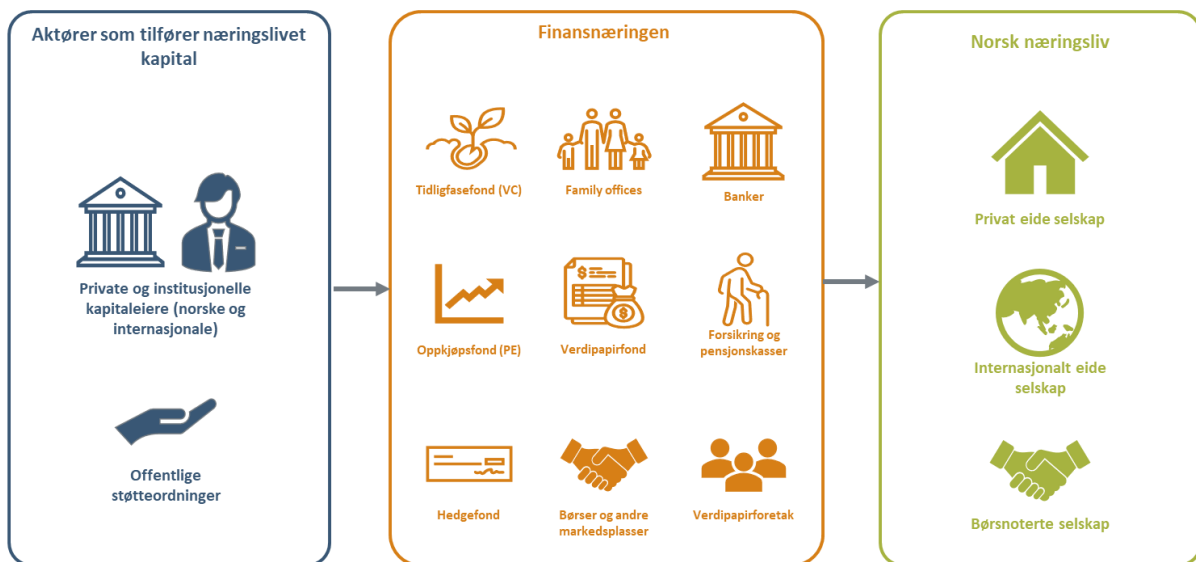
Egenkapitalen og gjelden som fanges opp «gjennom finansnæringen», er den kapitalen som er lånt ut til eller plassert i næringslivet av finansforetak ved årsslutt. Det er også store mengder kapital som gjennom året (hvert minutt, hver dag, hver måned) kanaliseres til næringslivet gjennom finansielle tilretteleggere og markedsplasser i finansnæringen. Dette dukker ikke opp i balansene til banker, fond eller andre aktører i næringen, men disse hyppige transaksjonene i annenhåndsmarkedet er en viktig del av næringslivet.

Blant de ultimate eierne er det utenlandske eiere som står bak den største andelen av egenkapitalen og en stor andel av lånekapitalen som tilføres næringslivet i Norge. Dette reflekterer at Norge er en liten åpen økonomi og at det norske finansmarkedet er tett vevd sammen med det internasjonale markedet for lån og investeringer. Når dette er sagt, så viser vi også at utenlandske eiere, investorer og långivere er helt avhengige av norske aktører i finansnæringen som kjenner lokalt, regionalt og sektorspesifikt næringsliv godt. Tallene i figuren over viser at offentlig sektor, med staten i førerretet, eier en større andel av næringslivet og tilfører mer lånekapital enn private husholdninger. Dette er et mønster som er nokså unikt for Norge. Staten er en stor, men passiv direkte eier som ikke har noen rolle når man skal hente inn ny kapital til norsk næringsliv. Eierskapet staten har i Equinor er en dominerende størrelse som påvirker all statistikk som viser eierskap i Norge. Eierskapet til staten er i stor grad et politisk spørsmål, og i forbindelse med tilførsel av egenkapital eller gjeld har ikke staten en aktiv rolle, med unntak av det næringsrettede virkemiddelapparatet.

1.3 Aktørene i finansnæringen

Aktørene i finansnæringen er plassert mellom eierne av kapitalen og virksomheten/bedriften der kapital plasseres. Næringen fungerer med andre ord som et bindeledd i økonomien. Dette bindeleddet består av en rekke aktører som fyller forskjellige oppgaver i finansnæringen. Noen av de store finansforetakene dekker mange oppgaver, men en stor andel av aktørene har spesialiserte oppgaver knyttet til finansiering av næringslivet. For å beskrive samspillet og oppgavedelingen mellom aktørene i næringen, tegner vi opp et enkelt kart der vi grupperer aktørene i finansnæringen etter hva de tilbyr næringslivet av tjenester og ressurser. Vårt kart må ses på som en grov skisse av finansnæringens struktur. I kapittel 3 går vi grundigere inn i hva de ulike aktørene i finansnæringen gjør og setter tall på aktivitetene deres.

Figur 1-4: Illustrasjon av kapitaltilførsel til norsk næringsliv



1.3.1 De som tilfører næringslivet kapital gjennom lån og egenkapital

Kapital tilføres næringslivet i form av både lån og egenkapital (eierkapital). En god del av denne kapitalen kanaliseres direkte til næringslivet fra norske privatpersoner, andre bedrifter (både norske og utenlandske) og fra offentlig sektor. Men en stor andel av denne kapitalen kanaliseres gjennom aktørene i finansnæringen. Disse aktørene er plassert i toppen av figuren og omfatter grovt skissert:

Banker og kredittforetak: Banker og kredittforetak tilbyr en rekke produkter og tjenester til norsk næringsliv. Særlig er bankene og kredittforetakene viktige for næringslivets tilgang til lån. Bankenes utlån til næringslivet er i stor grad sikret med pant i eiendeler. Dette gjør at risikoen for at banken skal tape på et engasjement er veldig liten. Bankene har også rett til å motta innskudd, noe som gjør de til et viktig bindeledd mellom aktører som ønsker å spare, og aktører som ønsker å låne.

Folkefinansieringsplattformer: Folkefinansieringsplattformer legger til rette for at næringslivet og husholdninger kan benytte folkefinansiering som en finansieringsform. Folkefinansiering innebærer at mange små aktører/husholdninger bidrar med mindre beløp til prosjekter og bedrifter. Folkefinansiering skiller seg derfor fra tradisjonell finansiering, der finansieringen i større grad skjer ved at færre investorer bidrar med større beløp.

Aktive eierfond: Aktive eierfond³ er investeringsfond som investerer i unoterte selskaper med mål om å øke deres verdi og ytelse før de selges videre. Dette gjøres ved at fondene er aktivt involvert i selskapenes drift og strategiske beslutninger. Fondene er ofte engasjert i oppkjøp, omstruktureringer og forbedringsprosesser, og de bidrar til å styrke bedriftenes konkurransevne i markedet. Aktive eierfond deles som regel i to ulike grupper basert på hvilken modenhetsfase de investerer i. Oppkjøpsfond investerer i veletablerte selskaper og venturefond investerer i tidligere modenhetsfaser.

Fond-i-fond: Fond-i-fond er spesialiserte aktører som investerer i andeler av aktive eierfond, enten oppkjøpsfond eller venturefond, istedenfor å investere direkte i selskaper i form av aksjer/andeler i porteføljeselskap. Internasjonalt er fond-i-fond viktige investorer, spesielt for fond som fokuserer på senere fase.

Family offices: Family offices er profesjonaliserte private investeringsforetak som forvalter investeringene til bemidlede familier. Disse skiller seg fra andre investeringsforetak ved at de ikke er åpne for utsideinvestorer, men forvalter kun midlene til en eller et fåtall familier. Family offices har ofte et bredt investeringsmandat, langsiktig investeringshorisont, muligheten til å holde illikvide investeringer⁴ og har ofte en høyere risikovilje for deler av forvaltningskapitalen. Dette gjør family offices særdeles viktig for tilgang til risikokapital i næringslivet.

1.3.2 Markedsplassene og tilretteleggerne i kapitalmarkedet

I finansnæringen finner vi også markedsplassene og de som tilrettelegger for handel på markedsplassene. Både i førstehånds- og annenhåndsmarkedet for kapital spiller disse aktørene en helt avgjørende rolle. De gjør det mulig for de som leter etter kapital å finne de som er villig til å tilby kapital. Økonomer gir dem ofte betegnelsen «matchere».

Markedsplasser: Oslo Børs er Norges største regulerte markedsplass for aksjer, egenkapitalbevis og obligasjoner, eid av Euronext og regulert av Finanstilsynet. Børsen sikrer likviditet, transparens og kontinuerlig markedsvurdering, noe som er essensielt for omsetning av verdipapirer og innhenting av ny kapital. Andre viktige plattformer inkluderer Euronext Expand, Euronext Growth og Nordic ABM. Euronext Growth handler aksjer fra mindre selskaper, mens Nordic ABM fokuserer på obligasjoner. NOTC (Norwegian Over the Counter) tilbyr handel med unoterte aksjer. Samlet øker disse plattformene likviditeten og effektiviteten i det norske kapitalmarkedet.

For at markedet for egenkapital (aksjer) og fremmedkapital (lån) skal fungere trenger man **tilretteleggere**. De kalles også for verdipapirforetak, meglerforetak eller investeringsbanker. Tilretteleggerne har som oppgave å

³ Aktive eierfond er den norske oversettelsen for private equity.

⁴ Illikvide posisjoner refererer til investeringer eller eiendeler som ikke lett kan kjøpes eller selges i markedet uten å påvirke prisen betydelig.

koble kjøpere og selgere av eksisterende eierandeler (aksjer) i næringslivet, gjennom markedsplassene. De spiller også en avgjørende rolle når ny kapital skal formidles til næringslivet. De formidler lån som utstedes av bedrifter (gjeldsemisjoner), og bidrar til å hente inn ny egenkapital når bedrifter på børs trenger dette (egenkapital-emisjoner). I tillegg spiller de en avgjørende rolle i børsnoteringer av nye bedrifter. Tilretteleggerne tilbyr også tjenester som kjøp og salg av bedrifter (M&A), refinansiering, aksjemegling, analysevirksomhet og sikringstjenester. Mange av verdipapirforetakene er selvstendige/uavhengige selskap med tillatelser fra Finanstilsynet, som Arctic Securities, ABG Sunndal Collier, Carnegie og Pareto Securities. Andre er eid av større banker som DNB Markets, Sparebank 1 Markets og SEB.

1.3.3 De som plasserer kapital i markedet for lån og egenkapital

Verdipapirfond: Verdipapirfond er investeringsfond som samler midler fra mange investorer for å investere i en diversifisert portefølje av ulike verdipapirer. I Norge trenger forvaltningsselskapene tillatelse fra Finanstilsynet for å kunne forvalte verdipapirfond. Forvalterens mål er å oppnå høyest mulig avkastning i forhold til risikoen, innenfor mandatet til fondet. I Norge spiller verdipapirfond en sentral rolle i finansmarkedene ved å tilby både private og institusjonelle investorer en enkel og kostnadseffektiv måte å diversifisere sine investeringer på, samt å utøve eierskapet gjennom aktiv deltakelse på generalforsamlinger blant annet.

Hedgefond: Hedgefond er et investeringsfond med et langt bredere investeringsmandat enn et tradisjonelt verdipapirfond. Disse fondene investerer i en rekke ulike verdipapirer, i tillegg kan de belåne sine investeringer og ta short-posisjoner⁵. Hedgefond blir generelt ansett som mer risikofylte enn verdipapirfond, og retter seg hovedsakelig mot profesjonelle investorer.

Forsikring- og pensjonsselskaper: Forsikring- og pensjonsselskaper har det til felles at de garanterer fremtidige utbetalinger til sine kunder, i bytte mot løpende innbetalinger fra kundene over tid. Disse innbetalingene akkumuleres i fond, som selskapene igjen investerer i kapitalmarkedet enten direkte eller indirekte gjennom eksempelvis verdipapirfond.

1.3.4 Betalingsformidlerne

Betalingsformidlerne kan ses på som veinettet eller infrastrukturen i det finansielle systemet, som muliggjør handel mellom ulike aktører i økonomien. Det handler om alle typer transaksjoner, fra betalinger med kort i butikk til transaksjoner i verdipapir- og valutamarkedet. Betalingssystemer, oppgjørssystemer for verdipapirer, og verdipapirsentraler er typiske aktører som faller inn under betalingsformidlerne. Blant betalingsformidlerne finner vi aktører som BankAxept, VIPPS, Visa, Mastercard mfl.

Ifølge Norges Bank kan et betalingssystem deles inn i «systemer for betalingstjenester» og «interbanksystemer». Betalingsformidlerne gjør det mulig for personer og foretak å veksle, bruke betalingskort, foreta betalinger i nettbank, digitale lommebøker, mobilbank etc. I interbanksystemene kan bankene få gjort opp betalingene seg imellom. Banker handler valuta for flere hundre milliarder kroner hver dag. For å unngå mulige handelsrelaterte tap er det etablert en flervalutabank kalt CLS, som skal hindre at den ene delen av en valutahandel ikke betales uten at den andre delen også betales. I Verdipapiroppgjøret (VPO) foretas det betalingstransaksjoner opp mot verdipapirer.

⁵ Short-posisjon er å satse på at en aksje skal falle i verdi. Det innebærer at man låner et antall aksjer av andre aksjeeiere, selger dem til dagens verdi og satser på å kjøpe dem tilbake senere til en lavere pris og til slutt leverer aksjene tilbake til eieren.

2 Trenger næringslivet egentlig norsk finansnæring?

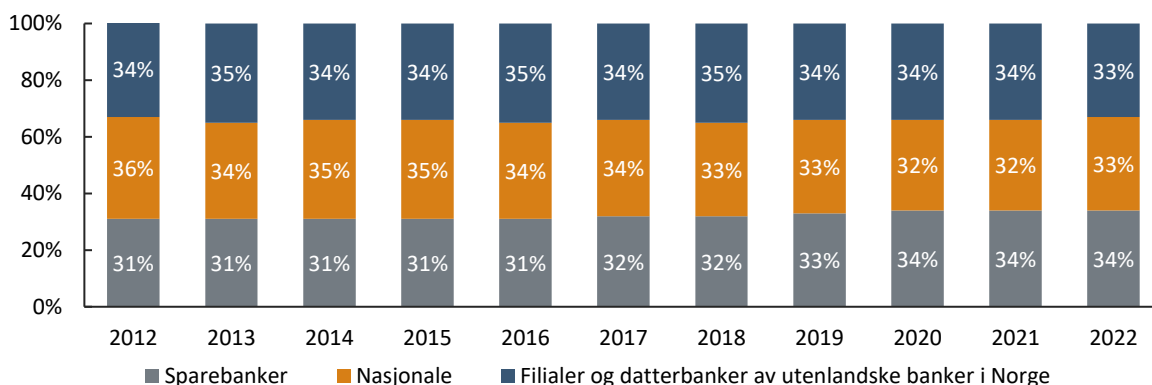
I dette kapitlet bruker vi plass til å forklare hvorfor næringslivet i Norge er så avhengig av en velfungerende finansnæring. Mange vil for eksempel hevde at dagens finansmarked er fullt ut internasjonalt og at kapital flyter friksjonsfritt over landegrensene. Da trenger ikke næringslivet norsk finansnæring. Det stemmer overhodet ikke. Finansnæringen skaper verdier basert på god informasjon om lokalt, regionalt, nasjonalt og utenlandsk næringsliv. Finansnæringens kunnskap om det lokale næringslivet er derfor av stor verdi for samfunnet. Dette går vi nærmere inn på i dette kapitlet. Hensikten er å tydeliggjøre og eksemplifisere rollene til de ulike delene av finansnæringen.

2.1 Vi kan vel klare oss uten norske finansinstitusjoner?

En utfordring i finansnæringen er at aktiviteten ofte handler om store verdier i et marked som preges av mye uklar og usikker informasjon. Selv om mye av informasjonsflyten i næringen er standardisert, og digitale tjenester gjør informasjon lettere tilgjengelig enn før, så erfarer mange av aktørene i markedet for finansielle tjenester at språklig, geografisk og kulturell nærhet bidrar til å bedre kvaliteten på informasjonen. Det gjør at de norske kundene fort velger en aktør i finansnæringen som er trygt forankret i Norge, men gjerne med gode forbindelser til utenlandske finansielle aktører. Dette fenomenet kalles blant fagøkonomer for «home bias». Norske investorer og långivere foretrekker, alt annet likt, å plassere sin kapital i norske prosjekter, fordi de har bedre tilgang på informasjon.

Bakgrunnen for spørsmålet er at utenlandske investorer og banker er sterkt representert i Norge, og bidrar med betydelige mengder kapital til norsk næringsliv. For eksempel har filialer av utenlandske banker som Nordea, Danske Bank og Handelsbanken store markedsandeler i det norske bankmarkedet, slik det fremkommer av figuren under. Også i det norske aksjemarkedet er utenlandske investorer sterkt representert og de store internasjonale venture- og oppkjøpsfondene er ofte involvert når det gjøres større selskapstransaksjoner også utenfor børs. Et annet eksempel er norske fondsforvaltere som stadig får større konkurranse fra utenlandske forvaltere. Utenlandske aktørers omfattende tilstedeværelse får derfor flere til å lure på om vi egentlig trenger en norsk finansnæring, eller om vi bare kan «outsource» alt.

Figur 2-1: Markedsandeler for utlån til næringslivet fordelt på banktype. Kilde: Norges Bank



Realiteten er derimot at, i tillegg til utenlandske aktørers kapitaltilførsel, er det helt essensielt å ha en sterk, norsk finansnæring. Dette kommer av primært fire årsaker:

1. Finansnæringen er viktig for at utenlandske investorer skal være villige til å investere i Norge. For utenlandske investorer kan det å investere i Norge være forbundet med stor usikkerhet på grunn av

manglende informasjon om faktorer som markeder, politisk system og skatteregler. Denne usikkerheten bidrar til å redusere investeringsviljen til utenlandske aktører. Gjennom en norsk finansnæring med betydelig informasjon om lokale forhold kan utenlandske aktører få redusert denne usikkerheten, og økt vilje til å investere i Norge. Dette er også grunnen til at man i dag ser at utenlandske investorer i stor grad benytter seg av norske tilretteleggere og banker når de skal kanalisere kapital inn i norsk næringsliv.

2. Finansnæringen i Norge er svært konkurransedyktig sett opp mot sine utenlandske konkurrenter. Når norske aktører i finansnæringen gjør det godt i konkurranse med utenlandske aktører, målt i markedsandeler, forteller dette at næringen tilbyr en kvalitet som gjør dem konkurransedyktige i Norge. Og husk, denne næringen er på ingen måte skjermet mot utenlandsk konkurranse – snarere tvert om. EU-regelverket trekker i retning av å gi de store (les: internasjonale) aktørene enkelte kostnadsfortrinn gjennom regler for kapitalkrav og «compliance».
3. Nærheten til norsk næringsliv gjør at den norske finansnæringen er særlig egnet til å utvikle finansielle tjenester som er spesielt tilpasset viktige, norske næringer i vekst. Maritim næring og sjømat er kanskje de fremste eksemplene på ledende norske næringer som har videreutviklet seg, vokst og nytt godt av samspillet med finansnæringen. I Boks 1 beskriver vi finansnæringens rolle i maritim næring, som et fremtredende eksempel på den næringsutviklende funksjonen finansnæringen kan ha.
4. Utenlandske banker og investorer har en tendens til å trekke seg ut av norsk næringsliv i lavkonjunkturer. Menon (2017) viser blant annet hvordan utenlandske banker hadde en kraftig innstramming i utlån til norsk næringsliv i etterkant av finanskrisen i 2007-09, særlig i distriktene. Disse funnene er i tråd med funn fra andre land, eksempelvis Italia, hvor man så at utenlandske banker strammet inn utlån i større grad enn nasjonale banker under finanskrisen (Bottero & Albertazzi, 2014). Dette kan igjen bidra til å forsterke lavkonjunkturerne, og forsterke finansiell ustabilitet.

Boks 1: Norsk finansnærings rolle i maritim næring

Finansnæringens rolle i maritim næring

Maritim næring er internasjonalt rettet og er en av Norges viktigste eksportnæringer. Næringen hadde en verdiskaping på 199 milliarder kroner og sysselsatte 87 300 personer i 2022. Norsk maritim næring kjennetegnes med tilstedeværelsen av en komplett maritim klynge, med en rekke verdensledende selskaper innen sine segmenter. Maritim næring er avhengig av en rekke maritime tjenesteleverandører, hvorav de viktigste er skipsfinansiering, forsikring, megling, sjørett, skipsdesign, klassifisering og havnetjenester. Norge har et av verdens mest omfattende miljøer for maritim tjenesteyting. Tjenesteleverandørene hadde en verdiskaping på 43 milliarder kroner i 2022, tilsvarende 22 prosent av verdiskapingen i maritim næring.

Norge, og især Oslo, har en særlig sterk rolle innen maritim finans og jus i en internasjonal kontekst. I *Leading Maritime Cities of the World 2024* er Oslo rangert som nummer fem på listen over ledende maritime byer globalt. På indikatorer relatert til maritim finans og jus er Oslo nummer tre globalt, først og fremst på grunn av spesialisert finansiell tjenesteyting rettet inn mot denne næringen.

Norges sterke posisjon innen maritim finans skyldes både Norges historiske sterke posisjon innen maritim næring med tilstedeværelse av kapitalsterke kunder og en komplett maritim klynge. Oslo Børs er den handelsplassen i verden med nest flest maritime selskaper, kun slått av New York. Norske og nordiske banker som DNB og Nordea er blant verdens ledende shipping-banker. Videre finner man globalt ledende forsikrings- og skipsmeglerselskaper i Norge.

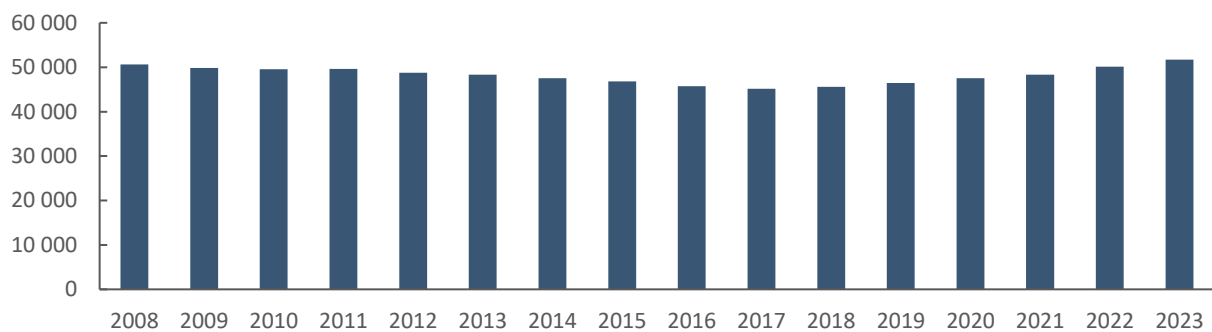
2.2 Finansnæringen samlet: Hvorfor så mange ansatte når alt er blitt digitalisert?

I finansnæringen arbeider det i dag 52 000 personer. Enkelte ser på dette tallet som høyt, men finansnæringen har det samme antallet personer i dag som tidligere, samtidig som de ansatte gjør langt mer enn tidligere. Næringen ble med andre ord stadig mer produktiv, blant annet drevet av et enormt kompetanseskifte i næringen i retning av flere med lengre universitets- eller høyskoleutdanning. Sysselsettingen i finansnæringen er på samme nivå som det var for 15 år siden, samtidig som næringen har betydelig høyere aktivitet målt i utlånsvolum⁶, innhentet kapital gjennom emisjoner på børs, samt antall betalingstransaksjoner. Samtidig har kostnadene til eksempelvis forvaltning av fond blitt redusert.

De ansatte i finansnæringen er produktive arbeidstakere som bidrar til nesten 5 prosent av norsk BNP, samtidig som næringen kun utgjør i underkant av 2 prosent av sysselsettingen. Man skulle tro at dette er en næring som nyter godt av lav konkurranse ettersom den kan avlønne de ansatte og eierne med store verdier hvert år. Men faktum er at konkurransen de siste tjue årene har økt kraftig gjennom digitalisering, og betalingen for finansnæringens tjenester har krøpet jevnt og trutt nedover.

Det vi vet med sikkerhet er at næringen har opplevd en dramatisk teknologisk endring med digitalisering av nær sagt alle tjenester. Figuren under viser utvikling i antall ansatte i næringen over tid.

Figur 2-2: Utvikling i antall ansatte i finansnæringen. Kilde: SSB



Figuren over viser at antall ansatte er om lag på nivå med 2008. Etter en fallende trend fra 2008 til 2017, har antall ansatte økt noe de siste årene. Utviklingen over tid er med andre ord relativt flat, til tross for at aktiviteten både rettet mot næringslivet og mot privatmarkedet har økt betydelig, i tillegg til økte regulatoriske krav. Mengden kapital som tilgjengeliggjøres og kanaliseres gjennom finansnæringen har økt markant. Transaksjonskostnader har som vist i kapittel 2.3 falt, samtidig som transaksjonsvolumet har økt betydelig. Stadig mer finansiering og flere transaksjoner håndteres av det samme antall stadig mer kompetente ansatte i næringen. Norges Bank⁷ konkluderer med at ressursbruk ved innenlands betalingsformidling har gått noe ned fra 2013 til 2020, til tross for at antall betalinger har økt med 25 prosent i samme periode. Kostnadene i Norge synes videre lave sammenlignet med andre land.

I 2023 ble det gjennomført 3 milliarder transaksjoner med betalingskort.^{8,9} Norge er blant de landene der folk bruker kort oftest for å betale for varer og tjenester. Per innbygger har vi sett en økning fra drøye 100 til over

⁶ Se kapittel 3.1.1.

⁷ Norges Bank (2022)

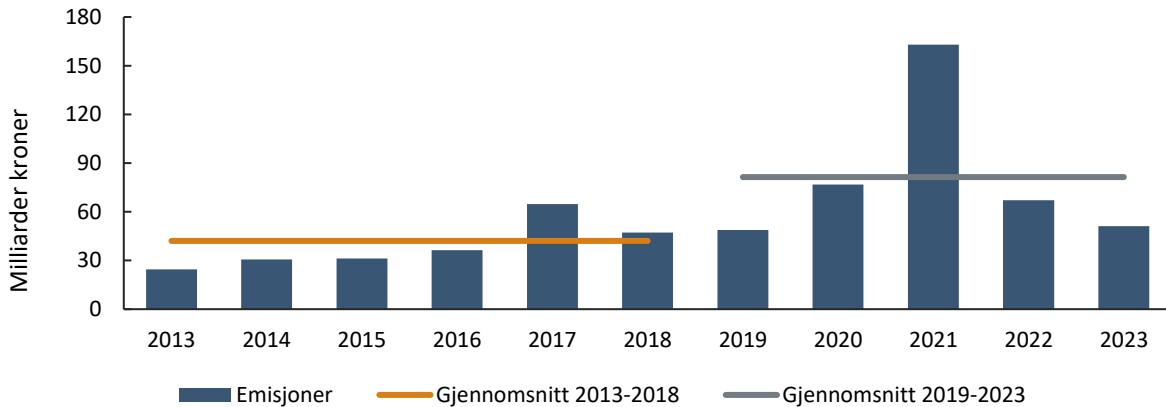
⁸ Vare- og tjenestekjøp og kontantuttak

⁹ Norges Bank (2024)

500 transaksjoner per år siden 2001.¹⁰ I andre enden finner vi middelhavslandene og Tyskland, der kortbruken er lavest. I gjennomsnitt betaler hver tysker med betalingskort litt under to ganger per uke.

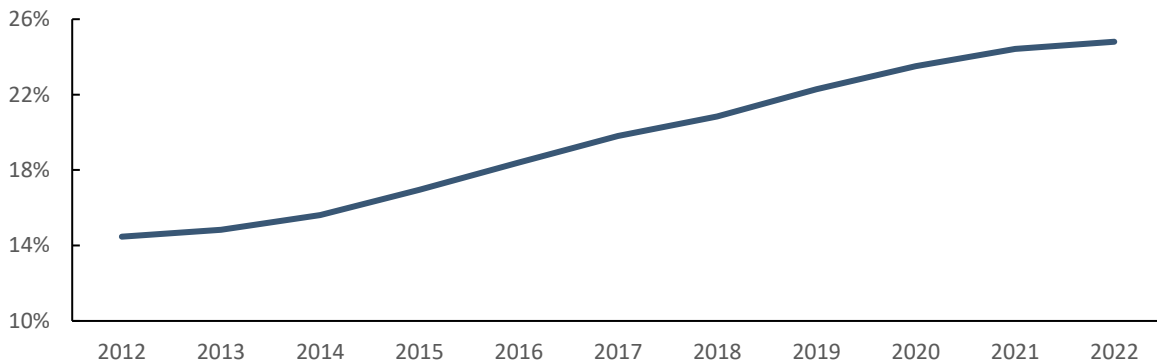
Figuren under viser at stadig mer kapital hentes inn på børsen, selv om det varierer mye fra år til år. De siste fem årene har det blitt hentet inn omtrent dobbelt så mye kapital per år enn for perioden 2013-2018. Antall emisjoner har vært relativt stabilt over tid.

Figur 2-3: Emisjonsbeløp på Oslo Børs. Kilde: Euronext



Det har vært et betydelig skifte i kompetansesammensetningen i finansnæringen de siste ti årene. Digitaliseringen i næringen har fortsatt og overtatt for de med lavere utdanning. Norge har en avansert digital finansiell infrastruktur som stiller stadig høyere krav til arbeidstakernes kompetanse i næringen. Med andre ord bidrar næringen til å skape høykompetansearbeidsplasser i både byene og i distriktssentre. Andelen av de ansatte som har en høyere utdanning på 4 år eller mer, har økt fra 14 prosent i 2012 til 25 prosent ti år etter. Det er ikke annet enn en kompetanserevolusjon.

Figur 2-4: Andel ansatte i finansnæringen med høyere utdanning på 4 år eller mer. Kilde: SSB



¹⁰ Se Figur 3.7 i Norges Bank (2024)

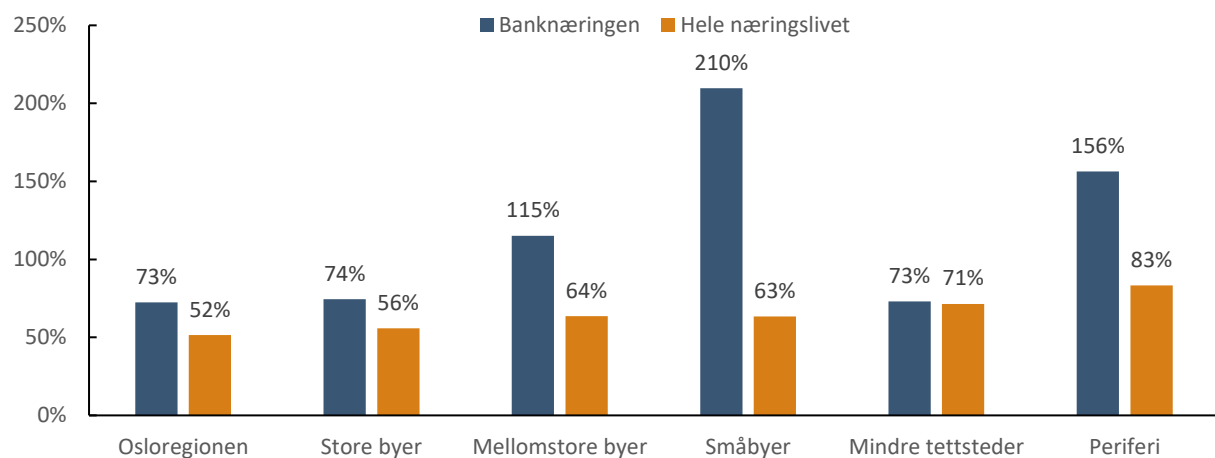
2.3 Finansnæringens fokus er vel byene, den har mindre betydning for Distrikts-Norge?

Selv om mye av aktiviteten i finansnæringen er konsentrert i de store byene, er næringen svært viktig for næringslivet i distriktene. I tillegg til å være viktig for finansieringen av næringslivet, er næringen med på å skape kompetansearbeidsplasser i distriktene.

Fysisk nærhet og kjennskap til lokale forhold kan redusere grad av asymmetrisk informasjon og transaksjonskostnader forbundet med kapitaltilførsel, og dermed føre til større kapitaltilførsel. Dette ser vi når det kommer til lokale investorer, som har «home bias». Investorer som har en lokal tilknytning investerer en høyere andel i det lokale næringslivet enn andre investorer.

Selv om antall ansatte i banknæringen holdt seg relativt stabilt det siste tiåret, har antall i finansnæringen og særlig banknæringen utviklet seg ulikt geografisk, med økning i Osloregionen, hvor de største bankenes hovedkontorer befinner seg, mens mer perifere kommuner har opplevd betydelig nedgang. Til tross for en nedgang i antall ansatte, har antall kompetansearbeidsplasser i banknæringen i distriktene økt som følge av en kraftig økning i andel med mer enn fire års høyere utdanning i distriktene. Dette skyldes at i banknæringen, særlig i distriktene, har andel ansatte med lang høyere utdanning vokst betydelig, og mer enn doblet seg i innen flere sentralitets kategorier. Figuren under viser vekst i andel ansatte med lang høyere utdanning i banknæringen og hele næringslivet etter sentralitetsnivå. Figuren viser at skiftet i kompetansesammensetning går raskere i banknæringen sammenlignet med næringslivet for øvrig.

Figur 2-5: Vekst i andel ansatte med universitets- eller høyskoleutdanning over 4 år i banknæringen og for hele næringslivet fra 2010 til 2020, fordelt på sentralitet. Kilde: SSB, bearbejdet av Menon



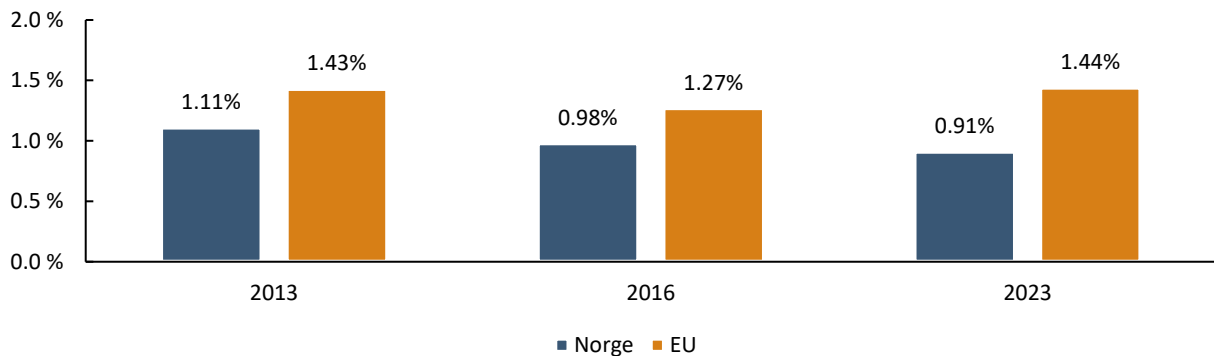
2.4 Er ikke forvalterne bare et fordyrende ledd?

Norske investorer oppnår betydelig merverdi gjennom å investere i fond, sammenlignet med å forvalte midlene selv. For det første oppnår småsparere lavere transaksjonskostnader ved å samle midlene sine i fonderte instrumenter. I tillegg får små og store investorer en veldiversifisert investeringsportefølje som gir en bedre tilpasset risikospredning enn de ville klart på egen hånd. Samtidig betaler de stadig mindre for forvaltnings-tjenester, og tilnærmet minst i Europa.

Enkelte har de siste årene tatt til orde for at verdipapirfond tar uforholdsmessig høye forvaltningshonorar fra kundene.¹¹

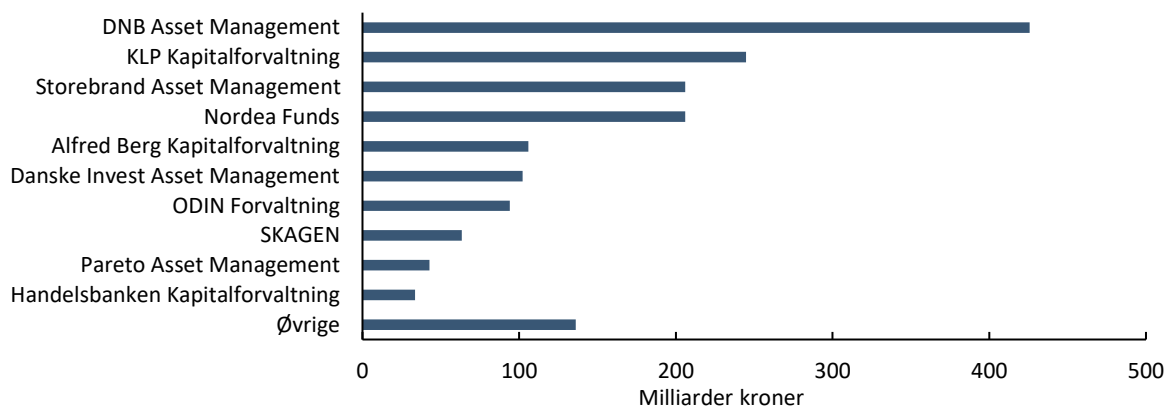
Av figuren under ser vi imidlertid at norske aksjefond er betydelig billigere enn gjennomsnittlige fond i EU. Undersøkelser gjort av Morningstar og VFF viser at norske fond er blant de billigste i Europa, noe de har vært over flere år. Figuren viser også at norske aksjefond stadig har blitt billigere de siste 10 årene.

Figur 2-6: Gjennomsnittlig forvaltningshonorar i aksjefond i Norge og EU. Kilde: VFF, Morningstar



En indikasjon på at norske fond er konkurransedyktige og forvaltes til en relativt lav kostnad, er det faktum at det norske fondsmarkedet er dominert av norske fond. Over 75 prosent av fondskapitalen til verdipapirfond forvaltes av norske forvaltere. Utenlandske aktører i det norske markedet er først og fremst relatert til utenlandske filialer eller datterbanker, som Nordea, Danske Bank og Handelsbanken. I figuren under viser vi forvaltningskapitalen i Norge fordelt på forvaltningsselskap.

Figur 2-7: Total forvaltningskapital fordelt på ulike forvaltningsselskap, 2022. Kilde: VFF



Forvaltningshonorar er prisen for forvaltningstjenestene. Men hva oppnår investoren ved å investere gjennom fond, sammenlignet med å investere på egen hånd? Spesielt to forhold tilsier at investoren oppnår betydelig merverdi ved å spare gjennom fond:

- For det første reduseres transaksjonskostnader ved å investere gjennom verdipapirfondene. Dette er noe fondene gjør betraktelig mer effektivt, både fordi de er mer kompetente enn den enkelte investor, og fordi de har fordel av å gjøre den samme jobben for flere kunder samtidig. Ved å investere gjennom fond vil investoren også få lavere kurtasjekostnader per aksje på grunn av større handelsvolum.

¹¹ <https://www.nettavisen.no/okonomi/her-er-verstingfondene-mange-vet-ikke-hva-de-betaler/s/5-95-322270>

- Fondene bidrar også til å gi små og store investorer muligheten til å oppnå en mer diversifisert portefølje og dermed en bedre tilpasset risikospredning enn de ville klart på egen hånd.
- Fondene har eierstyringskompetanse og utøver aktivt eierskap for å ivareta andelseiernes interesser. Dette aktive eierskapet utøves gjennom løpende dialog med selskapene, forventningsdokumenter og i form av påvirkning og bruk av stemmeretten på generalforsamlingen.

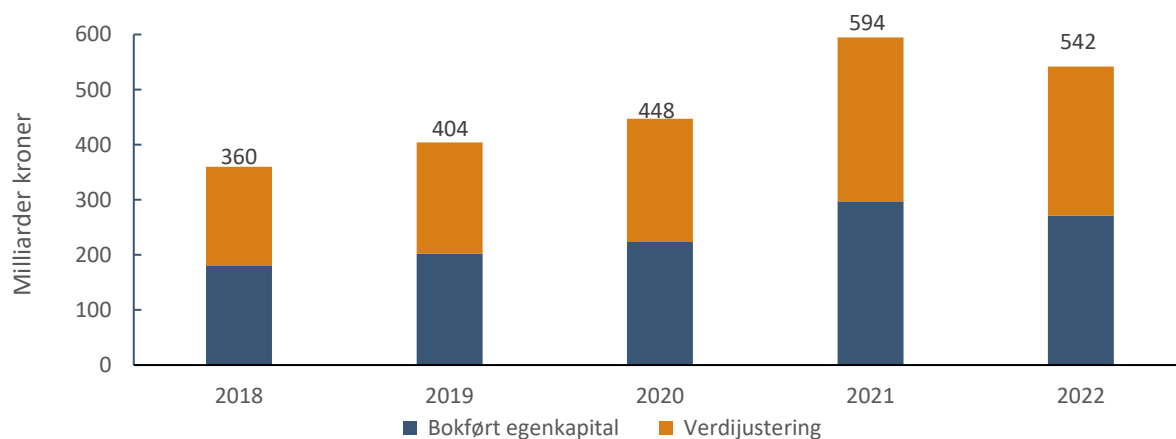
Norske forvaltningsselskaper gir investorer betydelig nytte av å investere gjennom konkurransedyktige fond i Norge. Investor får muligheten til å diversifisere seg og redusere transaksjonskostnader, samtidig som de betaler stadig mindre for tjenestene, og tilnærmet minst i Europa.

2.5 Er formuende nordmenn opptatt av å bygge næringsliv i Norge?

De senere år har det blitt en sterkere oppfatning av at formuende norske familier fokuserer på investeringer i og flytting til utlandet. Realiteten er imidlertid at norske familier med store næringsformuer spiller en sentral rolle i utvikling og finansiering av norsk næringsliv. De tilfører norsk næringsliv enorme mengder kapital, også inn i nye næringer og innovative tidligfasebedrifter.

Formuende familier i Norge er en viktig bidragsyter til næringslivet. Gjennom sine investeringsforetak, som går under betegnelsen «family offices»¹², har disse familiene plassert 542 milliarder kroner, der 334 milliarder er plassert i norsk næringsliv i 2022, gjennom 125 investeringselskaper. Dette utgjør om lag 7 prosent av all innskutt egenkapital i norsk næringsliv. Family offices er profesjonaliserte private aktører, som forvalter større investeringer og formuer til bemidlede familier. Vi anslår antall sysselsatte i family offices til å være i overkant av 600 personer. Figuren under viser hvordan egenkapitalen til norske family offices har utviklet seg de siste 5 årene.

Figur 2-8: Verdijustert egenkapital til norske family offices. Kilde: Menon Economics



Kombinasjonen av at store andeler av midlene til family offices er plassert i norsk næringsliv, og at de er villige til å ta risiko og utøver aktivt eierskap, gjør at de er essensielle for kapitaltilførsel til norsk næringsliv, spesielt for selskap som har behov for risikokapital. I tillegg til å bidra med store mengder kapital, bidrar de også til næringslivet på flere andre måter:

- **Aktivt eierskap:** Family offices utøver aktivt eierskap ved å ta betydelige eierandeler og ta en aktiv rolle i selskapene de eier gjennom eksempelvis styreverv og ledelse. I tillegg bidrar de med nettverk, rådgivning og andre ressurser til bedriftene.

¹² Les mer om family offices [her](#).

- **Langsiktig investeringshorisont:** Family offices har ofte en langsiktig investeringshorisont med sikte på forvaltning for fremtidige generasjoner. Dette gjør dem i stand til å investere i langsiktige prosjekter, som kan være vanskelige å omsette i andrehåndsmarkedet. Slike prosjekter har ofte utfordringer med kapitalinnhenting fra mer kortsiktige investorer.
- **Risikovilje:** Family offices er villige til å investere i risikable prosjekter fordi de har en betydelig kapitalbuffer, evne til diversifisering og tidligere erfaring fra entreprenørskap. Deres langsiktige perspektiv gjør dem viktige som kilder til risikokapital, spesielt for prosjekter i tidlig fase.
- **Lokal og sosial forankring:** Family offices investerer ofte i lokalt næringsliv og for sosiale formål, både grunnet mindre informasjonsasymmetri og for å gi tilbake til lokalsamfunnet. Et eksempel er Ellingsen Seafood, som bearbeider fiskeproduksjonen på den lille øya Skrova til tross for potensielt lavere bedriftsøkonomisk lønnsomhet sammenlignet med andre lokasjoner for foredling. Forskning indikerer at investorer ofte viser «home bias». Det vil si at de investerer en større andel av kapitalen i hjemlandet enn landets andel av global verdiskaping skulle tilsi. Dette gjelder både formuende nordmenn og vanlige sparere. «Home bias» er særlig tydelig i unoterte aksjer og oppstartsbedrifter grunnet større informasjonsasymmetri. Investorer opplever da større tilgang til informasjon lokalt og kjennskap til lokale juridiske regler og næringskultur.

Ferd

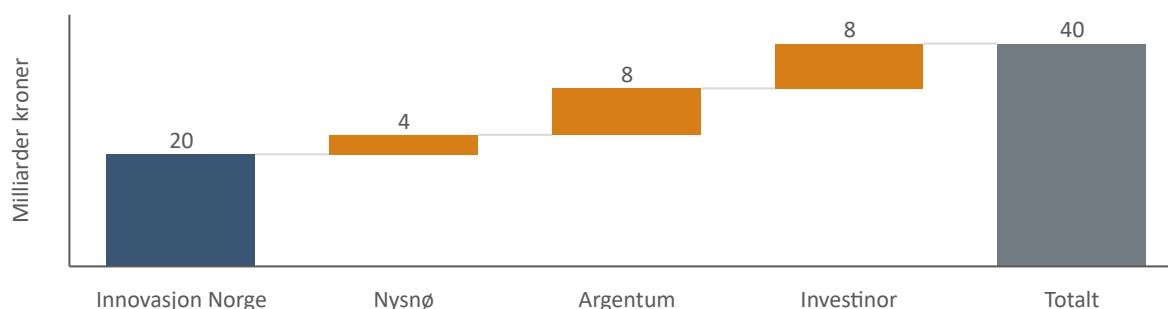
Ferd er Norges største family office. Ferd er eid av Andresen-familien som tidligere bygget opp sin formue gjennom Tidemann Tobakksfabrikk, og senere en rekke ulike industrielle investeringer. Ferd har siden 2005 vært helt ute av tobakksindustrien. Johan H. Andresen etablerte Ferd i 2001 for å forvalte formuen som da var på om lag 6 milliarder kroner, men som i dag har vokst til nærmere 46 milliarder kroner.

Ferd gjør en rekke investeringer i alt fra nordiske unoterte aksjer i ulike modenhetsfaser, børsnoterte aksjer, eiendom, eksternt forvaltede fond og veldedige formål. I dag er Ferd største eier i flere store selskaper, eksempelvis Elopak, Aibel, Interwell, Mestergruppen, Brav og Fjordline. I 2023 gjennomførte Ferd investeringer for 2,4 milliarder kroner.

2.6 Risikokapital og aktive eierfond: Staten kan vel sikre oss nok kapital til innovasjon og nye bedrifter?

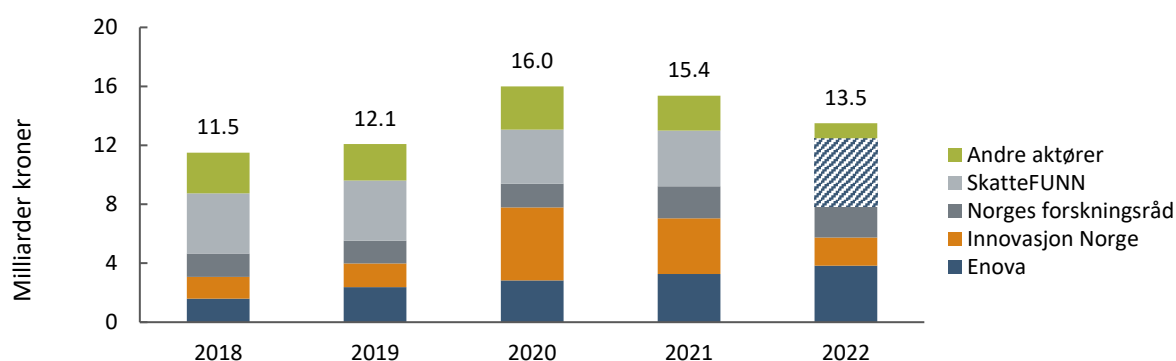
Tilgang på risikovillig kapital er avgjørende for å finansiere entreprenører, nyskaping og innovasjon. Mange hevder at staten, heller enn private, kan og bør finansiere slike bedrifter og prosjekter fordi staten ikke skyr risiko og fordi staten er rik. Men dette er feil. Staten bidrar med lite kapital til risikoprosjekter og staten har heller ikke mye kompetanse å skilte med når det kommer til langsiktig finansiering og oppfølging av innovative bedrifter i tidlig fase.

Figur 2-9: Tilført risikokapital (egenkapital og gjeld) fra staten (virkemiddelapparatet) til norske innovative prosjekter per 2022.¹³ Kilde: SSB, Innovasjon Norge, Argentum, Investinor¹⁴ og Nysnø



Statens innsats gjennom det næringsrettede virkemiddelapparatet er fokusert mot bedrifter i tidlig fase, bedrifter på vei ut på eksportmarkedene, samt grønn omstilling. Innovasjon Norge og Eksfin har bankkonsesjon og utlån til næringslivet, i tillegg til å stille garantier og gi tilskudd. Innovasjon Norge har samlede utlån til norsk næringsliv på 20 milliarder kroner.¹⁵ Eksfin har en samlet utlånsportefølje på 35 milliarder kroner, men majoriteten av disse utlånene er til utenlandske foretak.¹⁶ Virkemiddelapparatet bidrar også til kapitaltilgang gjennom egenkapitalvirkemidlene Nysnø klimainvesteringer, Argentum og Investinor. Foruten å tilføre gjeld og egenkapital, tilfører det næringsrettede virkemiddelapparatet betydelige midler til næringslivet i form av tilskudd. Innovasjon Norge, Norges forskningsråd, Enova m.fl. gir flere milliarder i tilskudd til næringslivet årlig. I snitt de siste fem årene har tilskuddene/skattefradragene til næringslivet vært på 13,7 milliarder kroner.

Figur 2-10: Årlige tilskudd fra det statlige virkemiddelapparatet.¹⁷ Kilde: SSB



Det offentlige har direkte eierskap i en rekke selskap i Norge i tillegg. Majoriteten av det direkte offentlige eierskapet, hvor statens mål er høyest mulig avkastning innenfor bærekraftige rammer, finner man blant de største selskapene på Oslo Børs. Staten eier verdier for 975 milliarder kroner på Oslo Børs.¹⁸ Dette er store selskap som Equinor, Yara, Hydro og DNB. Dette er etablerte selskaper med lang historikk, som i stor grad finansierer investeringer gjennom tilbakeholdte overskudd og i noen tilfeller gjeld. I disse selskapene er staten en statisk eier hvor deres eierandel i all hovedsak er fast over tid, og det tilføres sjeldent ny egenkapital.

¹³ For Investinor og Nysnø er det tatt utgangspunkt i forvaltningskapital i 2023. For Argentum har vi ekskludert kapital hentet inn fra private investorer og korrigert for andelen som er investert i fond med hovedkontor i utlandet.

¹⁴ Samlede utlån fra Investinor er per utgangen av 2021.

¹⁵ <https://www.innovasjonnorge.no/nyhetsartikkel/utloser-kapital-til-norsk-naeringsutvikling>

¹⁶ Garantier er ekskludert og fanges opp gjennom bankenes utlån til næringslivet.

¹⁷ For 2022 er det brukt budsjetterte skattefradrag gjennom SkatteFUNN-prosjekt

¹⁸ <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/statlig-eierskap/selskaper---ny/id2604524/>

Spørsmålet er da om hvorfor vi trenger privat kapital og finansnæringen, ettersom staten tilfører kapital til norske bedrifter, særlig i tidlige bedriftsfaser.

Virkemiddelapparatet er en sentral kilde for kapital i de tidligste bedriftsfaser. Mange innovative bedrifter med vekstpotensial mottar støtte fra Innovasjon Norge gjennom oppstartsfinansiering i løpet av de første årene med virksomhet. På toppen av dette spiller finansnæringen en helt avgjørende rolle for oppstartsbedrifter, og denne rollen er blitt viktigere de siste ti årene. For unge vekstbedrifter med ambisjoner internasjonalt kreves det normalt helt andre investeringsrammer. Jo mer modne bedriftene blir, jo mindre viktig blir støtte fra det offentlige virkemiddelapparatet. Profesjonaliserte aktive eierfond, family offices og etter hvert børs blir viktige kapitalkilder/arenaer for kapital etter hvert som bedriftene modnes. Tilsvarende blir finansnæringens tilretteleggere viktigere som kapitalformidlere i forbindelse med oppkjøpsfond og børsnotering.

Det siste tiåret har man også sett et markant skifte i investorers vilje til å plassere sin kapital i tidligfasebedrifter gjennom etableringen av nye aktive eierfond og lignende investeringsinstrumenter i finansnæringen. I en kartlegging våren 2024 identifiserte vi 78 nye investeringsinstrumenter i form av fond og investeringsrammer. Disse har en kapital tilgjengeliggjort for tidligfaseinvesteringer på til sammen 23,5 milliarder kroner i perioden 2015 til 2023 (9 år), der ca. 15 milliarder er tilført fond og instrumenter som tillater såkorninvesteringer.¹⁹ Våre anslag trekker i retning av at ca. 7 milliarder kroner av disse investeringsmidlene er dedikert til investering i bedriftenes tidligste fase (såkorn) i Norge. Resten forventes å bli plassert i bedrifter som opererer i venturefasen eller ekspansjonsfasen.

Mye tyder på at finansnæringen i økende grad har klart å møte bedrifter i tidlig fase sine kapitalbehov på en bedre og mer nyansert måte enn tidligere. Venturesegmentet har modnet og blitt større og andre profesjonelle aktører tilfører nå mer egenkapital til nyskaping gjennom entreprenørskap.

2.7 Markedsplasser: Børsen er vel bare et nullsumspill?

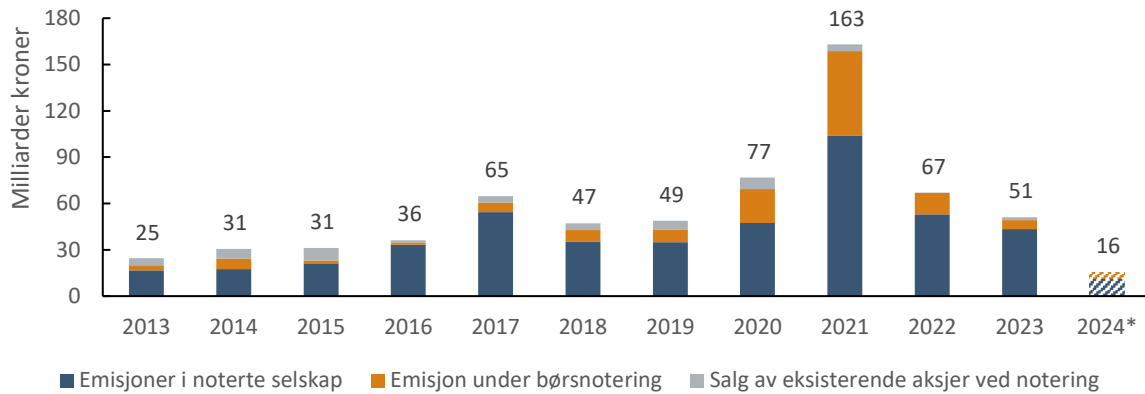
Selv om mange av oss har investert noe av våre sparepenger på børs, har de fleste av oss et inntrykk av at børsen utelukkende handler om kjøp og salg av eksisterende aksjer. Hvis det var tilfellet ville ikke børsen som markedsplass tilføre næringslivet ny kapital for investeringer og vekst. Pengene ville bare flyttes fra en investor/eier til en annen. Da blir børsen som markedsplass fort en form for nullsumspill, men faktum er at børsen og lignende markedsplasser også bidrar kraftig til å forsyne næringslivet med kapital, både direkte og indirekte.

Børsen tilfører kapital til bedrifter gjennom utstedelse av nye aksjer (emisjoner) og lån (obligasjoner/gjeldsemisjoner). Slik får de børsnoterte bedriftene tilgang på mer kapital når det er behov for det. Når et børsnotert selskap ønsker å gjennomføre en emisjon, gjøres dette gjennom tilretteleggere (verdipapirforetak). Verdipapirforetakene har en viktig rolle ved innhenting av ny egenkapital, og bistår blant annet med analyse av utstederen og industrien den er i, prising av den nye egenkapitalen, markedsføring av emisjonen mot norske og internasjonale investorer, innhenting av ordre i ordreboken ved gjennomføringen og til slutt rådgivning om allokering av beløp til investorene. For at investorene og selskapene selv skal ha den nødvendige tilliten til å gjennomføre slike transaksjoner må kvaliteten på arbeidet og integriteten til verdipapirforetakene være høy. Børsen eller andre markedsplasser er ikke direkte involvert i selve emisjonsarbeidet. Markedsplassene kan imidlertid ha stor påvirkning på hvor mye egenkapital som kan hentes inn gjennom emisjoner og til hvilken pris.

¹⁹ For enkelte av disse investeringsfondene/instrumenter har vi ikke klart å identifisere kapitalen som stilles tilgjengelig. Det er enten fordi det ikke er oppgitt noen ramme eller fordi investor ikke ønsker å tilgjengeliggjøre informasjon.

Figuren under viser hvor mye egenkapital som har blitt hentet inn gjennom emisjoner på Oslo Børs siden 2013, fordelt på emisjon knyttet til børsnotering av nye selskaper, og emisjoner i allerede børsnoterte selskaper.

Figur 2-11: Emisjoner på Oslo Børs i forbindelse med børsnotering og emisjoner i allerede noterte selskap. Tall for 2024 er foreløpige og dekker januar til august. Kilde: Euronext



Som vi ser av figuren, har betydelige mengder kapital blitt tilgjengeliggjort for norsk næringsliv gjennom egenkapitalemisjoner av børsnoterte selskaper. Over de siste fem årene har det blitt hentet inn i gjennomsnitt 77 milliarder kroner årlig til næringslivet i form av egenkapitalemisjoner. Inkluderer vi salg av eksisterende aksjer ved børsnotering er gjennomsnittet på 81 milliarder kroner, dette er imidlertid ikke ny kapital som tilføres selskapet.

Autostore:

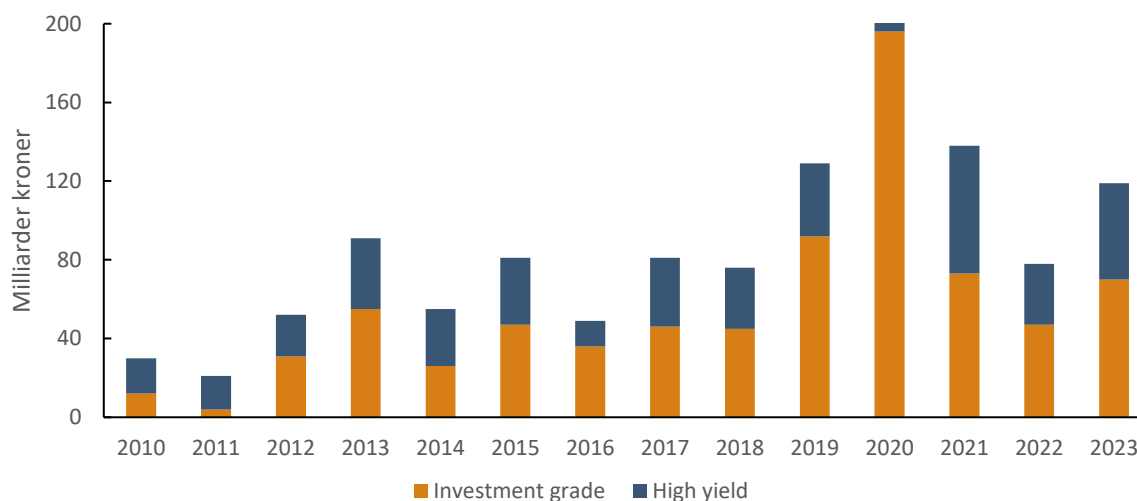
Autostore er et norsk teknologiselskap som bygger robotstyrte lagersystemer. Selskapet ble børsnotert på Oslo Børs i 2021, og var den nest største børsnoteringen i historien, kun bak børsnoteringen av Statoil/Equinor tyve år tidligere. I denne prosessen ble det hentet inn 2,4 milliarder kroner gjennom utstedelse av nye aksjer, og selskapet ble priset til 103 milliarder kroner. Den innskutte kapitalen ble brukt til å redusere gjeldsgraden og legge til rette for videre vekst.

Proessen for både emisjonen og børsnotering ble gjennomført av Carnegie som hovedtilrettelegger, i samarbeid med de norske verdipapirforetakene ABG Sundal Collier og Sparebank 1 Markets, samt andre internasjonale storbanker.

Lån som formidles på børs kalles gjerne obligasjonslån og sertifikatlån. Når det skal etableres et obligasjonslån, vil utsteder av lånet (bedriften/institusjonen) ta kontakt med verdipapirforetaket, som igjen vil kontakte potensielle investorer/kjøpere av lånet, som da samlet vil kunne tilby utstederen av lånet den nødvendige lånefinansieringen. Fordi lånet børsnoteres og låneandelene kan omsettes, vil det bli langt lettere å få med nye eiere av lån til næringslivet. Verdipapirforetakets rolle er å koble låntaker og långiver sammen både før og etter at lånet er etablert. Ved slutten av 2023 var verdien av alle utestående obligasjoner og sertifikater til næringslivet i Norge (utenom finansnæring) på 424 milliarder kroner (registrert i VPS). Det er med andre ord snakk om tilførsel av store kapitalverdier til næringslivet gjennom lån over børs. Den største kjøperen av obligasjoner og sertifikater utstedt av næringslivet er finansnæringen. Finansnæringen eide om lag 244 milliarder kroner av denne obligasjonsgjelden, eller nærmere 60 prosent. Så finansnæringen bruker disse lånepapirene som viktige byggeklosser i sitt tilbud av fondsprodukter overfor næringsliv og husholdninger.

Figuren under viser årlig utstedt obligasjonsgjeld i norsk ikke-finansielt næringsliv. Obligasjonsgjelden er inndelt i «investment grade» og «high yield»²⁰.

Figur 2-12: Årlig utstedt obligasjonsgjeld i norsk ikke-finansielt næringsliv.²¹ Kilde: Stamdata



Figuren viser at årlig utstedt obligasjonsgjeld i norsk ikke-finansielt næringsliv har økt betydelig siden 2010. Obligasjonsgjeld har med andre ord blitt en viktigere finansieringskilde for norsk næringsliv. Majoriteten av utstedt obligasjonsgjeld er klassifisert som investment grade. Verdipapir klassifisert som investment grade er forbundet med lavere risiko, og det er vanligvis lettere å finne potensielle investorer som ønsker å investere i obligasjonsgjelden, sammenlignet med i high yield-segmentet.

ReMarkables bruk av obligasjonslån:

ReMarkable er et norsk teknologiselskap som produserer skrivebrett. I 2023 hentet selskapet 500 millioner kroner i ny kapital gjennom utstedelse av obligasjoner. Selskapet begrunnet gjeldsemisjonen med behov for økt arbeidskapital for videre vekst i USA og Storbritannia. Under utstedelsesprosessen benyttet remarkable seg av to norske verdipapirforetak som tilretteleggere, DNB Markets og ABG Sundal Collier.

Børsen fungerer også som en viktig indirekte kilde til kapitaltilførsel til norsk næringsliv. Uten et fungerende annenhåndsmarked vil ikke førstehåndsmarkedet med tilførsel av finansiering fungere. Markedsplasser er derfor essensielle for kapitaltilgang til næringslivet. Handelsplattformene og aktørene som tilrettelegger er viktige for å skape et likvid marked for kjøp og salg av eiendeler, som sikrer riktig prising og god informasjonsflyt. Dette bidrar til at investorer får diversifisert seg, selskaper får spesialisert seg, og effektiv prising fungerer som et korrektiv for selskapets ledelse. Oppsummert bidrar de regulerte og uregulerte markedsplassene med flere viktige funksjoner i samfunnet:

- **Likviditet:** Handelsplattformene bidrar til likviditet gjennom å samle mange selgere og kjøpere av verdipapirer. Denne likviditeten gjør at investorer kan kjøpe og selge verdipapirer for å oppnå den

²⁰ Hvorvidt obligasjonsgjelden kategoriseres som investment grade eller high yield avhenger av utsteders kredittvurdering. I korte trekk må utsteder minst ha en kredittvurdering tilsvarende BBB (i henhold til Standard and Poors kredittvurderingssystem) eller BAA (i henhold til Moody's kredittvurderingssystem) for å bli kategorisert som investment grade. Dårligere kredittvurdering enn dette gir kategorisering som high yield.

²¹ Figuren viser utstedt beløp, og er derfor ikke sammenlignbart med utestående beløp.

ønskelige risikoen og eksponeringen. Muligheten for å omsette verdipapirer i et likvid annenhåndsmarked gjør det også enklere å hente inn kapital i førstehåndsmarkedet.

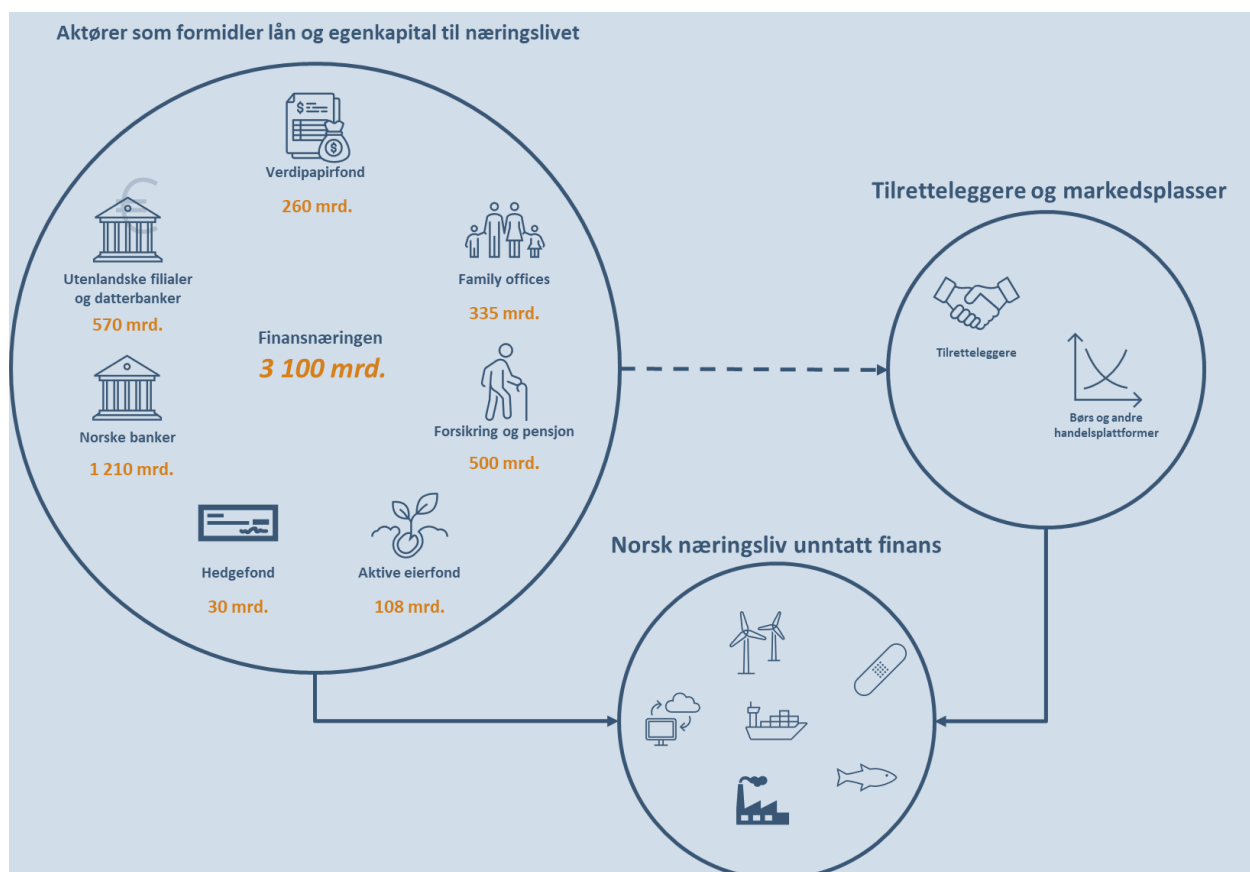
- **Effektiv prising:** Gjennom å samle mange selgere og kjøpere av verdipapirer får man en effektiv prisdannelse med en løpende markedspris på de ulike verdipapirene, som kan bidra til å gjøre oppkjøp og sammenslåinger av selskaper enklere.
- **Diversifisering for investorer:** En investor får muligheten til å investere i gjeld og egenkapital i en rekke ulike selskap og sektorer. Investorer kan dermed redusere sin selskapsspesifikke risiko.
- **Spesialisering av selskaper:** Et velfungerende aksjemarked gjør at bedrifter kan spesialisere seg, ettersom eierne kan diversifisere seg. Selskap som ikke er spesialiserte kan splittes i spesialiserte deler, hvor eierne da kan velge hvilke deler av selskapet de ønsker eksponering mot.
- **Løpende vurdering av lønnsomhet og ledelse:** Ettersom børsen på løpende basis synliggjør gjennomførte transaksjoner, vil endringer i markedsprisen reflektere investorers løpende vurdering av selskapets lønnsomhet og ledelse, og på denne måten utøve en form for kontroll på bedriftens virksomhet.
- **Transparens i markedet:** På de regulerte markedsplassene er det strenge krav til åpenhet og offentliggjøring av informasjon fra selskaper som er notert på plattformen og handler som blir gjennomført. Dette gjør markedet mer transparent og at investorer kan gjøre investeringsbeslutninger basert på et bedre informasjonsgrunnlag.

3 Tettere på finansnæringen: Hvem som gjør hva og hvor mye?

Aktørene i finansnæringen er plassert mellom eierne av kapitalen og virksomheten der kapital plasseres. Næringen fungerer med andre ord som et bindeledd i økonomien. Dette bindeleddet består av en rekke aktører som fyller forskjellige oppgaver. Noen av de store finansforetakene dekker mange oppgaver, men en stor andel av aktørene har spesialiserte oppgaver knyttet til finansiering av næringslivet. I dette kapittelet går vi litt mer i detalj på de ulike aktørene. Ikke minst forsøker vi å beregne hvor store de ulike aktørene er, målt i form av hvor mye kapital de har plassert i norsk næringsliv.

I figuren under presenterer vi tall for den balanseførte beholdning av kapital som er formidlet gjennom ulike deler av finansnæringen. Samlet har finansnæringen en balanseført beholdning på 3 100 milliarder kroner som er plassert i norsk næringsliv. Dette utgjør ca. 16 prosent av samlet egenkapital og gjeld i næringslivet, når vi måler disse verdiene til markedsverdi.

Figur 3-1: Kapital formidlet til næringslivet gjennom ulike deler av finansnæringen (milliarder kroner 2022). Kilde: SSB, NCVA, Verdipapirfondenes forening og Menons eierdatabase

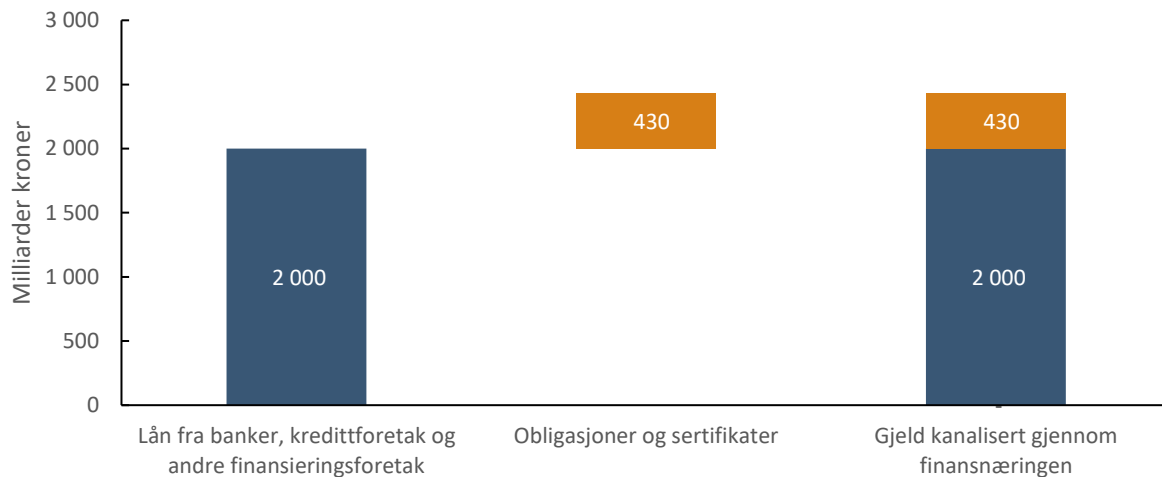


3.1 Nærmere om de som låner ut kapital til næringslivet

Lånekapitalen (gjelden) utgjør drøye 50 prosent av den bokførte kapitalen i norsk næringsliv. Det er med andre ord en viktig kilde til finansiering av næringslivets aktivitet. Finansnæringen står bak en stor andel av disse lånene, men hva slags type finansielle aktører er det snakk om, og hvilke typer lån? Det ser vi nærmere på her.

Norsk næringsliv (utenom finans) hadde i 2023 en gjeld i form av banklån og obligasjonslån på 2 400 milliarder kroner. Av dette var omtrent 2 000 milliarder kroner lån gitt direkte fra finansnæringen til næringslivet, for eksempel fra bank og kredittforetak. Videre utgjorde obligasjonslån²² omtrent 430 milliarder kroner av næringslivets totale gjeld. Dette er lån som er utstedt av bedriftene gjennom finansnæringen, og som i stor grad eies av aktører som verdipapirfond og hedgefond.

Figur 3-2: Gjeld²³ i norske ikke-finansielle foretak kanalisert gjennom finansnæringen. Kilde: SSB, Norges Bank



3.1.1 Bankene

Bankene er som vist over en viktig kilde til lån for næringslivet. I tillegg tilbyr bankene et bredt spekter av finansielle tjenester og fyller alle de tre hovedoppgavene som finansnæringen som helhet har:

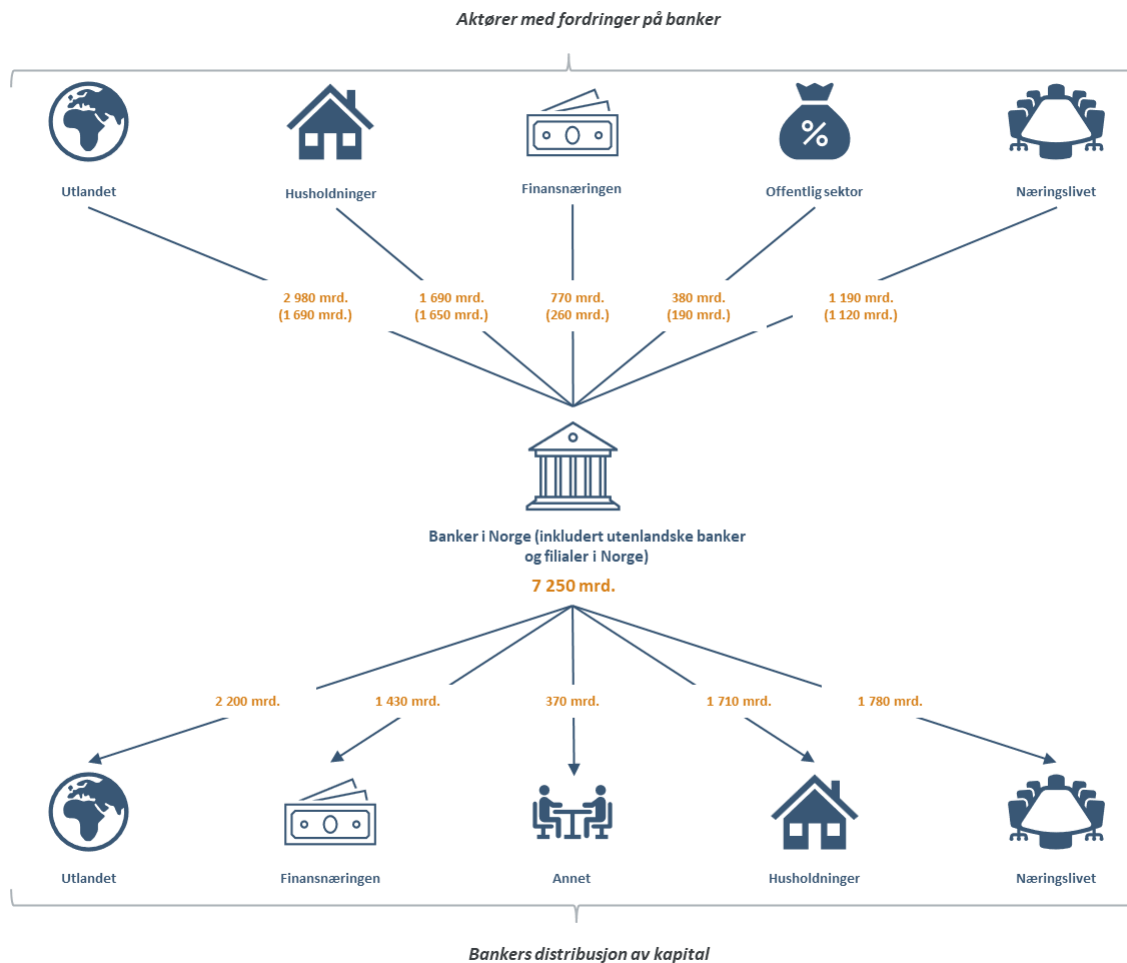
- Gi næringslivet og husholdninger mulighet til å spare og låne
- Vurdering av risiko
- Gjennomføre betalinger

Illustrasjonen under viser hvem som finansierer bankenes utlån, og hvordan bankenes beholdning av utlån er fordelt på ulike aktører i økonomien.

²² Obligasjoner er, til forskjell fra banklån, gjerne lån bestående av flere enkeltlån, som også er omsettelige på en markedsplass/børs.

²³ Omfatter gjeld kanalisert gjennom finansnæringen, inkludert lån fra banker og kredittinstitusjoner og andre finansieringsforetak, samt obligasjonslån og sertifikater.

Figur 3-3: Ulike aktørers tilførsel av kapital til bankene (innskudd i parentes), og bankenes tilførsel av kapital til ulike aktører. Kilde: SSB, Norges Bank

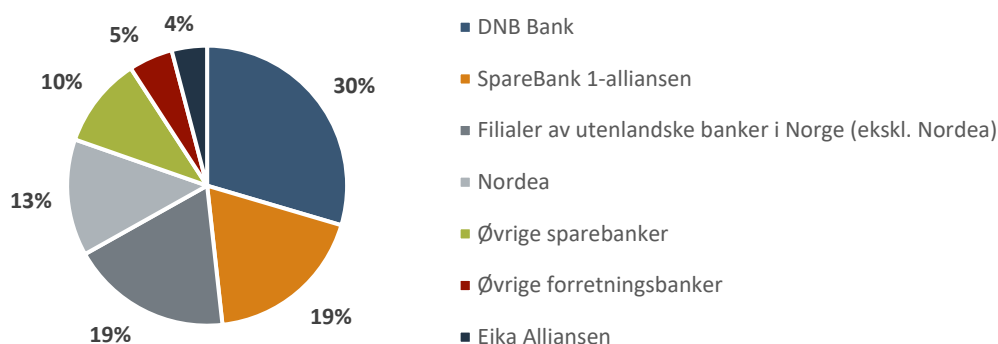


Illustrasjonen over viser at utenlandske aktører tilfører mest kapital til norske banker med totalt 3 000 milliarder kroner (40 prosent), der omtrent 1 700 milliarder er innskudd.²⁴ Denne store andelen illustrerer hvor internasjonalt finansmarkedet har blitt, og mye av denne kapitalen er hentet inn som lån i det såkalte interbankmarkedet, der norske banker funder seg gjennom utenlandske banker. Derne er det husholdningene og næringslivet (utenom finans) som tilfører bankene mest kapital, med henholdsvis 1 700 og 1 200 milliarder kroner. Her er tilnærmet alt tilført bankene gjennom innskudd.

Vi ser også at **banker i Norge tilfører omtrent 1 800 milliarder kroner til norsk næringsliv**. Av dette kommer 1 210 milliarder fra norske banker, mens 570 milliarder kommer fra utenlandske bankers filialer og datterbanker i Norge. En betydelig andel av bankenes utlån er lån til næringsseidom (45 prosent), der banken har stor grad av sikkerhet i selskapets eiendeler. Figuren under viser ulike bankers markedsandeler i utlånsmarkedet til næringslivet.

²⁴ Dette inkluderer også norske bedrifters enheter i utlandet, og norske statsborgere som er permanent bosatt i utlandet.

Figur 3-4: Bankers andel av total utestående bankgjeld til norsk næringsliv, per 31. desember 2023.²⁵ Kilde: Norges Bank



Aker BPs tilsagn om banklån på 4 milliarder dollar

Aker BP sikret seg i 2020 et banklån på 4 milliarder dollar fra en gruppe banker. Lånet ble arrangert av blant annet DNB, Nordea og SEB, og var ment å støtte selskapets generelle virksomhet og investeringer i olje- og gassprosjekter på norsk sokkel. Dette lånet er et av de største i norsk næringsliv de siste årene og viser bankenes vilje til å støtte store industrielle aktører i Norge.

3.1.2 Andre kredittforetak

Andre kredittforetak yter gjerne lån til mer spesialiserte formål enn bankene. I tabellen under har vi listet opp eksempler på slike formål.

Tabell 1: Oversikt over ulike utlånsformål for andre kredittforetak

Formål	Beskrivelse	Eksempler på aktører
Boligkredittforetak	Flere banker har etablert boligkredittforetak, egne selskaper som har tillatelse fra og er underlagt tilsyn av Finanstilsynet. Bankene selger sine godt sikrede boliglån til boligkredittforetakene som oppnår gunstig finansiering ved å utstede særskilt sikrede obligasjoner (obligasjoner med fortrinnsrett – OMF). Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) er en viktig og rimelig kilde til finansiering av norske boliglån. De fleste OMF-foretak i Norge har boliglån i sikkerhetsmassen, men også noen med næringslån. Det kreves særskilt tillatelse for å kunne finansiere utlån med OMF.	<ul style="list-style-type: none"> • DNB Boligkreditt • Eika Boligkreditt • Storebrand Boligkreditt
Næringskreditt	Næringskreditt har likheter med boligkreditt, men er rettet mot næringsbygg istedenfor bolig. Kredittforetak innen	<ul style="list-style-type: none"> • SpareBank1 Næringskreditt

²⁵ Den største forskjellen mellom forretningsbanker og sparebanker ligger i eierstrukturen snarere enn i tjenestespekteret de tilbyr kundene. Mens forretningsbanker kun kan stiftes som aksjeselskap, er sparebanker organisert som en selveiende institusjon. Istedenfor aksjer har sparebankstiftelsene utstedt egenkapitalbevis. Eiere av egenkapitalbevis har sterkere beskyttelse mot tap, men har begrenset innflytelse i selskapets organer. Sparebanker er i tillegg forventet å støtte lokalsamfunnet i større grad enn forretningsbanker (Norges Bank, 2023).

næringskreditt gir gjerne lån til næringsbygg ved å utstede såkalte obligasjoner med fortrinnsrett.

Leasing	Leasing, eller leiefinansiering, er i korte trekk en avtale om leie av utstyr for en gitt periode. Kredittforetakets rolle i leasingavtalen er å kjøpe utstyret fra den valgte leverandøren, for så å leie ut utstyret til bedriften som ønsker å lease utstyret. Leien blir da å anse som en form for rentebetaling.	<ul style="list-style-type: none">• BNP Paribas Leasing Solutions• Danske Finans
Andre utlån	Dette er utlån til øvrige formål, for eksempel bil- og båtlån.	<ul style="list-style-type: none">• Brage Finans

Totalt hadde kredittforetakene (utenom bank) totale utlån på omtrent 2 500 milliarder kroner i 2023. Kun 51 milliarder kroner var utlån til næringslivet, mens resten var utlån til husholdninger.²⁶

3.1.3 Obligasjongjeld og sertifikater

Når man snakker om markedsplasser, børsen og meglerforetak/verdipapirforetak, tenker nok de fleste på kjøp og salg av aksjer, men faktum er at børsen og slike foretak – som vi betegner som tilretteleggere – også jobber aktivt med formidling av lån til næringslivet gjennom obligasjonsmarkedet.

Lån som formidles gjennom verdipapirforetak, og som kan omsettes på børs, er hovedsakelig obligasjons- og sertifikatlån.²⁷ Hovedforskjellen mellom obligasjons- og sertifikatlån er at obligasjoner har løpetid på over ett år, mens sertifikater har løpetid på under ett år. Når det skal etableres et obligasjonslån, vil utsteder av lånet (bedriften/institusjonen) ta kontakt med verdipapirforetaket, som igjen vil kontakte potensielle investorer/kjøpere av lånet, som da samlet vil kunne tilby utstederen av lånet den nødvendige lånefinansieringen. Verdipapirforetakets rolle er med andre ord å koble låntaker og långiver sammen.

Obligasjoner: Børsens og andre markedsplassers rolle

Børsen og andre markedsplasser som Nordic ABM kan imidlertid ha en påvirkning på hvor mye fremmedkapital som kan hentes inn gjennom obligasjonsmarkedet, og likviditetspremien som utsteder må betale under bokbyggingsprosesser eller rettede emisjoner. Dette gjør de gjennom å øke likviditeten av obligasjonene i annenhåndsmarkedet, i tillegg til at notering av obligasjoner fører med seg informasjonsflyt gjennom strengere krav til innsyn og rapportering fra selskapet som utsteder obligasjonen. Gjennom børsnotering av obligasjoner vil dermed utsteder få tilgang til en større investorbase, spesielt fra gruppen av investorer som stiller krav til at obligasjonene noteres i etterkant av utstedelsen.²⁸

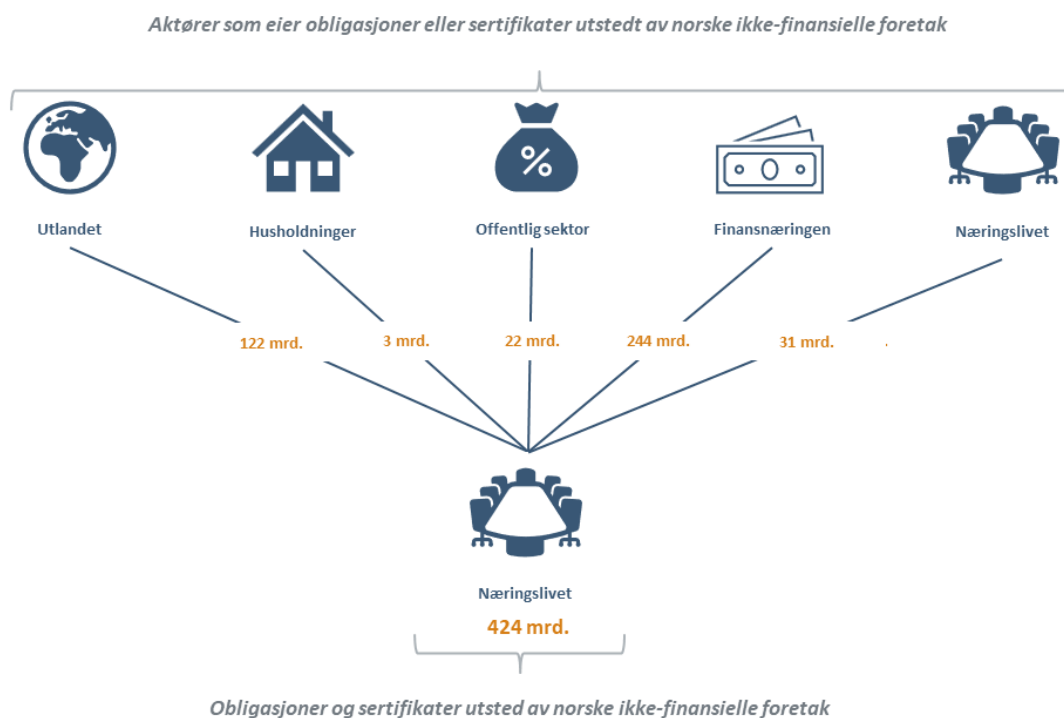
²⁶ En stor andel av kredittforetakene er såkalte OMF-foretak. Dette er kredittforetak som finansierer utlån til bolig og næringseiendom med såkalte obligasjoner med fortrinnsrett. Dette er obligasjoner som gir investoren en avtalefestet fortrinnsrett på deler av eiendelene til utsteder.

²⁷ Obligasjoner og sertifikater er, til forskjell fra banklån, gjerne lån bestående av flere enkeltlån, som også er omsettelige på en markedsplass/børs. Obligasjoner utstedes hovedsakelig gjennom to ulike kanaler: bokbyggingsprosesser og rettede emisjoner. Forskjellen mellom bokbyggingsprosesser og rettede emisjoner er at rettede emisjoner ikke markedsføres, men selges til utvalgte investorer. Bokbyggingsprosessen er en prosess som involverer et stort antall mulige investorer og hvor interessen i markedet avgjør prisen og eventuelt volum/størrelse på lånet. Gjennom disse to ulike prosessene blir aktører med behov for fremmedkapital knyttet opp mot investorer med ønske om langsiktig sparing, med verdipapirforetakene i en nøkkelrolle som tilrettelegger. I denne prosessen er ikke børsen eller andre handelsplasser direkte involvert, men de er direkte involvert i annenhåndsomsetningen av disse (mer om dette i kapittel 2.3).

²⁸ (Norges Bank, 2023)

Ved slutten av 2023 var verdien av alle utestående obligasjoner og sertifikater registrert i verdipapirsentralen på 2 933 milliarder kroner.²⁹ Obligasjoner og sertifikater utstedt av norske ikke-finansielle foretak sto for 424 milliarder kroner, eller 15 prosent av totalen. I illustrasjonen under viser vi hvilke aktører som eier den utestående obligasjons- og sertifikatgjelden.

Figur 3-5: Aktører som eier obligasjoner eller sertifikater utstedt av norske ikke-finansielle foretak, 2023. Kilde: SSB



Som vist i figuren over, er den største kjøperen av obligasjoner og sertifikater utstedt av næringslivet finansnæringen. Finansnæringen eide om lag 244 milliarder kroner av denne obligasjonsgjelden, eller nærmere 60 prosent. Derrest er utlandet og næringslivet de største eierne av obligasjonsgjelden til næringslivet.

3.1.4 Folkefinansieringsplattformer

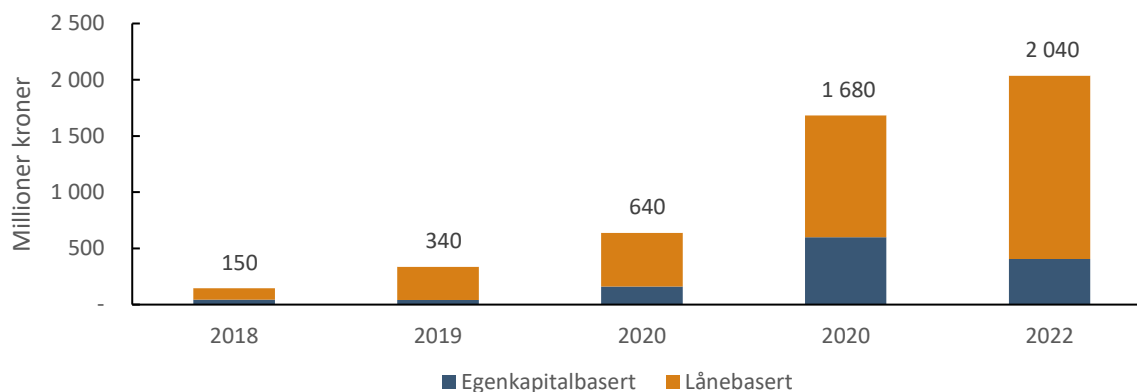
Etter hvert som det stadig blir utviklet nye, digitale plattformer, har det også oppstått nye finansieringsmuligheter. En av disse er folkefinansiering (kalt «crowdfunding» på engelsk). Folkefinansiering innebærer at mange små aktører/husholdninger bidrar med mindre beløp til prosjekter og bedrifter. Folkefinansiering skiller seg derfor fra tradisjonell finansiering, der finansieringen i større grad skjer ved at færre investorer bidrar med større beløp. Finansieringsformen involverer tre parter: investorer (folkemassen), den som søker finansiering (bedrift, prosjekt eller privatperson), og plattformen som formidler dette.

Selskaper som benytter seg av folkefinansiering er ofte små og mellomstore bedrifter som av ulike årsaker har utfordringer med å få banklån eller egenkapitalfinansiering fra investorer. Folkefinansieringsplattformer har med andre ord en viktig funksjon gjennom å tilgjengeliggjøre kapital for selskaper og prosjekter som ellers ikke ville fått det. I tillegg er folkefinansiering med å utvide investeringsuniverset til småsparere gjennom å tilgjengelig-

²⁹ SSB tabell 09445

gjøre informasjon om mindre prosjekter. Internasjonalt er folkefinansiering utbredt, spesielt i Kina, USA, og Storbritannia. I Norge er markedet fortsatt lite, men voksende, som vist i figuren under.

Figur 3-6: Det norske markedet for folkefinansiering. Millioner kroner i totalt utestående utlån og egenkapital. Kilde: (Finansdepartementet, 2023)



Som vi ser av figuren nådde det norske markedet for folkefinansiering rundt 2 milliarder kroner i 2022 (målt i samlet utlån og tilført egenkapital), hovedsakelig gjennom lånebasert folkefinansiering. Blant de største norske plattformene innen folkefinansiering finner vi FundingPartner, Perx Folkefinans og Spleis fra Sparebank 1.

4 1/2 Fiksjon hentet 2 millioner kroner gjennom folkefinansiering:

Filmselskapet 4 1/2 Fiksjon, som blant annet står bak norske storfilmer som «Kongen av Bastøy» og «Kong Curling» hentet i 2019 2 millioner kroner gjennom folkefinansieringsplattformen FundingPartner.

3.2 Nærmere om de som tilfører næringslivet ny egenkapital

Det er forskjell på det å kjøpe en eksisterende aksje og det skyte inn ny kapital i et selskap. Ved et kjøp av en eksisterende aksje tilføres ikke næringslivet mer kapital, men kjøperen betaler bare den forrige eieren et beløp for å ta over eierskapet. Slike kjøp og salg omtales gjerne som annenhåndsmarkedet. Dette er det viktig å huske på når man snakker om tilførsel av mer kapital til næringslivet. Nedenfor lister vi opp de viktigste aktørene i finansmarkedet som tilfører ny kapital. Disse aktørene er involvert i både innhenting, formidling og plassering av ny egenkapital.³⁰

3.2.1 Aktive eierfond: Sårkorn, venture og oppkjøpsfond

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

Det er vanlig å dele de aktive eierfondene i to hovedgrupper:

³⁰ Aktørene kan ofte være involvert i både å tilføre ny egenkapital og kjøpe/selge eksisterende aksjer i annenhåndsmarkedet.

- **Venturefond**, eller tidligfasefond, spenner fra investeringer i oppstartsselskaper som utvikler eller kommersialiserer en gründerens idé om et nyvinnende produkt, til små og mellomstore selskaper som allerede har etablert seg i et marked, men hvor det er potensial for videre ekspansjon.
- **Oppkjøpsfond** er spesialisert på mer modne selskaper hvor utfordringen ligger i å revitalisere selskapet gjennom restrukturering, men også ekspansjon.

Venturefond tilfører ny egenkapital til bedrifter i tidlig fase, mens oppkjøpsfond gjerne tar majoritetsposisjoner gjennom kjøp av aksjer/eiendeler. Samtidig vil ofte oppkjøpsfond også tilføre ny kapital for å videreutvikle og restrukturere selskapet, enten i form av egenkapital eller gjeld.

Aktive eierfond bidrar til økonomisk utvikling gjennom utøvelse av et aktivt eierskap gjennom fem ulike roller:

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

Aktive eierfond med hovedkontor i Norge har en samlet forvaltningskapital på 197 milliarder kroner, hvorav 18 milliarder forvaltes av venturefond og 180 milliarder av oppkjøpsfond.³¹ Fondenes investorbase er svært internasjonal, ved at en høy andel av forvaltningskapitalen kommer fra utlandet. Disse aktørene har ofte mandat til å investere i Norden og/eller Nord-Europa, og noen også internasjonalt. En vesentlig andel av kapitalen hos de største aktive eierfondene investeres dermed i selskaper utenfor Norge. Tilsvarende investerer utenlandske fond betydelig i norske porteføljeselskaper, særlig blant oppkjøpsfond.

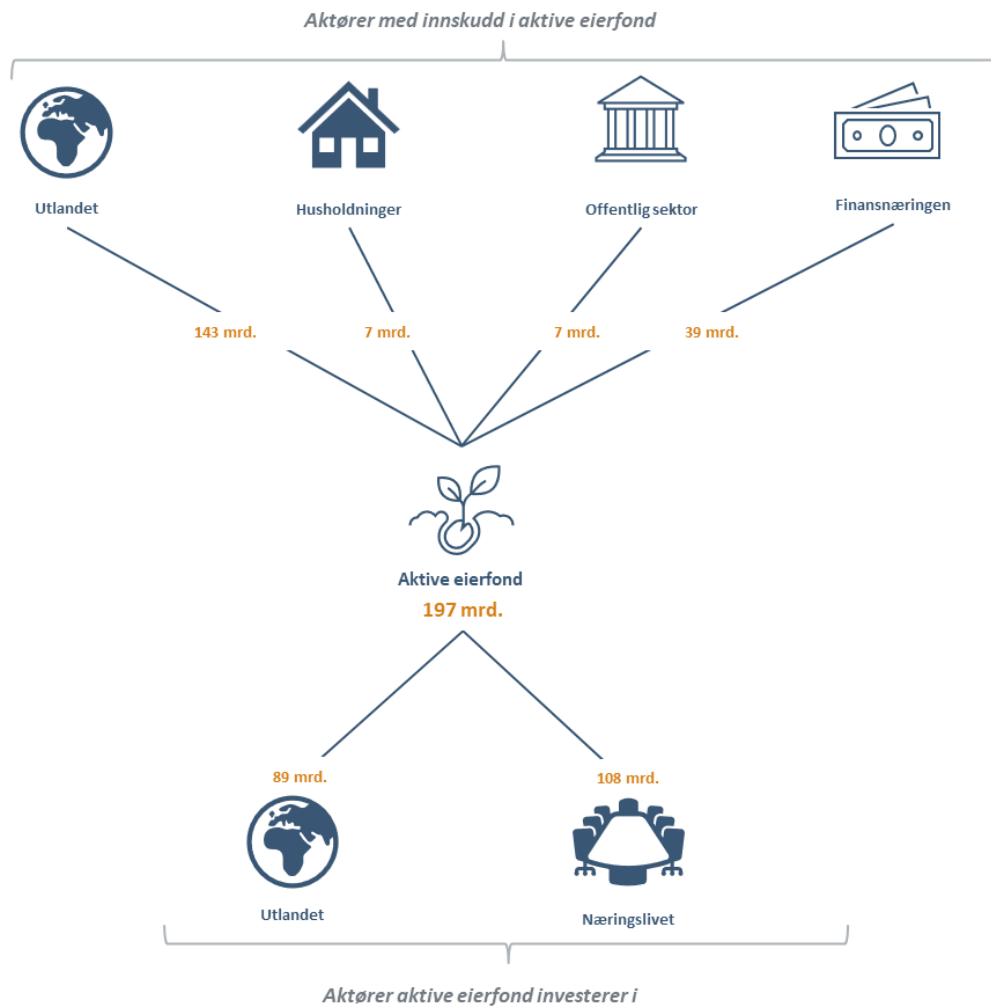
Aktive eierfonds kapital kommer fra en rekke ulike investorer. Gjennom innrapportert aktivitet fra norske aktive eierfond, har vi utarbeidet anslag på hvor stor andel av forvaltningskapitalen som kommer fra ulike typer investorer. Vi finner at majoriteten av forvaltningskapitalen kommer fra utlandet, særlig for de store oppkjøpsfondene.

Norske aktive eierfond investerer primært i Norge. Historisk har anslagsvis 55 prosent av forvaltningskapitalen blitt investert i Norge, mens de resterende 45 prosentene investeres i utlandet. Det innebærer at norske aktive eierfond anslagsvis vil investere **108 milliarder av forvaltningskapitalen sin i norsk næringsliv**, mens 89 milliarder investeres i utenlandske porteføljeselskaper.

Figuren under viser hvilke eiertyper som står bak aktive eierfonds forvaltningskapital og hvordan kapitalen forvaltes.

³¹ Dette inkluderer all kommitert kapital. Kommitert kapital er beløpet investorene har forpliktet seg til å investere, og dermed er ikke all denne kapitalen tilført næringslivet enda, men den kommitert kapitalen vil vanligvis investeres over noen få år.

Figur 3-7: Norske aktive eierfonds forvaltningskapital fordelt på investortyper, og aktører fondene har investert i. Kilde: Menon, NVCA og PEREP³²



Northzone:

En av Norges kanskje aller mest kjente venturefond er Northzone. Northzone ble etablert i Norge i 1996 av Karl Christian Agerup, Ingar Østby, Tellef Thorleifsson og Bjørn Stray. Selskapet er i dag et internasjonalt venturefond, med hovedkontor i London, og forvalter om lag 17 milliarder kroner.

Northzone har særlig blitt kjent gjennom deres tidlige investering i Spotify i 2008. Dette var i en periode hvor Spotify hadde stort behov for kapital for å ta produktet til et internasjonalt marked. Spotify hadde slitt med kapitaltilgang, og bankene ville ikke tilby lån til et prosjekt i en såpass tidlig fase. Uten investeringen på USD 15 millioner fra Northzone og Creandum er det mulig at Spotify aldri hadde blitt til det det er i dag, nemlig et internasjonalt selskap med en verdsettelse på USD 64 milliarder.

³² Inkluderer ikke forvaltningskapitalen til Investinor eller Nysnø klimainvesteringer. Disse er inkludert som en del av det offentlige virkemiddelapparatet, se kapittel 2.6. Northzone er ekskludert ettersom de over tid flyttet mer av sin aktivitet til London og Stockholm og har ikke lenger hovedkontor i Norge.

3.2.2 Fond-i-fond

Fond-i-fond er spesialiserte aktører som investerer i andeler av aktive eierfond, enten oppkjøpsfond eller venturefond, istedenfor å investere direkte i selskaper i form av aksjer/andeler i porteføljeselskap. Internasjonalt er fond-i-fond viktige investorer, spesielt for fond som fokuserer på senere fase.

Fond-i-fond investerer både i nye fond (såkalt primary), eller de kjøper andeler i eksisterende fond (secondary-markedet). Primary-investeringene tilfører indirekte kapital til næringslivet gjennom det aktive eierfondet, mens secondary-transaksjonene skaper likviditet i markedet slik at for eksempel investorer som trenger likviditet kan selge sine fondsandeler i annenhåndsmarkedet.

I Norge har vi flere fond-i-fond-aktører, både statlige og private, deriblant Argentum, Cubera, Obligo Investment og Turnstone Private Equity. Gjennom en fond-i-fond-struktur samles kapital fra flere investorer, som forvalteren investerer videre i aktive eierfond. Dermed får fondsforvalterens kunder tilgang til en diversifisert portefølje av aktive eierfond, og muligheten til å kunne investere i aktive eierfond de ellers ikke ville kunne investert i grunnet deres høye minimumsbeløp og andre krav.

Vi anslår at norske forvaltere av fond-i-fond har en samlet forvaltningskapital på 88 milliarder kroner³³, hvorav 18 milliarder anslagsvis er investert i aktive eierfond i Norge.

3.2.3 Family offices

Family offices er profesjonaliserte private aktører som forvalter større investeringer og formuer til bemidlede familier. I motsetning til andre investeringsforetak som forvalter midler for mange ulike investorer, er et family office fokusert på en eller noen få familiers finansielle interesser. Family offices kategoriseres ofte i to ulike typer, Single Family Offices og Multi Family Offices. Førstnevnte er en enkelt familie som oppretter et family office, og sistnevnte er et konsortium av et fåtall familier som kollektivt etablerer et felles investeringsselskap. Formålet med et family office er å bevare og øke familiens formue over generasjoner. Dette gjøres da gjennom en profesjonelt forvaltet investeringsportefølje, men foretaket kan også yte eieren andre tjenester som juridiske tjenester, skatterådgivning, m.m.

Vi har identifisert 125 family offices, og estimerer deres samlede verdijusterte egenkapital til i underkant av 550 milliarder kroner.³⁴ Det omfatter alt fra mindre investeringsselskap med noen hundre millioner kroner i egenkapital og noen få ansatte, til store investeringsselskaper som Ferd, som har en bokført egenkapital på 34 milliarder kroner med nesten 80 ansatte.

Ettersom family offices forvalter private formuer og ikke er åpne for eksterne investorer, finnes det ikke systematisert informasjon om deres plasseringer. Vi har imidlertid kartlagt de største aktørene innen dette segmentet som har denne informasjonen tilgjengelig, og anslår at 334 milliarder er investert i norsk næringsliv.³⁵

Det er store forskjeller mellom risikovilje og investeringsprofil mellom family offices, men det er likevel noen fellestrekk ved deres investeringer. Family offices har ofte en diversifisert portefølje med et bredt

³³ Inkluderer kun Argentums forvaltningskapital fra private investorer og ikke fra det offentlige. For det offentlige virkemiddelapparatet, se kapittel 2.6.

³⁴ Basert på våre kriterier om eiendeler over 500 millioner kroner, profesjonell forvaltning og eksklusjon av rene eiendomsinvesteringsselskap, og store eiendomsporteføljer.

³⁵ Dette anslaget bærer preg av usikkerhet.

investeringsmandat og en langsiktig strategi, inkludert store illikvide eierandeler i unoterte selskaper og likvide investeringer som noterte aksjer, obligasjoner og hedgefond.

De har ofte en overvekt av investeringer innen segmenter hvor de kan tilføre merverdi, og om familiebedriften er solgt, investerer de gjerne i tilknyttede sektorer. Family offices kan velge å holde seg utenfor markedet når det er hensiktsmessig, særlig i likvide deler av porteføljen, og har ofte en «home bias» som kanalisere kapital til lokale prosjekter. De har en høy risikovilje og er viktige kilder til kapital for tidlig- og vekstfaseselskaper, gjennom både direkte investeringer og plasseringer i venture- og oppkjøpsfond. Deres brede, langsiktige horisont gjør det mulig for dem å stå i lange utviklingsløp og delta aktivt i forvaltningen av bedriftene de investerer i.

3.2.4 Innhenting av ny egenkapital på børs (emisjoner og IPOer)

Børsen er en viktig kanal for tilførsel av ny egenkapital til norsk næringsliv. Her tilføres kapital til bedrifter gjennom utstedelse av nye aksjer (emisjoner) for å øke selskapets egenkapital. Slike emisjoner gjennomføres både for selskaper som allerede er på børs og for selskaper som skal listes på børsen (det kalles da en IPO).

Kort om emisjoner (førstehåndsomsetning)

Emisjoner gjennomføres i hovedsak på tre måter: Den første er fortrinnsrettet emisjon, som betyr at alle eksisterende aksjonærer får tildelt tegningsrettigheter for like stor andel av de nye aksjene, som den andelen av eksisterende aksjer de eier. Den andre er rettet emisjon, hvor kun et utvalg av investorer får muligheten til å kjøpe de nyutstedte aksjene. Den tredje er offentlig emisjon, som gir offentligheten muligheter til å kjøpe de nyutstedte aksjene.

Når et selskap ønsker å gjennomføre en emisjon, gjøres dette som regel gjennom tilretteleggere (verdipapirforetak). Verdipapirforetakene har en viktig rolle ved innhenting av ny egenkapital, og bistår blant annet med:

- **Informere selskapet om ulike emisjonsformer.** Hvilken av de tre emisjonsformene som er hensiktsmessig for det enkelte selskap varierer. Verdipapirforetakene bistår selskapene med å velge den emisjonsformen som er best egnet for selskapet.
- **Utarbeidelse av prospekt og salgsinformasjon.** Ved emisjoner utarbeides gjerne prospekter som inneholder informasjon om selskapet, herunder både muligheter og utfordringer. Verdipapirforetakene gjennomfører i denne sammenheng ofte en såkalt «due diligence». Dette er en regnskapsmessig, finansiell og/eller juridisk gjennomgang av selskapet som skal innhente egenkapital.
- **Garantikonsortium.** Verdipapirforetakene kan stille garanti for at emisjonen blir fulltegnet. Det vil si at dersom ikke verdipapirforetaket klarer å finne kjøpere for alle de nye aksjene, vil verdipapirforetaket selv kjøpe de resterende aksjene i emisjonen.
- **Markedsføring.** Verdipapirforetakene bistår med å markedsføre selskapet overfor aksjonærer, investorer, meglere og media.
- **Kontakt med børsen ved børsnotering.** Børsene stiller en rekke krav til selskaper som skal børsnoteres. Verdipapirforetakene bistår derfor med å sørge for at selskapet oppfyller disse, og fungerer som et bindeledd mellom selskapet og børsen.

Børsen eller andre markeds plasser er på sin side ikke direkte involvert i selve emisjonsarbeidet. Markeds plassene kan imidlertid ha stor påvirkning på hvor mye egenkapital som kan hentes inn gjennom emisjoner og til hvilken

pris. Aksjer i børsnoterte selskap er mer likvide og man når ut til en langt større investorbase, ettersom mange investorer kun investerer i børsnoterte aksjer. Dette bidrar til riktig prising og bedre kapitaltilgang.

3.3 Nærmere om markedsplassene og tilretteleggerne av kapital

3.3.1 Markedsplasser: Børs og andre handelsplattformer

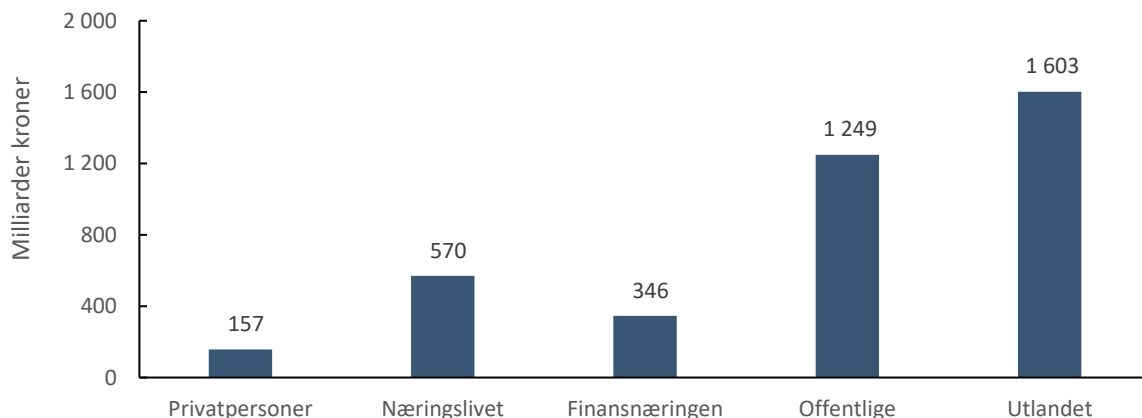
Markedet for egenkapital og gjeld kan som tidligere nevnt deles inn i to ulike markeder: førstehåndsmarkedet og annenhåndsmarkedet. Førstehåndsmarkedet er markedet der bedrifter innhenter ny egenkapital og gjeld, mens det i annenhåndsmarkedet omsettes allerede eksisterende egenkapital og gjeld. En stor del av annenhåndsomsetningen av verdipapirer gjøres gjennom regulerte markedsplasser som Oslo Børs. Men en ikke ubetydelig andel av handelen finner sted gjennom ikke-regulerte handelsplattformer eller gjennom markedsplasser for unoterte verdipapirer, ofte kalt «over the counter» (OTC).

Kort om ulike markedsplasser

Oslo Børs er den største markedsplassen for handel av børsnoterte aksjer, egenkapitalbevis og obligasjoner. Den andre regulerte markedsplassen, Euronext Expand, har en mindre rolle. Her er det litt lavere krav til hvilke selskaper som kan noteres, og det handles kun aksjer. Videre har vi to uregulerte handelsplattformer, eller såkalte «multilaterale handelsfasiliteter». Den første er Euronext Growth hvor det handles i noterte aksjer, men det er langt lavere krav til hvilke selskaper som noteres. Den andre er Nordic ABM, en markedsplass for annenhåndsomsetning av obligasjoner. Det finnes også en handelsplattform for unoterte aksjer i Norge. Denne heter NOTC, og er i mindre grad regulert.

Børsen i Norge fungerer som en handelsplass for både egenkapital og gjeld (obligasjoner) i norske foretak. Per 31. desember 2022 var den samlede verdien av selskaper notert på Oslo Børs på 3 928 milliarder kroner. Dette utgjør om lag 20 prosent av egenkapitalen til norske ikke-finansielle foretak. Aksjene på Oslo Børs er eid av en rekke ulike investorer. I figuren under presenterer vi hvordan verdiene på Oslo Børs er fordelt mellom privatpersoner, næringslivet, finansnæringen, det offentlige og utlandet.³⁶

Figur 3-8: Fordeling av verdier på Oslo Børs mellom investortyper. Kilde: Norges Bank, Verdipapirsentralen og Menon



³⁶ Vi benytter oss av Norges Bank for total aksjeverdi på børsen og fordeler eierandeler ut ifra statistikk fra Verdipapirsentralen.

Utenlandske eiere er den gruppen som sitter på størst verdier på Oslo Børs, med en samlet verdi på 1 600 milliarder kroner eller litt over 41 prosent. Den neststørste eiertypen er det offentlige, inkludert stat, kommune og statsforetak, som eier om lag 1 250 milliarder kroner eller 32 prosent av verdiene. Dette er hovedsakelig gjennom store eierposter i noen store børsnoterte foretak som Equinor, DNB, Telenor, Kongsberg Gruppen og Norsk Hydro. Den tredje største eiertypen er næringslivet, med 570 milliarder kroner. Dette fanger opp eierandeler for private bedrifter som ikke er en del av finansnæringen. Finansnæringen er den fjerde største eiertypen på Oslo Børs, med verdier på 346 milliarder kroner, hvorav 60 prosent er eid av verdipapirfond. Til slutt kommer privatpersoner med 157 milliarder kroner. Dette fanger imidlertid bare opp private investeringer på Oslo Børs direkte. Mange privatpersoner investerer gjennom et privat eid holdingselskap, som faller under «næringslivet» i figuren over.

3.3.2 Tilretteleggere: Verdipapirforetakene

For at markedet for egenkapital (aksjer) og fremmedkapital (lån) skal fungere trenger man **tilretteleggere**. De kalles også for verdipapirforetak, meglerforetak eller investeringsbanker. Verdipapirforetak fungerer som bindeledd mellom investorene og næringslivet, og opptre som mellommenn i finansmarkedene under tillatelse fra Finanstilsynet. I 2023 var det registrert 123 verdipapirforetak i Norge som sysselsatte 3367 personer. De aller fleste av verdipapirforetakene er selvstendige/uavhengige selskap med tillatelser fra Finanstilsynet, som Arctic Securities, ABG Sunndal Collier, Carnegie og Pareto Securities. To av tre sysselsatte er ansatt i slike selvstendige foretak. Andre er eid av større banker som DNB Markets, Sparebank 1 Markets og SEB. Tilretteleggerne omsatte for knappe 20 milliarder kroner i 2023, fordelt på et bredt spekter av tjenester.

Tilretteleggerne spiller en sentral rolle for store deler av norsk næringsliv gjennom deres finansielle problemløsningstjenester. Tilretteleggerne formidler lån som utstedes av bedrifter (gjeldsemisjoner – se kapittel 3.1.3), og bidrar til å hente inn ny egenkapital når bedrifter på børs trenger dette (egenkapitalemisjoner – se kapittel 3.2.4). I tillegg spiller de en avgjørende rolle i børsnoteringer av nye bedrifter. Tilretteleggerne investerer ikke kapital i næringslivet selv, men har en viktig rolle i særlig tre situasjoner:

1. **Når et selskap ønsker å hente inn mer kapital.** I denne situasjonen kan selskapet møte på utfordringer med å finne en motpart som er villig til å investere i selskapet.
2. **En investor ønsker å investere i næringslivet.** I denne situasjonen kan investoren møte på utfordringer med finne selskaper som passer til investorens risikoprofil.
3. **En investor ønsker å selge seg ut av næringslivet for å bruke kapitalen til andre formål.** I denne situasjonen kan investoren ha utfordringer med å finne andre investorer som kan kjøpe hans eller hennes eierandel i selskapet, eller ta over gjeldsfordringen på selskapet.

I tillegg til å fasilitere kapitaltilførsel gjennom førstehåndsomsetning av aksjer og obligasjoner på børs, bidrar også verdipapirforetakene med andre tjenester som er viktig inn mot annenhåndsmarkedet. Dette er hovedsakelig innen følgende tjenester:

- **Tjenester tilknyttet oppkjøp, sammenslåing, omstrukturering av selskaper og refinansiering.** Verdipapirforetak bistår selskaper under oppkjøp, sammenslåing eller omstrukturering ved å tilby rådgivning knyttet til blant annet verdsetting av selskaper, identifisering av potensielle kjøpere eller mål, forhandlinger, strukturering av avtaler og utførelse av transaksjoner.
- **Megling og formidling av verdipapirer.** Verdipapirforetak fungerer som mellomledd som håndterer kjøp og salg av verdipapir for sine kunder, ofte gjennom børser eller OTC-markeder. Meglerens rolle inkluderer å gi informasjon om markedet, rådgi kunder om investeringer, samt gjennomføre kjøps- og

salgsordrer på vegne av kunder. I likhet med aktører innen corporate finance er dette aktører som bistår både selskap og investorer når de ønsker å gjøre ulike transaksjoner. En forskjell mellom corporate finance og meglervirksomhet er blant annet at corporate finance i noe større grad går målrettet til verks for å finne en potensiell kjøper. Med dette menes at aktører innen corporate finance i større grad bruker tid på å finne den rette, strategiske kjøperen, for å igjen få en høyest mulig pris for selskapet. Meglere vil i større grad gjennomføre selve transaksjonen, gjerne etter at investoren eller selskapet selv har funnet det rette selskapet, eller den rette kjøperen. Etter hvert som bankene og meglerhusene har tatt i bruk ny teknologi, har de også fått digitale handelsplattformer som til en viss grad utgjør meglernes funksjon. Mens en småsparer tidligere måtte ringe en megler for å kjøpe et gitt antall aksjer i et børsnotert selskap, kan den samme småsparereren gjøre det gjennom digitale plattformer som for eksempel Nordnet og DNB Aksjehandel.

- **«Market-making».** Market-making innebærer at verdipapirforetak stiller kjøps- og salgspriser på verdipapirer for å sikre likviditet i markedet. Dette gjør det mulig for investorer å handle verdipapirer uten å måtte vente lenge på motparten, som igjen bidrar til å redusere forskjellen mellom kjøps- og salgspriser (spread).
- **Sikringsinstrumenter.** Verdipapirforetak tilbyr sikringsinstrumenter (derivater) som opsjoner, futures og swaps for å hjelpe kunder med å håndtere og sikre seg mot finansiell risiko. For eksempel kan en bedrift bruke valutaterminer for å sikre seg mot svingninger i valutakurser som kan påvirke selskapets kostnader og inntekter. Sikringsinstrumenter kan dermed gi bedrifter og investorer mulighet til å beskytte seg mot uønskede prissvingninger.
- **Investeringsrådgivning og kapitalforvaltning.** Verdipapirforetak gir investeringsrådgivning til kunder, som å foreslå passende investeringsstrategier basert på kundens mål, risikotoleranse og tidshorison. Kapitalforvaltning inkluderer å administrere investeringer på vegne av kunder, som kan være enkeltpersoner, selskaper eller institusjoner. Dette arbeidet inkluderer opprettelse og forvaltning av porteføljer og allokering av eiendeler.
- **Analysevirkosomhet.** Analysevirkosomhet involverer omfattende forskning og analyse av finansmarkeder, verdipapirer og makroøkonomiske faktorer. Verdipapirforetak produserer rapporter og analyser som hjelper investorer med å ta informerte beslutninger. Dette kan inkludere teknisk analyse, fundamental analyse og markedsanalyser. Analytikere vurderer selskapers finansielle tilstand, markedstrender og potensielle risikofaktorer.

Verdipapirforetakene hadde i 2023 driftsinntekter på knappe 20 milliarder kroner. Den største andelen kom fra corporate finance- og investment banking-tjenester, etterfulgt av megling og formidling. Andre finansielle tjenester som investeringsrådgivning og kapitalforvaltning utgjorde en mindre del av driftsinntektene enn de to foregående kategoriene.

3.4 Nærmere om de som plasserer kapital i markedet for eiendeler

De som plasserer kapital i markedet for eiendeler skiller seg fra de som tilfører finansiering til næringslivet gjennom ny egenkapital og lån. Selv om denne aktørgruppen ikke tilfører næringslivet ny finansiering direkte, så har disse en viktig rolle for næringslivet gjennom å plassere betydelige mengder kapital i næringslivet gjennom kjøp av eksisterende verdipapirer.

For at kapital skal finne veien fra en investor til en egnet investering, må investoren informeres om hva hun kan velge mellom av investeringsmuligheter. I tillegg må disse mulighetene gjøres tilgjengelige. God informasjon og lett tilgjengelighet beskriver en velfungerende finansnæring. I denne delen av markedet finner vi en rekke helt

avgjørende aktører som tilbyr tjenester og markedsplasser. De sikrer **likviditet** for investorer og næringslivet, i tillegg til å sikre riktig **prising**. Selv om handel i eksisterende verdipapirer utgjør mesteparten av beholdningene, så tilfører de også ny egenkapital til norsk næringsliv gjennom å tegne seg i emisjoner og nytstedte obligasjonslån. I denne delen av finansnæringen finner vi:

- Verdipapirfondene
- Liv- og pensjonsselskap
- Hedgefond
- Markedsplasser: Børs (annenhåndsomsetning)
- Tilretteleggere: Verdipapirforetak

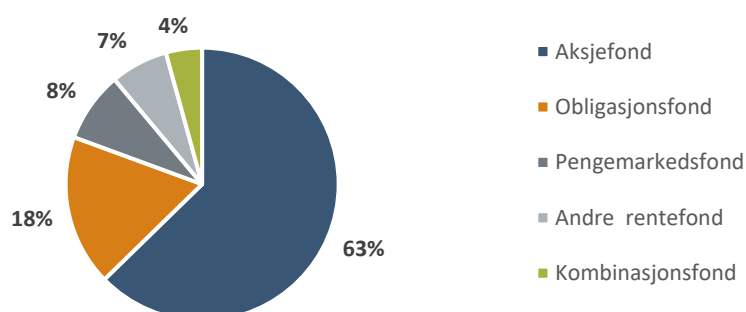
3.4.1 Verdipapirfond

Et verdipapirfond er en kollektiv investeringsordning der mange investorer samler sine sparemidler for å investere i ulike verdipapirer som aksjer og obligasjoner. For å forvalte et verdipapirfond i Norge trenger forvaltningsselskapet konsesjon fra Finanstilsynet. Forvaltningsselskapet administrerer fondet og tar investeringsbeslutninger på vegne av andelseierne. Verdipapirfond kjøper vanligvis aksjer og obligasjoner i annenhåndsmarkedet, og tilfører dermed kapital indirekte til næringslivet. De tar imidlertid også del i førstehåndsmarkedet når det gjennomføres egenkapitalemisjoner eller utstedes nye obligasjoner.

Investering gjennom et verdipapirfond har flere fordeler sammenlignet med å kjøpe individuelle aksjer eller obligasjoner. For det første oppnår fondene stordriftsfordeler som reduserer kostnadene, blant annet ved å dele utgifter til analyse og forvaltning mellom mange investorer. For det andre gir fondene mulighet til diversifisering, noe som betyr at risikoen spres over mange ulike verdipapirer, og dermed reduseres den totale risikoen for investoren. For det tredje kan profesjonelle forvaltere potensielt oppnå bedre avkastning og risikostyring enn hva en individuell investor klarer på egen hånd.

Norske verdipapirfond forvaltet 1 970 milliarder kroner i 2023, fordelt på 20 ulike forvaltningsselskaper. Verdipapirfond deles ofte inn i tre typer fond: aksjefond, rentefond og kombinasjonsfond. Aksjefond investerer i egenkapital, rentefond plasserer kapitalen i gjeld, og kombinasjonsfond investerer i både egenkapital og gjeld. Figuren under viser hvordan verdipapirfondenes forvaltningskapital fordeler seg mellom ulike typer fond.

Figur 3-9: Andel av forvaltningskapital til verdipapirfond fordelt på ulike fondstyper, per 31. desember 2022. Kilde: SSB

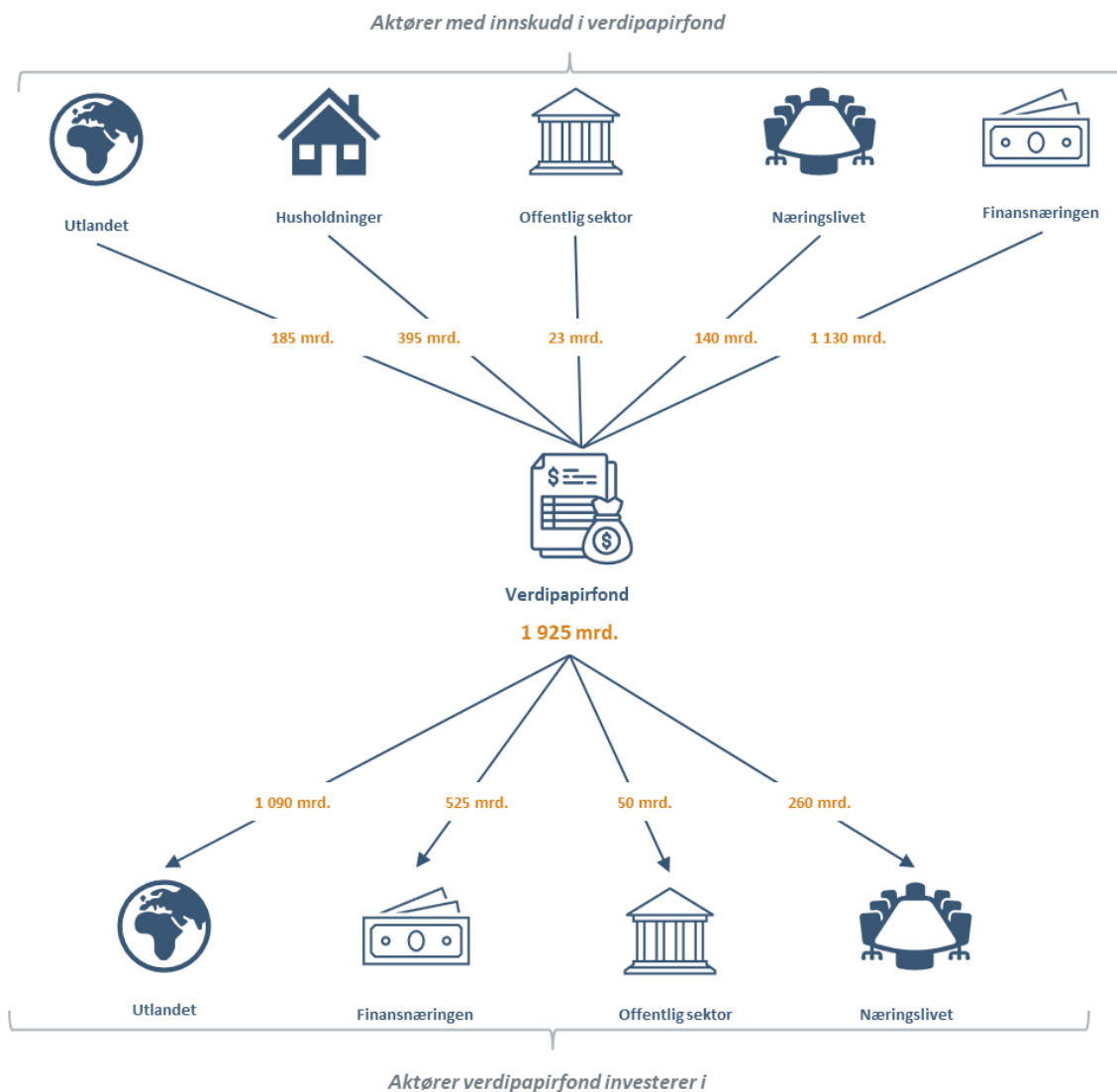


Figuren viser at mesteparten av forvaltningskapitalen er plassert i aksjefond. Dette utgjør 63 prosent av forvaltningskapitalen. Videre er omtrent 18 prosent av forvaltningskapitalen plassert i obligasjonsfond, og

8 prosent i pengemarkedsfond.³⁷ Kombinasjonsfond utgjør den minste andelen med kun 4 prosent av forvaltningskapitalen. I tillegg er det noen mindre andeler av kapitalen som plasseres i alternative fond.

Illustrasjonen under viser hvilke grupper som har størst innskudd i verdipapirfond, og hvordan verdipapirfondene igjen investerer denne kapitalen videre.

Figur 3-10: Ulike aktørers innskudd av kapital i norske verdipapirfond, og verdipapirfondenes plassering av disse innskuddene, 2023. Kilde: Norges Bank, SSB & Menon Economics



Som vist i illustrasjonen over er det finansnæringen som plasserer mest kapital i verdipapirfond, og står for 1 130 milliarder kroner eller 60 prosent av forvaltningskapitalen. Nærmere 65 prosent av finansnæringens plasseringer i verdipapirfond kommer fra livsforsikringsselskaper og pensjonskasser, som hovedsakelig forvalter kapital fra husholdningene. Videre har husholdninger direkte plassert nesten 400 milliarder kroner i norske verdipapirfond.

Verdipapirfond har som hovedregel et mandat om at nærmest all kapitalen de forvalter skal plasseres i verdipapirer. Hvor denne kapitalen plasseres varierer mye mellom fond, avhengig av investeringsmandat. Som

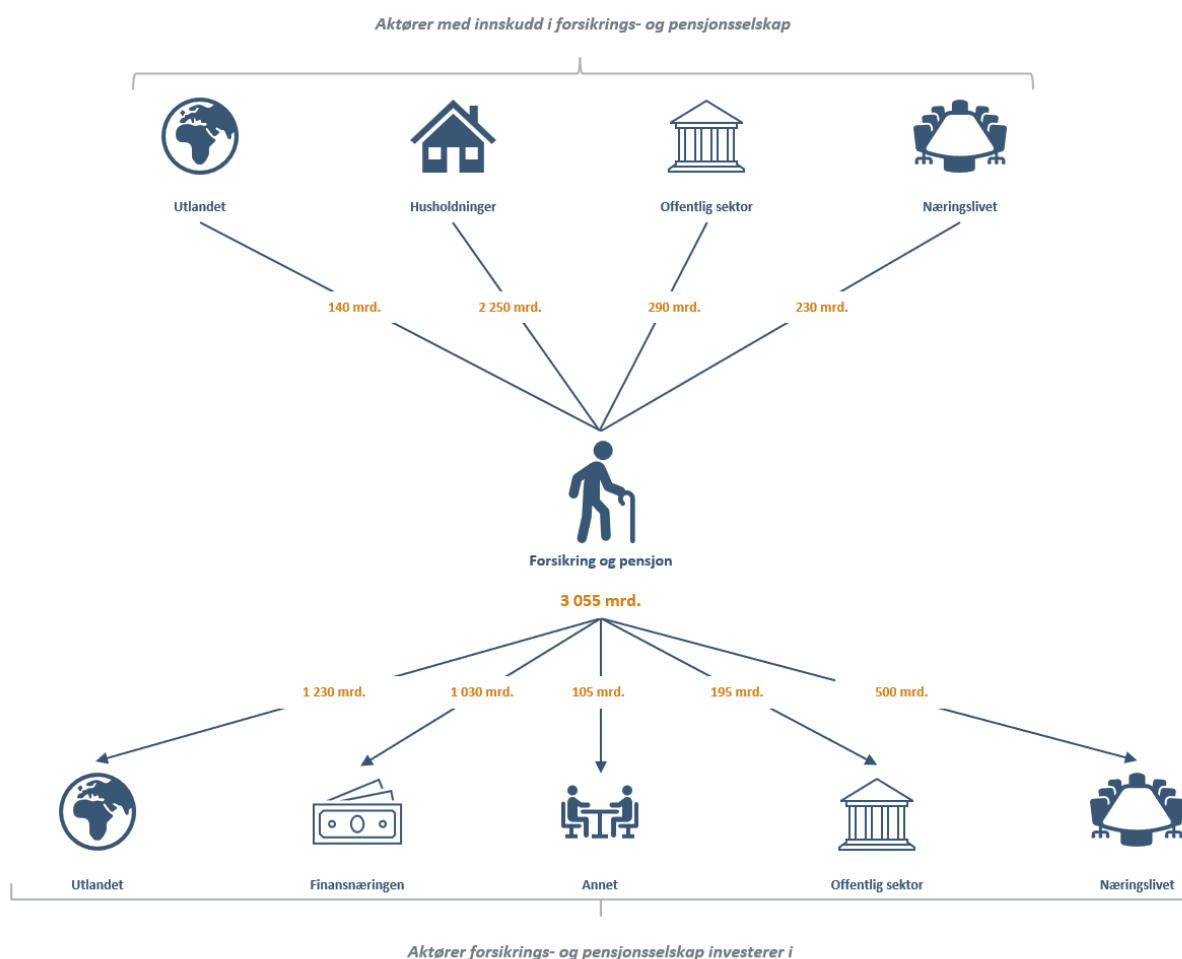
³⁷ Forskjellen på pengemarkedsfond og obligasjonsfond er primært at pengemarkedsfond investerer i rentepapirer (lån) med kort løpetid, mens obligasjonsfond investerer i rentepapirer med lengre løpetid.

vist i illustrasjonen over er den største andelen av fondsplasseringer gjort i utenlandske aksjer eller rentepapirer og utgjør 1 090 milliarder kroner eller litt under 60 prosent av forvaltningskapitalen. Dette kan virke høyt, men norske aksjer og obligasjoner utgjør en svært liten andel av det globale markedet, og er konsentrert rundt noen enkeltsektorer. Plasseringer i utenlandske verdipapirer kan dermed gi en mer diversifisert investeringsportefølje. En stor andel av forvaltningskapitalen plasseres i finansnæringen, som utgjør 525 milliarder kroner. Dette er investeringer i andre verdipapirfond, i tillegg til obligasjoner og egenkapital i finansselskaper, bankinnskudd og andre fordringer. Videre plasserer verdipapirfond 260 milliarder kroner direkte i norsk næringsliv gjennom kjøp av egenkapital eller gjeldsbrev.

3.4.2 Forsikrings- og pensjonsselskaper

Forsikrings- og pensjonsselskaper har det til felles at de garanterer fremtidige utbetalinger til sine kunder, i bytte mot løpende innbetalinger fra kundene over tid (Kapitaltilgangsutvalget, 2018). Disse innbetalingene samles i fond som selskapene investerer i kapitalmarkedet, både direkte i næringslivet og indirekte gjennom finansnæringen. Forsikrings- og pensjonsselskaper er derfor en viktig finansieringskilde for norsk næringsliv. Illustrasjonen under viser hvilke grupper som har størst innskudd i norske forsikrings- og pensjonsselskaper, og hvordan forsikrings- og pensjonsselskapene igjen investerer disse innskuddene.

Figur 3-11: Ulike aktørers innskudd av kapital i forsikrings- og pensjonsselskapene, og forsikrings- og pensjonsselskapenes investering av innskudd, 2023. Kilde: SSB



Som vi ser av figuren, står husholdningene for nesten 80 prosent av alle innskudd i forsikrings- og pensjons-selskaper. Forsikrings- og pensjonsselskaper investerer primært på to måter: enten direkte i verdipapirer og utlån, eller indirekte gjennom finansnæringen. Investeringer i finansnæringen utgjør 35 prosent av alle plasseringene. Dette er hovedsakelig investeringer i andre fond, som igjen investerer kapitalen i næringslivet. Videre er 40 prosent av innskuddene i forsikrings- og pensjonsselskapene investert i utlandet, mens omtrent 500 milliarder (16 prosent) er investert direkte i norsk næringsliv.

3.4.3 Hedgefond

Hedgefond er, i likhet med verdipapirfond, en kollektiv investeringsordning der mange investorer samler sine penger for å investere i ulike verdipapirer som aksjer og obligasjoner. Det som hovedsakelig skiller et hedgefond fra tradisjonelle verdipapirfond, er forvalterens mulighet til å benytte seg av langt flere ulike finansielle instrumenter. Forvalteren har også mulighet til å ta short-posisjoner³⁸ og belåne porteføljen.³⁹

Hedgefond er forbundet med høyere risiko, komplekse strukturer og lavere innløsningslikviditet sammenlignet med eksempelvis verdipapirfond. Disse fondene er mer rettet mot profesjonelle investorer enn som sparealternativ for private investorer. Større bredde i investeringsmuligheter, som muligheten til å ta short-posisjoner, vil også kunne gi investorer avkastning uten at underliggende aktiva må ha positiv utvikling i markedsverdi. I tillegg til å bidra med kapital til næringslivet, vil deres mulighet til å holde short-posisjoner kunne føre til at markedsprisen på finansielle instrumenter i større grad reflekterer investorenes antatte virkelige verdi.

Hedgefond bidrar til å tilføre kapital til næringslivet både i form av egenkapital og gjeld, direkte gjennom førstehåndsomsetning, og indirekte gjennom annenhåndsomsetning. Ved slutten av 2022 anslår vi total forvaltningskapital til norske hedgefond til 27 milliarder kroner, fordelt på rundt 40 ulike fond.⁴⁰

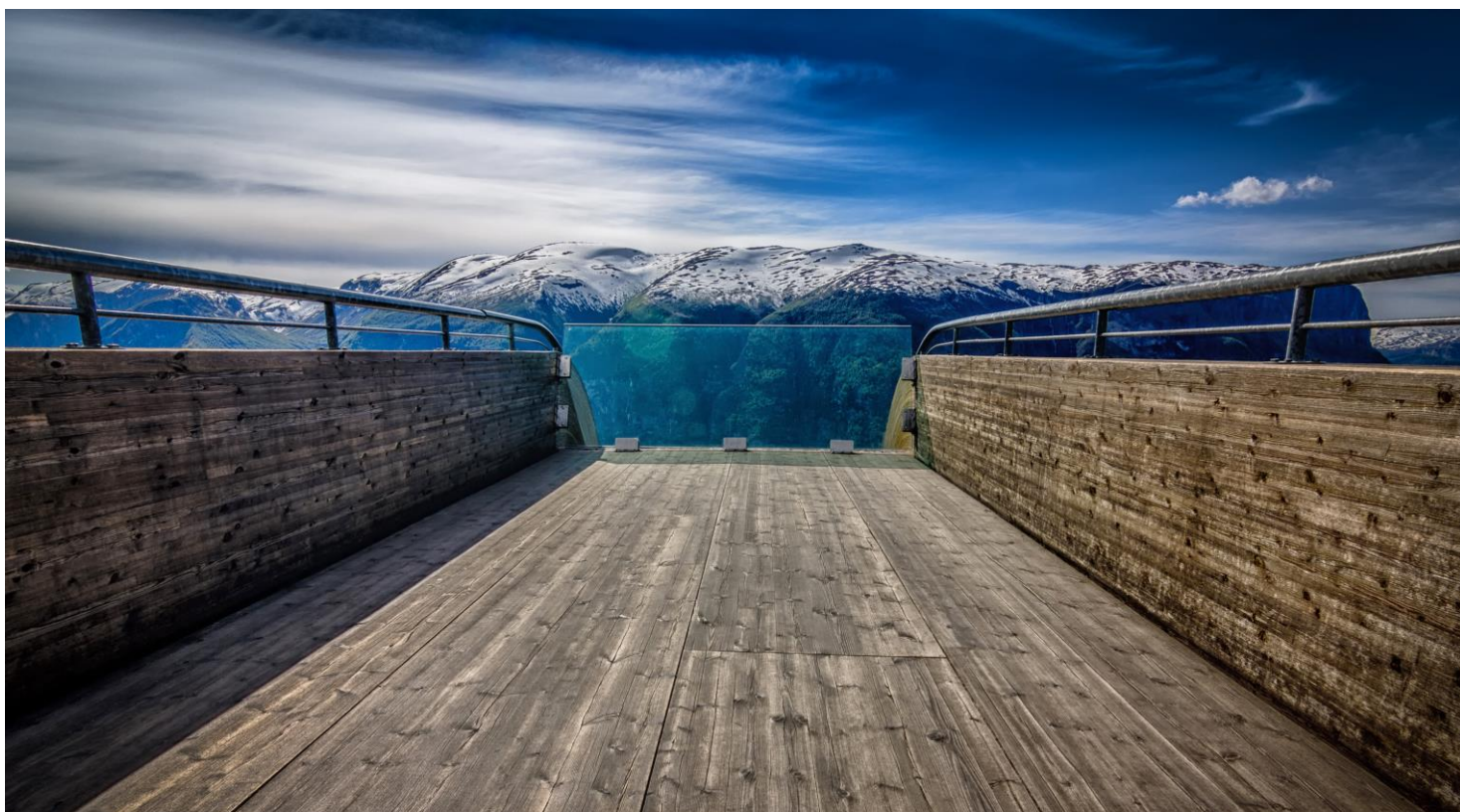
³⁸ Short-handel er å satse på at en aksje skal falle i verdi. Det innebærer at man låner et antall aksjer av andre aksjeeiere, selger dem til dagens verdi og satser på å kjøpe dem tilbake senere til en lavere pris og til slutt leverer aksjene tilbake til eieren.

³⁹ Forvaltning og markedsføring av hedgefond reguleres av lov om forvaltning av alternative investeringsfond, og er dermed ikke underlagt de samme reguleringene som verdipapirfondene. Er forvaltningskapitalen til hedgefondet over en viss terskelverdi vil det være krav om konsesjon hos Finanstilsynet.

⁴⁰ Informasjon om hedgefonds plasseringer er i liten grad offentliggjort eller systematisert, så vi har ikke anledning til å fordele disse på ulike aktører.

Referanseliste

- Bottero, M., & Albertazzi, U. (2014). Foreign bank lending: evidence from the global financial crisis. *Journal of International Economics* 92, 22-35.
- Finansdepartementet. (2023). *Meld. St. 23 (Finansmarkedsmeldingen 2023)*.
- Finanstilsynet. (2023, Juni 13). *Kredittforetak*. Hentet fra Finanstilsynet: <https://www.finanstilsynet.no/konsesjon/kredittforetak/>
- Kapitaltilgangsutvalget. (2018). *Kapital i omstillingens tid*.
- Menon Economics. (2017). *Hvem finansierer Norge?*
- Norges Bank. (2022). *Kostnader i det norske betalingssystemet, Norges Bank Memo nr. 3/2022*.
- Norges Bank. (2023). *Det norske finansielle systemet 2023*.
- Norges Bank. (2024). *Det norske finansielle systemet 2024*.
- Purewal, K., & Haini, H. (2022). Re-examining the effect of financial markets and institutions on economic growth: evidence from the OECD countries. *Econ Change Restruct*, Vol 55,, 311–333.



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

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

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

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