



NHH



Pensjon & PE

Aksel Mjøs, NHH

NVCA, 29. mai 2026

Utfordringene!

Institutional investors play a critical role in shaping the depth and direction of private capital markets.

While venture and growth capital are widely recognized as essential to the EU's long-term competitiveness, particularly in fostering innovation, industrial renewal, and strategic autonomy, the participation of institutional investors remains driven by financial considerations.

Their core mandate is to deliver stable, risk adjusted returns for their beneficiaries, rather than pursue EU policy objectives.

This seems to limit their willingness to allocate capital to segments of the market associated with venture and growth capital, unless return expectations are justified.

Kilde: [«Study of barriers to, and drivers of, the scaling-up of funds investing in innovative and growth companies»](#) EU, 2025

NHH



Kapitaltilgangsutvalget 2018: SAMLEVURDERINGER

Det norske kapitalmarkedet er hovedsakelig velfungerende og forventet lønnsomme prosjekter får stort sett nok og rett finansiering.

Få nye, større vekstselskaper, og dette skyldes også begrenset tilfang av risikobærende kompetent kapital.

Krevende egenkapitaltilgang til bedrifter med behov i størrelsesorden opp til 20 mill. kroner.

Staten kan både fjerne hindringer i kapitalmarkedet og legge bedre til rette for økt effektivitet.



HOVEDMOMENTER (1)

Begrenset omfang av privat risikobærende kapital, og utvalget foreslår derfor:

- Tiltak for økt risikoevne for kapitalen i pensjonssparing og stiftelser
- Nytt statlig venture fond-i-fond-mandat på 1 mrd. kr. gjennom omallokering av midler avsatt til Investinor
- At unoterte selskaper kan eies gjennom aksjesparekonto
- Permanent, fleksibel og bedre forvaltet såkornordning
- Utvidet opsjonsordning og avviklet formuesskatt
- Mer disiplinert offentlig eierskap



PENSJONSKAPITALEN

Tabell 4.1 Sammensetningen av fonderte pensjonsforpliktelser for tjenstepensjon. 31.12.2016

	Livsforsikring		Pensjonskasser		Totalt		Δ fra 31.12.15
	Mill. kr	Pst.	Mill. kr	Pst.	Mill. kr	Pst.	Mill. kr
<i>Fonderte tjenstepensjoner</i>							
Ytelsesbaserte ordninger	870 115	83	242 622	100	1 112 737	86	62 661
Innskuddsbaserte ordninger	174 463	17			174 463	14	31 547
Totalt	1 044 578	100	242 622	100	1 287 200	100	91 924

Kilde: Statistisk sentralbyrå

- Viktig å utnytte investeringshorisonten til optimal allokering
- Omfanget gjør at selv mindre økninger kan bety vesentlig mer norsk risikokapital – både fra ytelsesordninger og innskuddsordninger
- Behov for symmetrisk ansvarliggjøring av pensjonssparere i valg av risiko og garantiperioder
- Behov for dekkende, relevant og forståelig informasjon til pensjonssparere



Oslo Economics
'26:
NOK 3 000 mrd

2026: HVA HAR SKJEDD – PÅ SKATTETEMA?



- **Gjeld vs. egenkapital:** Nevnt i Torvik-utvalget uten anbefaling om endring.
- **Formuesskatten:** Noe mer lik verdsettelse særlig med redusert rabatt for eiendom, samt tak for gjeldsfradraget per eiendelsklasse. Økt sats og tilleggssats for de største formuene.
- **Utbytteskatt:** Økende oppjusteringsfaktor har gitt økt effektiv sats fra ca. 29% til 38%.
- **Eiendomsskatt:** Torvikutvalget drøfter utfordringene.
- **Skattlegging av stiftelser:** Ingen utvikling – og NOU fra 2016 om ny stiftelseslov ligger fortsatt i skuffen..
- **Opsjonsbeskatning:** Skattegunstig ordning utvidet til å omfatte selskap med inntil 150 ansatte, 200 millioner kr i balansesum, og opptil 12 år gamle.
- **Unoterte aksjer i ASK-konto:** Ingen utvikling, heller ikke omtalt av Torvik-utvalget.
- **Skattefradrag for investering i nye selskaper:** Utvidet til 1 MNOK per skattyter, strenge krav til selskap, transaksjon og investor, begrenset bruk (Gründermeldinga Meld. St. 6 (2024-25)).
- **Behandling avklager og rettssaker på skatteområdet:** Ingen positiv utvikling, kritikk fra Riksrevisjonen (2022) og Sivilombudet (2024).

2026: ANDRE VURDERINGER

- Stabile rammevilkår generelt – og skatt spesielt – har en egenverdi i å bygge den tilliten som drivere og investorer trenger for å satse.
 - *Man må kunne stole på myndighetene*
- Ingen tilrettelegging for økte private investeringer fra pensjonsforvaltere eller stiftelser
- Norge er ikke en lukket økonomi:
 - Kapital og kapitaleiere flytter på seg – anslagsvis har 200 av Norges 400 rikeste familier flyttet ut. Dette vil være svært skadelig for investeringer, risikovilje og kapitaltilgang på sikt – og heller øke enn redusere ulikhet.
 - Skattevilkårene for næringslivet, og de som eier og investerer i det, må være sammenlignbare med våre naboland.



Pensjonsforvaltere:

- Reguleringer: Markedsbaserte forpliktelser og kapitalkrav
- Faktisk horisont?
- Aktivaallokering
- Kostnader
- Likviditetsbehov
- Netto avkastning
- Risiko både for enhet og pensjonsutbetalinger
- Konkurransedyktighet
- Seleksjonskompetanse – forvaltere

PE/VC-forvaltere:

- Kompetanse til funding, seleksjon og utvikling
- Strategisk profil
- Skala
- Incentiver
- Horisont
- Transparens – kostnader og performance
- Konkurransedyktighet

Bedriftene:

- Forretningsforståelse
- Ressurstilgang:
 - Folk
 - Kapitalstrategi og –behov
- Skaleringskompetanse – inkludert funding
- Horisont
- Offentlige rammer og støtteordninger

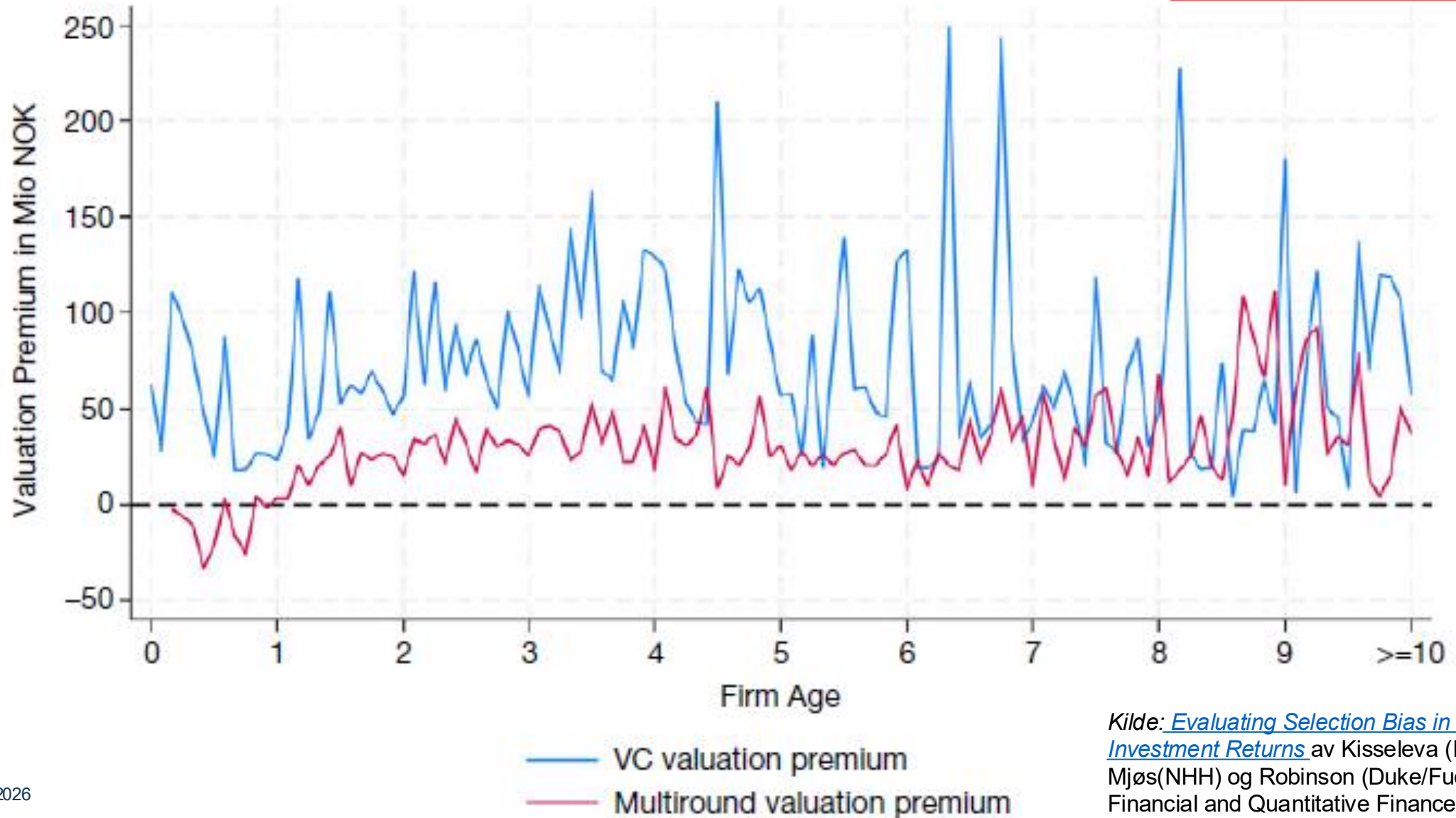


VC-eide selskap: Selection & treatment...

Snittpremier:

-VC: 74 MNOK

-Multiround: 30 MNOK



Kilde: [Evaluating Selection Bias in Early-Stage Investment Returns](#) av Kisseleva (Frankfurt), Mjøs(NHH) og Robinson (Duke/Fuqua), Journal of Financial and Quantitative Finance, 2025

Viktige selskap? Kapital til nye norske selskap med høyt innovasjonspotensiale (2003-18)



	<u>Overall Population</u>	HIP Firms			
				<i>and VC-Backed</i>	
Number of firms	124,348	51,243		813	
		<i>41.2% of Total</i>		<i>0.7% of Total</i>	
Total amount:					
Invested in financing rounds	706,053	614,621	87.1%	105,735	15.0%
Invested in secondary trades	184,716	155,513	84.2%	32,056	17.4%
Paid out through share sales	183,770	152,991	83.3%	37,742	20.5%
Paid out through liquidation of shares	29,584	27,029	91.4%	4,341	14.7%

Kilde: [Evaluating Selection Bias in Early-Stage Investment Returns](#) av Kisseleva (Frankfurt), Mjøs(NHH) og Robinson (Duke/Fuqua), Journal of Financial and Quantitative Finance, 2025

Hvordan går det med innovative oppstartsselskap i Norge?

2004-2018

	HIP Firms	
		<u>Of Which VC-Backed</u>
No. of firms	33,503	800
Independently operating	34.1%	47.2%
IPO	0.1%	2.6%
Full acquisition (> 90%)	8.7%	17.2%
Merger	3.5%	7.4%
Bankruptcy filing	17.0%	6.0%
(Partial) Liquidation	17.6%	10.1%
Disappearance	11.0%	4.5%
Zombie	8.1%	4.9%
Sum konkurs/likvidasjon/bortfall:	53,7%	25,5%

Kilde:
[Evaluating Selection Bias in Early-Stage Investment Returns](#) av
 Kisseleva, Mjøs og Robinson, Journal of Financial and Quantitative
 Finance

Avkastning ved å investere i norske tidligfase forventet innovative selskaper

- Forskning på norske skattedata for åra 2004-2018, i artikkelen [Evaluating Selection Bias in Early-Stage Investment Returns](#) av Kisseleva (Frankfurt), Mjøs(NHH) og Robinson (Duke/Fuqua), Journal of Financial and Quantitative Finance, 2025:
- I snitt får investor tilbake 71 øre for hver krone investert i selskap med høyt innovasjonspotensiale – om også alle mislykkede selskaper er inkluderte. Mindre enn 25% av selskapene gir mer tilbake enn det som ble investert, men de 95% beste gir minst 244% tilbake.
- I de ca. 1,6% av disse selskapene der venture capital investorer er investert får man i snitt tilbake 196%, og alt ved medianen tilsvarer verdien investert kapital. Her gir de 95% beste minst 650% tilbake.
- Dette viser at slike investeringer er svært risikable, men også at kompetente investormiljøer ser ut til å skape verdi gjennom å både finne og utvikle innovative tidligfase selskaper.
 - *Men, vi har svært få slike investormiljøer aktive i Norge, både norske og fra utlandet.*

Has persistence persisted in private equity? Evidence from buyout and venture capital funds



Robert S. Harris, Tim Jenkinson, Steven N. Kaplan, Ruediger Stucke, Journal of Corporate Finance (2023)

Table 2

Persistence of **buyout funds** by quartile performance at fund end.

		Current Fund Quartile			
		1	2	3	4
Whole Sample					
Previous Fund Quartile at Fund End	1	35.4%	23.6%	25.0%	16.0%
		51	34	36	23
	2	22.8%	23.4%	34.5%	19.3%
		33	34	50	28
	3	20.3%	30.4%	28.3%	21.0%
		28	42	39	29
	4	13.8%	21.3%	26.3%	38.8%
		11	17	21	31

**Avkastning
er lite
predikerbar!**