

Skal du velge finansielle eller industrielle investorer som eiere?

Spørsmålet om valget mellom finansielle eller industrielle eiere og investorer innebærer håndtering av en rekke krevende dilemmaer for bedriftens eiere og ansatte. Her er en guide.

Finansielle eller industrielle eiere?

Dette valget er et tilbakevendende tema i mange forhandlinger, og det er brolagt med dilemmaer. Dilemmaene oppstår både ved salg og delsalg, samt i situasjoner der selskaper inviterer inn nye investorer.

De mest aktuelle interessekonfliktene er naturlig nok mellom en ny eier og bedriftens aksjonærer, men problemstillingen er også relevant for ansatte. Spesielt er dette følbart i forholdet til industrielle eiere som ofte appellerer til organisasjonen, mens aksjonærene kan foretrekke finansielle eiere. Derfor trenger man i noen sitasjoner tilpassede M&A prosesser som bygger bro over ulike gruppers foretrukne løsninger.

La oss starte med å se på motiver og drivere for de to typene av eiere.

Finansielle eiere har verdiutviklingsmotiver

Finansielle investorer er *midlertidige eiere*. De kjøper seg inn i virksomheter for å selge sine eierposisjoner med fortjeneste på et senere tidspunkt. Dette gir fordelen av sammenfallende interesser i situasjoner der også andre aksjonærer ønsker en fase med verdibyggning etterfulgt av et senere videresalg.

Dette er bl.a. typisk for tidlig fase finansiering selv om tidspunktet for slikt videresalg og mulig uenighet mellom f.eks. utålmodige investorer og mer langsiktige gründere (eller omvendt!) definitivt krever samordning også i oppstarts situasjoner.

Fordi motivet for å investere er verdibyggning og etterfølgende videresalg, så er finansielle eiere ofte opptatt av å utvikle vinn-vinn relasjoner med bedriftens nøkkelpersoner og andre aksjonærer. Derfor er de også ofte fornøyd med minoritetsposter – gjerne i området 10-40+%, og de er normalt positive til å gi eierinsitamenter til ansatte. Passive finansielle

investorer (som ikke er opptatt av å ta aktive roller eller styreverv i de selskapene de investerer i) tar normalt små eierposisjoner. Profesjonelle investeringsselskaper (inkl. ventureselskaper) ser vanligvis etter større posisjoner på fra ca. 20% til over 33,3% (negativt flertall). Ellers varierer preferansene avhengig av de enkelte selskapers investeringsstrategier. Mange private equity (PE) miljøer krever kontroll og ønsker store majoritetsposter, f.eks. 70%+, men det finnes også de som foretrekker poster i størrelsesorden 35-40% kombinert med aksjonærvtaler.

Man kan finne finansielle investorer med alle typer av andelspreferanser. Hovedpoenget er at man må ha etablert en omforent eierstrategi om et *fremtidig videresalg* forut for å invitere inn en finansiell investor.

Med dette som grunnlag er finansielle eiere spesielt velegnet når:

- Selskapet er i en utviklingsfase
- Det er et bra gjenværende utviklingspotensial som selvstendig selskap
- Eierne er enige om et fremtidig salg (eller børsnotering)
- De ansatte har insitamenter og sammenfallende interesser med eierne

Den primære ulempen med en finansiell eier er at man *ikke vet* hvem som blir endelig (og fremtidig) eier. Dette kan være krevende for aksjonærer som har et langt og emosjonelt forhold til sitt eierskap. Det kan også skape motkrefter blant ansatte og blant aksjonærer som har driftsroller (f.eks. franchisetakere i kjeder) – og som pga. opplevd usikkerhet om driftsregimet under en ny hovedeier ikke er komfortabel med en slik uklarhet. Dette er bl.a. årsaken til at finansielle eiere er positive til å dempe slike interesse-motsetninger gjennom belønningssystemer med tildeling av aksjer. Andre løsninger i slike situasjoner kan være å "fryse" forretningsmodellen (marginstruktur og insitamenter) mellom de relevante enhetene i konsernet som en del av forhandlingene med investorer – for å fjerne slik usikkerhet.

Ulik kultur og verdigrunnlag (finansiell orientering ift. "drift") kan være en annen utfordring med finansielle investorer som noen ganger er krevende i forhold til det verdimeslige utgangspunktet.

Industrielle eiere har synergimotiver

Industrielle eiere har helt andre motiver enn finansielle aktører. Verdiutvikling etterfulgt av et senere videresalg er vanligvis det *motsatte* av det de ønsker..

Industrielle eiere representerer i de langt fleste situasjoner en "endestasjon" for eierskapet, og de ønsker å overta 100% av aksjene for å oppnå full frihet mht. samordning mot egen virksomhet, f.eks. innen innkjøp,

Finansielle investorer er *midlertidige eiere* med *verdiutviklingsmotiver*. De kjøper seg inn i virksomheter for å selge sine eierposisjoner med fortjeneste på et senere tidspunkt

Industrielle eiere er *permanente eiere* med *synergimotiver*. Verdiutvikling etterfulgt av et senere videresalg er vanligvis det *motsatte* av det de ønsker

Fagnotat #15: Skal du velge finansielle eller industrielle investorer som nye eiere?

produksjonseffektivisering eller reduksjon av overhead kostnader. Grunnet dette motivet er industrielle kjøpere normalt opptatt av en rask og smidig integrasjonsprosess (se temanotat #1: Om synergier og dårlig håndverk). Det har den fordelen at disse kjøperne er tempodrevet. Dessuten "vet" man i utgangspunktet hvem som er endelig eier av selskapet eller virksomheten.

Industrielle eiere er spesielt velegnet i situasjoner der:

- Det er et begrenset gjenværende verdipotensial
- Potensialet er knyttet mer til industrielle synergier enn til egen drift
- Det er viktig med forutsigbarhet for bedriftens fremtidige eierstruktur

Til tross for at industrielle eiere ønsker og trenger fullt eierskap for å ta ut synergier, krever ironisk nok mange industrielle kjøpere likevel trinnvise oppgjørsmønstre for å redusere risiko. Dette er lite konsistent med at det normalt er et begrenset gjenværende verdipotensial ved salg til industrielle eiere, og det er heller ikke konsistent med raske uttak av synergier. I tillegg innebærer slike kjøpsmodeller en prismessig interessekonflikt fordi industrielle kjøpere jo ikke skal videreselge, men derimot ønsker en lavest mulig samlet kjøpspris for hele sin eierpost.

Trinnvise salg til industrielle eiere krever derfor spesielle avtalemekanismer som begrenser prisrisiko for eksisterende aksjonærer.

Forhandlingsstrategier og mekanismer for beskyttelse mot finansielle vs. industrielle eiere

Finansielle eiere

At finansielle investorer og eksisterende aksjonærer ofte har sammenfallende interesser mht. aksjenes prisutvikling, betyr ikke at forholdet til finansielle investorer er uten risiko. Et spesielt viktig punkt er f.eks. å sørge for at mindre aksjonærer har en "medsalgsrett" når en større finansiell aksjonær videreselger sine aksjer. Motsatt vil en profesjonell investor vanligvis ønske at alle aksjonærene selger samlet ("medsalgsplikt") for å oppnå en best mulig samlet pris på selskapet. Dette krever enighet om minimumsbetingelser.

Begge disse forholdene er vanligvis regulert i aksjonæravtaler med finansielle investorer. En annen risikofaktor er at en finansiell investor kan ha et ikke-uttalt motiv om å utvikle en eierløsning med et annet selskap (f.eks. gjennom en fusjon). Dette kan kreve spesielle beskyttelses-mekanismer, f.eks. i form av enighet om selskapets strategi.

REMI Financial Engineering © Copyright 2015 Remis AS / Ketil Wig			Finansielle vs. industrielle eiere	
Karakteristika	Finansielle eiere	Industrielle eiere		
Motiv	Kjøper for å videreutvikle og senere selge (f.eks. etter 3-5 år)	Kjøper for å samordne og integrere med egen virksomhet		
Eierandel	Varyerer, fra 10% ->, ofte over 34% opp til 49%, enkelte > 50%	Ønsker 100%, ofte gjennom flere trinn (f.eks. 34%, 51%, 67%)		
Dilemmaer ift. strategi	Ukomplisert mht. vekst og verdutvikling. <i>Kan</i> ha motiver mht. å kombinere selskapet med annen virksomhet	Ønsker å maksimere samordningen (synergie) mot egen virksomhet Dette kan gi begrensninger ift. egen handlefrihet		
Dilemmaer ift. aksjepris og verdier	Lav eller ingen interessekonflikt Kjøper billig innledningsvis, for å selge dyrere senere	Høy og klar interessekonflikt Kjøper billigst mulig hele veien opp til 100% eierandel		
Dilemmaer ift. kontroll	Ønsker innflytelse for å påvirke vekst og lønnsomhet	Krever innflytelse for å samordne og integrere mot egen verdikjede		

Tabell 1: Karakteristika for finansielle ift. industrielle investorer

Industrielle eiere

Industrielle investorer har en direkte interessekonflikt med andre eiere dersom de ikke kjøper 100% av aksjene innledningsvis, fordi de ønsker at senere kjøp gjøres til en lavest mulig pris. Derfor må prisformler og forutsetninger for slike tilleggs kjøp være gjennomtenkte og inneholde klausuler som beskytter gjenværende eiere.

En situasjon med spesielt høy risiko oppstår når en industriell investor f.eks. kjøper 34% eller 51% med en opsjon (eller plikt) for kjøp av resten. Dersom et slikt tilleggs kjøp likevel *ikke* gjennomføres, vil selskapet være "uselgelig" til andre eiere så lenge den industrielle eieren kan sperre for at andre kjøpere oppnår full kontroll. En løsning kan være å legge inn en klausul om at aksjeposten kan kjøpes tilbake (med strafferabatt) og videreselges dersom den industrielle eieren ikke gjennomfører et fullt kjøp. En alternativ løsning kan være at minoritetsaksjonærene har en rett til å iverksette et salg av 100% av selskapet eller å ta det på børs.

Uansett alternativ så er det et hovedpoeng at løsningen faktisk kan presses igjennom – det juristene kaller "enforceable". Det hjelper ikke med en avtale dersom det tar flere år å få saken gjennom rettsapparatet.

Industrielle eiere er spesielt velegnet i situasjoner der det er et begrenset gjenværende verdipotensial, og der dette potensialet er knyttet mer til industrielle synergier enn til selvstendig drift

Fagnotat #15: Skal du velge finansielle eller industrielle investorer som nye eiere?

Finansielle og industrielle investorer som *deleiere*

I situasjoner der et selskap ønsker en ny deleier og når verdipotensialet er moderat, bør det forhandles både med finansielle og industrielle aktører for å oppnå tilstrekkelig forhandlingskraft. Man får normalt til et delsalg mot begge investortyper. Som tidligere nevnt består forskjellen i at en finansiell investor vil gjennomføre et senere videresalg til en ny eier (f.eks. en industriell eier), mens en industriell eier vil gjennomføre «videresalget» i form av et tilleggskjøp (til seg selv) – f.eks. fra 51% til 100%. Begge typer av investorer passer når man har en oppside som ikke lar seg ta ut på det første salgstidspunktet.

Det viktige er at man for å få likeverdige alternativer mellom hhv. finansielle og industrielle eiere må beskytte seg mot risiko på ulik måte – som vist i tabell 2.


Deleierskap er ellers spesielt relevant for oppstarts- og tidlig fase finansiering. Jeg ønsker å gjøre lesere spesielt oppmerksomme på følgende forhold:

Finansielle deleiere i oppstarts selskaper

Det har utviklet seg en uheldig praksis blant tidlig fase investorer og venture selskaper, der disse krever klausuler i aksjonæravtaler som går langt utover det deres eierandeler skulle tilsi ift. aksjeloven. Et eksempel er krav (ifm. mindre eierandeler) om *vetoretter* for endringer i strategi, ledelse og eierskap uavhengig av styreplass. Et annet er f.eks. krav om unntak fra de regler som gjelder for andre aksjonærer (f.eks. medsalgsrett). Norske advokatfirmaer opererer stort sett som en "sauedeflokk" ift. disse problemstillingene og benytter de samme standard avtale mekanismene. Gründere bør være spesielt oppmerksomme på graden av rimelighet for denne type krav når de forhandler med finansielle deleiere. Praksisen burde forøvrig også være gjenstand for et kritisk blikk fra myndighetene ift. oppstartsfond som mottar offentlig kapital og som ukritisk benytter slike mekanismer – som er langt unna å være "oppstarts vennlige".

Industrielle deleiere i oppstarts selskaper

Det er en pågående debatt i Norge der store selskapers grad av ansvarlig adferd opp mot gründere står høyere på agendaen enn tidligere. Det er bra, men samtidig er disse diskusjonene preget av en stor grad av uvitenhet og naivitet. Industrielt deleierskap i oppstarts bedrifter er i seg selv ofte en selvmotsigelse, men *når* det er riktig strategisk begrunnet (og *det* er det *noen* ganger!), så skal det være knyttet til en strategisk allianse type situasjon (se fagnotat #2), f.eks. i form av tilgang til en lukket kundegruppe eller et dyper markedsamarbeid, og der en eierposisjon er en del av en "pakkeløsning".

 Avtalemekanismer og risikobeskyttelse		
Karakteristika	Finansielle eiere	Industrielle eiere
Hoved mekanismer	<ul style="list-style-type: none"> Sørge for at investoren opptrer på vegne av alle ved et salg Sørge for at alle <i>må</i> videreselge dersom visse kriterier er oppfylt Sørge for at selskapet virkelig blir videresolgt (eller børsnotert) 	<ul style="list-style-type: none"> Sørge for at investoren betaler en høy nok pris ved neste kjøp (vanligvis regulert i en formel). Sørge for at man kan selge til en annen eier dersom det ikke gjennomføres et 100% kjøp
Viktigste fallgruver	<ul style="list-style-type: none"> At investor likevel ikke videreselger At investor ikke tar med alle på et senere salg At investor har for mye innflytelse ift. ledelsens ønske om å velge retning selv 	<ul style="list-style-type: none"> At investor senere får kjøpe til for lav pris At investor ikke gjennomfører et 100% kjøp At investor har for mye innflytelse før de når 100% og kan ta ut synergiene

Tabell 2: Avtalemekanismer for finansielle ift. industrielle investorer

Selvfølgerlig er f.eks. banker og medieselskaper interesserte i å etablere "lytteposter" inn mot ny virksomhet som kan bety disruptjon for egen kjernevirksomhet. Selvsagt er de det!

Men *det* er ingen strategisk begrunnelse som er relevant for oppstarts bedriften. Poenget er derfor ikke hva den etablerte industrien argumenterer for. Poenget er å innse hvilke åpenbare beskyttelsesmekanismer som må på plass som basis for denne typen samarbeid, inkl. å fange opp scenarier der det industrielle "lyttepost-motivet" *endres underveis* til å bli en bevisst egen satsing.

Debatten mellom oppstarts miljøer og etablert industri bør raskt utvikle seg fra å være preget av *idealistisk naivitet* til å fokusere på *proaktiv rasjonalitet*!

Ketil Wig er daglig leder i Remis AS, og bygget tidligere opp spesialistselskapet Rokade AS innen M&A og integrasjoner/snuoperasjoner som ble overtatt av KPMG i 2012. Fra 2013-15 var han ansvarlig for M&A området i Deloitte Norge. Tidligere bakgrunn er fra McKinsey & Co., Andersen Consulting/Accenture, samt fra en rekke management-for-hire oppdrag i Norge og internasjonalt. Han er utdannet siviling. fra NTH/NTNU, samt siv.øk./MBA fra Stanford University. Han arbeider nå selvstendig med rådgivningsoppdrag og styreverv. Se også www.linkedin.com/in/ketilwig

Industrielt deleierskap i oppstarts bedrifter er ofte en selvmotsigelse, men *når* det er riktig strategisk begrunnet (og *det* er det *noen* ganger!), så skal det være knyttet til en strategisk allianse type situasjon

