

# Eierstrategier og utvikling av eierverdier

Eierstrategier er populære, men hva er egentlig en eierstrategi?, og hvordan kan man angripe utvikling av eierverdiene på en strukturert måte?

## En eierstrategi er en plan for utvikling, beskyttelse og maksimering av eierverdiene

Styrer forvalter i økende grad eierstrategier, på selvstendig grunnlag eller gjennom krav fra eiere. Men området er uoversiktlig. Temaer som aksjeverdier, likviditet, aksjonærstruktur etc. er eksempler på forhold som sammen med en flere andre er gjensidig koblet, og som utgjør en helhet. En utfordring er derfor å kunne gripe fatt i utvikling av en eierstrategi på en strukturert måte.

En god start er en definisjon:

*En eierstrategi er en helhetlig plan for robust utvikling, beskyttelse og maksimering av eierverdiene – hensyntatt eiernes preferanser*

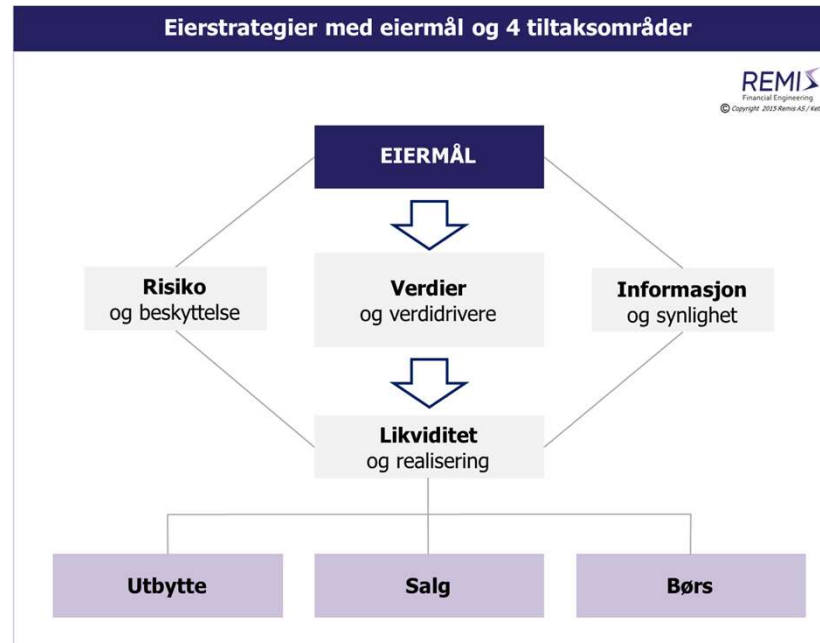
Det siste premisset er viktig. Ikke alle selskaper vil (eller skal) på børs eller ønskes solgt. Det å utvikle et selskap til å bli en stabil og forutsigbar "utbyttemaskin" er også et eksempel på et legitimt eiermål.

## Et grunnperspektiv på eierstrategier

Figuren øverst til høyre viser forholdet mellom eiermål og de 4 sentrale virkemidlene: **verdier** og verdidrivere; **risiko** og verdibeskyttelse; **informasjon** og transparens; og **likviditet** og verdirealisering.

### 1. Verdier og verdidrivere

En utfordring med temaet *verdiutvikling* er at en diskusjon ofte fører til en altomfattende handlingsplan innen forretningsutvikling. I realiteten er det ganske få elementer som er direkte verdiutløsende. For de **interne verdidriverne** – dvs. de virkemidlene som virksomheten selv



Figur 1: En modell for eierstrategier

styrer – så er det 4 sentrale områder: *robust forretningsmodell, volumtilpasning, vekst og kontantstrøm-kontroll.*

### Interne verdidrivere

#### Robust forretningsmodell

En forretningsmodell er strategien for hvor og hvordan virksomheten skaper verdier og tar seg betalt. "Robust" betyr at forretningsmodellen er stabil over tid, f.eks. at prisingen ikke angripes eller at man ikke utvikler en svakere forhandlingsposisjon overfor underleverandører.

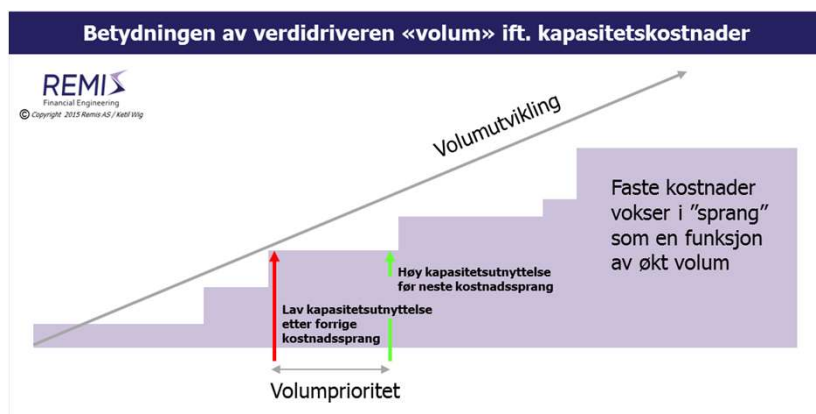
Skalerbarhet er spesielt viktig, dvs. hvordan lønnsomheten utvikler seg med økende volum. Det er eksempelvis krevende å oppnå en høy verdi på en konsulentbedrift som kun fakturerer timer pga. mangel på skalafordele. En kombinasjon med produktorientering, enten direkte eller indirekte i form av en "pakking" av tjenestene kan gi helt andre vurderinger fordi man nå kan oppnå økte marginer med økende volum.

En utfordring med temaet verdiutvikling er at en diskusjon ofte fører til altomfattende handlingsplaner for forretningsutvikling.

I realiteten er det ganske få elementer som er direkte verdiutløsende

## Volumtilpasning

Mange tenker på volum som for opplagt, men det kan være en kostbar fallgruve. Den kanskje mest undervurderte faktoren mht. forbedringer i lønnsomhet er å forstå hvor i verdikjeden det er ledig kapasitet, og så å aktivt jobbe med volumtiltak for å bringe virksomheten mot full kapasitetsutnyttelse før neste "sprang" i faste kostnader. Ta en titt på figur 2, der poenget er at man aktivt styrer mot de "grønne høyre pilene". Volummålene blir konkrete og effektene på marginene forutsigbare.



Figur 2: Hvordan sprang i faste kostnader påvirker volumstrategien

Dette gjelder ikke bare produksjon. Et logistikkenter er f.eks. i prinsippet ikke fullt utnyttet før det kjører på 2 fulle skift (et nattskift er ikke alltid lønnsomt), før det er optimert mht. fysisk utnyttelse og før varestrømmene over lager ift. direkteleveranser er balansert. Hver av disse 3 tiltakene representerer ulike sprang i faste kostnader.

Tilsvarende gjelder motsatt vei: Det å flytte virksomheten, bygge ut anlegget eller skifte ERP system er dårlige ideer forut for et salg – nettopp fordi de innebærer sprang i faste kostnader (og risiko) som betyr å plassere virksomheten ved de "røde venstre pilene" i figur 2. Det kan selvsagt være gode grunner for slike tiltak, men verdifremmende før et salg av en bedrift er de normalt ikke!

## Vekst

Vekst er en kritisk verdidriver fordi den direkte påvirker økningen i fortjeneste og kontantstrøm som igjen driver "diskonteringsfaktoren" – dvs. grunnbjelken i de fleste verdivurderinger. Fra et forenklet finansteknisk perspektiv så er en diskonteringsfaktor (i en nåverdiberegning) et rentenivå pluss en risikopremie minus en langsiktig vekstfaktor. Derfor er vekstutsiktene helt vesentlige – de reduserer diskonteringsrenten og øker derfor nåverdien. Den dårlige nyheten er naturligvis at det også blir vesentlig å vurdere risikoen for at veksten ikke nås!

En vekstplan kan inkludere alternativer som produktbredning ("line extensions"), nye tilleggsprodukter, "produktpakker", serviceutvidelser, utvidelse av kategorier, segmentvekst, geografisk vekst, etc. Når man har en robust vekstplan og samtidig en skalerbar forretningsmodell så har man kjernen i en verdimaksimerende strategi.

Samtidig inneholder en vekststrategi også fallgruver. Et eksempel er å undervurdere de økte salgskostnadene som er nødvendige for å lykkes i et annet kundesegment. Mange teknologiselskaper gjør denne feilen når de antar at en teknologi kan anvendes i flere bransjer. Dette høres besnærende ut, men det krever ofte en kostbar ny salgskanal og det tar fokus bort fra kjernevirksomheten. Et alternativ kan f.eks. være å lisensiere teknologien til andre bransjevertikaler uten å bygge opp egen salgsorganisasjon. Man har fremdeles en vekststrategi, men nå med lavere faste kostnader og redusert risiko.

## Kontantstrøm-kontroll

Kontroll over den frie kontantstrømmen er den viktigste forutsetningen for at kombinasjonen forretningsmodell / volum / vekst skal fungere som verdidrivere. Det vesentlige er evnen til å sentralisere kontantstrømmen, styre den dit man vil og kunne benytte den med færrest mulige restriksjoner. Ofte må man grave dypt i årsakssammenhenger for å fjerne hindre for fri kontantstrømskontroll. Eksempler kan være så ulike som svak innkjøpslojalitet (som gjør at man ikke får effekt av leverandørers innkjøpsrabatter); eierstrukturer (som sperrer for flytting av kontantstrømmer); eller dårlige lånevilkår som begrenser handlefriheten.

De fire viktige interne verdidriverne er en robust forretningsmodell, volumforståelse, vekstforutsetninger og kontroll med fri kontantstrøm.

Andre tiltak er som regel konsekvenser av disse!

## Fagnotat #4: Eierstrategier og utvikling av eierverdier

Ovennevnte 4 verdidrivere er av intern karakter – de påvirkes av bedriftens egne strategivalg og tiltak.

I tillegg kommer 3 **eksterne verdidrivere** som en verdimaksimerende strategi kan forholde seg til, men ikke alltid påvirke direkte.

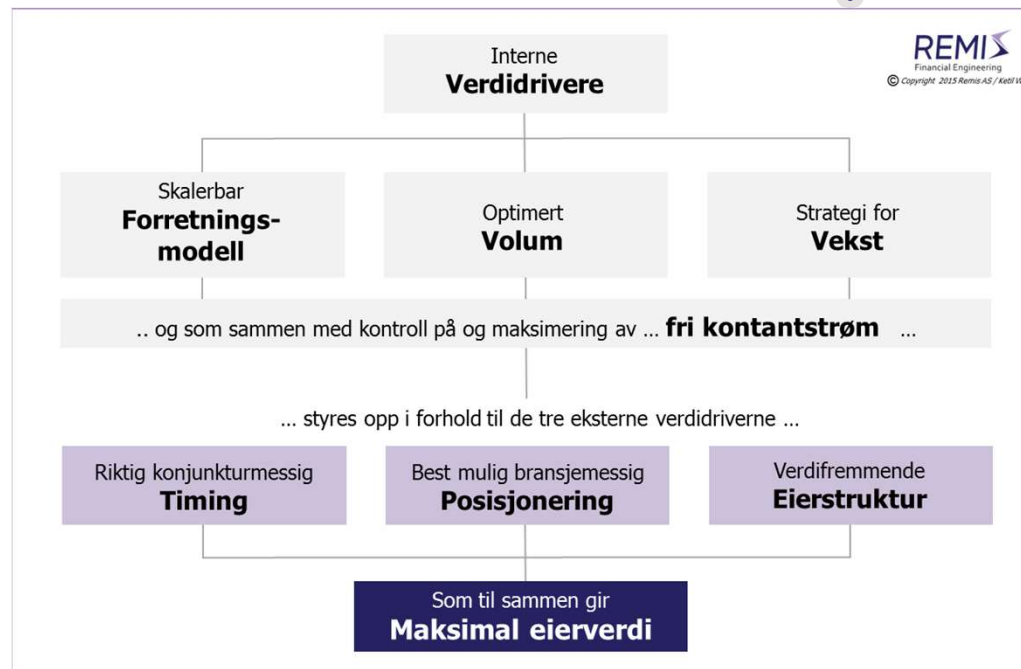
### Eksterne verdidrivere Timing ift. konjunkturer og kapitalmarkeder

At verdier påvirkes av *konjunkturer* er for så vidt trivielt, men tas overraskende nok likevel ikke tilstrekkelig hensyn til. F.eks. så kan planleggingen av et bedriftssalg starte i midten av en oppgangssyklus (som normalt varer ca. 4-5 år) med mål om å gjennomføre salget innen 2 år (og med aktiv utvikling av de interne verdidriverne underveis). Legg merke til at dersom man skal selge med en resultatbonus for etterfølgende år (og normalt med bindinger for nøkkelansatte), så må prosessen startes *tidligere* i oppgangssyklusen.

Det er viktig å være klar over at konjunkturtiming også påvirker *oppgjørsmønstre*. En fusjon kan ses på som et kjøp eller et salg med *relativ* prising – man *byter* aksjer. I et fallende eiendomsmarked kan man argumentere med at konjunkturer ikke spiller særlig rolle dersom man skal kjøpe en større leilighet – fordi begge objektene faller i verdi. Fusjoner har samme karakteristika og er derfor lettere å få til i et fallende marked enn et salg med kontantoppgjør. Derfor er dette konsistent med en strategi om å fusjonere i et svakt marked for så å selge i et etterfølgende oppgangsmarked.

### Strategisk posisjon og bransjeutvikling

En annen ekstern verdidriver er aktørbevegelser som ofte er forutsigbare flere år i forveien. Et eksempel på *bransjekonsolidering* i Norge er f.eks. innen telecom der fallende marginer og teknologiskift har drevet en rekke *horisontale* transaksjoner de siste årene. Et beslektet fenomen er *vertikale* bevegelser som drives av endringer langs en verdikjede. Et eksempel er kinesiske og indiske selskapers oppkjøp av selskaper i vesten de siste årene. Det som egentlig foregår her er at produsenter tar grep for å komme nærmere vestlige sluttbrukere og inn i merkevarer (Geely – Volvo; Lenovo – IBM; Bluestar – REC Solar). Begge typer av aktørbevegelser illustrerer forutsigbare trender som kan oversettes til et tidsvindu for valg av en fordelaktig posisjon i en bransje.



Figur 3: Sammenhengen mellom interne og eksterne verdidrivere

### Eierstruktur – ”fremmede” vs. ”hemmende”

Skal du selge noe, så må du kunne levere ”samlet”. Ingen oppnår en høy verdi for et selskap der eierne er uenige. Dette er årsaken til at mange aksjonæravtaler inkluderer ”*drag on*” klausuler som betyr at et aksjonærflertall – f.eks. 80% - kan tvinge igjennom et samlet salg på vegne av alle aksjonærer.

Effekten av en konsentrert eierstruktur er imidlertid avhengig av situasjonen. Normalt er en åpen eierstruktur verdifremmende, mens en lukket eierstruktur hemmer verditvillingen, men dette er ikke hele historien. En blokkerende minoritetsaksjonær - med eksempelvis 34% eierandel - kan være en sterk verdidriver dersom dette er en upartisk finansiell investor med ambisjoner om å maksimere verdier for hele fellesskapet. Men den samme strukturen kan være en katastrofe dersom hovedaksjonæren er uvennlig og sperrer for andre og bedre løsninger. I en slik situasjon vil småaksjonærene i et privateid selskap normalt kun ha én kjøper – hovedaksjonæren selv – som da naturligvis i stor grad dikterer betingelsene.

*Eksterne verdidrivere inkluderer timing, bransjeposisjon og en ”egnet” eierstruktur. Disse faktorene er bare delvis påvirkbare fra virksomheten selv*

## 2. Risiko og verdibeskyttelse

Mange formalmekanismer i et selskap kan hemme verdiutvikling dersom de ikke er gjennomtenkte. Et interessant poeng er at de samme virkemidlene er viktige skjold mot *uønsket* eierskap. Eksempler på slike formalmekanismer er:

- *Eierrestriksjoner*: forkjøpsretter eller opsjoner, vedtekter, aksjonæravtaler, etc.
- *Egne aksjer*: beholdning og fullmakter til kjøp av egne aksjer samt fullmakter til nyemisjoner
- *Hemmende eierstrukturer*: f.eks. en blokkerende 34% aksjonær eller mangel på fri flyt av aksjer

Skal man lage en plan for beskyttelse mot et uvennlig oppkjøp, så er en kombinasjon av ovennevnte et godt sted å starte - vedtekter som inneholder forkjøpsrett og godkjenning av aksjeoverdragelser; en styrefullmakt til kjøp av egne aksjer og til nyemisjoner; vennlige eierblokker. Skal man selge det samme selskapet til optimal pris så er virkemidlene motsatt: man avviker alt dette.

Spesielt viktig ift. risiko og verdibeskyttelse er de interne systemene som faller bort ved et salg. Her står belønningssystemer i en særstilling. Bonusser som er knyttet til eierskap er derfor et tveegget sverd. Mange selgere tenker ikke over at slike systemer må justeres god tid i forveien fordi en kjøper vil være opptatt av at motivasjonen er like sterk etter et eierskifte som i årene før. Virksomheter som er organisert etter partnermodeller kan derfor være nærmest umulige å selge uten omfattende endringsprosesser i forkant.

## 3. Informasjon, synlighet og transparens

Det er ikke nok at verdiene *er der*, de må også synliggjøres og kommuniseres. Derfor inkluderer en eierstrategi alltid et bevisst forhold til informasjonshåndtering. Eksempler er systematisk distribusjon av resultater, jevnlig verdiberegninger, rapporteringsformater, tilrettelegging for eksterne analyser, profesjonelle presentasjoner, organisasjonsansvar for aksjonærkommunikasjon etc.

Transparens er også knyttet til "corporate governance" (*ansvarlig eierstyring* på norsk). Svak eierstyring kan resultere i høyere risiko og svakere investortillit. Eksempler er manglende kontrollrutiner ifm.

underslagsrisiko, korrupsjonsrisiko eller et lite gjennomtenkt forhold til "nærstående parter". Sistnevnte belyses jevnlig i norsk finanspresse – eksempelvis i omtale av "Røkke-" vs. "Fredriksen-" selskaper.

Regnskapsføringen er heller ikke upåvirket av et kommende salg. Et selskap uten planer om eierskifte vil naturlig strekke seg mot utgiftsføring av utviklingsaktiviteter for å minimere skatt. I en salgssituasjon kan det derimot være bedre med et ansvarlig nivå av kapitalisering. Dersom et utviklingsprosjekt eksempelvis er antatt å ha en 3 års markedseffekt, så er dette en god grunn til å kapitalisere kostnadene med 3 års avskrivningshorisont. En rimelig grad av kapitalisering er skattemessig mest korrekt og det er samtidig en fornuftig strategi ift. investorkommunikasjon. Et alternativ er å operere med et "skyggeregnskap" til bruk i mulige fremtidige forhandlinger – men det er erfaringsmessig ikke like virkningsfullt.

## 4. Likviditet og realisering

Alle eierstrategier må forholde seg til et ønske om "likviditet" – dvs. hvordan aksjeeierne skal omdanne sine verdier til kjøpekraft. Det er i prinsippet tre måter å realisere likviditet på:

- *Salg*: Overføring av eierskapet til en kjøper som kan videreutvikle selskapet. Dette alternativet inkluderer delsalg, utviklingsmodeller/partnerskap og fullt salg
- *Børsnotering*: Samarbeid med en handelsplass som kombinerer løpende aksjelikviditet med tilgang til kapitalmarkedet
- *Utbytteveien*: Maksimering av kontantstrøm og utbetalinger til eierne i situasjoner med begrenset investeringsbehov og risiko

### Salg

"Hvordan man selger til maksimal verdi" er ikke temaet for dette notatet utover fokuset på verdidriverne (se andre artikler om forhandlinger og taktikk). Derimot er *det å ville selge* en sentral del av en eierstrategi fordi dette valget påvirker et sett med aktiviteter underveis.

Forenklet har en salgsstrategi to hovedretninger: 1) Delsalg til noen som vil utvikle for å selge videre; og 2) Fullt salg til en permanent eier.

Denne forenklete betraktningen har noen interessante konsekvenser. Private Equity og andre typer av finansielle eiere er typiske eksempler på 1) - mens *industrielle eiere* – dvs. selskaper med langsiktige synergitiviter, normalt representerer 2). Det følger av dette at et fullt

Eierstrategien balanserer eiermålene med et riktig fokus på verdidriverne på veien mot realisering

Støttetiltak underveis inkluderer verdibeskyttelse, og en informasjonsstrategi som synliggjør verdiskapningen



## Fagnotat #4: Eierstrategier og utvikling av eierverdier

verdiutviklet selskap bør selges til permanente eiere som da skal betale full pris. Imidlertid er virkeligheten ofte en forhandlings situasjon med en industriell kjøper som likevel presser på for å få incentivbaserte oppgjørsmønstre (som jo ikke passer for et fullt verdiutviklet selskap). Mange eiere er derfor blitt skuffet i møte med industrielle kjøpere der selgers prisforventninger var for høye.

Denne typen av forhandlings taktiske dilemmaer behandles i senere fagnotater.

### Børsnotering

Børsnotering er en form for "ikke-salg": man blir medlem av en markeds plass som gjør det mulig for enkelte av eierne å selge, mens andre kan sitte. Dette individuelle valget eliminerer behovet for et samlet salg og derfor for "drag-on" type aksjonæravtaler som ble nevnt tidligere. Men børsnotering har sine ulemper: det er kostbart og egner seg derfor kun for større selskaper; det krever i praksis at man har egenkapitalbehov (slik at denne finansierings muligheten kan benyttes ift. kostnadene med å være børsnotert) og det krever spesielt gode interne rapporteringsrutiner. En historisk ulempe har også vært at verdiene skatlegges høyere gjennom formuesskatten.

Størrelsesulemper kan oppveies ved at flere selskaper fusjoneres forut for en børsnotering, men denne måten å realisere verdier på egner seg best for virksomheter som er gode på integrasjon (se også **fagnotat FN1: Etterkjøpsintegrasjoner – om synergier og dårlig håndverk**).

Et børsnotert selskap bestemmer i likhet med PE eide selskaper heller ikke sin egen eier fremtid – de kan selges eller fusjoneres inn i en annen gruppering.

### Utbyttealternativet

Selskaper *må* ikke selges eller børsnoteres for å styres mot en god verdirealisering. Men dersom utbyttealternativet skal representere en *maksimal* eierverdi, så har også dette noen klare karakteristika:

- Høy og stabil kontantstrøm
- Avtagende og forutsigbare kapitalbehov
- Omforent tidshorisont blant eierne

Noen av dilemmaene er at utbytte (dvs. verdirealiseringen) og vekst står i et motsetningsforhold fordi vekst krever investeringer. Det samme gjelder i kapitalkrevende *bransjer*. Håndtering av slike

Karakteristika	Alternativer for likviditet/realisering		
	Salg	Børsnotering	Utbytte
Likviditet for eierne	høy	høy	begrenset
Krav til intern enighet	høy (lav fleksibilitet)	lav (høy fleksibilitet)	høy (lav fleksibilitet)
Grad av permanent eierskap	høy for industriell eier lav for finansiell eier	lav/middels	høy
Kilde til egenkapital	ja	ja (og bør benyttes)	nei
Strategibegrensninger	Ingen spesielle utover kjøpers karakteristika	Størrelse Børsens krav til rapportering og "corporate governance"	Høyt utbytte tilsier maksimal kontantstrøm, lav vekst og lave investeringer
Kostnader	Ingen spesielle utover selve salgsprosjektet	Faste og variable kostnader krever størrelse	Ingen

Figur 4: Fordeler og ulemper med ulike alternativer for aksjelicviditet

avveininger mellom valg av strategi og valg av utbyttens nivå krever derfor enighet blant eierne i forkant.

Eieruenighet kan løses gjennom eierstrategier som går gjennom faser, f.eks. en innledende fase som privateid utbyttelseselskap – etterfulgt av en vekstfase med en annen eiermessig endestasjon.

## Et perspektiv på verdibyggende eierstrategier

En god eierstrategi balanserer eiermål og en verdiutviklingsstrategi med riktig fokus på virksomhetens verdidrivere. Etter utviklingsfasen velges en realiseringsmetode i samsvar med eiermålene. Støttetiltak underveis inkluderer verdibeskyttelse, og en informasjonsstrategi som synliggjør verdiskapningen.

Slik skapes robuste eierverdier!

*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 sivilingeniør 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](http://www.linkedin.com/in/ketilwig)*



Alle alternativer for realisering innebærer et sett med fordeler og ulemper som må balanseres mot eiermålene

