

# Private Equity – Strukturert metodikk for eksepsjonell verdiskapning

*Private Equity industrien er i vinden som aldri før. 2005 ble trolig et internasjonalt rekordår for investeringer i private equity fond. Samtidig står private equity aktører bak en stadig større andel av alle oppkjøp både i Norge og internasjonalt.*

*Arcus, UPC Norge, Via-Gruppen, Kid Interiør, Dyno, TDC og Legoland er eksempler på selskaper som er kjøpt av ulike private equity aktører de senere årene.*

Det er flere årsaker til at private equity aktører er suksessfulle. I tillegg til finansielle midler, bidrar aktørene med betydelig erfaring og kompetanse eksempelvis innen områder som internasjonal ekspansjon, operasjonelle forbedringer og effektiv kapitalbruk. Samtidig representerer private equity fond et svært aktivt eierskap. Tilstrekkelig med ressurser dedikeres til hver enkelt investering. På denne måten klarer man å ta sine selskaper på en «reise» mot et klart definert mål.

Vi vil i denne artikkelen beskrive grunnleggende forhold rundt private equity bransjen. I tillegg vil vi gi en oversikt over hva private equity aktører typisk ser etter når de leter etter investeringskandidater før vi til sist gjør rede for hvordan private equity aktører tenker og handler for å oppnå eksepsjonell verdiskapning. Dette er også illustrert med noen utvalgte eksempler.

Reiten & Co er et ledende norsk private equity firma med sterke historiske prestasjoner. Selskapet ble startet i 1992, mens den første private equity investeringen ble foretatt i 1996. Siden den gang er i alt tolv selskaper kjøpt – hvorav seks av disse fortsatt er i vår portefølje. I tillegg er mer enn tretti tilleggsoppkjøp gjennomført for å styrke våre porteføljesel-

selskaper. Seks selskaper er solgt, alle med solid avkastning. Vi fokuserer ikke spesielt på noen enkeltbransjer, men har et klart definert sett av investeringskriterier. Et nytt fond på en milliard kroner ble etablert i 2005. Målsettingen er å investere dette beløpet i 6–10 selskaper i løpet av de nærmeste 2–3 årene.

## Private Equity industrien

Kort fortalt er private equity bransjens forretningsmodell å kjøpe, videreutvikle, og selge virksomheter med gevinst. For å lykkes, er det viktig med en klart definert strategi for verdiskapning. Historien viser at det er de samme aktørene som lykkes best med verdiskapning gang etter gang. Dette er et tegn på at valg av fremgangsmåte er avgjørende for avkastningen som oppnås.

Historien til private equity industrien går tilbake til 1940-årene i USA der de første venture capital og buyout aktørene ble etablerte. Mens buyout bransjen blomstret i USA på 70-tallet, var det først i begynnelsen av 1980-årene at bransjen fikk fotfeste i Europa. Sverige var blant de mest fremtredende landene og

KATHRYN M.  
BAKER<sup>1</sup>



MORTEN VIKSØY<sup>2</sup>



har lenge hatt et godt etablert buyout miljø. I Norge har imidlertid det meste av utviklingen i bransjen skjedd de siste 10 årene.

Private equity er et begrep som favner ganske vidt. Både såkornfond, venturefond, ekspansjonskapitalfond og buy-out/restruktureringsfond omfattes av industridefinisjonen. Det er imidlertid bare de to siste fondskategoriene som inngår i den daglige definisjonen av private equity.

De forskjellige fondskategoriene er preget av ulike forhold:

- **Såkorn:** I denne fasen er det en forholdsvis uoversiktlig organisering – en vesentlig andel av kapitalen kommer fra bedriftsinterne kilder og ulike offentlige instanser. Det finnes få profesjonelle og spesialiserte aktører innen såkorninvesteringer i det norske markedet.
- **Venture:** Det er relativt mange og små fond i det norske markedet. En håndfull aktører kan regnes vel etablerte. Internasjonale aktører er relativt usynlig i det norske markedet.
- **Ekspansjonskapital:** Det er et økende antall aktører innenfor dette området i det norske markedet. Relevante selskaper burde derfor

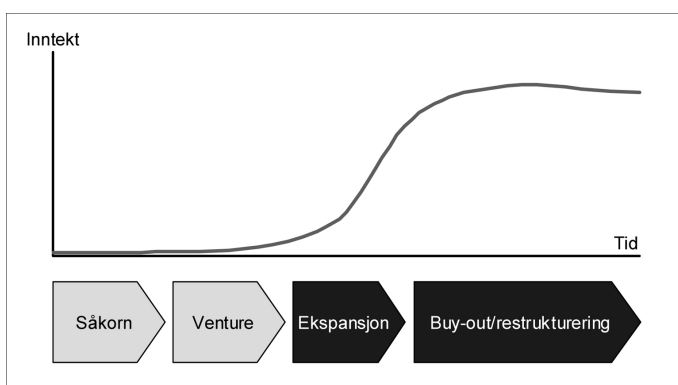
ha forholdsvis god tilgang til ekspansjonskapital for å finansiere videre vekst.

- **Buy-out/restrukturering:** Dette er et velfungerende marked dominert av store norske og internasjonale aktører. Det er en tydelig trend at internasjonale aktører blir stadig mer aktiv i det norske markedet. Dette er spesielt synlig ved store buy-outs, der de norske aktørene ikke har tilstrekkelig fondsstørrelse.

Private equity industrien spiller en viktig rolle i økonomien. I stor grad representerer private equity aktiv eierkapital forvaltet av kompetente miljøer. Denne kapitalen er en vesentlig premissleverandør for utviklingen av fremtidens næringsliv. Såkorn- og venturefond er viktig for utviklingen av ny virksomhet. Ekspansjonskapital gir selskaper muligheten til å vokse videre, gjerne i en internasjonal kontekst. Buy-outfond er med på å omstrukturere den modne delen av næringslivet. Samlet sett kan vi derfor si at private equity industrien bidrar til en mer effektiv ressursallokering i næringslivet samtidig som konkurranseevnen til enkelt-selskaper økes.

Alle private equity fond har et definert investeringsmandat som de må forholde seg til når de leter etter selskaper å investere i. Mandatet gir begrensninger i handlingsrom. Typiske elementer i et mandat kan være tid, geografi, størrelse, industri, eierandel og modenhet. Alle fond har en bestemt levetid. Ofte er fond satt opp med en investeringsperiode på fem år samt en eierperiode på ytterligere fem år. Samlet levetid for fondet blir dermed ti år. Innen denne tiden skal fondet være realisert og tilbakebetalt til investorene.

Når en investor investerer i et fond, stiller han/hun et beløp til rådighet for fondet i fondets levetid. Investeringen innbetales i takt med investeringene i fondet. Når en investering selges, vil salgsprovenyet utbetales til fondsinvestorene. Det betyr at investorenes innskutte midler bare kan anvendes en gang.



Figur 1

En fondsforvalter har i hovedsak to inntektsstrømmer – forvaltningshonorar og suksesshonorar. Forvaltningshonoraret er normalt 1,5–2,5% årlig av fondets størrelse. Denne inntekten dekker forvalterens daglige utgifter. Suksesshonoraret (på engelsk «carried interest») er en andel, vanligvis rundt 20%, av den årlige avkastningen utover en minimumsavkastning på 6–8%. Dersom fondsforvalteren klarer å skape en meravkastning til sine investorer, får forvalteren dermed en betydelig bonus i form av suksesshonorar. En toppforvalter klarer minst å levere en årlig avkastning på 30%.

Når en private equity aktør skal hente inn penger til et nytt fond, er det i hovedsak to forhold som er viktig – investeringsmandat og historiske resultater. Mandatet er viktig for at investorene, som ofte er institusjonelle, skal kunne sette sammen en samlet investeringsportefølje med ønsket risikoprofil. Samtidig har vi tidligere påpekt at gode aktører i stor grad fortsetter med å levere sterke resultater i fond etter fond. For investorene er det mye å hente på å unngå de svakeste aktørene.

Profesjonelle private equity fond har på grunn av sin inntektsmodell i liten grad interesse av å «raide» selskaper for å oppnå spekulative og kortsiktige gevinster. Fondene tenker i stedet langsiktig og jobber med strukturerte innganger i aktuelle selskaper. Slike prosesser tar vanligvis flere måneder.

De mest kjente private equity aktørene i Norge er Reiten & Co, Ferd, Norvestor og FSN. I tillegg opererer en rekke nordiske aktører i det norske markedet. I resten av artikkelen vil vi beskrive noen av de vanligste metodene for hvordan potensielle porteføljeselskaper identifiseres, samt hvordan verdier skapes.

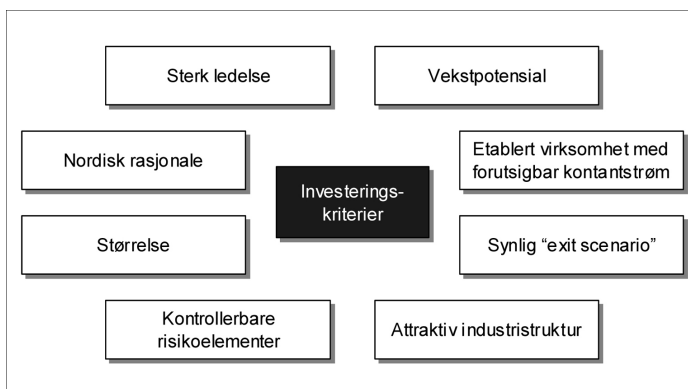
## Identifisering av investeringskandidater

I dette avsnittet vil vi redegjøre for hva som kjenneegner de selskapene som private equity

aktørene typisk ser etter. Samtidig vil vi beskrive hvordan selskapene identifiseres. Til sist vil vi kort beskrive selve investeringsprosessen.

### Investeringskriterier

Selv om mange investeringskriterier er like, er det vanskelig å definere hva private equity industrien som sådan ser etter når de leter etter investeringsmuligheter. Dette skyldes at de enkelte aktører har ulike nyanser i sin strategi. Vi har derfor valgt å redegjøre for de investeringskriteriene vi i Reiten & Co anvender når vi vurderer ulike investeringsmuligheter.



Figur 2

- *Sterk ledelse*: Noe av det viktigste å forstå før vi investerer i et selskap er om ledelsen i selskapet har tilstrekkelig kompetanse og erfaring til å gjennomføre den strategien vi blir enige om. Noen ganger er det nødvendig å styrke eksisterende ledelse for å få på plass manglende, men nødvendig kompetanse. All internasjonal erfaring viser at evnen til å sette sammen ledelsesteam med nødvendig kompetanse og erfaring er vesentlig for verdiskapning. Vi ønsker i tillegg at ledelsen i det aktuelle selskapet har det rette incentivet til å skape verdier. Dette kan være gjennom eierskap, eller via incen-

tiver knyttet til oppnådde resultater eller fremtidig salg av selskapet.

- *Vekstpotensial eller endring:* Vi i Reiten & Co foretrekker å investere i selskaper som er i sterk vekst eller som er i en industri som står overfor store endringer. Vi kan da bidra med ekspansjonskapital og kompetanse, og derigjennom hjelpe selskaper med å lykkes med sin vekststrategi.
- *Nordisk rasjonale:* Vi har et investeringsmandat som tilsier at vi *bare* kan investere i selskaper med et nordisk rasjonale. Det er dette markedet vi hovedsakelig har kompetanse om. Vi ser det imidlertid som en fordel om selskapene også har virksomhet utenfor Norden. Vår ekspansjonskapital blir ofte benyttet til videre vekst utenfor Norden, for eksempel gjennom oppkjøp i Øst-Europa og USA.
- *Etablert virksomhet med forutsigbar kontantstrøm:* Alle investeringene våre må være i etablert virksomhet. Vi er ikke et venturefond med de kompetanser man da behøver. Vår kjernekompetanse er å hjelpe selskaper som har bevist at de har livets rett til å vokse videre.
- *Riktig størrelse:* Vårt mål er å investere mellom 100 og 300 millioner kroner i egenkapital per investering. Dette skal gi oss en eierandel på mer enn 50% i selskapet. Ofte bruker vi gjeld når vi investerer. Investeringene kan dermed bli ganske store. Noen ganger vil vi også vurdere mindre investeringer.
- *Synlig «exit scenario»:* Salg av virksomheten er en viktig del av verdiskapningen. Vi ønsker derfor ikke å investere i selskaper der vi ikke på forhånd kan se hvem som eventuelt skal kjøpe selskapet når vi skal selge. Ved et salg, prøver vi å finne naturlige neste «hjem» for selskapene. Det betyr ofte

at vi selger til internasjonale industrielle aktører. Noen ganger, når et selskap er eller blir stort nok, kan også en børsnotering gjennomføres.

- *Kontrollerbare risikoelementer:* Det er aldri fordelaktig dersom mye av risikoen i et selskap er knyttet opp mot noen få nøkkelforhold. Vi prøver derfor å unngå situasjoner der selskaper kun har et produkt, en leverandør, et fåtall kunder, eller en enkelt teknologi. Noen ganger lar risikoen seg redusere ved å bredde virksomheten via utvalgte tilleggsoppkjøp. Alle viktige risikoforhold må adresseres tidlig i prosessen.
- *Attraktiv industristruktur:* Industristrukturen er viktig i vår vurdering av potensialet i et selskap. For mye makt hos enkeltaktører som konkurrenter, kunder, eller leverandører er ikke positivt. Det er viktig at selskapet selv kan påvirke sin egen skjebne.

Det er selvfølgelig ikke slik at alle prosjekter tilfredsstiller alle kriterier i like stor grad. Mens noen kriterier er absolutte, er det mulig å oppfylle noen av de andre gjennom strukturering og tilleggsoppkjøp. Det beste er å komme inn i en situasjon der vi kan bidra med kapital, kompetanse, erfaring og aktiv involvering for å hjelpe ledelsen i et selskap med et unikt produkt med å vokse selskapet internasjonalt. Dersom ledelsen eier resten av aksjene, er dette i tillegg et stort pluss.

#### **Identifisering av investeringsmuligheter**

Alle private equity aktører foretrekker å jobbe med eksklusive investeringsprosesser, det vil si prosesser uten konkurranse fra andre mulige kjøpere. Hovedgrunnen til dette ønsket er at det da blir bedre mulighet for partene til å bli kjent med hverandre og bli enige om en plattform for videre samarbeid. På mange måter kan man si at ledelsen skal inngå et ekteskap med sin nye eier, det er derfor nødvendig at

partene får tid til å etablere gjensidig tillit og respekt. Ledelsens kunnskap og erfaring skal kombineres med private equity aktørens ulike kompetanser slik at verdiskapningen kan akselereres. Dette er vanskeligere å få til på en god måte i en konkurranseutsatt prosess.

Alle private equity aktører bruker betydelig med tid og ressurser på å skape sin egen proprietære transaksjonsstrøm. Dette gjøres gjennom en aktiv dialog med et bredt industrielt nettverk. Samtidig følger vi kontinuerlig med på nyhetsstrømmen i det nordiske markedet. Internasjonale trender blir også overvåket for å se etter parallelle muligheter i vårt hjemmemarked. I tillegg følges utviklingen i en rekke selskaper valgt basert på økonomiske resultater. Samlet sett har derfor enhver private equity aktør en betydelig portefølje av fremtidige investeringsmuligheter. Kvaliteten på denne porteføljen er på mange måter avgjørende for et private equity fonds fremtidige suksess.

I tillegg til å jobbe med proprietære transaksjoner, brukes det også betydelig med tid og ressurser på å vurdere alle de investeringsmulighetene som tilbys åpent i markedet. Et økende antall selskaper selges via auksjon gjennom ulike investeringsbanker. I disse situasjonene er det viktig å vurdere konkurransesituasjonen slik at ikke ressurser sløses bort på prosesser med begrenset mulighet for suksess.

Generelt sett kan det sies at det er viktig å fokusere tids- og ressursbruken på de investeringsmulighetene med størst potensial. I løpet av et år ser vi på nærmere 300 mulige investeringer, mens vi sjelden investerer i mer enn 2–3 selskaper. Effektiv ressursbruk er derfor en nøkkelferdighet.

## Transaksjonsprosess

Alle private equity aktører bør ha en standardisert og strukturert prosess de må igjennom før en investering kan gjennomføres. Hver eneste investering er like viktig, det er nødvendig å

lykkes med alle. Dette sikres best gjennom grundige analyser og undersøkelser på forhånd. All erfaring viser at kvaliteten på analysearbeidet i forkant av en investering er avgjørende for investeringens suksess.

Det er alltid et spørsmål om når en skal ta inn eksterne rådgivere i en prosess. Kostnad må veies opp mot sannsynligheten for å få til en investering. Eksterne rådgivere kan benyttes for å styrke de kommersielle analysene i en innledende fase. Revisorer og juridisk ekspertise blir alltid engasjert når en har kommet et stykke på vei i prosessen. De vanligste områdene å gjennomgå i due diligence prosessen er:

- Kommerielle forhold
- Finansielle forhold, herunder blant annet skatt og pensjon
- Juridiske forhold
- Organisatoriske forhold
- IT/teknologiske forhold, hvis dette er relevant
- Miljømessige forhold, hvis dette er relevant.

Spesielt viktig er det å bruke eksterne ressurser i tilfeller der det også er virksomhet i utlandet.

Banker engasjeres også tidlig i prosessen dersom en betydelig gjeldsfinansiering skal vurderes som en del av investeringsløsningen. Det er vanlig at minst to banker blir bedt om å komme med et lånetilbud, før en bank velges så snart en er komfortabel om at en tilfredsstillende finansieringspakke kan oppnås.

Due diligence prosessen skal sikre oss at vi i stor grad har samme informasjon som ledelsen i selskapet. Samtidig blir det enklere å prioritere de tiltak som skal iverksettes etter at vi har trådt inn på eiersiden. Due diligence arbeidet er også et nyttig bakteppe for forhandlingene som finner sted før en endelig avtale kan

inngås. Vanligvis forhandler vi med selger om utarbeidelsen av to ulike avtaler. For det første må vi bli enig om en aksjekjøpsavtale som regulerer viktige forhold som pris og garantier. I tillegg utarbeider vi ofte en aksjonæravtale med de øvrige aksjonærene i selskapet. Denne avtalen regulerer i hovedsak samarbeidet mellom oss og minoritetsaksjonærene.

## Verdiskapning

Hver eneste investering er unik. Fremgangsmåten for å få til eksepsjonell verdiskapning må derfor tilpasses situasjonen. Undersøkelser konsultentselskapet McKinsey & Co har gjort, viser at nesten to tredeler av all verdiskapning i private equity investeringer stammer fra et høyt prestasjonsnivå i porteføljeselskapene<sup>1</sup>. Kun 5% av verdiskapningen kommer fra gode transaksjoner. Resten av verdiskapningen kommer fra verdiøkning for enkeltmarkeder eller enkeltsektorer.

Som tidligere nevnt, er det store forskjeller mellom prestasjonene til de beste private equity aktørene og resten. Forskjellene i prestasjonsnivåer er ikke tilfeldig, men skyldes, ifølge den nevnte McKinsey undersøkelsen, systematiske forskjeller i strategi og angrepssett:

- 1 *Forberedelser*: De mest suksessrike private equity spillerne er rett og slett bedre forberedt enn andre aktører. De bruker mer tid og ressurser før selve investeringen gjennomføres for å sikre at deres antagelser og hypoteser er riktige. Det er viktig å sikre seg proprietær kunnskap.
- 2 *Fokuserte incentiver*: Ledergruppen sitter på betydelige incentiver for å skape uovertrufne resultater. Spesielt viktig er det at administrerende direktør har riktige incentiver. Samtidig må incentivmodellen utformes slik at ledelsen ikke blir for risikoavers.

3 *Bedre planer og implementering*: De beste investeringene er ofte et resultat av de beste og mest gjennomtenkte planene. Det er viktig at den nye eieren lager seg et eget perspektiv basert på fakta og ekstern industrikompetanse for hva de mener skal skje videre med selskapet. Dette perspektivet brukes til å utfordre den etablerte tenkningen på en konstruktiv måte. Sammen med ledelsen utformes så en ny plan med tilhørende måleparametere. Denne planen må være gjenstand for kontinuerlig evaluering og revisjon. Anvendelse av riktige måleparametere er avgjørende for å oppnå overlegne resultater.

4 *Tidsbruk*: De beste aktørene bruker rett og slett mer tid på investeringene sine. Spesielt stor er forskjellen i tidsbruk den første tiden etter at en investering er foretatt. Interaksjon den første tiden er spesielt viktig for å bygge sterke relasjoner og for å sikre at den avtalte strategien er skikkelig forankret i organisasjonen.

5 *Supplere ledelsesteamet*: De beste aktørene supplerer ledelsesteamet i mye større grad enn andre aktører før selve transaksjonen gjennomføres. De beste gir også i større grad ledelsen ekstern støtte senere i prosessen dersom dette er nødvendig.

Våre erfaringer er tilsvarende og vi kjenner derfor godt igjen disse punktene. Målrettet arbeid, og ikke kortsiktige arbitrasjemuligheter, er hovedkilden til eksepsjonell verdiskapning. Konkret benytter vi oss av flere grep for å lykkes med våre investeringer:

- *Kommersiell analyse*: Vi investerer betydelige ressurser på grundige kommersielle analyser før vi fatter endelig beslutning om å foreta en investering. Ofte er det naturlig å nyttiggjøre seg av ekstern analysekraft. Spesielt er dette nødvendig dersom det er snakk

om en industri der vi har begrenset erfaring. Samtidig bruker vi vesentlig med tid sammen med ledelsen i det aktuelle selskap før vi bestemmer oss for om en investering er riktig.

- *Incentiver:* Vi ser ofte etter investeringsmuligheter der vi kan komme inn i ledelse-side bedrifter ved kjøp av aksjer og/eller ny ekspansjonskapital. Ledelsen vil da ha like sterke incentiver som oss for å maksimere verdiskapningen fremover. I tillegg utformer vi incentivordninger for andre viktige ansatte dersom disse ikke er på eiersiden.
- *Forretningsplan:* Før vi inngår en endelig avtale om å investere i et selskap, utformer vi alltid en plan sammen med ledelsen om hva vi skal gjøre med selskapet. I tillegg definerer vi en 100-dagersplan som inneholder alle de tingene som det umiddelbart må tas fatt i. Dette kan for eksempel være ulike forhold som er kommet ut av due diligence prosessen, samt viktige strategiske grep som skal begynne umiddelbart. Vår erfaring med slike planer er svært gode.
- *Tidsbruk:* Den første fasen etter at en investering er foretatt er kritisk for den videre utvikling i selskapet. Det er viktig å utnytte det momentum et eierskifte representerer. Samtidig har vi ikke tid til å vente. Vi dedikerer derfor betydelig med ressurser til hvert selskap i en tidlig fase. Slik sikrer vi oss at ledelsen og vi blir samkjørte og jobber sammen på de viktigste spørsmålene for selskapet.
- *Kompetanse:* En viktig del av vår due diligence prosess er dybdeintervjuer med alle i ledelsesteamet i det aktuelle selskapet. Vi bruker eksterne ekspertise til denne oppgaven. Disse intervjuene bruker vi for å forstå om ledelsesteamet samlet besitter den kompetansen som er nødvendig for å lykkes med

den valgte strategien. Dersom man eksempelvis har utformet en strategi med fokus på internasjonal vekst, er det viktig å sørge for at en besitter denne kompetansen. Identifiserte kompetansehull vil bli tettet gjennom nyansettelse. Samtidig prøver vi alltid å få på plass en styre for virksomheten med komplementær kompetanse og erfaring.

### *Målrettet arbeid, og ikke kortsiktige arbitrumsjanser, er hovedkilden til eksepsjonell verdiskapning.*

Det er ofte flere strategier som kan velges for å skape verdi. Som hovedmodell ønsker Reiten & Co ofte å bygge opp et nordisk selskap med et unikt produkt eller konsept og med sterk vekst fra å være en lokal aktør til å være en ledende internasjonal aktør. Dette skjer gjerne ved å kombinere organisk internasjonal ekspansjon og enkelte utvalgte oppkjøp. Oppkjøp kan være med på gi en raskere vekst samtidig som produktporteføljen breddes og markedsposisjonen styrkes. Vi finner det ofte naturlig å vurdere ekspansjon i Sentral- og Øst-Europa. Det er imidlertid viktig at oppkjøpene støtter den valgte strategien, i det oppkjøp har sjelden verdi i seg selv. Når den valgte strategien i stor grad er gjennomført er det naturlig å vurdere et salg av virksomheten. Andre aktører kan da være bedre egnet til å utvikle virksomheten videre.

Hvordan vi jobber med våre porteføljeselskaper, samt de verdimeessige effektene av dette kan best illustreres gjennom et numerisk eksempel:

- *Base case:* Vi kjøper oss inn i en virksomhet som omsetter for 200, har en EBITDA margin på 25%, samt investerer 5% av årlig omsetning. Selskapet opplever en årlig vekst

i omsetning på 5%. Kjøpet skjer 1/1 år 1. Selskapet selges 31/12 år 4. Både kjøp og salg skjer til multippel EV/EBITDA 6,0x. Det er ingen gjeld i selskapet. På salgstidspunktet har selskapet opparbeidet seg en kasse på 125. Samlet gir base case oss dermed en internrente på 12% i fireårsperioden.

- *Vekst og forbedringer:* I tillegg til utviklingen i base case klarer vi gjennom fokus på vekst og kostnadsutvikling å øke den årlige veksten til 20%, EBITDA marginen til 30%, samt redusere de årlige investeringene til 3%. Kjøps- og salgsmultipler forblir uendret. På salgstidspunktet har selskapet nå opparbeidet seg en kasse på 200. Internrenten øker nå til 29% i fireårsperioden.
- *Lånefinansiering:* I tillegg til øket vekst og operasjonelle forbedringer, brukes gjeld for å øke avkastningen på egenkapitalen. Halvparten av kjøpesummen lånefinansieres. Kjøps- og salgsmultipler forblir uendret. På salgstidspunktet har selskapet nå opparbeidet seg en kasse på 50. Internrenten øker nå til 45% i fireårsperioden.
- *Oppkjøp:* I tillegg til ovennevnte utvikling gjøres det videre oppkjøp til samme pris som doubler omsetningen i selskapet. Som et resultat av synergiuttak øker EBITDA marginen til 32%. På salgstidspunktet har selskapet nå opparbeidet seg en kasse på 120. Som et resultat av øket størrelse gjennom oppkjøp, øker salgsmultiplene til 8,0x EBITDA. Internrenten øker nå til 58% i fireårsperioden.

Eksempelet over illustrerer på en god måte hvordan ulike elementer bedrer et investeringscase fra det helt ordinære (12%) til det eksepsjonelle (58%). Vi og andre private equity aktører tenker alltid på hva vi kan gjøre for å skape verdi ved å bruke de ulike stegene i eksempelet.

Verdiskapning er ikke noe vi som private equity aktør klarer alene. Det er samspillet mellom ledelsen i porteføljeselskapet og oss som er avgjørende. Ved å kombinere deres unikhet, markedsposisjon og kunnskap med vår kapital, vår kompetanse og erfaring innen prosjektledelse, finansiering, oppkjøp, organisering og operasjonelle forbedringer og vårt nettverk, økes mulighetene for suksess. Vår ressursbruk per selskap kan være ganske høy. Det er ikke uvanlig at vi bruker mellom en og to mannår i løpet av en investerings levetid.

En viktig del av verdiskapningen vår er å finne riktig kjøper til våre selskaper når vi skal selge. Allerede på investeringstidspunktet formulerer vi velfunderte hypoteser på naturlige exit scenarier. Disse scenariene er førende for den strategien vi ønsker å gjennomføre under vår eiertid. Det er viktig at valg av strategi ikke skremmer bort potensielle kjøpere. Vi ønsker selvsagt det motsatte. Gjennom tydelige strategiske valg og solide resultater ønsker vi å tiltrekke oss oppmerksomheten til de internasjonale bransjelederne innen porteføljeselskaperes bransjer. Disse har ofte størst betalingsvillighet. Samtidig er i mange tilfeller en børsnotering en reell mulighet der stor gevinst kan skapes dersom markedet forstår og prissetter selskapets strategi og muligheter for videre vekst. Salg til finansielle kjøpere er en økende trend i markedet.

Under har vi kort belyst tre eksempler fra vår investeringshistorie. Disse eksemplene illustrerer samlet hva vi har beskrevet i denne artikkelen.

## **Moss Maritime: Verdiskapning i en vellykket MBO**

I 1999 signaliserte et gjeldstynget Kværner ASA at selskapet skulle selge flere datterselskaper. Kværner Maritime, en enhet med 60 ansatte og som fokuserte på design og ingeniørtjenester for flytende offshore konstruksjoner

var et av selskapene på salgslisten. Reiten & Co så at med et kunnskapsbasert selskap som Kværner Maritime var det viktig å involvere ledelsen tungt på eiersiden. Reiten & Co kontaktet derfor ledelsen og ble enig med dem om å forsøke å kjøpe selskapet sammen. En MBO (management buyout) ble gjennomført tidlig i 2000 hvor Reiten & Co overtok 52% og ledelsen og de ansatte de resterende 48% av selskapet. Navnet ble endret til Moss Maritime. Deretter startet en intensivt prosess for å synliggjøre og øke verdiene i selskapet.

- En klart definert utviklingsstrategi ble lagt til grunn før selskapet ble kjøpt. Kompetanseområdene og geografisk tilstedeværelse skulle breddes via utvalgte oppkjøp
- Flere komplementære selskaper i Norge og USA ble identifisert, kontaktet og forhandlet med
- Reiten & Co besørget finansiering for bygging av en flytende offshoreplattform designet av Moss Maritime, noe som bidro til sterk økonomisk utvikling i selskapet
- En organisk ekspansjonsplan for USA-markedet ble definert og iverkssatt
- Aktivt styrearbeid ble utført fra Reiten & Cos to styrerepresentanter

Det tok ikke mange måneder før Moss Maritime, med sine sterke prestasjoner og aktive profil i markedet, fanget oppmerksomheten til noen av verdens største offshore-selskaper. Selv om eierperioden var relativt kort i forhold til det som er vanlig i private equity, var selskaps ledelse moden for å finne en industriell eier. Moss Maritime ble derfor solgt til italiensk Saipem sommeren 2001.

## **Europrocessing International (EPI): Ny kapital muliggjør en rask og vellykket internasjonal ekspansjon**

På Reiten & Cos investeringstidspunkt var EPI et norsk selskap med fokus på prosessering av korttransaksjoner i Baltikum. Selskapet eide 100% av det ledende transaksjonsprosesserings-selskapet i Latvia og 25% av et tilsvarende selskap i Litauen. EPI, som var eid av de tre øverste lederne i selskapet, ønsket kapital for å kjøpe den resterende andelen av det litauiske selskapet og kontaktet derfor Reiten & Co. I mai 2003 investerte Reiten & Co NOK 65 millioner via en emisjon for 51,5% av selskapet. Et år senere ble ytterligere NOK 55 millioner investert for videre ekspansjon. EPI brukte ekspansjonskapitalen til å kjøpe et selskap i Slovakia og til å gjøre entré i 7 nye land i Øst Europa. Reiten & Co støttet EPIs raske vekst og vellykkede ekspansjon på flere måter utover det å bidra med kapital.

- Aktiv deltakelse og hjelp i flere oppkjøpsprosesser
- Støtte og gjennomføringskraft i en oppkjøpsfinansieringsprosess der 30 millioner i senior og mezzanine gjeld ble hentet inn fra internasjonale aktører
- Samtalepartner for administrerende direktør og aktiv deltakelse i flere organisasjonsutviklingsprosjekter og initiativer
- Nær involvering i strategiutvikling i selskapet
- Aktivt styrearbeid inkludert styreformansrolle

EPI ble solgt med Reiten & Cos hjelp i september 2005. Kjøper var First Data Corporation, et stort amerikansk børsnotert selskap innen transaksjonsprosessering, som ønsket en inngang til det øst-europeiske markedet. EPI, med

tilstedeværelse i ti øst-europeiske land var den perfekte kandidaten.

## **Euroskilt: Bygging av skandinavisk styrke og internasjonal vekst**

Euroskilt ble startet i 1985 og vokste via oppkjøp og organisk vekst fra å være en liten norsk produsent av veiskilt til å være en pan-skandinavisk leverandør av vei- og kommersielle skilt, veioppmerking og vei- og brorekkverk. I tillegg hadde selskapet en divisjon i Polen og Hviterussland med fokus på veioppmerking i termoplast. I 2005 ønsket to av selskapets finansielle minoritetsiere å selge sine posisjoner. Samtidig ønsket selskapets gründere å selge en mindre aksjepost, men beholde brorparten av sine aksjer. Reiten & Co ble invitert til å kjøpe de tilgjengelige aksjene samt å emitte NOK 20 millioner inn i selskapet for å styrke balansen. Reiten & Cos eierandel etter transaksjonen er 67% med mulighet til å investere ytterligere kapital for å finansiere oppkjøp. Siden investeringstidspunktet har aktivitetsnivået i Euroskilt vært høyt med fokus på å bygge en ledende europeiske aktør.

- Operasjonelle forbedringer har vært identifisert og en tiltaksplan igangsatt
- Organisasjonen har blitt styrket med flere nye stillinger for å håndtere økt aktivitet og gjennomføre operasjonelle forbedringer
- Tre oppkjøp ble gjennomført i 2005 i Norge og Danmark
- I 2006 er så langt et oppkjøp gjennomført i Sverige og tre til er planlagt i Norge og Polen
- Organisk ekspansjon i to østeuropeiske land er i gang

- Aktiv styredeltakelse og styreformannsrolle

Investeringen i Euroskilt er relativt ny, men strategi og utviklingsplan er klart for både selskapet og Reiten & Co. Fundamentet legges nå for en mulig børsnotering om 2–4 år.

## **Oppsummering**

Private equity industrien er kommet for å bli. Den spiller en stadig viktigere rolle i industrien der den sørger for en mer effektiv ressursfordeling, samtidig som enkelt-selskaper får muligheten til å utvikle seg videre. Alle transaksjoner er et resultat av strukturerte og gjennomtenkte prosesser. Private equity fond representerer muligheter for dagens eiere til å videreutvikle sine virksomheter, eller til å realisere sine verdier i dag. Videre verdiskapning er et resultat av hardt arbeid og definerte og konsistente prosesser. Tidligere resultater er derfor en god pekepinn for selskaper som skal velge seg en private equity partner. □

## **Noter**

- 1 Kathryn M. Baker tiltrådte som partner i Reiten & Co i 1999. Gjennom sin rolle i Reiten & Co, leder hun for tiden investeringene i Euroskilt og Heimstaden, hvor hun er styreformann. Hun har en ledende rolle i Factor Insurance Group, hvor hun også er styremedlem. Hun har tidligere erfaring fra McKinsey & Company i Oslo og Morgan Stanley i New York. Hun har en bachelorgrad i økonomi fra Wellesley College og en MBA fra Amos Tuck School of Business Administration ved Dartmouth College, begge i USA.
- 2 Morten Viksøy er siviløkonom NHH (1996). Han har tidligere jobbet for McKinsey (1996–2002) og Telenor Broadcast (2002–2004). Fra 2004 ansatt i Reiten & Co.
- 3 McKinsey Quarterly 01/2005 – «Why some private equity firms do better than others», Joachim Heel og Conor Kehoe