



Narve Reiten (39) grunnla Reiten & Co ASA i 1992. Han har tittelen Master of Business and Economics fra BI Sandvika i 1987, og er autorisert finansanalytiker fra Norges Handelshøyskole i 1991. Før Reiten & Co var han ansatt hos I.M. Skaugen. Han er administrerende direktør i Reiten & Co Strategic Investments AS og partner i Reiten & Co.



Erlend Sundstrøm (30) er siviløkonom fra Siviløkonomutdanningen i Bodø i 1995 og autorisert fondsmegler fra BI og Norges Fondsmeglerforbund i 1999. Han begynte i Reiten & Co Strategic Investments AS i 2000. Før dette har han arbeidet fem år i Den norske Bank, hvor han begynte som trainee, før han ble ansatt som investeringsanalytiker i DnB Egenkapitalinvesteringer.

Narve Reiten og Erlend Sundstrøm

En praktisk tilnærming til lånefinansierte oppkjøp

Antall lånefinansierte oppkjøp har økt kraftig de siste 10 årene. Både USA og Europa er nå på samme historisk høye nivå som på slutten av 1980-tallet. Generell oppgang på aksjemarkedene har også ført til høyere verdsettelse av oppkjøpskandidatene. Den høye aktiviteten og økt konkurranse om oppkjøpsobjektene har bidratt til utvikling av nye finansieringsinstrumenter og innovative finansieringsstrukturer. Artikkelen vil med fokus på finansieringsstrukturen vise hvordan det er mulig å kjøpe en virksomhet ved hjelp av en strukturert finansiering basert på en høy gjeldsgrad.

HVA ER LÅNEFINANSIERTE OPPKJØP?

Den vanligste definisjonen av lånefinansierte oppkjøp er transaksjoner hvor en investorgruppering kjøper 100 % av aksjene i et børsnotert selskap, eller en divisjon av et børsnotert selskap, ved hjelp av lånte midler. Selskapet blir deretter trukket fra børslisten. Slike oppkjøp benevnes «Leveraged Buyouts» (LBO) og kjennetegnes ved følgende:

- De har høy grad av gjeldsfinansiering – ofte opp mot 90 % av kjøpesummen.
- Finansieringsstrukturene er kompliserte, med mange involverte parter.
- Finansieringen er basert på pant i eiendelene og tilgang til kontantstrømmene i målselskapet.

Høy gjeldsgrad benyttes også i transaksjoner som ikke involverer børsnoterte selskaper, for eksempel i «Management Buyouts», som innebærer oppkjøp initiert av selskapets ledelse. Hovedtemaet for denne artikkelen er LBO-er, men finansieringsteknikkene og instrumentene som beskrives, vil naturligvis også kunne benyttes i andre sammenhenger hvor høy grad av lånefinansiering er ønskelig eller nødvendig.

FRA GENERASJONSSKIFTE TIL OPPKJØP AV BØRSNOTERTE FORETAK

Lånefinansierte oppkjøp har sin opprinnelse i USA på 1960-tallet ved eieroverdragelser fra opprinnelige stiftere og eiere av små og mellomstore bedrifter til ledelsen i selskapet. Ledelsen finansierte nevnte kjøp ved at selskapet tok opp ordinære banklån for å betale ut de gamle eierne. Etter hvert ble disse transaksjonene så store at slike banklån ikke var tilstrekkelig finansiering. Finansmarkedet responderte på dette ved å utvikle et nytt gjeldsinstrument uten sikkerhet og med prioritet etter de fullsikrede lånene, slik at de opprinnelige eierne kunne kjøpes ut uten ekstra tilførsel av ekstern egenkapital.

Den videre utviklingen av lånefinansierte oppkjøp ble gjennom 1970- og 1980-tallet drevet av de store konglomeratens refokusering på sin kjernevirksomhet. Den

nye strategien medførte blant annet salg av divisjoner og mindre virksomheter til ledelsen sammen med eksterne investorer, «Management Buyouts». Transaksjonene økte med tiden i størrelse og medførte utstrakt bruk av eksterne investorer. De eksterne investorene og rådgiverne opparbeidet seg kompetanse innenfor lånefinansierte transaksjoner og begynte å se etter ytterligere forretningsmuligheter i andre segmenter. Et av disse var lånefinansierte oppkjøp av børsnoterte virksomheter. Med bakgrunn i dette var begrepet LBO, eller lånefinansierte oppkjøp, etablert.

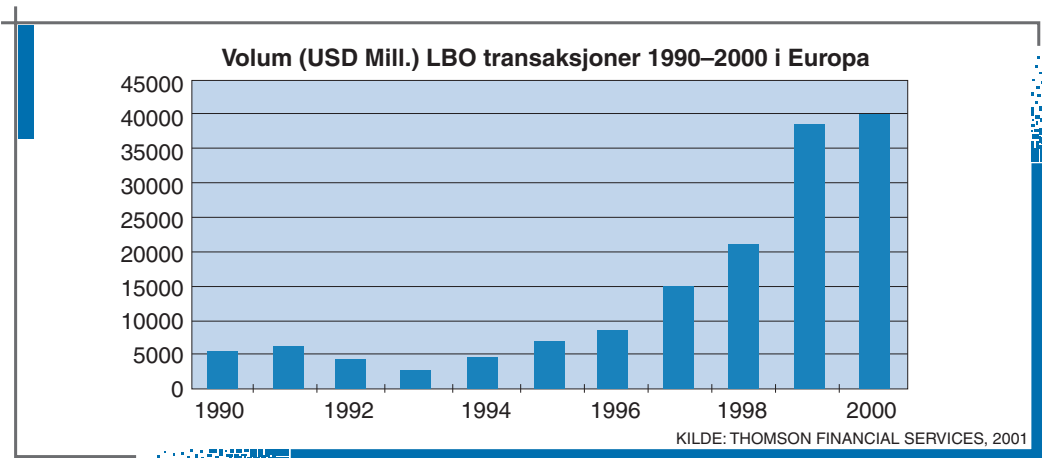
Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR), som regnes som det første spesialiserte LBO-investeringselskapet, gjennomførte i 1979 oppkjøpet av maskinverktøyprodusenten Houdaille Industries. Transaksjonen var det første lånefinansierte oppkjøpet på over 100 millioner dollar. Etter denne transaksjonen kom det flere aktører til som spesialiserte seg på lånefinansierte oppkjøp, og startskuddet gikk for en hektisk oppkjøpsaktivitet fram mot slutten av 1980-tallet. Disse oppkjøpene var også drevet av utviklingen i markedet for «junk bonds»¹. I 1985 gjennomførte KKR et fiendtlig² oppkjøp av Beatrice. Denne transaksjonen var avhengig av «junk bond»-finansiering tilrettelagt av Drexel Burnham Lambert ved Michael Milken og salg av deler av selskapet umiddelbart etter gjennomføringen av transaksjonen. Mange av oppkjøpene gjennom 1980-tallet var fiendtlige og i stor grad finansiert med «junk bonds». I kjølvannet av disse LBO-ene ble det avdekket noen tilfeller av ulovlig innsidehandel, og finansaktører som ble assosiert med lånefinansierte oppkjøp, fikk etter hvert et noe frynsete omdømme.

Gjennom den internasjonale finanskrisen i begynnelsen av 1990-tallet ble det gjennomført relativt få lånefinansierte oppkjøp. Etter bølgen av oppkjøp på 1980-tallet ble det utført mange akademiske studier av fenomenet.³ Konklusjonene på flere av studiene var at LBO-er bidro til verdiskapning på lang sikt, for både aksjonærer og samfunnet som helhet.⁴ I løpet av 1990-tallet har LBO-er fått et positivt omdømme i USA og Europa, og anses som et nødvendig verktøy i restruktureringen av modne bransjer. Fiendtlige oppkjøp, som LBO-er helst ble assosiert med på 1980-tallet, har ikke vært typisk for LBO-er de siste 10 årene. Fra 1990 til 1999 har volumet innenfor LBO-transaksjoner i Europa økt fra USD 5 milliarder til USD 40 milliarder, og år 2000 var allerede ved utløpet av 3. kvartal et rekordår. Figuren under viser utviklingen i LBO-transaksjoner i millioner USD fra 1990 til år 2000 i Europa.

LÅNEFINANSIERTE OPPKJØP OG VERDISKAPNING

På slutten av 1980-tallet i USA var kritikken fra media og politikere mot aktørene innenfor lånefinansierte oppkjøp på sitt sterkeste. De ble beskyldt for å være landeveisrøvere som raserte selskaper ved å kutte kostnader til benet og si opp store deler av arbeidsstokken, for deretter å selge ut kjernevirksomhetene kun for å oppnå kortsiktige gevinster. For mange av aktørene var kritikken uforståelig, og i et møte med noen sentrale politikere benyttet en av KKR's partnere seg av følgende analogi:

«Imagine that like any other American, we go driving down the street looking at all the pretty houses. We see a house and we like it, so we pay the owner a premium price. Like every other American, we borrow money to do it. The average American puts down maybe 10–20 percent to buy a house – a highly leveraged transaction. We do the same thing. So now that we own this house, what do we do? We don't fix leaks? We



Figur 1

don't paint it? We sell the garage? We let the whole thing go to the dogs? And yet somehow, after a number of years, we sell this house for a compound rate of return of 40 percent to the next guy? How does that work?»

Lånefinansierte oppkjøp innebærer betydelig innsats fra ledelse og eiere utover gjennomføringen av oppkjøpet. Når oppkjøpet er gjennomført, må selskapet drives optimalt i forhold til å maksimere kontantstrømmene til selskapets fremmedkapital og egenkapital.

Tre betydelige amerikanske akademiske studier⁵ har bekreftet at i forbindelse med et lånefinansiert oppkjøp

- er den gjennomsnittlige gjeldsgraden omtrent 90 %
- har ledelsen gjennom betydelige investeringer av egne midler en eierandel på 17–20 %
- øker driftsresultatet med 40 % i gjennomsnitt etter en periode på 2 til 4 år etter at oppkjøpet er gjennomført

Økningen i driftsresultatet kan forklares ut fra endringene i organisasjonsstrukturen og den finansielle strukturen som følge av en LBO:

- Kombinasjonen av høy gjeldsgrad og ledelsens betydelige eierandel bidrar til at ledelsen har sterkere insentiver til å maksimere selskapsverdien enn ledere for børsnoterte selskaper med passive aksjonærer.
- Desentralisert ledelsesstruktur med resultatbasert avlønning, som typisk følger LBO-er, gir ledelsen sterkere insen-

tiver til å sørge for at den operasjonelle driften effektiviseres.

- Styrerommene i LBO-selskaper fylles opp av aktive profesjonelle eiere til erstatning for de tradisjonelle styremedlemmene, som normalt utøver en begrenset «kontrollfunksjon» uten å ha en betydelig eierandel i selskapet.

Økonomisk statistikk støtter også påstanden om at LBO-er genererer aksjonærverdier. Den gjennomsnittlige årlige avkastningen fra LBO-fond målt i perioden 1969 til 1999 er 19,5 %.⁶ Også aksjonærene som solgte sine aksjer i forbindelse med et oppkjøp, har mottatt avkastning utover det normale og har i gjennomsnitt fått 30 % i meravkastning i forhold til kursen før oppkjøpet ble annonsert.⁷

Nøkkelen til verdiskapningen som skjer gjennom en LBO, ligger ikke nødvendigvis i å skape vekst, men snarere i å maksimere kontantstrømmene som selskapet genererer. Poenget kan illustreres med et enkelt eksempel: Et 100 % egenkapitalfinansiert selskap blir kjøpt for NOK 1 milliard. Før oppkjøpet gir selskapet NOK 100 millioner i årlig kontantstrøm, akkurat nok til å gi eierne 10 % avkastning pr. år. Oppkjøpet blir finansiert med NOK 900 millioner i gjeld og NOK 100 millioner i egenkapital. Etter oppkjøpet iverksetter ledelsen tiltaksplanen for å forbedre kontantstrømmen. Gjennom effektivisering av driften, optimal utnyttelse av eiendelene og forsiktige investeringer i driftsmidler oppnår selskapet å øke kontantstrømmen fra NOK 100 millioner til NOK 200 millioner pr. år, uten verken å ha redusert eller økt verdien av selskapets eiere. Uten dividendeutbetalinger og ved å benytte seg av kontantstrømmen på 200

millioner (gjennomsnittlig lånerente på 10 % p.a.) nedbetaler selskapet hele gjelden på ca. 6 år. Selskapet vil ved slutten av perioden fremdeles være verdt NOK 1 milliard, men vil nå bestå av egenkapital. Med andre ord er den opprinnelige investeringen på NOK 100 millioner blitt omgjort til en verdi på NOK 1 milliard, som gir en årlig avkastning på 47 %.

STANDARD LBO-FINANSIERINGSSTRUKTUR

Forutsetningen for å sikre seg nesten 100 % lånefinansiering av et oppkjøp er at en strukturerer oppkjøpet slik at kontantstrømmene og eiendelene i det oppkjøpte selskapet (målselskapet) blir tilgjengelige for kjøperen (låntakeren). Dette kan oppnås ved hjelp av tre metoder:

- Kjøperen kan erverve eiendelene og forretningsvirksomheten i målselskapet.
- Kjøperen kan erverve aksjene i målselskapet og deretter øyeblikkelig fusjonere med målselskapet.
- En kan hoppe over aksjeervervelsen og fusjonere det kjøpende selskapet og målselskapet direkte.

Hvis kjøperen og målselskapet fusjonerer, oppstår et problem med tidsavgrensningen ved gjennomføringen av transaksjonen. Betalingen for de ervervede aksjene må gjøres før fusjonen gjør eiendelene i målselskapet tilgjengelig for kjøperen, men lånet kan ikke utbetales før fusjonen er gjennomført. En løsning på dette problemet er at partene blir enige om at alle transaksjonene skjer samtidig – i praksis vil det si at selgeren får et garantibrev for oppgjøret som innfris når fusjonen er gjennomført.

Generell kapitalstruktur

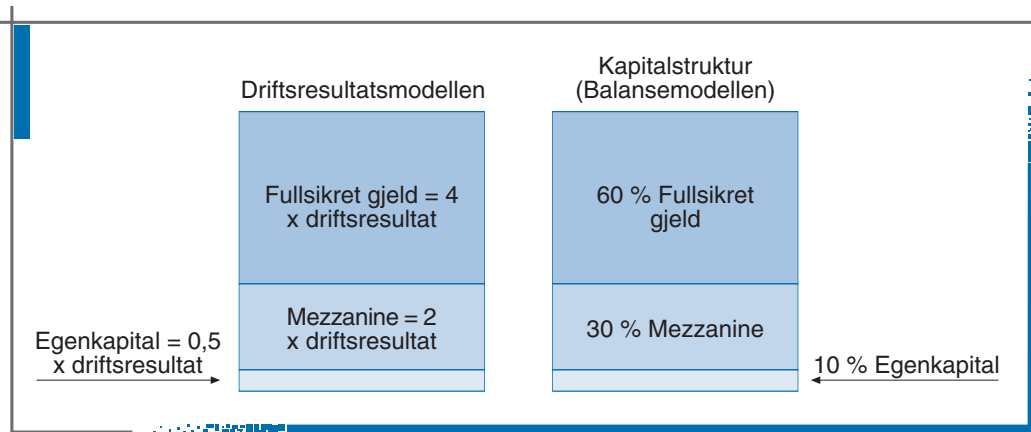
Den generelle LBO-kapitalstrukturen kan beskrives med utgangspunkt i balansen eller ved en multipelbetragtning⁸. Figuren under illustrerer en standard LBO-struktur med utgangspunkt i en selskapsverdi på 6,5 ganger driftsresultatet. Det er viktig å være klar over at dette er en forenkling, og at alle LBO-er er gjennomført og strukturert etter grundig analyse av mange faktorer, for eksempel stabiliteten i kontantstrømmene fra driften, vekstutsiktene og det aktuelle og framtidige rentenivået.

I driftsresultatsmodellen er den fullsikrede gjelden lik fire ganger driftsresultatet, mezzaninegjelden⁹ er lik to ganger driftsresultatet, og egenkapitalen utgjør resten av kjøpesummen. Uttrykt i prosent representerer den fullsikrede gjelden omtrent 60 % av totalkapitalen, mezzaninegjelden litt over 30 % og egenkapitalen rundt 10 %. Med disse multiplene får driftsmodellen omtrent den samme kapitalstrukturen som vist i balansemodellen («60–30–10»-standard). Noen av de andre tommelfingerreglene som genereres av «60–30–10»-prototypen:

- Dekning av renter på fullsikret lån på: 1,75 x driftsresultat.
- Dekning av sum løpende renter som må betales: 1,25 x driftsresultat.
- Seniorskjeld nedbetales over 5–7 år.
- Seniorskjeld nedbetales før juniorskjeld.
- Mezzaninegjeld nedbetales over 5–12 år.

FINANSIERING AV LBO-ER

Kjøpesummen som må finansieres ved et oppkjøp, kan beregnes slik:



Figur 2

- kjøpesummen for aksjene eller eiendele-
ne i selskapet som kjøpes opp
- pluss eksisterende gjeld som må refi-
nansieres ved overtakelse
- pluss behov for arbeidskapital (må ikke
nødvendigvis lånefinansieres, men
trekkrettigheten på driftsfinansieringen
må være tilstrekkelig)
- pluss alle transaksjonskostnader i for-
bindelse med oppkjøpet
- minus salg av deler av virksomheten i
oppkjøpskandidaten eller overskuddsli-
kviditet i oppkjøpskandidaten
- minus eiendeler eller deler av virksom-
heten som kjøperen ikke trenger, og
som selgeren kan overtales til å beholde
selv

Alle disse elementene bør søkes optimali-
sert i den hensikt å redusere den nødven-
dige lånesummen.

Kjøpere som kan overbevise selgeren
om at de for eksempel er i stand til å gjen-
nomføre transaksjonen hurtig fordi de har
dokumenterbar erfaring fra at de kan fi-

nansiere oppkjøpet, kan bli foretrukket fo-
ran andre kjøpere, uten å framstille det
høyeste budet.

Hvis oppkjøpskandidaten er en divisjon
som består av flere virksomhetsområder,
bør en vurdere nøye om det er hensikts-
messig å overta samtlige områder. Det kan
være områder som selgeren kan oppnå
høyere pris for hvis de selges separat. En
slik taktikk fordrer imidlertid at kjøperen
kjenner selskapet bedre enn selgeren, noe
som ikke er urealistisk hvis kjøperen har
ledelsen av divisjonen på sin side og det
selgende selskap er et stort konglomerat.

Kjøperen kan alternativt vurdere mulig-
hetene for å selge deler av virksomheten i
forbindelse med gjennomføringen av opp-
kjøpet. Forutsetningen for dette er natur-
ligvis at selskapet eller divisjonen består av
flere enheter, og at beslutningen om salg av
enkeltdeler i utgangspunktet er basert på
sunne forretningsprinsipper.

I spørsmålet om refinansiering av eksis-
terende gjeld er det viktig å vurdere hver
enkelte lånekontrakt med hensyn til beting-

elser som pris og misligholdsklausuler. Eksisterende gjeld kan også binde opp eiendeler som kan anvendes mer effektivt mot andre kreditorer, eller som det er mest hensiktsmessig å selge.

Arbeidskapitalen er oftest finansiert gjennom

- trekkfasilitet (kassekreditt) sikret eller usikret
- konsernlån
- garantier
- mer eller mindre gunstige betalingsbetingelser fra leverandører

Trekkfasiliteter og bankgarantier må som hovedregel refinansieres. Trekkfasiliteten vil vanligvis binde opp eiendeler som må fristilles til oppkjøpslångiverne. Det samme gjelder bankgarantier og lignende, hvor den som yter oppkjøpsfinansieringen, som regel vil kreve å få disse også. Konsernlån må nærmest alltid refinansieres, men i noen tilfeller gis denne finansieringen som selgerkreditt.

Finansieringsteknikk

For å oppnå maksimal belåning må en søke å organisere eiendelene og inntektsstrømmene fra målselskapet etter følgende prinsipper:

- maksimere summen av fullsikrede lån med de laveste marginene
- reservere tilstrekkelig kontantstrøm til å betjene usikrede lån med høyere finansieringskostnader (mezzaninefinansiering) og eventuelle selgerkreditter
- sikre tilstrekkelig arbeidskapital til å tåle sesongsvingninger og uventede hendel-

ser som gir negative engangseffekter på kontantstrømmen

- muliggjøre at enkelte eiendeler kan reserveres som sikkerhet for spesialiserte kredittinstitusjoner
- ta høyde for positive og negative utfall i finansieringsstrukturen som kan gi behov for henholdsvis raskere tilbakebetaling av gjeld eller utsettelse av betjening av mezzaninegjelden
- etablere et avtaleverk som minimaliserer risikoen for konflikter mellom kreditorer, og som er i stand til å løse eventuelle konflikter

Metoden en benytter for å komme i mål, betegnes som lagvis finansiering hvor en transjerer finansieringen lagvis etter risiko og avkastning. Dette kombineres gjerne med «strip-financing» for å redusere risikoen for konflikter mellom investorene. «Strip-financing» innebærer at en långiver for et bestemt mezzanineinstrument også får rett til å delta i en mindre andel i de øvrige mezzaninelegene. Hvis låntakeren får problemer med å betjene mezzaninegjelden, gir denne teknikken alle mezzanine-långiverne de samme rettighetene (og inntekter til å samarbeide), uavhengig av hvilket mezzanineleg som eventuelt er misligholdt. For å motivere seniorlångiverne til å delta kan en for eksempel tilby andel i mezzaninefinansieringen eller preferanseaksjer som gir mulighet for gevinst utover den avtalte lånerenten.

Finansieringsinstrumentene

I komplekse transaksjoner vil det være behov for flere typer finansieringsinstrumenter ytet fra forskjellige långivere. Følgende

finansieringsinstrumenter kan inngå i en LBO-transaksjon sortert etter senioritet:

- *Seniortrekksfasilitet* med førsteprioritets sikkerhet i varelager og kundefordringer, første- eller andreprioritet i driftstilbehør, sikkerhet i immaterielle eiendeler og eventuelt pant i aksjene i det oppkjøpte selskapet og datterselskaper. Denne gjelden er en del av oppkjøpsfinansieringen og finansiering av arbeidskapital med tillegg av eventuelle garantilinjer. Finansieringen ytes normalt av en forretningsbank.
- *Seniorgjeldsbrevlån* med førsteprioritets sikkerhet i fast eiendom, første- eller andreprioritets sikkerhet i omløpsmidler, samt sikkerhet i immaterielle eiendeler. I tillegg kommer sikkerhet i aksjene i oppkjøpskandidaten med eventuelle døtre. Lånet ytes normalt av en forretningsbank i tilknytning til en trekkfasilitet.
- *Underordnet seniorgjeld*, mezzaninefinansiering eller high yield-obligasjoner, usikret eller sikret med prioritet etter ovennevnte gjeldstyper. Dette tilrettelegges av investeringsbanker eller LBO-investeringselskapet, og investorene er i hovedsak forsikringselskaper, pensjonsfond og andre institusjonelle investorer.
- *Salg med tilbakeleie* eller annen spesielt innrettet finansiering mot spesifikke eiendeler. Denne type finansiering kan strekke seg fra salg av bygninger for egen virksomhet med tilbakeleie til å sette ut driften av selskapets IT-funksjoner inklusive eierskap av maskinvaren.
- *Selgerkreditt*, sikret eller usikret, eventuelt med konverteringsrett til aksjer.
- *Preferanseaksjer til selger* med for eksempel rett til å konvertere til et usikret lån. Det er et alternativ til selgerkreditt.
- *Preferanseaksjer eller ordinære aksjer utstedt til en uavhengig tredjepart*, for eksempel til et LBO-investeringselskap eller en av långiverne.
- *Ordinære aksjer utstedt til kjøperen* og kjøperens investorer via et LBO-investeringsfond, ledelsen og ansatte.
- *Tegningsretter eller opsjoner til å tegne ordinære aksjer* som kan utstedes til alle involverte långivere eller til selgeren. Dette gir ikke direkte finansiering, men motiverer til å bidra med lånefinansiering.

Størrelsen på de forskjellige lagene bestemmes først og fremst ut fra de enkelte långivernes ønskede eksponering. Långivernes indikasjon på hvor mye de er villige til å låne ut, er i tillegg til rente, tilbakebetalingstid og sikkerhet basert på en vurdering av låntakernes betjeningskapasitet.

Hovedmålsettingen er som nevnt å maksimere summen av seniorgjelden. Tilbyderne av seniorgjelden vil normalt sette nokså strenge krav til finansielle nøkkeltall, som medfører at selskapet vil ha kapasitet til å betjene mezzaninegjelden. Når mezzaninegjelden er dekket betjeningsmessig, bør det også være noe betjenings-evne igjen slik at en kan overtale selgeren til å gå med på en selgerkreditt.

Det innhentes normalt bud fra flere potensielle långivere for de forskjellige låneinstrumentene. Deretter velges de tilbude- ne som til sammen utgjør den beste pakken for låntakeren, som presenteres samlet

for de enkelte långiverne før låntakeren har forpliktet seg i forhold til tilbudene. Hensikten med rekkefølgen i prosessen er å unngå å brenne broene til de långiverne som ikke er med i første omgang, i tilfelle kjøperen trenger å endre på finansieringspakken etter innsigelser fra andre långivere. Vår erfaring tilsier at det er nødvendig å opprettholde dialogen med flere alternative långivere gjennom hele prosessen for å sikre seg mot uventede avslag. I tillegg kan framgangsmåten få fram en viss konkurranseånd blant långiverne.

Vi vil nå beskrive kjennetegnene ved seniorgjeld, mezzaninegjeld, selgerkreditt og egenkapital fra LBO-fond mer detaljert.

Seniorgjeld

Ideelt sett bør seniorlångiveren (-långiverne) kontaktes først ettersom de representerer den viktigste og største delen av finansieringen. Hvis seniorlångiverne ikke er villige til å yte finansiering, kan ikke oppkjøpet gjennomføres, og det bør avklares før en eventuelt bruker ytterligere midler i prosessen med å forhandle fram en oppkjøpsavtale og finansieringspakke. Oppkjøpsplanen blir initielt presentert til bankene i form av en «bank-book». Den inneholder et kort sammendrag som beskriver oppkjøpet og oppkjøpskandidaten. Videre inneholder presentasjonen en indikasjon på finansieringsbehovet, budsjetter som viser estimerte resultater, og en kontantstrøm som er tilstrekkelig til å dekke arbeidskapitalbehovet og betjening av gjeld. I tillegg må presentasjonen vise en balanse som synliggjør de eiendeler som tilbys som sikkerheter. Kundeansvarlig i banken vil deretter, hvis vedkommende tror banken kan yte lånet, foreta videre undersøkelser

og analyser av oppkjøpskandidaten og finansieringsstrukturen før saken eventuelt fremmes for bankens kredittkomité.

De sentrale forholdene en bank vurderer gjennom en kredittanalyse, er:

- likvideringsverdien av sikkerhetene
- troverdigheten i låntakerens finansielle budsjetter
- om låntakerens budsjetterte kontantstrømmer er tilstrekkelige til å betjenes selskapets samlede gjeld
- om eventuelle planlagte salg av eiendeler kan gjennomføres tilstrekkelig hurtig til å betjene nedbetalingsgjelden, eventuelt redusere trekket på trekkfasiliteten
- selskapets generelle inntjeningssevne og bransjens attraktivitet og framtidsutsikter
- størrelsen på mezzaninegjelden (og mezzaninelångiverens (-långivernes) kapasitet til å bidra med tilleggsfinansiering som assistanse til seniorlångiveren i en krisesituasjon)
- størrelsen på egenkapitalelementene långiverne vil motta i forbindelse med at de yter seniorlånet
- størrelsen på provisjonene/gebyrene i forbindelse med utbetaling av lånet

Når saken eventuelt er godkjent i bankens besluttende organ, utstedes det et bindende tilbudsbrief. Eventuelle forhandlinger omkring betingelsene bør gjøres før saken behandles i kredittkomiteen. Kundeansvarlig vil gjerne som en del av sin saksang presentere et utkast til tilbudsbrief til låntakeren før saken behandles og eventuelle forhandlinger om betingelser gjennomføres. Etter at saken er behandlet i kredittkomiteen, vil det være vanskeligere

å endre på vilkårene fordi det ofte medfører at saken må opp til ny behandling i banken.

Tilbudsbrevet angir blant annet størrelsen på lånet, andelen av lånet som er henholdsvis gjeldsbrevlån og trekkfasilitet. Det angir også prising og dessuten behovet for sikkerheter og i hvilken grad underordnede långivere kan innta andre- og tredjeprioritets sikkerhet i de samme eiendelene. Videre vil det være krav til resterende finansiering, herunder blant annet egenkapital, samt spesifikasjon over hvordan midlene skal anvendes.

Gebyr- og prisingsstrukturen varierer fra bank til bank i forhold til det spesifikke oppkjøpet. Generelt kan en forvente at banken vil kreve et gebyr på mellom 1 og 2,5 % ved utbetaling av lånet. Renten vil normalt være en basisrente (for eksempel LIBOR¹⁰) pluss 1–2 %.

Et annet sentralt element i en lånekontrakt er såkalte misligholdsklausuler, som vanligvis er noe mer omfattende i et tilbud om LBO-lånefinansiering fordi risikoen for långiver er høyere enn normalt. Hensikten med klausulene er å

- forplikte låntakeren til å drive det oppkjøpte selskapet i henhold til forretningsplanen som lå til grunn for bankens beslutning
- fange opp signaler om at selskapet ikke drives i henhold til forretningsplanen eller negativ økonomisk utvikling, så tidlig som mulig
- beskytte bankens sikkerheter
- forhindre at penger eller eiendeler «siver» ut av låntakeren, for eksempel i form av dividendeutbetalinger, investeringer og ekstraordinære utbetalinger til ledelsen
- sette banken i posisjon til å utøve sine rettigheter som långiver ved å erklære mislighold som følge av brudd på misligholdsklausuler på et så tidlig stadium som mulig hvis selskapets utvikling avviker sterkt fra opprinnelige prognoser

De endelige lånekontraktene inklusive misligholdsklausuler og utbetalingsvilkår vil være relativt komplekse og unike for det enkelte oppkjøp. Ved store oppkjøp er ofte syndikering av lånet nødvendig for å spre risikoen på flere banker.

Mezzaninefinansiering

Mezzaninefinansiering er en samlebetegnelse for låneinstrumenter som risiko- og avkastningsmessig plasseres mellom seniorgjeld og ordinær aksjekapital. High yield-obligasjoner, tidligere kjent som «junk bonds», plasseres seg også i dette sjiktet. Vi vil videre gå nærmere inn på det som vanligvis klassifiseres som mezzaninefinansiering, og deretter high yield-obligasjoner.

Mezzaninefinansiering er underordnet senorgjeld. Med underordnet menes for det første at mezzaninelån ikke har sikkerhet i låntakerens eiendeler, eventuelt sikkerhet med prioritet etter senorgjelden. For det andre innebærer det at senorgjelden skal betjenes foran den underordnede gjelden i tilfelle selskapet har betalingsproblemer. Videre vil det være færre og mindre restriktive misligholdsklausuler knyttet til slik gjeld. Resultatet er at en får et finansieringsinstrument som i likhet med egenkapital står som en buffer foran senorgjelden, men betjeningsmessig rangert foran egenkapitalen.

Mezzaninelån er private i den forstand at de ikke utstedes på et offentlig marked

med regulert andrehåndsomsetning. Renten er variabel, det vil si at den reguleres i forhold til en markedsrente, for eksempel LIBOR. Normalt tillates ikke betjening av avdrag på mezzaninegjeld før seniorgjelden er innfridd. Løpetiden på mezzaninegjeld er derfor lengre og varierer fra 5 til 12 år. Når det gjelder form, struktur, prising og avkastning, finnes det utallige varianter. En kan allikevel foreta følgende grove kategorisering:

- *Privat high yield* er underordnet seniorlån og har tilnærmet ordinære misligholdsklausuler og sikkerheter med prioritet etter seniorgjeld. Lånet prises normalt til LIBOR + 6–12 %. Renten betales løpende, og det er ingen kompensasjoner utover dette, slik at forventet internrente er lik den løpende renten. (Benevnes også «stretched senior debt».)
- *Tradisjonell mezzanine* er lik privat high yield når det gjelder rangering i forhold til seniorgjeld. Lånet prises normalt til LIBOR + 3,5 %, som betales løpende. I tillegg kommer et egenkapitalelement i form av for eksempel opsjoner til å tegne ordinære aksjer, tegningsretter, deling av overskudd eller en innfrielsespremie. Inklusive dette vil forventet internrente på et slikt lån være LIBOR + 10–13 %.
- *Juniormezzanine* utstedes i form av et lån uten sikkerheter eller preferanseaksjer, eller en kombinasjon av disse. Lånet har færre og mindre restriktive misligholdsklausuler enn tradisjonell mezzanine og er underordnet tradisjonell mezzanine og privat high yield. Renten er omtrent LIBOR + 6–7 %, hvorav halvparten betjenes løpende, mens den resterende andelen akkumuleres og tillegges hovedstolen og betales når denne innfris. I tillegg kommer et noe sterkere innslag av egenkapitalelementer, slik at den forventede internrenten ligger på LIBOR + 11–15 %.
- *Senioregenkapital* utstedes normalt som preferanseaksjer eller i kombinasjon med lån. Instrumentet er underlagt all annen gjeld og har ikke misligholdsklausuler. Det kan også ha formen konvertibelt lån. Kun en mindre del av en rente på normalt LIBOR + 3,5 % betjenes løpende med kontanter. Med tillegg av de suksessbetingede prisingselementene vil forventet internrente være LIBOR + 12–20 %.

Mezzaninefinansiering kombinerer lån og egenkapital og krever derfor at investoren har kompetanse innenfor både egenkapitalinvesteringer og kredittvurdering for å kunne foreta en investeringsbeslutning. Investorene er vanligvis institusjoner som enten investerer direkte eller via et mezzaninefond. I tillegg er det flere europeiske banker som har spesialiserte enheter som yter mezzaninefinansiering. Utstederen av et mezzaninelån vil ofte benytte seg av en investeringsbank for tilrettelegging og plassering av lånet.

High yield-obligasjoner

High yield-obligasjoner skiller seg distinkt fra annen mezzaninefinansiering ved at de utstedes på et offentlig marked og er likvide ved at de omsettes på et regulert andrehåndsmarked. High yield-utstedelser er normalt større (minimum NOK 1 milliard) enn andre mezzanineinstrumenter fordi en viss størrelse er nødvendig for å sikre likvi-

ditet på andrehåndsmarkedet. Det er knyttet færre og mindre restriktive misligholdsklausuler til high yield enn til annen mezzaninefinansiering. Dette har blant annet sammenheng med at de er likvide, og at investorene derfor har mindre behov for direkte kontroll over selskapets ledelse. Obligasjonene har en løpetid på 3–5 år før de kan innfris, ofte mot en premie. Investorer i high yield-obligasjoner forventer en avkastning på 11–14 % p.a. inklusive kupongrenten og eventuelle egenkapitalelementer. Kapitalkostnaden er 2–3 % lavere sammenlignet med snittet for mezzaninefinansiering. På tross av høyere kapitalkostnad foretrekkes i mange tilfeller mezzaninefinansiering av følgende grunner:

- High yield-obligasjoner er mindre fleksible enn mezzaninelån med hensyn til skreddersøm i forhold til det utstedende selskap.
- I tillegg betjenes hele renten løpende, noe som resulterer i en større belastning på låntakerens kontantstrøm i de første årene etter oppkjøpet.
- Kostnadene ved utstedelse av high yield-obligasjoner er normalt høyere enn for mezzaninelån. Det påløper relativt høye kostnader i forbindelse med utforming av prospekt, innhentelse av «rating» fra et anerkjent «rating»-byrå, omfattende bruk av rådgivere og presentasjoner for et relativt høyt antall investorer.
- High yield-markedet er mer volatil enn mezzaninemarkedet, og det gjør utstedelse og eventuell innfrielse av slik gjeld mer risikobetonet.

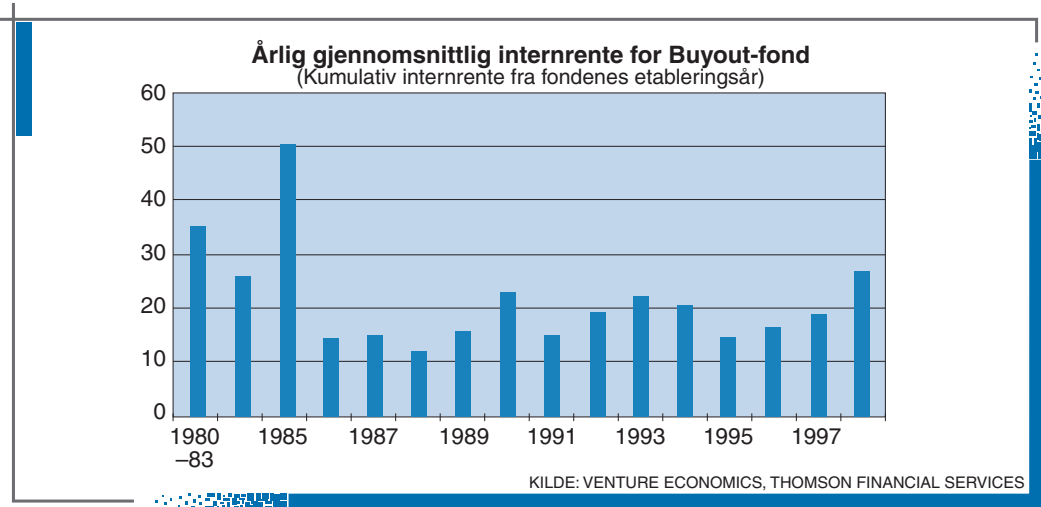
Selgerkreditt

I LBO-er hvor oppkjøpskandidaten er en divisjon som skilles ut fra et konsern, kan selgeren være villig til å yte delfinansiering. Finansieringen gis i form av et underordnet lån med en egenkapitalkomponent, for eksempel tegningsretter. Lånet er normalt rangert etter den ordinære mezzaninefinansieringen. Selgeren motiveres til å yte finansieringen ved at vedkommende får muligheten til å delta i en eventuell gevinst når oppkjøpsinvestorene realiserer sin investering. I noen tilfeller kan selgerkreditt være attraktivt for selgeren fordi en «kosmetisk» høyere pris annonseres (medregnet selgerkreditten).

Forholdet mellom kreditorene

Den lagvise finansieringen med bruk av flere typer gjeldsinstrumenter fra forskjellige långivere representerer en utfordring i forhold til fordeling av rettigheter mellom kreditorene. Det dreier seg hovedsakelig om fordeling av sikkerhetene og rangering av låntakernes prioritet i hvert enkelt pantobjekt, samt i hvilken rekkefølgen gjelden skal betjenes hvis låntakeren ikke er i stand til å innfri alle sine forpliktelser. I tillegg skal misligholdsklausulene harmoniseres i forhold til låneinstrumentenes rangering.

Låntakeren bør prøve å løse alle potensielle problemer så tidlig som mulig i prosessen når det fremdeles er konkurranse mellom långiverne. Långiverne og eventuelle rådgivere har ikke de samme insentiver som selger og kjøper i forhold til å gjennomføre transaksjonen og kan derfor bruke lang tid på detaljer og spissfindigheter. Låntakeren bør derfor unngå at långiverne forhandler direkte seg imellom. Ved å opptre som mellommann og utøve «shuttle



Figur 3

diplomacy» sikrer låntakeren seg kontroll over forhandlingsprosessen mellom långiverne. Låntakeren kan selvfølgelig presentere et komplett løsningsforslag for alle kreditorene, men problemet er at låntakeren ikke vet nøyaktig hva den enkelte kreditor vil kreve, og risikerer således å «gi bort» rettigheter som kunne vært utnyttet bedre. Det anbefales derfor at låntakeren lar långiverne ta initiativet, men beholder styringen på prosessen fram til en endelig avtale mellom alle långiverne foreligger.

Egenkapitalfond

Egenkapitalen som benyttes til lånefinansierte oppkjøp, tilføres vanligvis fra såkalte «private equity»-fond som er spesialisert innenfor oppkjøp, «buyout»-fond. Disse fondene innhenter kapital fra private og institusjonelle investorer og bruker kapitalen til å gjøre investeringer i en portefølje av selskaper. Investeringene kan gjøres i form av egenkapital eller mezzanineinstrumenter.

Fondene forvaltes av selvstendige forvaltningsselskaper og kan etableres for en spesifikk investering som presenteres for investorene før de kommitterer seg med kapital. Alternativt kan fondet etableres som et åpent fond hvor investeringene identifiseres og gjennomføres etter at investorene har kommittert sin kapital.

Partnerne og medarbeiderne i forvaltningsselskapet er spesialister på gjennomføring og oppfølging av oppkjøpsinvesteringer, og tilfører porteføljeselskapene betydelig kompetanse som aktive eiere. Oppfølgingen skjer gjennom aktiv styredeltakelse og direkte kontakt med selskapets ledelse. Forvaltningsselskapene besitter også den nødvendige spisskompetansen, og et omfattende nettverk av rådgivere og finansinstitusjoner, innen oppkjøpsfinansiering.

De mest kjente fondene i USA inkluderer Kohlberg, Kravis og Roberts og Forstmann Little. Nordic Capital, Industriekapital og Scandinavian Equity Partners er

nordiske aktører med spesiell kompetanse innenfor «buyout»-investeringer.

Figuren under viser årlig avkastning til aksjonærene i amerikanske og europeiske «buyout»-fond. Den gjennomsnittlige avkastningen over hele perioden er målt til 19,5 %.¹¹

De siste fem årene er det blitt etablert flere europeiske forvaltningsmiljøer som har spesialisert seg på mezzaninefond, for eksempel Mezzanine Management Ltd, Indigo Capital Ltd og Nordic Mezzanine Ltd. Disse fondene struktureres på samme måte som egenkapitalfond. Den årlige gjennomsnittlige avkastningen for amerikanske og europeiske mezzaninefond har i perioden 1994–1999 vært 14,5 %.¹²

SKATTEMESSIGE OG REGNSKAPSMESSIGE FORHOLD

Valg av transaksjonsstruktur har skattemessige implikasjoner. Transaksjonsstrukturer over landegrensar krever ekspertise både på de enkelte nasjonale skatteforhold og de enkelte skatteavtaler som foreligger mellom impliserte nasjoner. Alternative transaksjonsstrukturer i forbindelse med et oppkjøp bør alltid kvalitetssikres av en rådgiver innenfor fagområdet skatt. Videre må en ved vurdering av transaksjonsstrukturer være oppmerksom på at under norsk lovgivning er regnskapsloven og skatteloven utfyllende sammen med aksjeloven i forhold til egenkapitaltransaksjoner i aksjeselskap.

SÆRNORSKE FORHOLD Finansinstitusjoner

Norske banker har hatt en relativt restriktiv utlånspolitikk siden finanskrisen i begynnelsen av 1990-tallet, og har først de seneste årene opprettet egne avdelinger og

finansieringsrammer for oppkjøpsfinansiering. Sparebanken NOR og DnB bidro som kjent med finansiering da TRG BV gjennom et frivillig tilbud kjøpte opp Aker RGI, noe som utløste en ganske opphetet debatt om lånefinansierte oppkjøp. I ettertid har blant annet DnB ved konsernsjef Svein Aaser uttalt at de ser denne type finansiering som en naturlig del av sin forretningsvirksomhet.¹³ Den økende tilstedeværelsen av utenlandske banker i Norge med kompetanse innenfor lånefinansierte oppkjøp har også medvirket til at norske banker har oppgradert sitt tjeneste- og finansieringstilbud. Vår erfaring er imidlertid at det tar tid å bygge opp slik kompetanse, og i mellomtiden bør utenlandske banker vurderes som mulige långivere i slike transaksjoner.

Juridiske forhold

Mediedebatten som oppstod i forbindelse med Aker RGI-transaksjonen, reiste spørsmålet om denne typen finansiering strider mot allmennaksjelovens § 8–10, som i første ledd blant annet inneholder forbud mot at et selskap stiller midler til rådighet i forbindelse med erverv av aksjer i selskapet. Juridisk sett er det liten tvil om at § 8–10 i allmennaksjeloven ikke er til hinder for at et selskap kan utbetale utbytte eller foreta andre former for legal utdeling av selskapskapital, selv om én av aksjonærene vil benytte dette utbyttet til å finansiere lån som er opptatt i forbindelse med erverv av aksjer i selskapet. Et lånefinansiert oppkjøp gjennomført etter trinnsmodellen, det vil si først 100 % aksjeerverv og deretter fusjon mellom det oppkjøpende selskap og oppkjøpskandidaten, er heller ikke lovstridig i forhold til

§ 8–10. Forutsetningen er at fusjonen er gjennomført lovlig i henhold til allmennaksjelovens kapittel 13.

Politiske forhold

Hva gjelder politiske forhold, vil det antakeligvis ikke bli mer interesse enn normalt ved et oppkjøp av et større norsk børsnotert selskap. Politikerne har primært fokus på arbeidsplasser og andre samfunnsmessige hensyn. Det har vært flere eksempler på at utlendinger har kjøpt relativt store norske selskaper, for eksempel Dyno og Freia, uten at det har vært særlig problematisk i forhold til ervervsloven, som er et av de midlene som eventuelt kan brukes for å regulere slike transaksjoner.

Aksjonærforhold

Et annet forhold som kan ha hatt en begrensende effekt i forhold til oppkjøp av norske børsnoterte selskaper, og spesielt konglomerater, er den store andelen av krysseie og eierkonsentrasjon innenfor norske børsnoterte selskaper. Et eksempel er Orklas posisjon i Elkem i forhold til Alcoas eventuelle ønske om kontroll over Elkem. Det er heller ikke uvanlig at konsernsjefene sitter i styrene til hverandre og har visse uformelle nettverk som kan være vanskelige å overvinne for utenforstående.

FORUTSETNINGER FOR VELLYKKET GJENNOMFØRING

De overordnede forutsetningene for å lykkes med et lånefinansiert oppkjøp kan oppsummeres slik:

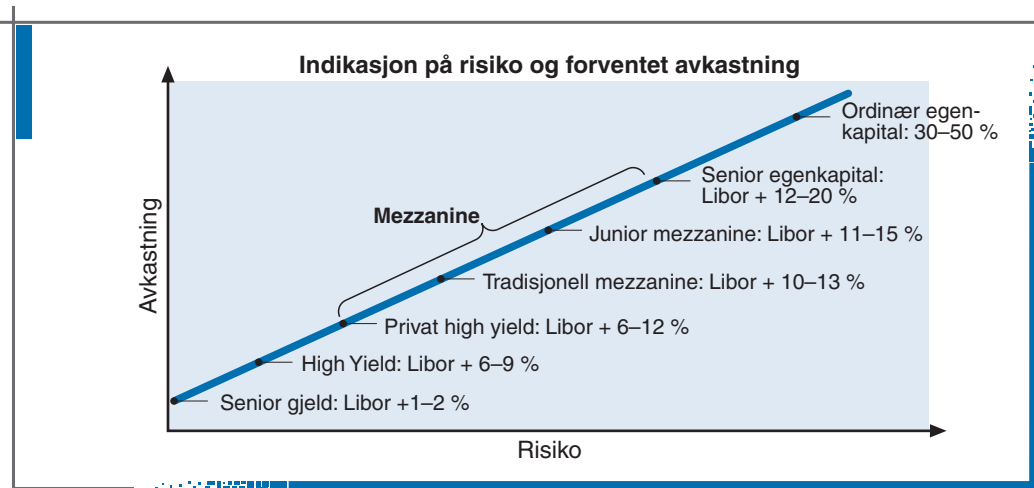
- Investeringsbanken eller investerings-selskapet som har ansvaret for gjennomføringen, må ha spisskompetanse innenfor lånefinansierte transaksjoner.
- Kjøperen eller den som har ansvaret for gjennomføringen av oppkjøpet, bør ha etablert relasjoner med finansinstitusjoner og andre finansieringskilder som har kompetanse innenfor lånefinansierte transaksjoner.
- Det må ligge til grunn en solid forretningsplan, basert på grundige analyser av selskapet, bransjen og de makroøkonomiske forholdene, for utvikling av målselskapet etter at transaksjonen er gjennomført.
- Finansieringsstrukturen må være tilpasset selskapets forretningsplan og være tilstrekkelig dynamisk til å håndtere uventede positive og negative utfall.

Vi antar at en i tiden framover vil se flere oppkjøp av norske børsnoterte selskaper, og at flere av disse vil være basert på lånefinansiering. Det er en naturlig utvikling etter hvert som det norske finansmarkedet modnes og aktørene tilegner seg den kompetanse som er nødvendig for å gjennomføre slike transaksjoner. □

Litteraturlisten finner du på Magma's hjemmeside: <http://www.fagbokforlaget.no/magma/>

NOTER

- ¹ «Junk bonds», i dag oftest kalt «high yield bonds», er obligasjoner med høyere risiko enn ordinære obligasjoner. De er beskrevet nærmere senere i artikkelen.



Figur 4

- ² Et oppkjøp defineres som fiendtlig når målselskapets ledelse og styre ikke er positivt innstilt til oppkjøpstilbudet.
- ³ Sidene 38–39: *The New Financial Capitalists – Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*; George P. Baker og George. David Smith; Cambridge University Press 1998.
- ⁴ Lichtenberg & Siegel (1989), Kaplan (1989), Abbie Smith (1989).
- ⁵ «Management Buyouts: Evidence on Post-Buyout Operating Changes», Steven Kaplan, *Journal of Financial Economics*, 1991; «Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts», Abbie Smith, *Journal of Financial Economics*, 1991; «Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs», Chris Muscarella and Michael Vetsuypens, Southern Methodist University working paper, 1988.
- ⁶ Kilde: Venture Economics, Thomson Financial Services, 2001.

- ⁷ Veiet gjennomsnitt over fem studier: Dodd og Ruback (1977), Bradley (1980), Kummer og Hoffmeister (1978), Jarrell og Bradley (1980), Bradley, Desai og Kim (1983, 1988) og Ruback (1983).
- ⁸ Forenklet verdsettelse av finansielle instrumenter basert på multiplisering av nøkkeltall som driftsresultat eller nettoresultat. Multipliseringsfaktoren beregnes på grunnlag av sammenlignbare transaksjoner.
- ⁹ Lån uten eller med svakere sikkerheter enn senorgjeld. Det har til gjengjeld høyere rentesats og for eksempel rett til konvertering til egenkapital.
- ¹⁰ London Interbank Offer Rate.
- ¹¹ Kilde: Venture Economics, Thomson Financial Services, 2001.
- ¹² Kilde: Venture Economics, Thomson Financial Services, 2001.
- ¹³ Aftenposten, 31.07.2000.