

# Restrukturering gjennom management buyout

*Forfatterne søker med artikkelen å sette søkelyset på management buyout (MBO) – som en mulig løsningsmodell i forbindelse med restrukturering av virksomheter. Forfatterne mener også at MBO frem til dags dato fremstår som en ubenyttet mulighet for selgere av norske virksomheter, spesielt for de av mindre størrelse. Utenlandsk statistikk viser til et utbredt innslag av ledelsesdrevne eierskifter, en trend forfatterne også forventer vil utvikle seg i Norge, dog ikke i like stort omfang. Artikkelen fokuserer på MBO sett i lys av dagens markedssituasjon. Artikkelen inneholder også et praktisk eksempel fra en vellykket norsk MBO.*

For mange ledere vil det å ha muligheten til å eie virksomheten de leder, være en drøm. Som en sentral person i ledelsen av et selskap, spesielt hvis man selv har bygget den opp, kan det å kjøpe virksomheten derfor være et naturlig neste steg. For enkelte kan denne muligheten før eller siden oppstå.

Selv om man som leder kan være meget dyktig i styringen av selskapet man leder, vil det å kjøpe opp virksomheten være noe man som leder normalt har lite erfaring med. Dette er ofte en svært ressurskrevende og intensiv prosess som krever betydelige kapitalkilder, så vel som profesjonell juridisk og regnskapsmessig/finansiell bistand. Denne artikkelen søker å belyse en del forhold relatert til en MBO og prosessen man går inn i. For å forstå en MBO prosess vil vi først definere hva en management buyout egentlig er:

*«En management buyout er en transaksjon hvor et selskap, datterselskap eller divisjon blir kjøpt eller tatt over av et nytt selskap hvor*

*ledelsen i det oppkjøpte selskapet blir (del) eiere».*

## MBO – historikk

Management buyouts har gjennom en periode på over 40 år vært en omfangsrik form for eieroverdragelse.

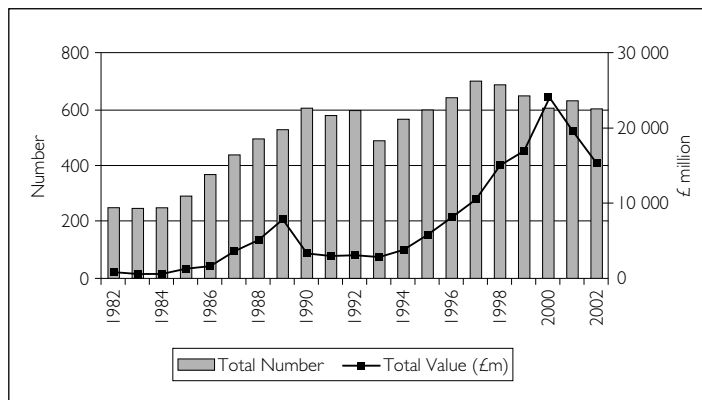
MBO utkjøpene startet opprinnelig i USA på 60-tallet, ved eieroverdragelser fra opprinnelige stiftere og eiere av små og mellomstore bedrifter til ledelsen. Banklån ble etter hvert ikke tilstrekkelig finansiering og finansmarkedene utviklet nye produkter uten sikkerhet og med prioritet etter de fullsikrede lånene. På 70- og 80-tallet ble utviklingen drevet av at de store konglomeratene refokuserte på kjernevirksomhet. Denne refokuseringen medførte blant annet salg av divisjoner og ikke-kjernevirksomheter til ledelsen sammen med eksterne investorer. Søken etter nye forretningsmuligheter førte til kjøp av børsno-

BÅRD BRATH  
INGERØ<sup>1</sup>

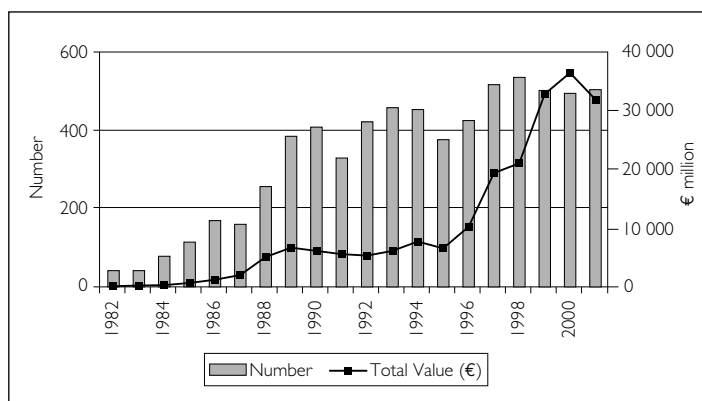


VIDAR  
LUNDBERG<sup>2</sup>

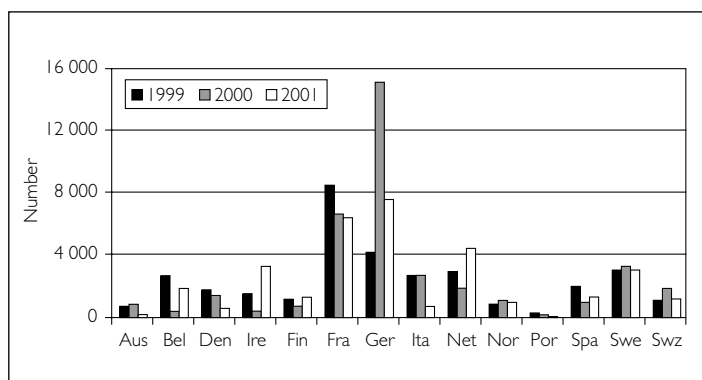




Figur 1 Utvikling Buyouts/Buyins, UK, 1982–2002



Figur 2 Utvikling Buyouts/Buyins, Kontinental Europa 1982–2001



Figur 3 Buyouts per land – Verdi av transaksjoner (£m)

terte selskap med utstrakt bruk av lånefinansiering eller såkalte leveraged buyouts (LBO).

Denne type transaksjon eller overdragelse representerer en ikke ubetydelig andel av alle transaksjoner som har skjedd i denne tidsperioden. Selgere av bedrifter har erfart at de gjennom salg til den eksisterende ledelsen av bedriften kan maksimere egen avkastning. Ledelsen har også erfart at de gjennom kjøp av virksomheten har muligheten til ta del i den potensielle fremtidige verdiskapningen som ligger der. Statistikken viser at denne form for eieroverdragelse er mer utbredt i USA og UK enn den er i Norge. For mange eiere av norske virksomheter kan dermed denne form for eieroverdragelse fremstå som en ubenyttet mulighet.

### Management buyouts i Europa

MBO er en utbredt løsningsmodell i Europa ved eierskifter. I UK, som har et godt utviklet statistisk materiale ved transaksjoner<sup>5</sup>, har den historiske trenden vært som i figur 1.

Antallet MBOer i UK var i 2002 nærmere 600. Transaksjonsverdien av disse MBOene lå på i overkant av 170 milliarder kroner, som tilsvarer en snittverdi på ca. 280 millioner kroner per transaksjon. Den totale verdien av disse transaksjonene tilsvarer ca. 20 % av det norske statsbudsjettet for 2003<sup>6</sup>. Man ser av utviklingen at verdien av transaksjonene varierer i takt med den generelle konjunkturutviklingen, men at trendutviklingen for denne type eieroverdragelser er stigende. Se figur 2.

I Europa for øvrig ser man at dette er et type eierskifte som blir mer og mer vanlig. Statistikk for kontinental Europa viser at antallet MBOer var i overkant av 500 for 2001. Transaksjonsverdien av disse MBOene lå på i overkant av 250 milliarder kroner, eller 30 % av et norsk statsbudsjett (2003)<sup>7</sup>.

Hvis man ser på statistikken innen de forskjellige europeiske landene, ser man at MBO ved eierskifter er langt mer utbredt i land som

Nederland og Sverige enn i Norge. I Tyskland ser man et drastisk fall i fra toppåret 2000, men fortsatt er det betydelig utbredt med en samlet transaksjonsverdi på omkring 60 milliarder kroner. Situasjonen i Tyskland skyldes i hovedsak en omlegging av skattesystemet som får konsekvenser for den skattemessige behandlingen av MBOer. Se figur 3.

### **MBO – en egen industri!**

Samlet sett viser tallene at dette har blitt en egen industri som man spesielt i Norge bør legge merke til og ta inn over seg. Dette gjelder både for norske eiere, ledere og kapitalkilder, så vel egenkapitalkilder som de som driver med fremmed-kapitalfinansiering. Vår erfaring er at norske banker ligger langt etter når det gjelder kunnskap om denne type kjøpsform og dermed mangler evnen til å være med å finansiere denne type eieroverdragelser. Dette skyldes blant annet liten utbredelse av MBOer i Norge.

En utfordring og kanskje årsak til at MBO er mer utbredt i for eksempel UK enn i Norge er finansieringsevnen til ledelsen. Ledere i UK har generelt langt høyere lønninger enn deres norske kollegaer. I Norge har man også en jevnere formuesfordeling enn i UK. Britiske ledere har dermed en langt større finansieringsevne enn norske ledere. MBO i Norge vil derfor i mange tilfeller begrenses til virksomheter som er av mindre størrelse. Transaksjoner av spektakulær art eller størrelse vil derfor kun gjennomføres i et begrenset antall.

### **MBO – eksempler fra Norge**

Noen eksempler på større MBO transaksjoner i Norge er Kværner Maritime, Veidekke, Valmarine, Norwegian Beverage Group, Polymon (tidligere Hydro- virksomhet) Kværner Olje & Gass i Sandefjord og Røstvold System. Flere av disse transaksjonene har blitt gjennomført i tett samarbeid med profesjonelle norske finansielle rådgivere og private equity<sup>8</sup>

investorer. En solskinnshistorie innen MBO i Norge handler om Kongsberg-bosatte Svein Thorsen som dukket opp øverst på ligningslistene for 2001. Thorsen pantsatte hus og hjem i 1997 og kjøpte opp selskapet Valmarine for 10 millioner kroner sammen med tre kollegaer. Valmarine lager styresystemer for det kommersielle skipsmarkedet<sup>9</sup>. I 2001 solgte de selskapet til det kanadiske konsernet CAE for 350 millioner kroner og alle fire havnet dermed blant de ti øverste på inntektslisten for 2001 i Norge.

## **Kjennetegn ved en MBO**

Hva kjennetegner så en god MBO-mulighet? Majoriteten av MBOer finner sted i stabile, modne selskaper med en etablert «track record» på å generere sterke og solide kontantstrømmer. Naturligvis vil investorene se etter MBO-muligheter der man kan få en høy avkastning i forhold til den risikoen man tar. Man vil derfor se etter tradisjonelle bedrifter med et solid fundament. En ideell transaksjonskandidat vil inneha følgende egenskaper:

- God kontantbeholdning
- Attraktiv pris
- Sterk fremtidig kontantstrøm
- God gjeldskapasitet
- Sterk ledelse
- Attraktiv industri
- Sterk markedsposisjon
- Klar «exit» strategi (4–7 år)

Selvfølgelig vil ikke alle disse egenskapene være tilstede ved enhver transaksjon, og mange vellykkede transaksjoner vil finne sted hvor andre faktorer enn disse var utslagsgivende for suksessen.

### Når oppstår en MBO mulighet?

En MBO kan være eierdrevet, ledelsesdrevet eller bransjedrevet/markedsdrevet.

- MBOen er typisk eierdrevet når det er store selskaper som omorganiserer, rasjonaliserer eller når det er strategiendringer. Fokus på kjernevirksomhet er en typisk årsak til salg av divisjoner eller avdelinger. Andre faktorer kan være når det er mangel på prioritering og kapital fra morselskap eller ved generasjonsskifter hvor nye generasjoner ikke ønsker å ta over.
- Ledelsesdrevet MBO kjennetegnes ved at ledelsen er den part som tar initiativet til kjøp av virksomheten eller avdelingen. Dette kan oppstå når endrede rammebetingelser skaper muligheter som ikke dagens eiere ønsker å utforske, men som ledelsen mener virksomheten må tilpasses etter for å skape videre lønnsom vekst.
- Bransjedrevet/markedsdrevet MBO oppstår typisk i kunnskapsdrevet industri og ikke-kapitalintensiv industri, i vekstbransjer og i bedrifter hvor man har en sterk ledelse. Samtidig kan det oppstå i selskaper som er i en vanskelig markedssituasjon.

### MBO sett i lys av dagens markedssituasjon

Hvis man ser på antallet eierskifter i lys av dagens markedssituasjon ser man at det skjer færre transaksjoner nå enn hva som fant sted for et par år siden. Fallende verdivurderinger av selskaper og mangel på risikovillig kapital er kjente trekk ved dagens marked. De to vanligste former for eierskifter er 1) på, eller ved introduksjon til en børs og 2) såkalte strategiske salg hvor et annet selskap er kjøper. Begge former har lidd under den negative konjunkturviklingen. Dette har bidratt til at selgere av virksomheter er nødt til å se etter andre kjøpere enn de tradisjonelle. MBO ser ut til å være en

alternativ form for eierskifter i dagens marked. I takt med fallende prising av selskaper, kan nettopp ledelsen være en attraktiv motpart for selgere av selskaper. Hvis det er noen som har forutsetning for å se verdien i virksomheten og som er villig til å betale hva den er verdt, så bør det nettopp være ledelsen.

## Finansiering

Det som normalt er den store utfordringen for ledelsen er evnen til å kunne finansiere et oppkjøp av virksomheten. Samtidig må man tidlig i prosessen kunne synliggjøre både evnen og viljen til finansiering overfor eksisterende eiere. Nedenfor vil vi gi en nærmere beskrivelse av ulike sider ved finansiering.

### Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen i typiske selskaper som har vært gjennom en MBO fase er i dag svært forskjellig fra 1980- og 1990-tallet<sup>10</sup>. Mange av de mislykkede MBOene på 80- og 90-tallet kjennetegnes ved manglende evne til å betjene enorme låneopptak. Effekten av denne lærdommen ser man på utviklingen i egenkapitalandelen i MBOer i USA i perioden 1980–2000. Fra en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 9,7 % i 1980 har man i 2000 en andel på rundt 35–40 %<sup>11</sup>. Det finnes ingen fasit på hvor stor egenkapitalandelen bør være, men kapitalstrukturen må være slik at man gir egenkapitalinvestorene en akseptabel avkastning på investert kapital. Samtidig må selskapet ha nok finansiell fleksibilitet til å finansiere videre vekst i tillegg til å betjene gjelden. Generelt kan man si at kapitalstrukturen bør være slik at man hensyntar alle parter, det være seg ansatte, selgere, ledelse og sist men kanskje viktigst selskapet selv. Generelt kan man si om kapitalstruktur at; «man må ha stor nok gjeld til at ledelsen står opp om

morgenen, men ikke så høy at de ikke får sove om natten».

### **Kapitalkostnad**

Typiske fremmedkapitalkilder er finansinstitusjoner som banker og forsikringsselskaper. Gjeld er mindre dyrt enn egenkapital av to grunner:

- 1 Egenkapital innebærer større risiko enn gjeld da det har prioritet etter gjeld når det gjelder tilgangen til kontantstrømmer og verdier i boet ved likvidering. Egenkapitalinvestorene vil derfor forlange høyere avkastning enn lånegivere.
- 2 Lånekostnader blir fratrukket overskuddet, mens utbytteutbetalinger til egenkapitalkilder er skattebelastet. Det blir derfor mer kostbart for en virksomhet å gi en bestemt egenkapitalavkastning enn det er å gi samme avkastning til lånegiverne.

Som tidligere nevnt bør størrelse og robusthet på kontantstrømmen være avgjørende for hvordan man velger å finansiere seg og for hvilken kapitalkostnad man dermed får.

### **Minimer finansieringsbehovet**

Et poeng når det gjelder finansiering er selvfølgelig å minimere finansieringsbehovet. Man kan klare å minimere finansieringsbehovet gjennom å være selektiv med hvilke eiendeler som skal følge med kjøpet, arbeide aktivt for å oppnå selgerkreditt og samtidig se på hva som er salgbare eiendeler av virksomheten etter overtakelse.

Selgerkreditt vil typisk fremstå som et alternativ for annen-prioritets gjeld. Et eksempel på dette er at man refinansierer eller tilbakebetaler eksisterende gjeld (konserngjeld kan konverteres til selgerkreditt).

Det er ofte mulig å få kreditt på kjøpesummen samt direkte lån fra selger. Andre former

for selgerfinansiering kan være lengre kredittid hvis selger er kreditor – eller forskuddsbetaling hvis selger er kunde.

### **Egenkapitalkilder**

En global trend som man ser i dagens marked er at man på egenkapitalsiden i større grad har fått risikovillige investorer som ser etter typiske MBO transaksjoner. Dette er profesjonelle aktører som vil være en typisk egenkapitalkilde i tillegg til ledelsen selv. Aktører som dette betegnes som private equity investorer eller spesialiserte buyout-selskaper. I Norge finnes det få aktører i dette markedet. Reiten & Co deltok i MBO av Kværner Maritime som senere er beskrevet.

Foreløpige europeiske analyser for 2002 utført av bransjeorganisasjonen EVCA<sup>10</sup> viser at private equity investorene ser etter nettopp denne type selskaper hvis de skal investere. Ser man på kapitalen som ble reist til disse investeringsselskapene i 2002, så utgjorde denne omtrent halvparten av det som ble reist i 2001. Ser man på faktiske investeringer, ser man at det ble investert mer i 2002 enn i 2001 i Europa. Både for innhentet kapital og for gjennomførte investeringer viser det seg at buyout investeringsselskaper er de som er i vinden om dagen. Kapitalen går fra tidlig fase selskaper til buyout selskaper. Norsk bransjestatistikk utført av Norsk Venture Kapitalforening viser at av 1,5 milliarder investert i Norge i 2002 ble 6 % investert i såkalte buyouts<sup>12</sup>. Omtrent 30 % ble investert i tidlig fase selskaper eller innen såkalt «Venture Capital». Hvis man ser på kapital som ble reist av norske selskaper i denne bransjen i 2000, versus 2001 så ser man at andelen reist til buyouts har steget fra 8 % i 2000 til 27 % i 2001. En undersøkelse Reiten & Co gjennomførte blant norske investorer, viser at innen private equity anser 45 % det som sannsynlig at man foretar investeringer innen små og mellomstore buyouts det neste året<sup>14</sup>. Hvis man ser på

avkastningen på buyout selskaper i Europa de siste ti årene så har gjennomsnittlig årlig avkastning vært 14,8 %<sup>13</sup>.

### Salgsmodeller

Buyouten kan struktureres på flere måter og mange modeller eksisterer. Hovedsakelig kan ledelsen enten alene eller sammen med investorer strukturere et oppkjøp. Ofte kan man ved å samarbeide med investorer komme opp i en situasjon hvor investorene er mer kortsiktige enn ledelsen. Det vil derfor være viktig at man er enige om en felles strategiplan for utkjøpet.

Forskjellige varianter som kan nevnes er:

- MBO – Management buyout
- MBI – Management buyin (ny ledelse kjøper seg inn)
- IBO – Investorledet buyout (eksisterende og ny ledelse?)
- BIMBO – Management ledet buyout (Eksisterende og ny ledelse)

### MBO prosessen

Hele MBO prosessen er omfattende og kan ofte være veldig arbeidsintensiv og inkludere flere faser: Fra ledelsens visjon til initieell kontakt med eierne, få på plass en finansieringsløsning, utarbeide aksjonæravtale, få til en kjøpsavtale, og så til implementeringsfasen. Til slutt vil man komme over i en «exit» fase hvor man skal realisere investeringen.

Denne prosessen krever ofte en frontperson, hurtighet, rask synliggjøring overfor eierne og MBO erfaring og -kompetanse. Nedenfor vises en detaljert oversikt over aksjonspunkter for en MBO prosess. Noen av disse

punktene, men ikke alle, vil være viktige elementer i enhver MBO-prosess. For en grundigere innføring i selve prosessen, se artikkel om temaet i dette fagtidsskrift i nr 2/2000<sup>14</sup>. Se figur 4.

### Ledelsens mange roller

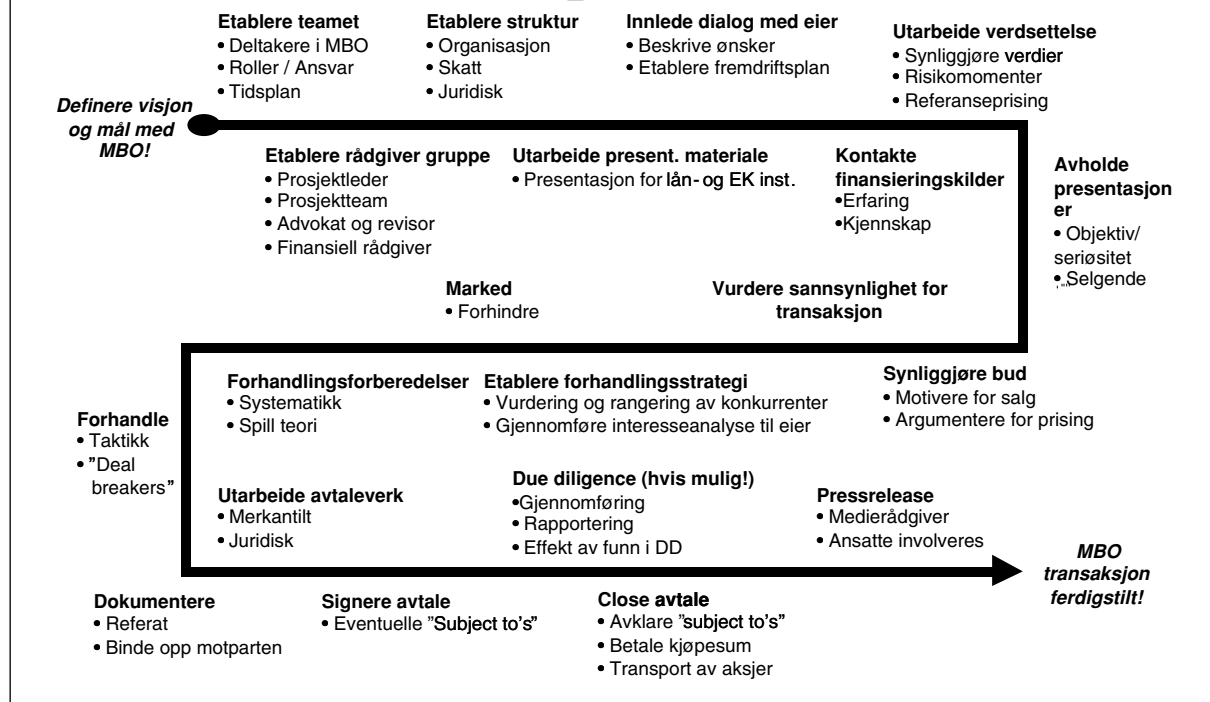
Det å drive frem MBO prosessen samtidig som man skal opprettholde fokus på operasjonell drift kan bli en utfordring for ledelsen. En MBO prosess kan i mange tilfeller skape en interessekonflikt mellom ledelsen og eierne fordi ledelsen og eiere blir forhandlingsmotparter. Ledelsen skal i denne perioden arbeide for å skape resultater og lede bedriften på en optimal måte for eksisterende eiere. Samtidig skal de posisjonere seg for å overta virksomheten.

Ofte er prisen ledelsen skal betale avhengig av resultatet/driften i forhandlingsperioden. En av de aller største utfordringene blir dermed problemstillingen rundt lojaliteten til eksisterende eiere.

Hvis deler av de ansatte og / eller deler av ledelsen ikke skal være med på utkjøpet kan det også oppstå interessekonflikter ledelsen imellom. MBO-gruppen vil ofte allerede i transaksjonsprosessen ønske å posisjonere virksomheten for perioden etter at transaksjonen er gjennomført. Hvis dette medfører store endringer vil dette bli en stor utfordring i prosessen.

I forhandlingsperioden kan uformell rapportering oppstå som en konsekvens av at ledelsen plutselig er blitt en mulig kjøper av virksomheten. Hvis den uformelle rapporteringen begynner å skje på styrenivå og i viktige saker, mister ledelsen og spesielt lederen selv reell innflytelse. Lederen av virksomheten må i tilfelle vurdere sitt formelle ansvar som leder opp mot den risiko det er å ikke ha full kontroll med bedriften.

# MBO prosessen



Figur 4 MBO-prosessen – steg for steg

Viktige faktorer for å unngå en konflikt mellom ledelsen og eksisterende eiere blir dermed følgende:

- Hurtighet; Transaksjonen bør gjennomføres så raskt som mulig. Dette gjelder særlig der hvor mange ansatte er involvert og hvor usikkerheten kan føles større enn ved andre typer transaksjoner.
- Forberedelse: Prosessen krever at man stiller forberedt.
- Dokumentasjon og kommunikasjon bør vektlegges for å unngå spørsmål om lojalitet.

litet. Opptre mer formelt mot eierne enn ellers, selv om dette kan gå ut over tid og effektivitet.

- Vinn-vinn situasjon; Forsøk å skape en vinn-vinn situasjon for eksempel ved at dagens eier blir med videre med en minoritetsandel (carve out)

Ledelsens fordel i en MBO prosess er at de kjenner virksomheten godt, og da særlig risikoelementene for virksomheten. De har dermed større muligheter enn andre parter til hurtig å gjennomføre prosessen med færre forbehold i budet på virksomheten. Dette gjelder spesielt ved Due Dilligence prosesser som

kan ta tid og som er svært vanlig ved andre former for virksomhetsoverdragelser.

## Forhandlinger

Forhandlinger kan beskrives som en felles beslutningsprosess mellom parter med delvis motstridende interesser. Forhandlingsprosessen er avhengig av relasjoner mellom mennesker og grupper. Personlig kjemi og psykologi vil dermed være viktige elementer i en slik prosess. I en MBO vil det typisk være to til tre forhandlingsparter som skal enes. For å ordne finansiering vil ledelsen ofte måtte forhandle både med en finansiell partner og med lånegivere. Deretter vil man ha kjøpsforhandlinger mellom ledelsen/finansiell partner og eksisterende eiere. For å redusere kompleksiteten i forhandlingene bør finansiering være på plass før man begynner forhandlingene med selger. Det vil være kritisk for forhandlingene å velge rett tidspunkt for kontakt, passende arbeidsformer i forhandlingsprosessen og hvilken grad av informasjonsutveksling man skal ha. Systematiske forhandlere vil, for å oppnå et best mulig resultat, foreta en analyse av forhandlingssituasjonen, legge en overordnet strategi og gjøre taktiske vurderinger for gjennomføringen av strategiene. Gjennom forhandlingsanalysen vil man få avdekket interessene til partene; hva som er felles interesser, separate interesser og interesser som er i konflikt. Dette vil være grunnlaget for å legge opp en overordnet forhandlingsstrategi. Det er to typer hovedutfordringer i forhandlingsprosesser; 1) å skape verdier for partene eller 2) å kreve sin andel av den verdien som skapes. Strategien knyttet til å skape verdier omtales som integrasjonsforhandlinger eller populært vinn-vinn forhandlinger. Strategien knyttet til å kreve verdi omtales som fordelingsforhandlinger eller vinn-tap forhandlinger<sup>15</sup>.

De taktiske vurderingene for gjennomføring av den valgte strategien vil i hovedsak ta for seg følgende punkter:

- Hvordan skal forhandlingsteamet organiseres?
- Hvilke tidsrammer skal settes?
- Hvordan skal man tilnærme seg motparten?
- Hvordan skal kommunikasjonen foregå?
- Hvilke alternativer har motparten?
- Hvordan binde motparten til forhandlingene?

En MBO kan gjennomføres ved bruk av makt, gjennom markeds konkurranse eller gjennom en forhandlingsprosess. De eksisterende eieres ønske vil være å drive prosessen i retning av markeds konkurranse, for å realisere høyest mulig salgspris. Ledelsen vil på sin side unngå en markeds konkurranse, for å gjennomføre de visjoner de har med kjøpet til en så lav pris som mulig. Forhandlingsprosessen vil foregå innenfor rammer gitt av partenes forståelse av maktrelasjoner og markedsverdier. Måten forhandlingsprosessen gjennomføres på er kritisk for hvilke resultater som oppnås. Det bør derfor rettes stor oppmerksomhet rundt håndteringen av forhandlingene i forbindelse med kjøpet. Ledelsen bør derfor sterkt vurdere om man bør benytte en profesjonell partner enten som rådgiver eller hovedforhandler under forhandlingsprosessen.

## En vellykket norsk MBO – Fra Kværner Maritime til Moss Maritime

Kværner ASA uttalte gjennom media våren 1999 at de hadde et behov eller ønske om å selge seg ut av en rekke selskaper, deriblant Kværner Maritime AS. Kværner-konsernet var i en restruktureringsfase med fokus på refinansiering av selskapet, samt intern reorganisering. Selskapet hadde derfor et ønske om å selge ut enkelte eiendeler. Samtidig medførte restruktureringsperioden naturlig begrensede salgsressurser internt i Kværner til å forestå salget av disse eiendelene.

Kværner Maritime AS var et teknologidrevet selskap som hovedsakelig solgte prosjekter basert på egenutviklet teknologi og design. Verdiane bestod i hovedsak i form av know-how, lisenser og patenter, hvilket vil si at ledelsen og de ansatte var av sentral verdi. Det var også en utfordring for Kværner å skille teknologi i Kværner Maritime fra andre områder i Kværner ASA.

Kværners alternativer for salg av selskapet var dermed:

- 1 Finansiell investor: Tilgang på kapital og strategisk/finansiell kompetanse. Avhengig av å ha med ledelsen og de ansatte.
- 2 Strategisk salg: Lave verdier i form av faste eiendeler som kunne sikret strategiske kjøpere en minimumsverdi hvis ledelsen sluttet. Utfordring å vurdere verdiane av produktene. Høy risiko på enkeltprosjekter.
- 3 Ledelsen i selskapet (MBO): Avhengig av fremmedkapital fra bankene. Lite eiendeler i balansen, samt at kontantstrøm primært kom fra lisenser og salg av nye designpakker.

Etter 9 måneder med forhandlinger kjøpte investeringsselskapet Nordic Capital Partners III AS i mars 2000 Kværner Maritime AS sammen med ledelsen i selskapet. Samtlige av de ansatte ble invitert med som eiere av selskapet, som i forbindelse med utkjøpet endret navn til Moss Maritime AS. Samtidig med forhandlingene ble det ført forhandlinger med norske og utenlandske banker. Utkjøpet ble finansiert med 1/6 egenkapital og 5/6 senior gjeld. I løpet av det første året etter utkjøpet fra Kværner økte omsetningen i Moss Maritime med 50 % og resultatet ble femdoblet. Investeringen ble realisert 18 måneder senere da man solgte virksomheten til italienske Saipem S.p.A.

Investeringen gav investorene en betydelig avkastning med en internrente på 125 %, hvor investorene mottok 3,8 ganger investert kapital.

*Investeringen gav investorene en betydelig avkastning med en internrente på 125 %, hvor investorene mottok 3,8 ganger investert kapital.*

Hva var så de viktigste suksesskriteriene for denne MBOen:

- Kjøper hadde transaksjonskompetanse
- Relasjoner til kompetente finansieringsmiljøer
- Oppnåelse av optimal finansieringsstruktur for transaksjonen
- Forberedt plan for verdiutvikling

- Både finansiell investor og ledelsen hadde felles strategi og horisont for investeringen

Denne transaksjonen viste seg å være meget vellykket for ledelsen og de finansielle investorene. Samtidig vil nok mange i etterkant stille spørsmålet om ikke Kværner solgte selskapet til en for lav pris. Ved vurderingen av dette skal man hensynta det markedet man opplevde innen offshore da selskapet bestemte seg for å selge, og den vanskelige situasjonen som Kværner opplevde. Sett i lys av denne situasjonen så var salget til MBO-gruppen kanskje det beste alternativet man hadde på dette tidspunktet, og ikke minst et alternativ som viste seg å materialisere seg i en transaksjon. □

## Kilder/litteraturhenvisninger

- Praktisk Økonomi og Finans, Nr. 2 – 2000, Tema Nettverk og ny økonomi. Artikkel: En praktisk tilnærming til management buyout – Bård Brath Ingerø og Thorstein Bostad.
- Reed & Lane and Edson, P.C.: The art of M&A, A merger/acquisition/buyout guide, kapittel 6. Structuring Management Buyouts (Dow Jones-Irwin 1989).
- Knut Boye og Christine B. Meyer: Fusjoner og oppkjøp, kapittel 6. Forhandlinger i fusjoner og oppkjøp – Jørn Rognes, John M. Bjerkan og Bård Brath Ingerø (Cappelen Akademiske Forlag 1998).
- Oslo Børs Sirk nr. 12/97, Ny verdipapirhandellov ikraft fra 1. desember 1997.
- Økonomisk Rapport, Nr. 5 2003, Tall & trend; Norge i tall.
- Dagens Næringsliv (www.dn.no), Ukjente gründere på inntektstoppen 10.10.2002.
- RCW Mirus Online Newsletter, Is a management buyout in your future, Volume 2 Issue 2.

## Noter

- <sup>1</sup> Sosialøkonom fra Universitetet i Oslo. Han har 10 års erfaring fra kapitalmarkedet; hovedsakelig innen finansiell analyse, emisjoner, og corporate finance. Ingerø er Administrerende direktør i verdipapirforetaket Reiten & Co ASA, som tilbyr finansiell rådgivning til klienter i en rekke bransjer.
- <sup>2</sup> Siviløkonom fra Handelshøyskolen BI, Sandvika. Lundberg har tidligere erfaring som konsulent etter å ha jobbet i konsultantselskapet Accenture, hvor han jobbet med selskaper innen bank og finans. Han begynte i Reiten & Co ASA som analytiker i år 2002.
- <sup>3</sup> Kilde: CMBOR/Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche
- <sup>4</sup> Statsbudsjettet for 2003: Estimerte inntekter på NOK 850 milliarder (Økonomisk Rapport, Nr. 5 2003)
- <sup>5</sup> Kilde: CMBOR/Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche
- <sup>6</sup> Privat Equity kan defineres som egenkapitalinvesteringer i private selskaper, dvs. selskaper som ikke er notert på en børs. Reiten & Co er en typisk private equity investor i Norge.
- <sup>7</sup> www.dn.no «Ukjente gründere på inntektstoppen» 10.10.2002
- <sup>8</sup> RCW Mirus Online Newsletter «Is a management buyout in your future», Volume 2 Issue 2. Statistikk over gjeldsfinansierte MBOer i USA.
- <sup>9</sup> Venture Economics (A Thompson Financial Company), Standard & Poor og RCW Mirus independent research
- <sup>10</sup> European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) – EVCA Annual Survey 2002
- <sup>11</sup> Norsk VentureKapitalforening (NVCA) – Aktivitetsundersøkelse 2002
- <sup>12</sup> Reiten & Co undersøkelse mars/april 2003. Gjennomført blant 22 institusjoner, selskaper og private investorer.
- <sup>13</sup> Alternative Investment Summit, London. March 2003. Value creation in buyouts.
- <sup>14</sup> Praktisk Økonomi og Finans, Nr. 2 – 2000, Artikkel: En praktisk tilnærming til management buyout – Bård Brath Ingerø og Thorstein Bostad.
- <sup>15</sup> For en grundigere innføring i forhandlinger se; Knut Boye og Christine B. Meyer: Fusjoner og oppkjøp, kapittel 6. Forhandlinger i fusjoner og oppkjøp – Jørn Rognes, John M. Bjerkan og Bård Brath Ingerø.