

7

Salgsprosessen

JOHN M. BJERKAN
NARVE REITEN

7.1 Innledning

Dette kapitlet fokuserer på *salgsprosessen* og *forskjellene* mellom kjøp og salg. Kapitlet skal gi leseren en oversikt over viktige elementer i salgsprosessen: motiver for salg av virksomhet, strategisk vurdering som grunnlag for salg av virksomheten, alternative salgsmodeller, organisering av budrunden, samt prosjektteamet som bør lede salgsprosessen. Hovedforskjeller mellom salgs- og kjøpsprosesser blir kommentert i de enkelte avsnittene. En eventuell integrasjon etter signering av avtalen blir ikke diskutert i dette kapitlet.

Er salgsprosessen forskjellig fra oppkjøpsprosessen? Det er kanskje naturlig å tro at salgsprosessen er speilvendt av kjøpsprosessen fordi det er to parter som forhandler om samme virksomhet. Når vi hevder at de to prosessene er forskjellige, skyldes det at partene normalt har forskjellige motiver for å gjennomføre transaksjonen. Selgeren ønsker som regel å realisere en høyest mulig pris til så gode betingelser som mulig, mens kjøperen ønsker å oppnå synergier og konkurransefortrinn for en rimelig pris med så lav risiko som mulig.

Mange av elementene i salgsprosessen er de samme som i vanlige fusjons- og oppkjøpsprosesser; spesielt etter at partene har satt seg til forhandlingsbordet for å bli enige om pris og betingelser. På den annen side er det flere elementer i salgsprosessen som er vesentlig forskjellig fra oppkjøpsprosessen:

- Personlige motiver for salg
- Valg av salgsmodell og potensielle kjøpere
- Organisering av en «budrunde»
- Juridiske og finansielle aspekter ved salgsprosessen

Salgsprosessen omfatter flere forskjellige typer salg, og i avsnitt 7.5 fokuserer vi på ulike salgsmodeller. For å gi en oversikt, deler vi «produktet» inn i tre hovedgrupper:

- Salg av hele selskaper, for eksempel en gründer som ønsker å selge

- Emisjoner, hvor en større eller mindre del av virksomheten i realiteten selges til nye investorer
- Salg av divisjoner og/eller datterselskaper fra et konsern

Disse tre gruppene kan sees på som «produkter» som skal selges til «kunder», som igjen kan deles inn i to hovedgrupper: finansielle investorer og strategiske aktører. Finansielle investorer tar normalt ikke en aktiv del i virksomheten, mens en strategisk aktør primært ønsker å oppnå synergier internt i driften eller eksternt i markedet.

7.2 Motiver for salg av virksomhet

Den mest grunnleggende forskjellen mellom kjøp og salg forklares av motivene, som avdekkes og konkretiseres i en strategisk analyse av virksomheten. Mulige motiver kan være:

- En familie¹ ønsker å realisere en gevinst ved å selge virksomheten
- En familie ønsker at virksomheten skal videreføres med nye eiere
- Et konsern ønsker å selge en divisjon for å fokusere på kjernevirksomheten
- En eier ønsker å styrke sin virksomhet og vokse videre med nye deleiere

Det er stor forskjell mellom å selge et privat selskap og et datterselskap fra et allment aksjeselskap². Salg av virksomhet i forbindelse med restrukturering kan i mange tilfeller være en del av hverdagen til styret og ledelsen i allmenne aksjeselskaper. Med denne type aktører kan man forvente at personlige motiver spiller en mindre sentral rolle i salgsprosessen.

I private virksomheter er salg av virksomhet normalt en *unik hendelse*. Sannsynligvis har eierne ikke solgt virksomheter tidligere, med de muligheter og fallgruver dette kan medføre. På den ene siden kan det være ønskelig å *realisere en gevinst*, men på den annen side kan det føles som å selge «barnet» sitt. Psykologisk traume er derfor ikke uvanlig å oppleve i salgsprosessen, mens det samme ikke er naturlig i kjøpsprosessen.

Personlige motiver i salgsprosessen kan gjøre forhandlingene vanskelige da det ikke nødvendigvis bare er maksimering av prisen som er viktig. Ofte må det tas hensyn til at eieren har *ikke-finansielle* mål:

- Eieren ønsker å fortsette i virksomheten etter at ny eier overtar.
- Potensielle kjøperes forhold til den videre driften kan spille en stor rolle. Lojalitetsfølelsen eieren føler overfor virksomheten og de ansatte, kan i mange tilfeller være meget sterk. For eksempel kan eieren ha sterke meninger om hvordan kunder, ansatte og leverandører skal behandles av de nye eierne. Kommer de nye eierne til å ta hensyn til de verdier som er bygget opp? Hva med reallokering av mennesker eller reposisjonering av

¹ Familie brukes her som et samlebegrep for gründeren og eventuelt senere generasjoner.

² R. L. Kuhn, Harper & Row Publishers, New York, 1990, *Investment Banking*.

merkevarer? Mangelfulle svar kan føre til at salget ikke gjennomføres. Et annet utfall kan være at virksomheten blir solgt til «de beste» kjøperne, selv om de ikke betaler mest.

Kanskje har virksomheten vært i privat eie lenge, og det kan være gründeren eller hans familie som skal selge i forbindelse med et *generasjonsskifte*. Ved generasjonsskifter selges av og til virksomheten fordi det ikke finnes egnede familiemedlemmer til å overta driften, eller fordi man ønsker å unngå konflikt i forbindelse med oppgjøret av boet. Fortsatt drift med nye eiere kan være en bedre løsning enn å splitte virksomheten mellom rivaliserende slektninger.

Et annet viktig motiv for salg av privat virksomhet kan være at eieren ønsker å *slippe personlige garantier*, som for eksempel selvskyldnerkausjon for å sikre selskapets kreditt. Slike garantier kan sette hele familieformuen på spill og er derfor et sterkt incentiv til å selge.

7.3 Strategisk vurdering som grunnlag for salg av virksomhet

Dette avsnittet gir en oversikt over mulige utfall av en strategisk vurdering i både store og små virksomheter, privateide og børsnoterte selskaper. Både kjøps- og salgsprosesser er som regel et utfall av en strategisk vurdering av virksomhetens ressurser (mennesker, kapital, systemer), muligheter, trusler og omgivelser³.

Den strategiske vurderingen foregår normalt tidlig i kjøps- og salgsprosessen, og den kan være det første steget i prosessen hvor konkrete tanker og planer blir formalisert. Konkrete spørsmål som må vurderes, kan være:

- Hva skal selges – hele selskapet eller et datterselskap?
- Er enheten klargjort for salg – er den skilt ut som egen enhet?
- Hvem følger med i enheten – deles personer med andre enheter i konsernet?
- Hvem er naturlige kjøpere – finansielle eller strategiske aktører, eventuelt andre?
- Hvordan ivareta interessentene – kunder, ansatte, leverandører?

I de neste avsnittene ser vi nærmere på tre forskjellige utfall av den strategiske analysen: realisering, restrukturering og behov for mer egenkapital. Dersom utfallet av den strategiske analysen favoriserer salg av virksomheten, er det naturlige neste steget å klargjøre virksomheten for salg (se avsnittet om klargjøring for salg).

³ Unntaket er salgsprosesser som initieres ved at en oppkjøper uventet retter en henvendelse til eller byr på et børsnotert selskap. Slike bud må ledelsen og styret være forberedt på å håndtere på kort varsel, spesielt dersom oppkjøperen ikke er vennligsinnet. Se Bjørge Gretland og Anders Chr. Stray Ryssdals kapittel *Motstandsstrategier ved oppkjøp* i denne boken for en utfyllende diskusjon om dette temaet.

7.3.1 Realisering – familien selger sin virksomhet

Den strategiske vurderingen som ligger til grunn for et salg av egen virksomhet vil sannsynligvis være preget av en rekke personlige motiver (se avsnittet om motiver).

Utfallet av den strategiske analysen kan være at familievirksomheten ikke lenger kan vokse alene eller har en ideell strategisk posisjon. For en selger med sterk følelse for sin «baby», vil det ofte være viktig at virksomheten blir en suksess, at merkevaren kan bli anerkjent og at lojale ansatte får en trygg og interessant fremtid i virksomheten. For eksempel kan selskapets posisjon innen produkter og markeder være slik at den best kan utvikles som en del i en større enhet. Når multinasjonale konsern kjøper små lokale aktører, vil for eksempel selgerens spesialiserte produktspekter kunne oppnå større volumer gjennom kjøperens distribusjonskanaler.

Et annet utfall av den strategiske analysen kan være at sterke drivere for *konsolidering* i bransjen medfører høy fusjons- og oppkjøpsaktivitet som selgeren ikke har ressurser til å følge opp. Utfordringer knyttet til å tilføre ny kapital, kompetanse og utviklingsressurser, samt utvikling av nye distribusjonskanaler, kan lede selgeren til å konkludere med at salg eller fusjon med en større enhet er den beste løsningen.

7.3.2 Restrukturering

Et børsnotert selskap må konkurrere i finansmarkedene om analytikernes oppmerksomhet. I slike selskaper er det derfor viktig å kunne vise til reell verdiskapning for å oppnå en effektiv prising av aksjen. En virksomhet som ikke er optimalt drevet i en bransje med høy fusjons- og oppkjøpsaktivitet, vil sannsynligvis opparbeide et stort gap mellom børskurs og restrukturert verdi (den verdien virksomheten kan oppnå ved salg til en strategisk kjøper) som kan realiseres på fire måter⁴:

- Underprising: Aksjen må prises så effektivt som mulig i aksjemarkedet
- Interne forbedringer: Effektivisering, omorganisering, redusert kapitalbinding
- Eksterne forbedringer: Restrukturering, fusjoner og oppkjøp
- Finansiell strategi: Endringer i finansiell struktur og aksjonærstruktur

Siden underprising, interne forbedringer og finansiell strategi normalt ikke vil lede til beslutninger om salg av virksomheten, blir de ikke kommentert ytterligere i dette kapitlet. Derimot kan en analyse av «*eksterne forbedringer*» avdekke muligheter for restrukturering av selskapet. Utfallet av den strategiske analysen kan for eksempel favorisere *fokusering på kjernevirksomhet*, som igjen kan lede til beslutninger om både kjøp av ny virksomhet og salg av divisjoner eller datterselskap. For ledelsen vil det være et viktig neste steg å starte

⁴ Bjørge Gretland, 1998, *Fusjoner, oppkjøp og restruktureringer: Verdiskapning og oppkjøpsprosess*.

klargjøring av de aktuelle enhetene for salg og identifisere potensielle kjøpere som kan ha stort utbytte av å kjøpe virksomheten (se avsnitt 7.4 om klargjøring for salg). De som kan oppnå størst strategisk nytte, vil sannsynligvis ha høyest betalingsvillighet. Nyttan kan være avhengig av om kjøperen oppnår kritisk masse i enten produkt- eller geografiske segmenter.

En god pris kan være vanskelig å oppnå uten først å gjennomføre en restrukturering av virksomheten. For eksempel kan inntjeningen være for dårlig, eller kundegrunnelaget for tynt. En mulig «exit» kan være å gjennomføre et «Buy and Build»-program for å gjøre enheten mer interessant for potensielle kjøpere. Dette kan for eksempel involvere flere oppkjøp av mindre virksomheter i samme produkt- eller markedssegment for å oppnå en attraktiv størrelse. Risikoen blir nødvendigvis høyere med en slik prosess før salget, men avkastningen kan bli høy, gitt at man finner en egnet kjøper.

7.3.3 Behov for tilførsel av egenkapital

Vurderinger av selskapets *egenkapitalstrategi* kan føre til et ønske om å ekspandere gjennom tilførsel av kapital. For selskaper i sterk vekst vil det være behov for kapital for å finansiere forskning og utvikling, opplæring og kompetanseutvikling, maskiner og utstyr, varelager og fordringer, distribusjon og service, samt administrasjon.

Dersom eieren ikke ønsker eller har anledning til å skyte inn mer kapital, vil det være naturlig å lete etter nye deleiere blant finansielle eller strategiske aktører. Det er stor forskjell på de to aktørene. Finansielle investorer vil primært ønske å spille en passiv rolle i virksomheten og ha en definert mulighet til å realisere investeringen. Strategiske aktører ønsker normalt en mer aktiv rolle i virksomheten, blant annet gjennom:

- Styrerepresentasjon⁵ som reflekterer eierandelen
- Samarbeid mellom virksomhetsområder som kan føre til nye forretningsmuligheter, for eksempel innen produkt- og markedsområder
- Gjensidig utveksling av kompetanse mellom virksomhetene

7.4 Klargjøring for salg

Klargjøring for salg kan være en tidkrevende prosess hvor målet er å gjøre det så enkelt som mulig å skille ut den aktuelle enheten. Prosessen kan være tidkrevende fordi klargjøringen normalt involverer systemer og rutiner som griper inn i flere deler av virksomheten, spesielt i konserner med flere datterselskaper eller divisjoner. Eksempler på slike systemer og rutiner kan være:

- interne regnskaps-, budsjett- og rapporteringsrutiner
- fordelingsnøkler for inntekter og kostnader
- deling av menneskelige ressurser og etablering av en selvstendig organisasjon

⁵ Dette kan også være et krav fra finansielle investorer.

Det er spesielt viktig å vise til klare rapporteringsrutiner og regnskap som viser den virkelige bedriftsøkonomiske verdiskapning i virksomheten. Dette kan være en utfordring i divisjoner i konserner som aktivt benytter internoverføringer, internfakturering og kostnadsfordeling på tvers av divisjoner. En spesiell utfordring i denne sammenheng er fordelingen av medarbeidere. Dette gjelder spesielt i de tilfeller hvor konsernet praktiserer utstrakt samarbeid på tvers av forretningsenhetene. Det kan da bli vanskelig å svare på sentrale spørsmål som:

- Hvilke medarbeidere skal man beholde i konsernet – hvilke skal «bli med over»?
- Hva skjer med motivasjonen til ansatte som blir overført mot sin vilje?
- Hvordan vil fordelingen av ansatte slå ut på kjøpesummen?

Dersom virksomheten ikke er klargjort i tilstrekkelig grad, vil det bli vanskelig for kjøperen og rådgiverne å gjennomføre de nødvendige juridiske, tekniske og finansielle gjennomgangene⁶ av virksomheten. Slike vanskeligheter trekker prosessen ut i tid, og det er normalt ikke selgeren tjent med.

Klargjøring av *privat virksomhet* kan også være tidkrevende, selv med en enkel og oversiktlig selskapsstruktur. Problemstillinger som kan være hensiktsmessige å klargjøre tidlig i salgsprosessen inkluderer:

- Regnskap som viser de virkelige bedriftsøkonomiske verdiene. Det kan være store avvik her på grunn av skattemessige disposisjoner fordi private selskaper ofte ikke har et incentiv til å vise virkelig verdiskapning til finansmarkedet og aksjonærene.
- Komplisert aksjonærstruktur eller aksjonæravtaler kan føre til problemer når styret og eierne skal ta stilling til det endelige tilbudet.
- Integrasjonsprosessen. Dersom det fortoner seg vanskelig å integrere virksomheten etter overtakelse, kan dette påvirke budet. For eksempel kan familiemedlemmer som besitter sentrale stillinger føre til integrasjonsproblemer for den nye eieren.

7.5 Salgsmodeller og potensielle kjøpere

I dette avsnittet fokuserer vi på forskjellige metoder for salg av virksomhet, samt ulike typer kjøpere⁷. I tabellen nedenfor gir vi en enkel oversikt over de ulike salgsmodellene og potensielle kjøpere. De enkelte modellene og potensielle kjøperne blir beskrevet nærmere i de påfølgende avsnittene.

⁶ «Gjennomgang» erstatter «due diligence» fordi innholdet i prosessen kan variere fra land til land.

⁷ Coyne, J. & Wright, M., 1986, «Divestment and Strategic Change».

Selger	Salgsmodeller	Kjøper
Privat eiet virksomhet – salg av hovedvirksomhet	Salg, helt eller delvis Emisjon	Finansiell eller strategisk aktør Finansiell eller strategisk aktør
Allment aksjeselskap – salg av datter, hel virksomhet, eller divisjon	Franchising eller outsourcing Rent salg MBO eller LBO Spin-off eller fisjon Asset-swap/strategisk bytte	Strategisk nær tilknytning Strategisk aktør, ev. finansiell Ledelsen + finansielle investorer Eksisterende aksjonærer/(finansielle) Strategisk aktør

7.5.1 Alternative salgsmodeller

Privat eiet virksomhet – salg av hovedvirksomhet

- Ved salg til en strategisk aktør vil virksomheten enten bli et uavhengig datterselskap eller bliden blir helt eller delvis integrert i kjøperens virksomhet. Ved salg til en finansiell investor vil virksomheten sannsynligvis fortsette som før, men dra nytte av de kontakter og forretningsmuligheter som investoren tilfører.
- Emisjoner kan rettes mot finansielle investorer eller strategiske aktører. Driften fortsetter som før, men de to aktørene kan bidra på forskjellige måter. Begge kan sannsynligvis bidra med kompetanse og kontakter basert på lang erfaring, men en strategisk aktør vil i tillegg kunne bidra med konkrete forretningsmuligheter. Motivet for en strategisk aktør vil sannsynligvis være basert på å oppnå forretningsmessige synergier.

Allment aksjeselskap – salg av datterselskap, hel virksomhet, eller divisjon

- Franchising eller outsourcing kan føre til at den nye virksomheten blir et datterselskap i et større konsern eller en helt uavhengig aktør.
- Rent salg kan også føre til at det nye selskapet blir et datterselskap i et større konsern. Salg av mindre enheter kan være en naturlig følge av restrukturering. Salg av store virksomhetsområder kan være resultat av en mer kritisk situasjon.
- MBO eller LBO – Management Buy Out eller Leveraged Buy Out er en form for salg hvor ledelsen, eventuelt et konsortium av institusjonelle investorer, overtar eierskapet og viderefører virksomheten som et uavhengig selskap.
- Spin-off eller fisjon kan brukes i situasjoner hvor morselskapet ønsker ekstra fokus på et nytt produkt- eller teknologiområde. Morselskapets eierposisjon kan vannes ut ved at ledelsen og ansatte får en del av aksjene i det nye datterselskapet.
- Asset-swap/strategisk bytte er et spesielt tilfelle fordi transaksjonen normalt ikke involverer penger. Transaksjonen foregår ved at to selskaper bytter eiendeler; den ene har noe den andre ønsker, og vice versa. Markedet for slike transaksjoner er av naturlige grunner begrenset. Begge har eiendeler de ønsker å bytte mot hverandre.

7.5.2 Identifisering av potensielle kjøpere

Identifisering av potensielle kandidater er en annen forskjell mellom salgs- og kjøpsprosessen. En virksomhet på jakt etter *fusjons- og oppkjøpskandidater* leter kun i det strategiske markedet, det vil si industrielle virksomheter, mens en virksomhet som skal *selges* leter etter potensielle kjøpere i både det strategiske og det finansielle markedet.

Identifiseringen av kandidater er en aktivitet som selger kan gjøre selv, basert på bransjekunnskap og kontakter. Bruk av eksterne rådgivere kan i tillegg føre til at andre interessante kandidater kommer i betraktning, spesielt dersom selgeren opererer i det lokale markedet og har få internasjonale kontakter. Av og til er «den riktige» kjøperen en helt åpenbar løsning for selgeren, andre ganger kan det være vanskelig og tidkrevende å finne en egnet kjøpskandidat med betalingsvillighet.

Det finnes en rekke «kunder» når en virksomhet skal selges, men i utgangspunktet skilles det mellom strategiske aktører og finansielle investorer. I tillegg finnes det «hybride» kjøpere som verken kan klassifiseres som rene finansielle eller strategiske kjøpere. Det kan være investorer som forsøker å gjøre «finansielle penger industrielle», hvilket kan innebære at investorene fokuserer på en bestemt bransje og har en tidshorison på tre til fem år (mot 2 år normalt). Dette avsnittet fokuserer kun på strategiske og finansielle kjøpere.

Strategiske kjøpere

En god grunn til å posisjonere seg overfor strategiske kjøpere er at de normalt har høyere betalingsvillighet enn finansielle investorer. Strategiske kjøpere kan betale en høyere pris for et selskap fordi de kan realisere gevinster ved å integrere virksomhetene.

Identifisering av hvordan både selger og kjøper skaper verdier i den daglige driften er viktig for å vurdere den strategiske matchen mellom selskapene. Denne aktiviteten må gjennomføres for hver enkelt av de potensielle kjøperne. Analysen kan for eksempel inneholde følgende elementer:

- Produkt/produksjonsprosess – vurdering av ny teknologi. En analyse bør forsøke å avdekke om kjøp av virksomheten tilfører kjøper unik teknologi enten i form av produkter eller produksjonsprosess. Et unikt produkt kan tilføre kjøperen stor verdi, mens en unik produksjonsprosess kan være nøkkelen til jevnlig produktutvikling og introduksjon av nye produkter.
- Geografiske segmenter – regionalt, nasjonalt og internasjonalt. En analyse bør forsøke å avdekke i hvilke markeder kjøperen har sterke og svake posisjoner, enten i form av markedsandeler eller inngrep med spesielt viktige kunder. Dersom kjøpet medfører en ønsket markedsposisjon, vil dette øke betalingsvilligheten.
- Markedsapparatet. En analyse bør forsøke å avdekke om kjøperen styrker markedsapparatet sitt vesentlig ved å kjøpe virksomheten, både i form av selgere og det apparatet som støtter selgerne.

For den enkelte virksomhet kan det være unike verdiskapende aktiviteter som gjør den attraktiv for potensielle kjøpere. Utfordringen er å finne en aktør som mangler akkurat denne spesielle kompetansen, eller det spesielle geografiske markedssegmentet. I helt spesielle tilfeller kan kundeforholdet til en enkelt kunde være årsaken til at virksomheten er en interessant oppkjøpskandidat.

Finansielle investorer

Finansielle investorer omfatter hele spekteret fra institusjonelle investorer til formuende privatpersoner. Blant de institusjonelle investorene finnes livs- og skadeforsikringsselskapene, banker og investeringsselskaper. Finansielle investorer vil sannsynligvis ikke ha samme betalingsvillighet som strategiske, fordi de ikke har store synergier å hente ved å integrere virksomheter. Blant finansielle investorer finnes også investorer som aktivt engasjerer seg i selskaps styrende organer, men som allikevel ikke oppnår de samme synergi-gevinstene som den strategiske aktøren. En normal forutsetning for at selskapet skal være interessant for finansielle investorer er at selskapet har en god ledelse som kan ivareta driften og selskapets strategiske utvikling. Det vil også være en forutsetning at det legges til rette for likviditet i aksjen. Finansielle investorer kan således være av interesse for et selskap som har en ledelse som aktivt ønsker å utvikle selskapet gjennom bruk av kapitalmarkedet.

7.6 Budrunden

Selv om flere av elementene i oppkjøpsprosessen også finnes i salgsprosessen, er det imidlertid prosessen *frem til forhandlingene* som er vesentlig forskjellig fra oppkjøpsprosessen. Før forhandlingene starter med en eller to parter bør det normalt ha vært en eller annen form for budrunde.

Ønskesituasjonen for selgeren

For styret og ledelsen er det viktig å ivareta aksjonærenes interesser. Maksimering av prisen til så gode betingelser som mulig er en naturlig måte å gjøre dette på. For å oppnå dette vil ledelsen forsøke å komme i posisjon overfor flere potensielle kjøpere med en påfølgende budrunde. For selgeren er det spesielt viktig å signalisere at man forhandler fra styrke:

- dersom det er flere interesserte kjøpere, kan de spilles opp mot hverandre
- det er ikke nødvendig å selge akkurat nå – vi har ikke dårlig tid

Dette er viktig gjennom hele salgsprosessen fordi *kjøperen* som regel har overtaket i forhandlingene dersom det er selgeren som i utgangspunktet har signalisert at han ønsker å selge.

En mulig fremgangsmåte å organisere en budrunde eller budlignende prosess på, er å kreve at oppkjøpstilbudene inneholder informasjon i henhold til spesifikke retningslinjer gitt av selgeren (se nedenfor). Det vil si at alle oppkjøpstilbudene inneholder de samme elementene. Dette tjener tre

hensikter. For det første virker et standardformat disiplinere på byderen, blant annet fordi det antyder at det er flere potensielle kjøpere. På den annen side kan dette være med på å skremme enkelte bort fra forhandlingsbordet, samtidig som det kan være nyttig å eliminere useriøse kjøpere. For det andre bringer det selgeren på offensiven i forhandlingsprosessen. For det tredje forenkler det oppgaven med å evaluere budene⁸. I tillegg er det en fordel at potensielle kjøpere som dukker opp sent i prosessen raskt kan komme inn i prosessen.

Ledelsen kan for eksempel kreve at budet skal være gitt innen en viss tidsfrist, og gi spesifikke svar på *pris og betingelser*, for eksempel:

- Når budet senest skal være mottatt av selgeren/rådgiveren.
- Redegjørelse for kjøpesum og finansiering av denne og eventuelle forbehold om finansiering av kjøpet. Oppgjør i kontanter eller aksjer er et sentralt punkt i denne sammenheng.
- Redegjørelse for oppgjørmekanisme. Hvordan skal pengestrømmen gå fra kjøper til selger? Hva utløser betaling, på hvilke betingelser og over hvor mange år?
- Spesifikke betingelser for budet, for eksempel finansiell, juridisk og teknisk gjennomgang, samt eventuelle garantier som selger må stille.

Det er viktig for selgeren å opprettholde et trusselbilde overfor potensielle kjøpere for å argumentere for en høyere pris. To sentrale virkemidler i denne sammenheng er:

1. Antyde at det finnes attraktive alternativer til en forhandlet løsning. Attraktive alternativer kan være salg til en annen strategisk kjøper eller restrukturering av virksomheten på egenhånd med eksisterende ledelse og aksjonærer. Enkelte kjøpere vil si at de ikke ønsker å delta i en budrunde, selv om de ønsker å by på selskapet. Det er imidlertid vanskelig for en kjøper å unngå en budsituasjon dersom selgeren opprettholder kontakt med flere potensielle kjøpere parallelt. For selgeren er det en utfordring gjennom hele salgsprosessen å vurdere når han skal antyde at det finnes attraktive alternativer til en forhandlet løsning.
2. Bruk av eksklusivitet i forhandlingene. Dersom selgeren har gitt eksklusivitet, betyr det normalt at man *ikke fortsetter* forhandlingene med andre potensielle kjøpere (se avsnitt om juridiske forhold). I det øyeblikk eksklusivitet er gitt til en potensiell kjøper, reduseres trusselbildet vesentlig, og kjøperen kan føle seg tryggere. For å unngå at de øvrige potensielle kjøperne mister interessen bør selgeren gi eksklusivitet til motparten for kun en *begrenset periode*.

⁸ Det er ikke dermed sagt at det er enkelt å evaluere verdien av budene. For eksempel kan oppgjørmekanismen være et vanskelig element i vurderingen av budene fordi et høyt bud med en komplisert og langvarig oppgjørmekanisme i realiteten kan være mindre verdt enn et lavere kontantbud med færre betingelser.

7.7 Finansielle forhold i salgsprosessen

Dette avsnittet fokuserer på to sentrale finansielle aspekter ved salgsprosessen:

- Forholdet mellom pris og risiko
- Informasjonsutveksling med potensielle kjøpere

I oppkjøpsprosessen er det viktig å finne argumenter for «å snakke ned prisen». I salgsprosessen er det tilsvarende viktig å finne vinnende argumenter for å etablere et høyt prisnivå. På den annen side er det ikke nødvendigvis slik at kjøperen søker den laveste mulige prisen. Et viktig aspekt for kjøperen kan være å redusere risikoen, blant annet fordi det er billigere å betale en høy pris for et vellykket oppkjøp enn å betale en lav pris for et mislykket oppkjøp.

For å redusere risikoen kan kjøperen tilby en oppgjørmekanisme som baserer seg på fremtidig inntjening. En såkalt «earn-out»-modell kan brukes for å justere oppjøret i forhold til oppnådde resultater. Med en slik modell oppnår kjøperen lavere risiko og selgeren en høyere forventet pris sammenlignet med et rent kontant oppgjør. Modellen gir selgeren en høy pris dersom virksomheten genererer de resultatene den lover, for eksempel over en tre års periode. Derimot blir oppjøret lavere dersom virksomheten ikke innfrir forventet resultat. Denne modellen er kun egnet for oppkjøp hvor det kjøpte selskapet ikke integreres i kjøperens virksomhet, fordi det etter integrasjon ikke er mulig å måle verdiskapningen i den oppkjøpte enheten på en objektiv måte.

Dersom selgeren benytter finansielle rådgivere i salgsprosessen, vil deres oppgave blant annet være å utforme et informasjonsprospekt som fremhever selskapet på en selgende, men objektiv måte⁹. Bruk av rådgivere skaper tillit hos potensielle kjøpere, både finansielle investorer og strategiske aktører. Tilliten styrkes også ved at både finansielle investorer og strategiske aktører får samme type informasjon i den innledende fasen.

Informasjonsprospekter inneholder normalt følgende kapitler:

- Historikk og beskrivelse av virksomheten
- Visjon, strategi og mål
- Nye og eksisterende produkter og tjenester
- Markedsinformasjon, utvikling og trender
- Risiko og muligheter knyttet til virksomheten
- Styre, ledelse og organisasjon
- Finansiell informasjon og aksjonærforhold

Innholdet i informasjonsprospektet er formelt og skal gi kjøperen et grunnlag til å gjøre seg opp en mening om verdien av virksomheten. Før et even-

⁹ De formelle og etiske aspektene ved utforming av denne type informasjon kan ivaretas ved å følge normene til Fondsmeglerforbundet og Norske Finansanalytikeres Forening.

tuelt bud gis vil også den potensielle kjøperen ha hatt muligheten til å møte selgeren, for å utveksle uformell informasjon og bli bedre kjent med ledelsen.

Selgeren vil normalt ha utarbeidet en verdsettelse av virksomheten tidlig i salgsprosessen. Verdsettelsen skal belyse prisingen av virksomheten fra flere vinkler og konkludere med et sannsynlig prisintervall (se kapitlet til Knut Boye om verdsettelse). Siden verdsettelsen er forbundet med usikre fremtidsutsikter og innholdet i informasjonsprospektet er av formell karakter, vil verdsettelsen ikke være en del av prospektet.

Etterhvert som man finner frem til de mest interesserte potensielle kjøperne, blir det færre investorer eller strategiske aktører å forholde seg til. Da kan det være grunnlag for å differensiere informasjonen etter hva de enkelte aktørene legger vekt på. Finansielle investorer vil kanskje legge stor vekt på forutsetningene som ligger til grunn for kontantstrømanalysen:

- Er salgsprognosene basert på kjente prosjekter? Hva med neste år og året etter?
- Har selskapet produktutviklingsprosesser som støtter lanseringer til rett tid?
- Har selskapet en produktplattform som tillater lansering av flere nye versjoner?
- Har organisasjonen tilstrekkelig ressurser og kompetanse til å klare veksten?
- Hvordan skal selskapet eventuelt få tak i de riktige ressursene?

En strategisk aktør vil kanskje legge mest vekt på forhold knyttet til produkter, produksjonsprosesser og ressurser i markedsapparatet.

Hvem skal si noe om pris først? Her er det to muligheter. Selgeren kan antyde hva han mener virksomheten er verdt, eller han kan vente til kjøperen gir en prisantydning. Hvem som skal åpne, forblir et forhandlingsteknisk spørsmål som hver av partene må ta stilling til i sin forhandlingsstrategi. I mange tilfeller fungerer en verdsettelse som selgerens naturlige «anker» i prisforhandlingen.

7.8 Juridiske forhold i salgsprosessen

De juridiske aspektene i salgsprosessen blir mer fremtredende når partene setter seg ned ved forhandlingsbordet for å lage avtaleutkast. For selgeren vil vi fremheve noen aspekter (for øvrig henviser vi til kapitlet om forhandlinger):

- **Eksklusivitet.** Når og på hvilke vilkår skal selgeren gi eksklusivitet til en potensiell kjøper? Heving av eksklusivitet er en av de få truslene selgeren kan benytte i forhandlingene. Kjøperen vil normalt kreve eksklusivitet når kostnadene begynner å påløpe, for eksempel i forbindelse med kommersiell, teknisk, juridisk og finansiell gjennomgang av virksomheten.

- **Tidspunkt for gjennomgang.** Det er fordeler og ulemper knyttet til tidspunktet for teknisk, juridisk og finansiell gjennomgang av virksomheten. Slike gjennomganger kan gjennomføres *før eller etter* kontraktsinngåelse. Dersom de gjennomføres før kontraktsinngåelse, vil selgeren måtte gi fra seg sensitiv informasjon til kjøperen uten å være sikker på at det blir et salg. Fordelen er at selgeren bør slippe å garantere for forhold som kjøperen har oppdaget, eller burde ha oppdaget i gjennomgangen.
- **Oppgjørmekanismen** – hvilke vilkår skal være oppfylt for å utløse betalingen? Det er spesielt viktig for selgeren at han har 100% sikkerhet for at kjøperen ikke holder tilbake omtvistede beløp, for eksempel i forbindelse med oppfyllelse av garantier. Samtidig er det viktig for kjøperen at selgeren ikke får tilgang til omtvistede beløp. For å skape balanse i oppgjøret mellom kjøper og selger kan partene opprette en konto som begge parter disponerer i fellesskap. Hensikten med en slik konto er å sikre at kjøperen betaler hele kjøpesummen, men at selgeren ikke får tilgang på pengene før begge parter er enige om det. Det skaper balanse i maktforholdet mellom kjøper og selger ved at kun uomtvistede beløp skal kunne overføres til kjøperen¹⁰.

7.9 Bruk av rådgivere i salgsprosessen

Normalt er salg av virksomhet en ekstraordinær aktivitet for ledelsen. Det kan være mange parter involvert i et salg: flere potensielle kjøpere, revisorer, advokater og finansielle rådgivere. I tillegg til å være komplisert, kan prosessen bli langvarig og legge beslag på mye ledelsestid. Alternativkostnaden for ledelsestiden kan bli høy. For eksempel kan et meget uheldig scenario for eierne og ledelsen være at transaksjonen til slutt ikke blir gjennomført, samtidig som driften har blitt neglisjert i en lengre periode. Bruk av rådgivere betyr at ledelsen kan bruke et minimum av tid på administrasjon, dokumentasjon og logistikk i prosessen.

I tillegg til å være støttespillere for ledelsen vil rådgiverne kunne tilføre viktig kompetanse og kontakter i salgsprosessen. Ett av rådgiverens viktigste bidrag i prosessen kan være å bruke sitt nettverk for å åpne dialogen med et bredt utvalg av potensielle kjøpere. Selgeren vil primært være opptatt av å knytte til seg riktig kompetanse innen verdivurdering, strategisk analyse av potensielle kjøpere og forhandlingsteknikk.

¹⁰ Det betyr at eventuelle krav kjøperen har til prisavslag må avgjøres før utbetaling kan finne sted. Dette er en bedre løsning for selgeren fordi det er lettere for kjøperen å holde pengene tilbake dersom de ikke er utbetalt til en felles konto.

Dersom det engasjeres finansielle rådgivere i salgsprosessen, kan ledelsen forvente at følgende leveranser og aktiviteter inngår i tjenesten¹¹:

1. Analyse av potensielle kjøpere¹², inkludert de kjøpere som ledelsen spesifiserer, for å vurdere hvem som er de mest aktuelle kjøperne, samt å vurdere deres evne til å finansiere oppkjøpet.
2. Forklare hvordan potensielle kjøpere verdsetter målselskapet, samt hvordan kjøpet vil påvirke kjøpers resultat, balanse og aksjekurs.
3. Gjennomføre en verdivurdering av virksomheten basert på en grundig forståelse av virksomheten, analyse av markedsinformasjon og rådgiverens egen erfaring, og gi en indikativ pris på virksomheten.
4. Forberede presentasjonsmateriale som beskriver virksomheten, basert på informasjon gitt av ledelsen. Dette materialet skal fremheve det verdifulle for en kjøper, samtidig som det er objektivt og rettferdig i alle henseender.
5. Kontakte potensielle kjøpere på riktig nivå og stå som kjøperens eneste kontaktpunkt mot selgeren.
6. Kontrollere prosessen med distribuering av informasjon til potensielle kjøpere og være tilgjengelig for å svare på spørsmål om virksomheten, møte ledelsen etc.
7. Kontrollere budprosessen for å skape en «auksjon» som gir høyest pris for selgeren (eller maksimerer andre faktorer som er viktige for selgeren).
8. Gi råd i forbindelse med transaksjonsstrukturen for å maksimere fordelene for begge parter.
9. Påse at alle *ikke-finansielle* betingelser er ivaretatt på et tidlig stadium og forsikre at dokumentflyten går som den skal etter oppkjøpet.

7.10 Organisering av salgsprosessen

Salgsprosessen inneholder mange aktiviteter, stor dokumentflyt og det er mange personer på begge sider å forholde seg til. Selgeren bør organisere salgsprosessen som et prosjekt med klart definerte roller og ansvar. Ved å organisere salgsprosessen i et prosjektteam oppnår selgeren å fremstå som en samlet og koordinert enhet overfor motparten i forhandlingene. I tillegg blir det enklere for ledelsen å sikre nødvendig fremdrift i prosessen.

Prosjektteamet bør minst dekke disse tre sentrale rollene:

- **Prosjektlederen** har ansvaret for å sikre kvalitet, kontinuitet og kompetanse i hele salgsprosessen. Prosjektlederen bør ha inngående kjennskap til

¹¹ Smith, R.C. & Walter I., Harper & Row Publishers, New York, 1990, s 502, Global Financial Services.

¹² I samråd med selgeren setter rådgiveren opp en liste over potensielle kjøpere. For å lage listen så komplett som mulig, er det viktig at både rådgiver og selger trekker på sin bransjeerfaring og kontakter. Det er normalt rådgiverens oppgave å ta kontakt med potensielle kjøpere og motivere for kjøp. Valg av rådgiver er derfor viktig for å nå et bredest mulig utvalg av potensielle kjøpere.

virksomheten og bransjen generelt og bør føre de kommersielle forhandlingene med potensielle kjøpere i den innledende fasen av salgsprosessen. Prosjektlederen kan skape kontinuitet i prosessen ved å spille aktivt sammen med hele prosjektgruppen, samt å benytte stabsressurser og rådgivere til å utforme investorpresentasjoner, selskapspresentasjoner og verdivurderinger. For prosjektlederen er det spesielt viktig å knytte til seg tilstrekkelig finansiell og juridisk kompetanse. Dersom selgeren ikke har anledning til å avgi en prosjektleder, vil den finansielle rådgiveren normalt ha de nødvendige ressursene til å fylle denne rollen.

- **Forhandlingslederen** har ansvaret for å sikre kvalitet i forhandlingsprosessen med den enkelte potensielle kjøper. Denne personen kan være samme person som prosjektlederen, men det er ikke nødvendig. For eksempel kan det være formålstjenlig at forhandlingslederen er en advokat med lang erfaring, spesielt i slutfasen av prosjektet hvor de juridiske elementene i avtalen forhandles.
- **Kommunikasjonsansvarlig** er ansvarlig for at kommunikasjon flyter fritt internt i prosjektteamet slik at teamet fremstår som samlet og koordinert overfor motparten. I tillegg bør all kommunikasjon med motparten gå gjennom denne personen for å sikre at prosjektteamet har full oversikt. Denne personen kan være samme person som prosjektlederen, men det er ikke nødvendig. For eksempel kan det være formålstjenlig at denne personen er en assistent til prosjektlederen.

7.11 Oppsummering og konklusjoner

Salgs- og kjøpsprosessen har mange like elementer, men selgere har utfordringer som kjøpere ikke har. De viktigste utfordringene er knyttet til klargjøring av virksomheten for salg, valg av salgsmodell, samt organisering av budrunden og prosjektteamet. For å skape et effektivt marked i salgsøyeblikket må prosjektteamet ha tilgang til så mange potensielle finansielle og strategiske kjøpere som mulig.