

(Hvordan) skaber en virksomhedsovertagelse værdi?

af professor, Per Nikolaj Bukh,
Aalborg Universitet og
ph.d.-studerende Karina Skovvang Christensen,
Handelshøjskolen i Århus

1. Indledning¹

Fusioner og virksomhedsovertagelser er ofte ikke succesfulde

Det er vist gået op for de fleste, at ikke alle fusioner og virksomhedsovertagelser er lige succesfulde. Der er fusioner, som mislykkes i en sådan grad, at det er bedre at splitte virksomheden op igen, og der er masser af eksempler på opkøb, hvor de centrale medarbejdere vælger at forlade virksomheden, hvor arbejdsnedlæggelser, mismod og nedskrivninger går hånd i hånd, og hvor udviklingen i den fusionerede virksomhed i det hele taget ikke går som planlagt. Der er også mange virksomheder, der forsøger at købe sig til ny teknologi og innovationskraft ved at overtage andre virksomheder, men det er langt fra hver gang, det lykkes.

Men mange transaktioner er udramatiske

Men køb og salg af virksomheder eller dele af virksomheder er også en naturlig del af de fleste erhvervsvirksomheders udvikling over tid. Handler, der vedrører små og mellemstore virksomheder, forløber givetvis også mindre dramatisk end de helt store transaktioner, man læser om i aviserne, og som påkalder sig både nyhedsmæssig og politisk interesse. I de fleste virksomheder er fokus endvidere på organisk vækst, og det er kun de færreste virksomheder, hvor køb og salg af selskaber er hyppigt forekommende begivenheder eller måske ligefrem er en del af forretningsmodellen. Her ser vi dog i første omgang bort fra kapitalfonde og andre in-

1) Tak til Niels Sandalgaard, Aalborg Universitet, for konstruktive kommentarer til en tidligere version af artiklen.

**Virksomheds-
handler har også
politisk fokus**

vesteringsvirksomheder, hvor det naturligvis forholder sig anderledes.

Der er, når vi ser på de store virksomhedshandler, mange virksomhedsmæssige og erhvervspolitiske dagsordener i spil samtidig – i særdeleshed, når handlerne krydser landegrænser. Ud over kapitalbevægelser og beskæftigelsesforhold drejer diskussionen sig også om transfer pricing, virksomhedsbeskatninger, forbrugerbeskyttelse og konkurrenceforhold. Herudover er politikere i flere europæiske lande også i gang med at koble virksomhedernes brug af resultatafhængig aflønning og aktieoptioner sammen med virksomhedsovertagelser, kapitalfondes indtog på dansk jord samt direktører og bestyrelsesmedlemmers moralske niveau.

En række af disse forhold er principielt uvedkommende for beslutningen om at sælge eller købe en virksomhed. Men det øgede fokus på virksomhedshandler samt den tilsyneladende høje andel af mindre vellykkede virksomhedsovertagelser, kombineret med den ofte væsentlige økonomiske betydning, disse transaktioner har for de involverede virksomheder og deres ejere, gør, at både direktion og bestyrelse må være særdeles opmærksomme på, hvilke argumenter der ligger bag en virksomhedsovertagelse.

**Fokus på værdi for
ejerne**

Vi har i denne artikel fokus på værdiskabelse for de købende og/eller sælgende *aktionærer* og diskuterer ikke detaljeret de samfundsmæssige aspekter af værdiskabelse, ligesom vi heller ikke har eksplicit fokus på øvrige interessenters interesser. Ligeledes har vi fokus på økonomisk værdi frem for f.eks. glæden og friheden forbundet med at eje og lede sin egen virksomhed, selvom dette kan være helt legitime hensyn at tage i forbindelse med en virksomhedshandel. Værdi for aktionærene, dvs. ejerne, udmønter sig som udgangspunkt ved, at virksomhedens handelsværdi øges, og/eller dens faktiske udbyttebetaling til aktionærene øges. Dette er ultimativt forbundet med virksomhedens evne til at skabe indtjening og i særdeleshed dens evne til at sikre en pengestrøm fra driften, som i et vist tidsperspektiv overstiger virksomhedens nettoinvesteringsbehov. Dvs. der vil ud fra et traditionelt shareholder value-perspektiv være fokus på cash flow.

**Motivet for en
handel behøver ikke
være værdiskabelse**

En handel kan sagtens være motiveret af andre faktorer end værdiskabelse, uden der er noget som helst odiøst i det. Det er f.eks. tilfældet, hvis en ejerledet virksomhed afhændes

som et led i en tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet, hvis man køber en virksomhed med henblik på at etablere sig som selvstændig, eller hvis ledelsen køber virksomheden af dens ejere for at drive den videre.

Det, vi her vil fokusere på, er, om ejerskiftet i sig selv, eller omstændigheder der er nært forbundet hermed, skaber værdi, hvorfor den i givet fald gør det, samt hvem denne værdiskabelse tilfalder. Man kan naturligvis ikke skelne helt stringent mellem den værdi, som en dygtig ledelse eller aktivt bestyrelsesarbejde i det hele taget kan skabe, og den værdi, som handelen i sig selv skaber, men vi vil i denne artikel alligevel fokusere på faktorerne omkring handelen.

Synergi betyder øget værdiskabelse

I mange andre situationer, f.eks. hvor ejeren ikke har et umiddelbart behov for at sælge virksomheden, eller hvor køberen er en virksomhed inden for samme branche, en relateret branche, er kunde eller leverandør til branchen eller lignende, vil der være en forventning om, at de to virksomheder ved at fusionere eller indgå som selskaber i den samme koncern kan skabe større værdi, end de to virksomheder kan hver for sig. Det er her, man taler om synergi, men denne synergi kan antage mange forskellige former og indtræffer ikke per automatik, når to virksomheder får fælles ejerskab eller endda fusioneres. Der er derfor behov for at analysere potentialet for værdiskabelse ved en virksomhedshandel.

Synergibetingede vs. finansielt betingede virksomhedsovertagelser

Vi vil her i artiklen referere til denne form for virksomhedsovertagelser som *synergibetingede overtagelser*, idet vi vil adskille dem fra de *finansielt betingede virksomhedsovertagelser*, hvor hovedmotivet til virksomhedshandelen er relateret til virksomhedens kapitalstruktur, enten fordi der er behov for tilførsel af kapital, eller fordi en ny ejer med fordel kan strukturere finansieringen anderledes.

Artiklen er struktureret således, at vi i afsnit 2 først kortfattet diskuterer nogle af de problematikker, der er involveret i forbindelse med værdiskabelse ved virksomhedshandler. Herefter vil vi i afsnit 3 skitsere de centrale overvejelser omkring potentialet for værdiskabelse set fra sælgerens perspektiv. I afsnit 4 og afsnit 5 vil vi gennemgå en række af de forhold, som er relevante ved hhv. finansielt betingede synergibetingede virksomhedshandler. Endelig afsluttes artiklen i afsnit 6.

2. Virksomhedsovertagelser skaber ikke altid værdi

Der er i aviserne mange historier om mislykkede virksomhedsovertagelser både fra den internationale erhvervsscene og om danske virksomheder. Når det ydermere er forskningsmæssigt dokumenteret, at mange fusioner ikke skaber den forventede aktionærværdi, og at der i mange tilfælde destrueres aktionærværdi i processen², er det forståeligt, at nyheder om fusionsplaner ofte mødes med en vis skepsis.

Kapitalfondene har betydet ekstra opmærksomhed omkring virksomhedshandler

Den seneste opkøbstrend, hvor internationale kapitalfonde opkøber detailhandelskæder og velkonsoliderede virksomheder i alle brancher, præsenteres i medierne ofte som primært fokuserende på at restrukturere finansieringen. Dette indebærer ofte, at de lån, der blev optaget for at købe virksomheden, tilbagebetales med virksomhedens forventede overskud, og at virksomheden senere sælges med fortjeneste (sådan er planerne i al fald). Det har i manges øjne medvirket til at kaste et mistænkeligt skær over virksomhedshandlerne, men der er tale om en noget forsimplet fremstilling.

Det er klart, at der er et væsentligt element af "financial engineering" i kapitalfondes forretningsmodel, men det er et mindst ligeså væsentligt element i værdiskabelsen, at kapitalfondene udvikler og styrker den eksisterende virksomhed og fokuserer dens aktiviteter ved strategiske frasalg og/eller opkøb. Men selvom vi ikke er enige i mange af de synspunkter, der kommer til udtryk i forbindelse med mediernes

2) Der er en omfattende international forskningsbaseret dokumentation for dette. I én af de seneste undersøgelser, der er baseret på et meget stort antal overtagelser af børsnoterede virksomheders overtagelser af andre børsnoterede virksomheder (Dobb *et al.*, Are Companies Getting Better at M&A? *McKinsey Quarterly*, 2007), dokumenteres det, at den samlede stigning i den overtagende og overtagne virksomheds børskurs ved annonceringen af overtagelsen er ca. 4 % (Total Deal Valued Added), men hovedparten af gevinsten tilfalder aktionærene i den overtagede virksomhed, idet der typisk betales 20-30 % over børsværdien før overtagelsestilbuddet (det såkaldte control premium). Dette afspejler, at den overtagende virksomheds børskurs faktisk falder i 40-60 % (Proportion Over Paying) af tilfældene, når en større virksomhedsovertagelse annonceres. Der er naturligvis mange forskellige forhold, der spiller ind – men selvom resultaterne ikke direkte kan overføres til danske forhold, er der ikke grund til at tro, at forholdene her vil være væsentligt anderledes.

præsentation af denne skepsis, er det alligevel nødvendigt at forholde sig til den aktuelle tendens.

Husk: Det er både/og Når vi i den resterende del af artiklen adskiller virksomhedsovertagelser i finansielt betingede og synergibetingede overtagelser, sættes argumenterne på spidsen for at præsentere de to sider af den samme sag (virksomhed) mere klart. Man skal således være opmærksom på, at det i de fleste virksomhedshandler ikke handler om enten/eller, men snare en både/og situation: Der er både fokus på at skabe værdi med udgangspunkt i kapitalstrukturen og ved at udnytte synergier. Den virksomhed, som er bedst til disse ting ud fra en samlet betragtning, er den mest egnede køber og dermed den køber, som vil betale den højeste pris for virksomheden.

Og resultatafhængig løn er også kommet i fokus Offentlighedens opmærksomhed er øjensynligt ikke blevet mindre af, at det er blevet almindeligt, at direktørers løn kobles op på, om de skaber værdi for aktionærerne ved at sørge for, at aktiekurserne stiger, om de loyalt medvirker til at sælge virksomheden bedst muligt og deltager i fusionsprocessen frem for at forlade virksomheden undervejs. Man kan naturligvis – som aktionær eller i et lighedspræget dansk samfund – diskutere rimeligheden af meget store bonuser, men ellers er det vel ikke i sig selv mistænkeligt, at ejerne af en virksomhed sikrer sig, at ledelsens incitamenter er i overensstemmelse med ejernes interesser?³

Men hvordan skal man som aktionær i et selskab, der er under salg eller fusion, forholde sig til situationen? Hvorfor er så mange fusioner mindre succesfulde, hvordan undgår man faldgruberne? Hvornår skal man som medarbejdere bekymre sig, og hvad skal politikere og offentlighed i al al-

3) Her tænker vi for det første på resultatafhængig bonus i forhold til virksomhedens driftsresultater, hvad enten der er tale om et direkte løntillæg, eller det er optionsbaseret. For det andet tænker vi i særdeleshed på den praksis i relation til "gyldne faldskærme", hvor ledelse og i nogle tilfælde også bestyrelser kan modtage bonus i forbindelse med virksomhedens salg. Sådanne programmer vil ofte være et naturligt redskab til at sikre, at de personer, der har det praktiske ansvar for gennemførelsen af et eventuelt salg, har incitamenter i overensstemmelse med aktionærernes. Til gengæld er det lidt mere kompliceret at forholde sig til de såkaldte *stay-on bonuser*, i de tilfælde, hvor bonussen tilbydes/finansieres af de nye ejere, idet der på den ene side kan være et reelt behov for at skabe kontinuitet i ledelsen af selskabet, men hvor størrelsen af bonussen i nogle tilfælde kan så tvivl om loyaliteten i forhold til de oprindelige aktionærers interesser.

mindelighed blande sig i? Og hvilke overvejelser skal ledelse og bestyrelse gøre sig? Det er nogle af de spørgsmål, som har motiveret os til at skrive artiklen.

Sælgeren bør fokusere på den pris, der tilbydes

3. Sælgerens overvejelser

Som en indledende analyse kan man som aktionær i et selskab, der står over for et muligt salg, koncentrere sig om selskabets aktuelle værdi ud fra egne forventninger til den fremtidige udvikling i forhold til den pris, man kan få for det. For en børsnoteret virksomhed er aktiekursen naturligvis et godt bud på prisen, og man kan efter temperament indregne indtjenings effekter af virksomhedens fremtidige udvikling mere eller mindre optimistisk. Muligvis kan man have det synspunkt, at virksomheden i øjeblikket er undervurderet, men det er nu engang sådan, at det er markedet, som sætter prisen og dermed bestemmer værdien af virksomheden.

3.1. Hvad er virksomheden værd?

Hvis ikke virksomheden er børsnoteret, kan det være vanskeligere præcist at vurdere, hvad virksomheden er værd, men man vil normalt kunne støtte sig til virksomhedsmæglere, revisionsvirksomheders corporate finance afdelinger, erhvervsadvokater eller bankers rådgivning, ligesom man vil kunne anvende de forskellige modeller og metoder til værdiansættelser, som er beskrevet i litteraturen. Som ejere af en virksomhed kan man være fristet til at lægge for stor vægt på det fremtidige indtjeningspotentiale, som principielt kunne realiseres, hvis alt går vel, eller med det samme at indkalkulere de mulige synergier, som en eventuel køber vil kunne opnå.

Start med at være konservativ

Sådanne potentialer skal man selvfølgelig være opmærksom på, og de har en betydning for virksomhedens værdi, men vi vil anbefale, at man starter med at vurdere virksomhedens værdi på grundlag af dens nuværende indtjeningsniveau (f.eks. de sidste par års realiserede resultat og et realistisk budget for de næste par år) samt markedsværdien af aktiv- og passivside, uden at indregne forhold som ikke har vist sig endnu. Det er dels nemmere, da man kan tage udgangspunkt i en sammenligning med tilsvarende virksomheders price/earning-forhold etc., og dels giver det et

Købers vs. sælgers præference for beregningsmetode

stabilt udgangspunkt for at vurdere, hvilken ekstra værdiskabelse en ny ejerstruktur vil betyde.

Man kan regne på en virksomheds værdi på mange forskellige måder og ud fra hvilke forudsætninger, der lægges til grund herfor, nå til forskellige resultater. I praksis vil den oprindelige ejer ofte have en præference for at tilbagediskontere den fremtidige indtjening. Dels fordi man som ejer/leder af virksomheden har et så godt kendskab til dens potentiale, at dette giver mening, og dels nok også, fordi det vil præsentere virksomheden i det bedste lys. Købere, der som udgangspunkt kender virksomheden mindre godt, vil tilsvarende ofte have en præference for at anvende forskellige mere simple nøgletal, der kombinerer indtjeningsevne med omsætning, vækst, cash flow etc., hvilket ofte kan lede til mere konservative vurderinger af virksomheden.

Dette er ikke nødvendigvis udtryk for manglende vilje til at forstå den enkelte virksomhed, men dels betinget af, at de oplysninger, man kan få fra sammenlignelige virksomheder eller tilsvarende virksomhedshandler, baseres på sådanne nøgletal, og dels af at sådanne nøgletal faktisk er ganske betydende for virksomheders prisfastsættelse på markedet, uanset om man synes om det eller ej.

3.2. Informationsasymmetri og værdiskabelsespotentiale**Man er selv i den bedste position til at vurdere virksomhedens værdi**

Der er to vigtige faktorer, som har betydning for prisfastsættelsen, og som man derfor indledningsvist skal være opmærksom på. For det første vil ledelsen i det sælgende selskab alt andet lige have det bedste kendskab til virksomheden, dens produkter og kunder, markedsmulighederne etc. Selv efter en due diligence-fase vil informationen stadig være asymmetrisk fordelt, og derfor vil en ledelse/bestyrelse, der er loyal over for ejerne i højere grad anbefale salg til en pris, der skaber en "god handel" for de oprindelige aktionærer. Og tilsvarende vil køberen være nødt til at operere med en risikofaktor, fordi man må forvente i højere grad at være vidende om de positive forhold end forhold, der påvirker prisen negativt.

Kan andre ejere bedre udvikle virksomheden?

For det andet må ledelse og bestyrelse stille sig selv spørgsmålet, om de selv kan udvikle virksomheden, så der skabes lige så stor værdi, som hvad de nye ejere vil være i stand til. Hvis det ikke er tilfældet, vil der være større sandsynlighed

for, at et salg er fordelagtigt, da køberen i sin vurdering af den pris, der skaber en god handel, vil indregne sin egen evne til at drive virksomheden og skabe øget værdi. Hvis andre ser en værdi i virksomheden, vil det naturligvis være fristende som ejer/aktionær at mene, at man selv bør kunne gøre det ligeså godt. Men der kan, som vi vil vende tilbage til, reelt set være tale om koncernsynergier, som kun kan realiseres, hvis virksomheden indgår i en ny ejerstruktur, og der kan være tale om, at strukturering af passivside vil være nødvendigt for at realisere virksomhedens potentiale fuldt ud.

3.3. Hvornår kan der være fordel i at finde en anden ejer?

Sælgeren har også en interesse i køberens perspektiv

Selvom det principielt må være køberens ansvar at vurdere, om prisen er værd at betale, så bør ejerne i en salgssituation vurdere, om en potentiel køber kan skabe mere værdi, da dette har betydning for dennes villighed til at betale en højere pris for virksomheden, end hvad den er værd for sælgeren.

Hvordan erlægges betalingen?

I de tilfælde, hvor virksomhedshandelen ikke er rent kontantbaseret, dvs. hvor der straks betales for aktierne, eller hvor der ikke er tale om en fuldstændig overtagelse, vil sælgeren ligeledes have en væsentlig interesse i at sælge til en nogenlunde realistisk pris og i al fald på et realistisk grundlag, hvad angår den synergibetingede værdiskabelse. Dette kan eksempelvis være tilfældet, hvis købet delvist finansieres af lån fra sælger, hvis overdragelsen sker i flere tempi, eller hvis salgsprisen er afhængig af virksomhedens fremtidige resultater etc.

Hvis der foretages aktiebytte og den købte virksomhed (i forhold til den køvende virksomhed) er en forholdsvis lille virksomhed, vil det i første omgang være i sælgers interesse at få så høj en pris for aktierne som muligt. Men hvis ikke der er en reel synergi mellem de to virksomheder, har man bragt sig i en situation, hvor man er medejer af en virksomhed, der ikke kan skabe tilstrækkelig værdi sammenlignet med, hvad alternative købere ville have været i stand til. Hvis man ydermere er bundet af aktionæroverenskomster, som gør, at man ikke frit kan skille sig af med aktierne, eller hvis aktierne ikke er omsættelige på en normal markedsplads, kan det ende med at være en skidt handel.

Salg er især fordelagtigt i tre situationer

Der er typisk tre situationer, som falder inden for rammerne af denne artikel, og hvor et salg af virksomheden er relevant at overveje.

1: Behov for kapitaltilførsel

Hvis der er tale om vækstvirksomheder, som kræver kapitaltilførsel udover den gældsbyrde, som kan finansieres ved den nuværende ejerstruktur, vil en ny ejer muligvis kunne skabe større værdi ved at være i stand til at finansiere de nødvendige investeringer og udviklingsaktiviteter. Det er i sådanne situationer, at salg af teknologi- og udviklingsvirksomheder, eller i en bred forstand ejerledede vækstvirksomheder, kan være fordelagtige for både køber og sælger.

2: Større risikovillighed eller bedre lånemulighed

Den næste situation er, hvor virksomheden ikke har et akut behov for at finansiere sin vækst, hvor der eventuelt er større cash flow fra driften, end investeringerne og udviklingsaktiviteter kræver, eller hvor virksomheden er velkonsolideret. Det relevante alternativ til et salg af virksomheden er at tilbagebetale den overskydende likviditet til ejerne ved opkøb af egne aktier eller ved øgede udbyttebetalinger, men spørgsmålet er her, hvor stor en likviditet, der er i overskud – og om det er fordelagtigt at øge gældsætningen i virksomheden for derved at forøge udbetalingen til aktionærerne tilsvarende. I denne situation kan et salg af virksomheden være fordelagtigt, hvis køberen har bedre mulighed for at finansiere en øget gældsætning, eller har en anden risikoprofil end sælgeren. Dette er således svaret på det spørgsmål, både medarbejdere/ledere og ejere ofte vil stille: Hvorfor gør vi det ikke bare selv?

Vi vil i disse to situationer tale om *finansielt betingede virksomhedsovertagelser*, og den potentielle køber vil typisk være en finansiel investor eller en gruppe af investorer. Det er ligeledes kendetegnende, at køberen i disse situationer normalt ønsker at afhænde virksomheden igen i løbet af en kortere periode (f.eks. 2-7 år). Det er især i denne situation, at kapitalfonde er på banen som købere, hvilket vi vil vende tilbage til i afsnit 4.

3: Strategisk synergi

Endelig kan den tredje situation være, at man som sælger erkender, at en ny ejer simpelthen vil være i stand til at drive virksomheden i en konstruktion, der skaber større værdi. Der kan være tale om, at den nye ejer kan tilføre øget ledelseskompetence, nye ledelsesteknologier eller -modeller f.eks. i form af bedre økonomistyrings- eller produktionsstyringsmetoder, men der kan også mere traditionelt være tale om synergi inden for f.eks. distribution, marketing eller pro-

duktion. Vi vil her som en fællesbetegnelse tale om *synergi-betingede virksomhedsovertagelser* og vil vende tilbage hertil i afsnit 5.

De tre situationer, som vi her har skitseret, skal opfattes som typesituationer frem for at være gensidigt udelukkende tilfælde. Man kan eksempelvis forestille sig, at en virksomhed, som har brug for kapitaltilførsel (situation 1), kan sælges til en koncern, som via adgang til nye markeder kan skabe øget vækst og indtjening (situation 3). Eller man kan forestille sig, at et konsortium af investorer erhverver en virksomhed (situation 2) med henblik på at frasælge en del af den til en anden virksomhed, der kan skabe strategisk synergi (situation 3) og benytte en del af proventet herfra til at investere yderligere i den resterende del af virksomheden (situation 1).

Det er kendetegnende for de tre typesituationer, at den strategiske synergi skal realiseres af køberen, og det er dermed principielt op til en potentiel køber at identificere de mulige synergier samt vurdere, hvilken betydning de har for den pris, man som køber vil være villig til at betale for virksomheden. Som potentiel sælger vil man dog også være interesseret i at identificere de mulige strategiske synergier og deres værdi, idet de jo, som tidligere diskuteret, også afspejler den "overpris" i forhold til virksomhedens nuværende værdi, som en specifik køber vil kunne betale.

Alternativet er, at man selv fortsætter

Mens de to første situationer indebærer, at et helt eller delvist salg vil være en nødvendighed for at realisere virksomhedens potentiale, vil man oftest overveje, om man selv som ejer vil være i stand til at realisere en strategisk synergi. Hvis det kræver fusioner eller virksomhedsovertagelser, vil det være et spørgsmål, om man selv kunne tage førertrøjen i fremtidige virksomhedsopkøb, der kan skabe synergi-baseret værdi.

4. De finansielt betingede virksomhedsovertagelser

Normalt skal virksomheden drives "selvstændigt"

På trods af at der ikke kan skelnes helt stringent mellem de tre former for virksomhedsovertagelser, adskiller de første to former for virksomhedsovertagelser sig dog ved primært at være betingede af finansielle forhold, således at den overtagne virksomhed normalt fortsat skal drives som en selvstændig virksomhed frem for straks at indgå i en koncern.

Men der kan, som det blev diskuteret ovenfor, ofte også være tale om, at den finansielle investor ønsker at udvikle virksomheden, lade den helt eller delvis indgå i fusioner med andre selskaber eller på anden måde realisere en strategisk synergi.

Overtagelse vs. risikovillig kapital

4.1. Behov for kapitaltilførsel: venturekapital

Vi har her i artiklen fokus på virksomhedsovertagelser, hvilket indebærer, at det kontrollerende ejerskab skifter til køberen, som altså overtager hovedparten af (aktierne eller stemmeretten i) virksomheden – men det vil være naturligt, at man i en virksomhed med kapitalbehov (situation 1) undersøger muligheden for alternativer til helt at afhænde virksomheden. Det er f.eks. her venturekapital, der kombinerer tilførsel af kapital og nye kompetencer i de tidlige faser af en virksomheds udvikling, kommer ind i billedet. Eller risikovillig kapital i form af lån, som forrentes resultatafhængigt etc., f.eks. den finansieringsform der også betegnes mezzaninkapital.

Sådanne tilførsler af risikovillig kapital kan under forskellige former og betingelser både finde sted i de første faser af en virksomheds liv: *Seed-fasen*, hvor virksomhedens forretningsgrundlag er under etablering eller udvikling, *opstartsfasen*, hvor produktudvikling, prototypefremstilling etc. ikke er afsluttet samt *vækstfasen*, hvor den kraftige ekspansion sætter ind, og hvor kapitalbehovet normalt er størst. Idet formålet med denne type finansiering ikke er at overtage kontrollen med virksomheden og høste synergibetingede fordele, vil vi ikke diskutere de forskellige forhold i yderligere detaljer.

Risikovillig kapital i de senere faser af virksomhedens liv

4.2. Velkonsoliderede virksomheder: buy-out

Den køber, som er aktuel i situation 2, kan også betegnes som "risikovillig", men der er her tale om, at virksomhedens ejere afhænder virksomheden (buy-out) eventuelt i sammenhæng med, at finansielle investorer, som er trådt ind i situation 1, trækker sig ud (replacement). I den situation, som vi ser på i dette afsnit, hvor køberens overtagelse er finansielt betinget, kunne man forestille sig, at der er tale om én finansiell investor, der købte virksomheden, men i praksis vil der ofte være tale om en gruppe af investorer, som køber virksomheden i fællesskab ved at være organiseret i en så-

Kapitalfonde som købere

kaldt kapitalfond (egentlig en buy-out kapitalfond for at adskille den fra en venturekapitalbaseret kapitalfond).

En af de primære drivkræfter ved kapitalfondenes (private equity) virksomhedsovertagelser er lidt karikeret den mere aggressive finansieringsstruktur. Men kapitalfonde involverer sig typisk også i virksomhedens drift, f.eks. ved meget aktivt bestyrelsesarbejde, idet det normalt vil være formålet at øge indtjeningen i ejerperioden, blandt andet ved at udvikle den købte virksomheds strategi. Derfor er den adskillelse, vi her i artiklen har foretaget mellem finansielt betingede virksomhedsovertagelser og synergibetingede overtagelser, mere at betragte som to løftestænger for værdiskabelse, der efter behov kan anvendes i kombination, end egentlige alternativer.

Herudover har alle virksomheder behov for at tage aktivt stilling til deres finansierings- og selskabsstruktur. De særlige forhold, der gør sig gældende omkring kapitalfonde, har man principielt ikke behov for at overveje, hvis ikke man er en virksomhed, der har adgang til de samme finansielle muligheder. Men det kan være nyttigt at have et vist kendskab til, hvilke motiver der driver disse aktører, da deres tilstedeværelse som potentielle købere af en virksomhed får betydning for prisdannelsen.

Den type kapitalfonde, som er involveret i mange af de større virksomhedshandler, der i de senere år har fundet sted både herhjemme og i udlandet, baserer sig på en fleksibel finansieringsstruktur, idet et antal investorer – typisk institutionelle investorer eller meget velhavende privatpersoner – har givet tilsagn om at stille med kapital, når en egnet investeringsmulighed byder sig. Denne egenkapital suppleres med en forholdsvis stor andel af fremmedkapital i virksomheden, ligesom man ofte vil frasælge så mange aktiver – f.eks. bygninger, datterselskaber, som ikke har en strategisk betydning etc. – som muligt for at reducere balancesummen.

Balanceslankning og gældsforøgelse påkalder sig opmærksomhed

Det er denne kombination af balanceslankning og samtidig gældsforøgelse, som påkalder sig opmærksomhed i medier, blandt politikere, medarbejdere m.fl. Synspunktet kan være, at det er tiltag, som ikke i sig selv skaber nogen værdi, at selskabet svækkes ved, at de nye ejere tømmer det for værdier, at det er værdier, som medarbejderne har skabt gennem deres arbejde i virksomheden, og som derfor burde blive i virksomheden, at virksomhederne ikke kommunikerer til

offentligheden, at det vil betyde fyringer, at det er en kortsigtet strategi etc.

4.3. Hvordan fungerer en buy-out fond?

Kapitalfonde er reelt set ikke kortsigtede

Reelt set er bekymringerne nok delvist funderet på mytedannelser, idet de finansielle tiltag som oftest retter sig mod at skabe et fundament for at styrke virksomhedens fremtidige indtjeningsmuligheder, hvilket oftest betyder, at forretningsomfanget og dermed beskæftigelsen skal øges. Ligeledes er det nok heller ikke korrekt at betegne kapitalfonde som kortsigtede – i al fald ikke sammenlignet med børsnoterede virksomheder – da man normalt vil beholde ejerskabet indtil de finansielle målsætninger er opnåede, ligesom den kapital, der er nødvendig for de langsigtet lønsomme investeringer, ofte kan tilvejebringes nemmere fra kapitalfonde, end hvis de tilsvarende midler skulle hentes på Børsen.⁴

Men de har en mere lukket karakter

Det er dog korrekt, at kapitalfonde og virksomheder, der ejes af disse, ikke har så åben en kommunikation, som en børsnoteret virksomhed, men frem for at se det som en mistænkelig faktor, er det nok mere reelt at se det i sammenhæng med, at den begrænsede ejerkreds, som er aktivt involveret i bestyrelsesarbejdet, ikke har behov for den udadvendte kommunikation, som derfor ikke har nogen værdi for virksomheden.

Desuden kan det have en betydning, at kapitalfondes overtagelser ofte betyder visse større strategiske ændringer, hvor det ikke ønskes at give konkurrenter information om dette. Men det er også vores opfattelse, at lukketheden medvirker til mytedannelsen, og at det i en dansk sammenhæng, hvor der er tradition for åbenhed og kommunikation, og hvor der er en udbredt skepsis i offentligheden i forhold til virksomhedsovertagelser, givetvis kunne være hensigtsmæssigt, hvis kapitalfonde satte større fokus på håndteringen af de eksterne relationer.

4) Økonomi- og Erhvervsministeriets rapport "Kapitalfonde i Danmark" (Økonomisk Tema, nr 4, november 2006) giver en omfattende redegørelse for omfanget af kapitalfondes aktiviteter i Danmark, de konsekvenser det har haft mht. beskæftigelse, investeringer etc. for de købte virksomheder samt for, hvad de centrale argumenter for og imod kapitalfonde er. Det fremgår blandt andet, at danske virksomheder, der har været købt af kapitalfonde, faktisk har øget deres omsætning og beskæftigelse mere end andre virksomheder.

5.6. (Hvordan) skaber en virksomhedsovertagelse

Den ideelle case: Overtagelsen finansierer sig selv

Hvad angår finansieringen af virksomhedsovertagelsen og den reducerede soliditet i virksomheden, vil transaktionen kunne skrues sammen på forskellige måder. I den ideelle situation vil der på kort sigt ved frasalg af aktiver og optagelse af gæld kunne frigøres kapital i virksomheden, som udbetales til de nye ejere, der herefter bruger denne som delvis betaling for virksomheden. Hvis virksomheden kan skabe en indtjening, som er tilstrækkelig stor til at betale renter og afdrag på den øgede gæld, vil virksomhedens værdi stige, uden at ejerne skal skyde yderligere penge ind. Når der er elementer af denne type konstruktioner involveret, kan man tale om, at virksomheden delvist har finansieret sin egen overtagelse.⁵

Men sælgeren har de bedste kort på hånden...

Selvom det umiddelbart kunne se ud som om, at denne type selvfinansiering primært indebærer en gevinst for kapitalfonden – altså køberen – er det imidlertid sælgeren, som står i den bedste position til at indkassere gevinsten, idet der på markedet for opkøbsegnede virksomheder normalt vil være flere konkurrerende kapitalfonde som potentielle købere. Jo bedre "selvfinansiering" virksomhedens oprindelige kapitalstruktur giver mulighed for, jo højere pris vil køberen kunne betale under hensyntagen til det samme afkastkrav på de midler, som investorerne stiller til rådighed.

... også når lånevilkårene er gode

Tilsvarende betragtning gør sig gældende, når lånemarkedet er attraktivt som følge af en lav rente. I første omgang kan det synes attraktivt for kapitalfondene at låne billigt og købe en virksomhed, som kan generere et højt afkast på den investerede kapital – men når der er flere købere på banen, kan (en del af) denne mulige gevinst forventes at udmønte sig i en højere pris på virksomheden. Det er altså de samme mekanismer, som vi som privatpersoner efterhånden er blevet vant til i relation til husprisernes afhængighed af lånevilkår og rentesatser, hvor det især er sælgeren, som får gevin-

5) Det meget omdiskuterede element i restruktureringen af passivsiden er, at den øgede finansiering med fremmedkapital øger rentebetalinger, reducerer overskuddet og dermed skattebetalingen. I det omfang lånene ydes af virksomheder i Danmark, vil der naturligvis ikke være tale om tab af skatteprovenu, men i praksis kan man forestille sig, at lånene også kunne være ydet af selskaber placeret i lande med lav skattebetaling eller af pensionsvirksomheder, der ikke (som i Danmark) er løbende afkastbeskattet. Selvom denne problematik strengt taget ikke er forårsaget af kapitalfonde, er der i den politiske debat, og ikke mindst i de aktuelle (februar 2007) forslag til lovindgreb, en tendens til, at forholdene kædes sammen.

sten i form af ejendommens værdiforøgelse, mens køberen ender med at betale nogenlunde den samme månedlige ydelse.

Risiko og afkast

En lavere soliditet som følge af enten udbetaling af overført overskud til aktionærer eller øget gældsætning, som udbetales til aktionærene, betyder en højere forrentning af den tilbageværende egenkapital, men indebærer samtidig en større risiko for aktionærene. Det er her kapitalfondene kommer ind i billedet, idet man kan opfatte dem som specialister i finansiering af risikotagning, blandt andet som følge af en mere fleksibel finansieringsform. Det er nemlig et andet kendetegn ved kapitalfondsbaserede opkøb, at de selskaber, der står bag kapitalfonden, giver tilsagn om en meget hurtig tilførsel af kapital, hvis det skulle være nødvendigt, hvorfor den opkøbte virksomhed ikke har behov for en likviditetsmæssig buffer eller reserver til fremtidige investeringer og eventuelle egne virksomhedsopkøb.

Virksomheder, der har en kapitalstruktur, som egner sig til kapitalfondenes finansieringsform, vil derfor ofte være mere værd for en kapitalfond end for andre ejere. Det gælder især, hvis virksomheden er ejet af aktionærer, som har en væsentlig del af deres egenkapital placeret i virksomheden, hvor institutionelle investorer ikke ønsker at have midler placeret i risikofyldte investeringer, eller hvor hidtidige hovedaktionærer ikke ønsker at være direkte involverede i en risikobetonet virksomhedsdrift.

Detailhandelskæder

Det typiske eksempel er her den store mængde af mere eller mindre fastsamentømrede detailhandelskæder, der nu også selv er blevet opmærksomme på, at de finansielt passer perfekt til at være ejet af kapitalfonde: Ved at betragte alle butikkerne som én virksomhed frem for enkeltstående virksomheder med separat ejerskab, er det muligt at øge fremmedkapitalen væsentlig uden at øge den samlede risiko. Samtidig er der, jf. næste afsnit, givetvis også en langt større mulighed for at høste marketingmæssige og administrative synergier, også ved at øge antallet af butikker i kæden. Endelig vil det for mange ejere af butikker i kæderne muligvis også kunne løse uafklarede problemstillinger omkring generationsskifte etc.

Mindretsaktionærernes synspunkter

Det skal i forlængelse heraf bemærkes, at situationen sagstens kan se anderledes ud, hvis man f.eks. er mindretsaktionær i en børsnoteret virksomhed og ud fra en porteføljebe-
tragtning kun har en mindre del af sin formue placeret i den

givne virksomhed. Af denne eller andre årsager kan man ønske at være med i virksomheden efter restruktureringen – men kapitalfondene betinger sig som bekendt normalt det fulde ejerskab af virksomheden, idet dette blandt andet er nødvendigt for at få den fleksible kapitalstruktur til at fungere. Ligeledes vil det være oplagt, at nogle aktionærer i en børsnoteret virksomhed, f.eks. fordi de har et meget langsigtet perspektiv på aktiebesiddelsen, opfatter den som havende større værdi, end børskursen betinger, jf. diskussionen i de indledende afsnit, og derfor ikke ønsker at sælge.⁶

Køberens exit

Endelig vil vi som et kendetegn for virksomhedsovertagelser, som er betinget af finansielle forhold, nævne, at køberen ofte vil sikre sig en exit-mulighed, f.eks. ved at de oprindelige aktionærer køber aktierne tilbage, aktierne sælges til tredjemand, eller virksomheden børsnoteres. Det gælder, hvad enten der er tale om en decideret virksomhedsovertagelse eller "kun" en tilførsel af risikovillig kapital. Det betyder ikke blot, at en exit-mulighed er en forudsætning for, at der kan gennemføres en handel, men også at eventuelle aftaler omkring det senere salg af virksomheden har betydning for virksomhedens pris.

Blandt de overvejelser, som en potentiel køber vil gøre sig, er, om en virksomhed vil egne sig til eller kunne blive bragt i en form, hvor den egner sig til senere at blive børsnoteret, om den kan sælges tilbage til de oprindelige ejere, om den kan sælges til en anden kapitalfond med en anden strategisk profil, eller om der senere vil kunne findes en køber inden for samme branche, der kan udnytte strategiske synergier.

5. De synergibaserede virksomhedsovertagelser

Succeskriteriet set fra køberens synsvinkel...

Den tredje type virksomhedsovertagelser, som vi behandler her i artiklen, er de synergibaserede virksomhedsovertagelser – altså de situationer hvor en virksomhed købes af en anden virksomhed med henblik på at fusionere virksomheder-

6) I den aktuelle debat omkring kapitalfonde i Danmark er det mest markante eksempel kapitalfondens opkøb af hovedparten (men under 90 %) af aktierne i TDC A/S og de efterfølgende bestræbelser på at erhverve en så stor mængde aktier, at den resterende del kan tvangsindløses. I modstanden mod denne specifikke kapitalfondsovertagelse har ATP især gjort sig bemærket i debatten.

ne eller at lade den købte virksomhed indgå i en koncern⁷. Synergibegrebet skal her forstås forholdsvist bredt, således at det ikke blot er et spørgsmål om at skabe synergi i en snæver driftsøkonomisk forstand, hvor der fokuseres på stor-driftsfordele, f.eks. i produktionsprocesserne. Ofte skabes den afgørende synergi i relation til ledelsesmetoder og forretningsmodeller, og det er ofte i sådanne situationer, at kapitalfonde af forskellig art kan være potentielle købere af en virksomhed, idet de ikke blot er specialister i at optimere kapitalstrukturen, men også vil bidrage med ledelsesprocesser og -modeller, som kan skabe en konkurrencemæssig fordel.⁸

Men det centrale spørgsmål, man som ledelse eller bestyrelse i en virksomhed, der overvejer at købe en anden virksomhed, må stille sig, er, hvordan en koncern skaber værdi ud over den værdiskabelse, der sker i de enkelte selskaber/datterselskaber. Mens vi i afsnit 3 tog udgangspunkt i sælgerens perspektiv, vil vi i dette afsnit se på de synergibaserede virksomhedsovertagelser fra køberens side.

... og med fokus på aktionærværdi

Da vi i denne artikel anlægger en aktionærsynsvinkel, er vores umiddelbare målestok, for om en virksomhedsovertagelse er lykkedes, et spørgsmål om, hvorvidt den overtagede virksomhed bliver mere værd ved købet end det, der er betalt for den købte virksomhed. Megen af den kritik, der ofte rejses af fusioner og opkøb, relaterer sig netop til, at dette ikke er tilfældet; og i mange tilfælde henvises der til uforudsete vanskeligheder med at integrere de to virksomheder, f.eks. hvad angår it-systemer og kultur, hvilket fremhæver

7) Vi bruger her begrebet koncern i en (økonomi)styringsmæssig betydning, således at det refererer til det forhold, at forskellige dele af virksomheden opfattes som særskilte enheder, der er organiseret med særskilt strategi- og budgetansvar (ofte profitcenterstrukturer). Ofte vil der være tale om forskellige divisioner og måske også dele af virksomheden, som der aflægges segmentregnskaber for. Det er altså en lidt bredere anvendelse af begrebet end i den selskabs- og skatteretslige forståelse for en koncern.

8) Se også artiklen "Vækst gennem videnbaserede forretningsmodeller" (Bukh, 2005, *Knowledge Management*, Børsens Ledelsehåndbøger). Et eksempel er Danaher's overtagelse af Radiometer, hvor værdiskabelsen i høj grad betinges af ledelsesprocesser og -modeller. Man kan også tænke på ISS, hvor brand og faglige kompetencer naturligvis også har en betydning for værdiskabelsen i forbindelse med den store mængde opkøb, der foretages, men hvor synergien givetvis primært hentes ledelsesmæssigt.

Specielt om innovation gennem virksomhedsopkøb

betydningen af planlægningen og ledelsen af integrationsforløbet som en forudsætning for, at en synergibaseret virksomhedsovertagelse kan blive en succes. Det er altså ikke nok, at en analyse og en regnearksmodel viser, at det kan betale sig.

Det forholder sig ofte således, at mindre, nyetablerede virksomheder er mere innovative end større, modne, velstrukturerede og måske kapitalstærke virksomheder. Derfor ses det ofte, at større virksomheder opkøber mindre teknologibaserede virksomheder for dermed at få adgang til de kompetencer og innovative evner, som de mindre virksomheder besidder.

I nogle tilfælde er der tale om, at det er de konkrete produktionsrettigheder, udviklingsprojekter etc., man køber, mens det i andre tilfælde er selve evnen til at innovere, den entreprenante kultur etc., som er det interessante for køberen. I det sidstnævnte tilfælde er det naturligvis særligt væsentligt, at de evner og kompetencer, som man køber, bevares i virksomheden, selvom det kan være vanskeligt, da de har en immateriel karakter og ofte er knyttede til ganske få personer. Det er i sådanne situationer særlig vigtigt, at der i virksomhedsovertagelsen tages hensyn til dette, og det har da også vist sig, at virksomheder, som lykkes med at skabe vækst ved opkøb af mindre og innovative virksomheder, netop har særlig fokus på disse forhold.⁹

5.1. Hvad er kilderne til synergi?

Det er naturligvis ikke muligt inden for denne artikels rammer fyldestgørende at diskutere de muligheder, man generelt har for at opnå synergi ved overtagelse af en anden virksomhed – eller for den sags skyld hvilke analyser man kan eller bør foretage. For at systematisere diskussionen vil vi skelne mellem to grundsituationer, der skal opfattes som yderpunkter. I den første situation vil man efter virksomhedsovertagelsen foretage en driftsmæssig fusion af virksomhederne, således at de så vidt muligt sammensmeltes, mens man i den anden situation vil lade den overtagne virksomhed indgå i en koncernstruktur.

9) Se yderligere diskussion af disse forhold og den forskningsbaserede litteratur på området i artiklen "Loosing innovativeness: the challenge of being acquired" (Karina Skovvang Christensen, *Management Decision*, vol 44, no. 9, 2006).

A: Driftsmæssig fusion

Jo mere relaterede de to virksomheder er, jo mere oplagt er det at slå dem sammen til én virksomhed, og det afgørende er, i hvilket omfang den overtagne virksomhed skal fortsætte som en forretningsenhed (Strategic Business Unit) med selvstændig ledelse og med en særskilt strategi inden for rammerne af den samlede koncern. Et typisk eksempel kunne være, når en mindre og udviklingsorienteret virksomhed købes af en større koncern, hvorefter de to virksomheders udviklingsafdelinger integreres, eller når en underleverandørvirksomhed købes af kunden, som herefter fysisk flytter produktionsudstyret til fælles lokaliteter.

Sådanne driftsmæssige fusioner er som udgangspunkt de nemmeste at analysere, idet de principielt svarer til de overvejelser, man vil gøre sig i relation til den sædvanlige organisering af sin virksomhed. Der vil være en række faktorer, som er behæftet med større usikkerhed, f.eks. hvor kompliceret det er at integrere it-systemer, om kulturerne er forenelige, hvordan medarbejdere og ledere reagerer, hvilke lønsumhedsstrukturer der gælder for den overtagne virksomheds kunder og produkter, hvordan kunder og leverandører reagerer etc. Disse faktorer kan man analysere og i due diligence-processen eller efter overtagelsen opnå større indsigt i.

B: Koncernbaserede synergier

I den anden typesituation vil man lade den overtagne virksomhed fortsætte som en selvstændig virksomhed i en koncern. Det skal ikke tages som udtryk for, at der ikke vil blive foretaget ændringer, idet det jo er fundamentet for den synergibetingede overtagelse, at 1+1 skal være mere end 2. Men det drejer sig her om, at forskellige dele af koncernen skal have forskellige roller, og at værdiskabelsen ved overtagelsen realiseres som koncernbaserede synergier.

Det betyder nogle gange, at der i det mindste er dele af den overtagne virksomhed, der fortsat skal drives som en selvstændig forretningsenhed, f.eks. produktionsafdelingen/-divisionen i den overtagne virksomhed, mens andre funktioner, f.eks. montageafdeling, it-afdeling, indkøbsafdeling etc. fusioneres. Generelt kan man dog også forestille sig, at der i forbindelse med virksomhedsovertagelsen skabes en ny koncernstruktur, hvor dele af de to virksomheder samles i nye forretningsenheder, hvorved grænsen til en driftsmæssig fusion, jf. ovenfor, bliver mindre skarp. Man kan her som eksempel forestille sig en finansiel virksomhed, der overtager en anden finansiel virksomhed og udskiller de fælles back office-funktioner i en separat division.

5.2. Checkpoints for den synergibaserede synkronisering

Som en begrebsramme for identifikation af koncernstrategier vil vi her henlede opmærksomheden på litteraturen vedrørende koncern-synergier i Balanced Scorecard-regi, således som de afspejles i Roberts S. Kaplan & David P. Norton's bog *Alignment*¹⁰. Mens den tidlige litteratur om Balanced Scorecard primært vedrører, hvorledes et Balanced Scorecard/strategikort opbygges for de enkelte forretningsenheder, så vises det i *Alignment* for det første, hvordan der horisontalt og vertikalt i organisationen udvikles strategikort for mange forskellige organisatoriske enheder, for det andet hvordan en lang række ledelsessystemer og projekter synkroniseres med strategikortene, og for det tredje hvordan der specificeres et overordnet koncern-scorecard.

Finansiell synergier	<input type="checkbox"/> <i>Intern kapitalstyring</i> : Skabe synergi gennem effektiv styring af interne kapital- og arbejdsmarkeder. <input type="checkbox"/> <i>Corporatebrand</i> : Integrere en række forskelligartede forretninger omkring et fælles brand og på den måde fremme fælles værdier og temaer.
"Hvordan kan vi forøge shareholder-value af vores SBU-portefølge?"	
Kundesynergi	
"Hvordan kan vi deles om kundebasen og dermed forøge den samlede kundeværdi?"	
Intern synergier	<input type="checkbox"/> <i>Krydssalg</i> : Skabe værdi ved at krydssælge et bredt udvalg af produkter og serviceydelser fra forskellige forretningsenheder. <input type="checkbox"/> <i>Fælles værditilbud</i> : Skabe en konsekvent købsoplevelse i alle butikker i overensstemmelse med virksomhedens standarder.
"Hvordan kan vi styre SBU-processerne for at opnå stordriftsfordele eller værdikædeintegration?"	
Lærings- og vækstsynergi	<input type="checkbox"/> <i>Fælles serviceydelser</i> : Opnå stordriftsfordele ved at deles om systemer, faciliteter og personale i kritiske støtteprocesser. <input type="checkbox"/> <i>Værdikædeintegration</i> : Skabe værdi ved at integrere beslægtede processer i den industrielle værdikæde.
"Hvordan kan vi udvikle og deles om vores immaterielle aktiver?"	
	<input type="checkbox"/> <i>Immaterielle aktiver</i> : Dele kompetencer inden for udvikling af menneskelig kapital, informations- og organisationskapital.

Figur 1. Kilder til synergi i den fælles virksomhed, dvs. koncernscorecardet. Kilde: Kaplan & Norton, 2006, *Alignment*, p.11.

10) Se R.S. Kaplan & D. Norton, *Alignment* (Harvard Business School Press, 2006) samt P.N. Bukh, *Hvordan kommer vi videre med Balanced Scorecard i ledeshåndbogen Strategi & Ledelse* (S. Hildebrandt, red. 2007). Se desuden mere generelt om Balanced Scorecard og danske erfaringer hermed i *Strategikort: Balanced Scorecard som strategiværktøj: Danske erfaringer* (Bukh et al. 2004, Børsens Forlag).

Strategikortet, der specificeres på koncernniveau, afspejler dels virksomhedens overordnede strategi og dels de synergier, som det forventes at skabe ved at være organiseret i en fælles virksomhed frem for separate virksomheder på et marked. Typisk vil der være tale om, at denne synergi på koncernniveau kan optræde som strategiske temaer inden for de fire Balanced Scorecard-perspektiver, således som det er vist i figur 1. I bogen *Alignment* beskriver Kaplan & Norton detaljeret og gennem en mængde eksempler og cases, hvorledes de forskellige synergier, der er vist i figur 1, kan danne grundlag for et koncern-scorecard.

Finansiell synergi i et Balanced Scorecard

I modellen, der vises i figur 1, bruges betegnelsen "finansiell synergi" i en lidt anden betydning, end hvad vi har gjort her i artiklen. Der er i et Balanced Scorecard-perspektiv tale om de strategiske valg, som ledelsen træffer omkring synergi mellem virksomhedens aktiviteter, og analysen heraf kan meget vel danne udgangspunkt for en vurdering af, om disse er tilstrækkelige i forhold til ikke at drive aktiviteterne i samme koncern, hvis der ikke også identificeres andre koncernbaserede synergier.

Hvis der kun er synergi mellem dele af virksomhederne

5.3. Når der ikke er synergi

Vi har indtil nu taget udgangspunkt i den underliggende forudsætning, at den opkøbte virksomhed skulle opfattes som én enhed, når vi taler om synergibaserede overtagelser, således at den skal drives som en del af en koncern. Enten ved, som det er diskuteret ovenfor, at indgå som en division eller ved at blive integreret i den fælles virksomhed.

Det kan imidlertid både forholde sig således, at virksomheden, der står over for at blive solgt, fra starten af ikke har synergi mellem sine aktivitetsområder. Det vil typisk være, fordi de produktsegmenter, der er aktiviteter inden for, ikke har tilstrækkeligt relaterede produktions- og udviklingsprocesser, eller fordi der er væsentlige forskelle i de kundesegmenter, som virksomheden retter sig mod. Det centrale spørgsmål er ikke, om der slet ikke er synergi, men hvilken synergi der er, sammenlignet med hvis aktiviteterne lå i en anden virksomheds regi.

Ligeledes kan det være tilfældet, at den køvende virksomhed kun ser synergi mellem dele af den opkøbte virksomhed og egen virksomhed, således at der vil være basis for at frasælge dele af den købte virksomhed.

Værdiskabelse ved opsplnitning

Denne analyse af koncernsynergi kan ligeledes rummes inden for de rammer, som meget overordnet er summeret i figur 1, idet aktiviteter kan ligge uden for eller være svagere relateret til de faktorer, der identificeres som værende centrale for synergien. I dette tilfælde vil der ofte ske en opsplnitning af den købte virksomhed, og man kan principielt forestille sig, at de overvejelser, som vi tidligere i artiklen har skitseret, gennemføres for de enkelte dele af virksomheden. I sin yderste konsekvens vil en væsentlig del af værdiskabelsen ud fra et aktionærperspektiv være relateret til den opsplnitning, der sker i forbindelse med virksomhedshandelen.

Betegnelsen værdiskabelse ved opsplnitning er måske mest relevant i de situationer, hvor virksomhedens forretningsområder er så forskellige, at det vanskeliggør en reel markedsvurdering af virksomheden. Det kan være, fordi den regnskabsmæssige rapportering ikke tilstrækkeligt synliggør, hvorledes omsætning, omkostninger og forrentning er relateret til de enkelte forretningsområder/segmenter, eller det kan være, fordi potentielle investorer på et aktiemarked primært ønsker at investere i bestemte brancher eller være i stand til at styre en aktieporteføljes spredning på specifikke brancher etc.

6. Afsluttende bemærkninger

Udgangspunktet for denne artikel har været de aktuelle diskussioner af virksomhedshandler her i landet, hvor der i flere tilfælde har været kapitalfonde involveret som købere eller potentielle købere – samt den efterhånden udbredte erkendelse af, at det langt fra er alle fusioner og virksomhedsovertagelser, der skaber værdi.

Vi har i artiklen haft fokus på virksomhedsovertagelser – dvs. hvor køberen overtager kontrollen af virksomheden – og vi har set bort fra de situationer, hvor virksomhedshandelen sker som et led i, at køberen etablerer sig som selvstændig etc. Uden at vi skal postulere, at det er muligt at lave en helt stringent opdeling i de forskellige situationer, har vi diskuteret tre forskellige typer virksomhedsovertagelse. For det første de overtagelser, som er *finansielt betingede* – enten fordi virksomheden har brug for tilførsel af kapital, eller fordi køberen har mulighed for at strukturere aktiv- og passivposterne på en anden måde. Og for det andet de overtagelser, der er *synergibaserede*, dvs. hvor købere forven-

Finansielt baserede overtagelser skal også forstås

ter, at der kan skabes større værdi ved at fusionere den købte virksomhed eller lade den indgå i en koncernstruktur.

Som udgangspunkt er de finansielt betingede virksomhedsovertagelser en sag for specialister. Både finansielle virksomheder, herunder kapitalfonde, de specialister, som disse virksomheder har ansat og de forskellige rådgivere, der vil være involveret i sådanne transaktioner. Men som vi har argumenteret for i denne artikel, så afgøres salgsprisen af den værdi, som virksomheden har for køberen – og en stor del af denne værdi kan potentielt tilfalde sælgeren. Derfor vil det være nødvendigt, at ledelse og bestyrelse har en rimelig forståelse for de faktorer, der skaber værdien i en virksomhedsovertagelse.

De synergibaserede overtagelser kræver en analyse

Når man "på den anden side af bordet" i en almindelig virksomhed skal forholde sig til en potentiel overtagelse af en virksomhed, vil det tilsvarende være nødvendigt at vurdere, hvordan både ens egen og andre virksomheders muligheder er for at skabe værdi ved overtagelsen, idet disse faktorer bestemmer de betingelser, som virksomheden kan overtages på. Analysen af de synergibetingede værdiskabelser kræver en omfattende analyse af markeder, strategier, konfiguration af forsyningskæde, rationaliseringsmuligheder, kunder og leverandørers reaktioner etc. Disse analyser har vi ikke diskuteret i denne artikel. Men det er vores håb, at de overvejelser, vi har præsenteret, kan medvirke til at strukturere beslutningsprocesserne.

7. Om forfatterne

Per Nikolaj Bukh, cand. oecon., ph.d. (www.pnbukh.com) er professor ved Institut for Erhvervsstudier, Aalborg Universitet. Han er forfatter til en række artikler og bøger om forskellige emner, blandt andet *Strategikort: Balanced Scorecard som strategiværktøj* (2004, Børsens Forlag) og *Der er så yndigt at følges ad: Danske erfaringer med Offentlige-Private Partnerskaber* (2006, Børsens Forlag). Herudover er Per Nikolaj Bukh medlem af flere erhvervsvirksomheders bestyrelser, og han har fungeret som rådgiver for en række private og offentlige virksomheder omkring strategi og design af økonomistyrings- og ledelsessystemer

Karina Skovvang Christensen, cand. oecon., er ph.d.-studerende ved Institut for Ledelse, Handelshøjskolen i Århus, hvor hun især beskæftiger sig med innovation, strategi, intrapre-

nerskab og videnledelse. Hun har udgivet mere end 20 artikler i danske og internationale tidsskrifter og er medforfatter til bøgerne *Knowledge Management and Intellectual Capital* (2005, Palgrave) samt *Videnledelse: Et praksisfelt under etablering* (Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2003).