

Revisor som rådgiver:

Verdiforhandlinger – ikke la deg lure!



Artikkelen er forfattet av:

Siviløkonom
Anders Thoresen
Partner i DHT Corporate Services
Han er også medgründer av Lederkilden.no

Uenighet om verdier er vel heller regelen **enn unntaket**. Ved verdiforhandlinger er det imidlertid lett å la seg lure av eksperter som med god argumentasjonsevne drar alle verdidrivere i samme retning. Totaleffekten på den «beregnete» verdien kan bli voldsomme.

Verdivurdering er ingen eksakt vitenskap, men i et konkret case er det viktig at fornuftige metoder legges til grunn og at disse benyttes på riktig måte. Videre er det avgjørende at de sentrale verdidriverne vurderes på en balansert måte – *hver for seg og samlet*. Det kan finnes plausibel argumentasjon for endring av hver og én av verdidriverne, men dersom alle verdidriverne trekkes i samme retning (verdireduserende eller -økende) blir gjerne den «beregnete» verdien meget ubalansert i forhold til hva som kan sies å være en markedsbasert prising. Dette er relevant både ved kjøp og salg av selskaper, i rettsaker og i andre situasjoner der det er diskusjon om verdier på et selskap eller et objekt. Det er viktig å være seg bevisst disse forholdene enten du skal utføre verdivurderinger selv eller forholde deg til vurderinger andre har utført.

Verdi for selger eller kjøper?

En bedrift har ofte ulik verdi for ulike aktører. Ved verdiforhandlinger er det derfor naturlig å skille mellom stand alone-verdi, verdi av synergier, strategisk verdi og negativ verdi av restruktureringskostnader.

Stand alone-verdien av en bedrift er verdien av virksomheten med dagens eierstruktur og rammevilkår. Det er med andre ord verdien for dagens eiere gitt den posisjonen virksomheten har bygget opp (produkter, kunder, organisasjon osv.), fremtidsmuligheter og risiko.

Synergier kan oppstå når to eller flere aktører/enheter slår seg sammen. Det innebærer i praksis at en kan drive mer effektivt eller oppnå mer ved å være én enhet i stedet for flere. Synergier kan være relatert til:

- I. reduserte kostnader (innkjøp, husleie, bemanning, revisjon/regnskapsføring, støttesystemer etc.),
- II. økte inntekter (kryssalg av hverandres produkter mot hverandres kunder, økt utnyttelse av salgsressursene etc.) og
- III. redusert investeringsbehov (produktutvikling, maskiner & anlegg etc.).

Strategiske verdier for en kjøper kan for eksempel være:

- I. tilgang til et nytt marked (geografisk, bransje osv.),
- II. redusert tid for å etablere seg i et marked («time to market»),
- III. tilgang til teknologi og kompetanse og
- IV. fjerne en plagsom konkurrent.

Ved et eierskifte kan imidlertid ulike aktører ha ulike verdier knyttet til synergier og strategiske verdier. I hvilken grad selger får del i disse verdiene, avhenger av forhandlingsposisjon. Uansett er det viktig for selger å danne seg et bilde av «hva er verdien for meg slik selskapet står i dag» og

«hva er verdien for kjøper». I resten av denne artikkelen tar vi kun for oss stand alone-verdien.

Mange verdidrivere påvirker verdien

De mest sentrale verdidriverne for stand alone-verdien av et selskap/objekt er normalt følgende (gitt at det er naturlig å legge til grunn avkastningsverdi):

- **Resultat/inntjeningsevne/kontantstrøm:** fokus er på fremtiden. En bruker imidlertid ofte historikk og nåtid for å gjøre seg opp en mening om fremtidig inntjening.
- **Risiko som reflekteres i et avkastningskrav eller multipl:** Dette skal reflektere risikoen knyttet til å oppnå det forventede resultatet/kontantstrømmen, og skal gjenspeile risikoen ved å investere i dette objektet sammenlignet med andre investeringsmuligheter. Multipl er det inverse av et avkastningskrav. Eksempel:
 - 20 % avkastningskrav = $1/0,2 =$ multipl 5 → med kontantstrøm 100 blir verdien 500 i begge tilfeller ($100/0,2 = 500$ og $100 \times 5 = 500$)
 - Høy risiko (og lave vekstforventninger) → høyt avkastningskrav/lav multipl → lav verdi
 - Lav risiko (og høye vekstforventninger) → lavt avkastningskrav/høy multipl → høy verdi
- **Minoritetsrabatt:** Ved salg av en aksjepost som er mindre enn 100 %, får en erfaringsmessig ofte ikke betalt tilsvarende andel av 100 % av verdien. Dette er knyttet til at en med en mindre aksjepost både har mindre styring med virksomheten og at det ofte er vanskeligere å omsette en minoritetspost. Rabatten blir gjerne større jo mindre aksjeposten er og jo mindre selskapet er.
- **Netto rentebærende gjeld:** Det tas utgangspunkt i rentebærende gjeld fratrukket finansielle eiendeler. En del

av de ulike elementene som skal inngå i denne beregningen, er ganske åpenbare, mens andre krever dypere innsikt og vurdering. Ofte kan det bl.a. bli diskusjoner knyttet til normalisert arbeidskapital som igjen påvirker netto rentebærende gjeld.

- **Andre forhold:** forskyvning av kontantstrømmen ut i tid, garantier, skjulte verdier/forpliktelser etc.

For hver av disse verdidriverne kan det være ulike skjønsmessige oppfatninger av hva som er riktig å legge til grunn i et konkret tilfelle. Det kan argumenteres for plausible endringer innenfor hver av dem. Hvis en har diskutert eller forhandlet seg gjennom alle verdidriverne, og justert dem i samme retning (verdiøkende eller -reducerende), gjerne med plausible «referanser», kan imidlertid sluttresultatet/den «beregnete» verdien en kommer frem til bli meget ubalansert. De ulike verdidriverne har i vesentlig grad multipliserende effekter, med andre ord blir det fort «rabatter på rabatter». Eksempelvis skal multippelen/avkastningskravet reflektere risikoen knyttet til å oppnå et gitt resultat i fremtiden. Dersom dette resultatet er nøkternt vurdert, er det lavere risiko knyttet til måloppnåelsen som igjen legger til rette for en høyere multipl/lavere avkastningskrav enn dersom resultatet er meget optimistisk vurdert.

Eksempel

Nedenfor har jeg laget et eksempel der en aksjepost på 25 % i et selskap skal selges. Følgende er i utgangspunktet lagt til grunn for verddivurderingen:

- Normalisert driftsresultat (EBIT): 2 MNOK
- EBIT-multippel: 5
- Minoritetsrabatt på 25 % aksjepost i et mindre selskap: 50 %
- Netto rentebærende gjeld er beregnet til 2 MNOK

Dette gir en verdi av sysselsatt kapital (virksomheten) på 10 MNOK, 100 % av egenkapitalen på 8 MNOK og verdi av aksjeposten på 25 % på 1 MNOK.

Som nevnt ovenfor, kan en god verdiforhandler argumentere for endringer i hver av verdidriverne. Jeg har simulert med en endring på hhv. 10, 20 og 30 % på samtlige verdidriverne i både verdireducerende og verdiøkende retning:

Vi ser at en endring på 30 % i samtlige verdidriverne reduserer verdien av

10 tips ved verdiforhandlinger

1. Forstå selskapet / objektet som skal vurderes godt
 1. Hva driver det med?
 2. Hvordan går pengestrømmene?
 3. Hva er inntjeningsvevnen historisk, nå og i fremtiden?
 4. Hvordan er risikoen?
2. Forstå din parts ønsker og løsningsalternativer
3. Forstå motpartens ønsker og løsningsalternativer
4. Tenk gjennom hva som kan ha verdi for motparten som ikke koster din part for mye
5. Identifiser hvilke risikoforhold din part er opptatt av og hvordan denne risikoen kan reduseres
6. Identifiser hvilke risikoforhold motparten er opptatt av og hvordan denne risikoen kan reduseres
7. Sørg for at regnestykkene er kvalitetssikret og gjør sensitivitetsanalyser
8. Skap et godt forhandlingsklima
9. Gjør alltid en vurdering av om den verdien du kommer frem til er i tråd med markedets betalingsvilje
10. Søk bistand hos en kompetent rådgiver med erfaring fra verdiforhandlinger

Lederkilden.no

Revisorforeningen har i samarbeid med Lederkilden.no utarbeidet en skreddersydd løsning med verktøy og fagstoff som støtter opp under alle naturlige områder for revisor som rådgiver.

Se mer på: www.lederkilden.no/?dnrmedlem=true

25 %-posten med hele 80 % i forhold til utgangspunktet! Tilsvarende ser vi at en endring på 30 % i samtlige verdidriverne i verdiøkende retning øker verdien med ca. 150 %. Tabellen viser at også verdieffek-

tene av endringer på hhv. 10 og 20 % gir ikke ubetydelige utslag.

Lykke till!

Verdsettelse av en 25 % aksjepost i et selskap							
TNOK	Verdireducerende endring			Utgangspunkt	Verdiøkende endring		
	-30 %	-20 %	-10 %		10 %	20 %	30 %
Drivere							
Eierandel/aksjepost	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %
EBIT	1400	1600	1800	2000	2200	2400	2600
EBIT-multippel	3,5	4	4,5	5	5,5	6	6,5
Minoritetsrabatt 25 % aksjepost	65 %	60 %	55 %	50 %	45 %	40 %	35 %
Netto rentebærende gjeld	2 600	2 400	2 200	2 000	1 800	1 600	1 400
Verdier							
Verdi av sysselsatt kapital	4 900	6 400	8 100	10 000	12 100	14 400	16 900
Netto rentebærende gjeld	2 600	2 400	2 200	2 000	1 800	1 600	1 400
Verdi 100 % av egenkapital	2 300	4 000	5 900	8 000	10 300	12 800	15 500
25 % av 100 % verdi egenkapital	575	1 000	1 475	2 000	2 575	3 200	3 875
Minoritetsrabatt	374	600	811	1 000	1 159	1 280	1 356
Verdi av 25 % aksjepost	201	400	664	1 000	1 416	1 920	2 519
Indeks	20	40	66	100	142	192	252
%-vis endring	-80 %	-60 %	-34 %	0 %	42 %	92 %	152 %