

Kristofer Lehmkuhl Forelesning 2006

Eierskifte – kapitalismens renselse

Av

Jens Ulltveit-Moe

Konsernsjef

Umoe

Kristofer Lehmkuhl Forelesning
Norges Handelshøyskole

Bergen, 26. september 2006

ISSN 0452-7208

Statsråd

KRISTOFER LEHMKUHL

(1855 – 1949)

Var en utrettelig forkjemper for Norges Handelshøyskole. Kanskje mer enn noen annen har han æren av at NHH ble opprettet, og helt til sin død fulgte han virksomheten med en aldri sviktende interesse. Han er derfor med rette blitt kalt "Høyskolens far".

Norges Handelshøyskole har villet hedre Kristofer Lehmkuhls minne ved å knytte hans navn til en årlig forelesning for studenter, stab og inviterte gjester.

Forelesningen holdes så nært som mulig opptil Kristofer Lehmkuhls fødselsdag den 26. september.

Alle Lehmkuhlforelesninger som er avholdt fra starten i 1958 er gjort elektronisk tilgjengelig på www.nhh.no/nhh/lehmkuhl.

INNHOLDSFORTEGNELSE

Omstilling – en forutsetning for vekst	7
Eierskapets utvikling	8
Eierskifte – trender og effekter	13
Eierskifte – egne erfaringer	15
Ny eier må være aktiv	22

La meg først av alt få takke for den store ære som er blitt meg til del ved å få holde Lehmkuhlforelesningen i år. Det er få ting som er så hyggelig som å få lov til å presentere noen tanker og erfaringer der hvor grunnlaget for disse tankene og erfaringene ble lagt.

Jeg har også ved tidligere anledninger prøvd å legge et teoretisk grunnlag for mine praktiske observasjoner. I et foredrag i Kristiansund for noen år siden om utviklingen på Sterkoder innledet jeg med noen storslåtte teorier før jeg lettet mitt hjerte med noen personlige observasjoner. Dagen etter skrev lokalavisen Tidens Krav; "Etter en del innledende selvfølgeligheter kom Ulltveit-Moe med enkelte interessante observasjoner mot slutten".

Jeg har tenkt å følge samme oppskrift i dag, og håper på mildere behandling fra studentavisen K7.

Jeg må også takke for den hjelp jeg har fått fra min kone, hjelpen har langt oversteget den tradisjonelle takk for hennes overbærenhet under arbeidet, her har bidraget vært substansielt. Jeg takker også for bidrag fra mine medarbeidere i Umoe. Likevel må jeg innstå for innholdet alene.

Jeg skal snakke om eierskifte – eierskifte som en viktig omstillingsmekanisme på mikroplan i samfunnet, og eierskifte som forretningsidé.

Min tro er at eierskifte er viktig ganske enkelt fordi eierskap er det. Eierskifte alene er ikke nok til å gi ny verdiskapning. Det er ofte en nødvendig forutsetning, men må følges opp med aktivt eierskap. På vei mot denne konklusjonen vil jeg diskutere

Omstilling – en forutsetning for vekst
Eierskapets utvikling
Eierskiftet som en fornyende kraft i næringslivet
Egne erfaringer med eierskifter

Empirien på oppkjøp og eierskifte gir i det alt vesentlige et annet svar enn mitt på effekten av eierskifte. Flertallet av studier her konkluderer med at eierskifter er verdiløsende. Jeg skal argumentere for at eierskifter – dersom de følges av aktivt eierskap er verdiskapende og gir avgjørende impulser til omstillingsprosessene i samfunnet.

Omstilling – en forutsetning for vekst

Omstilling ser ut til å være en forutsetning for vekst i så forskjellige områder som biologi og økonomi. Darwin var klar på at vinnerne i overlevningskappløpet var ikke de største og sterkeste, men de som omstilte seg raskest. På samme måte kom Joseph Schumpeter tidlig med sin tese om "creative destruction", behovet for å rive ned

det gamle for å skape noe nytt, som senere paradoksalt nok har vært et sentralt element i konservativ tankegang.¹

På makroplan er det nok å se på utviklingen i Norge etter krigen. Levestandarden har vokst med eventyrlig fart, vi har tre ganger større realinntekt per hode enn vi hadde for femti år siden. Denne veksten har hele tiden vært ledsaget av klager over de industrier som har blitt borte. Vi har mistet skoiindustrien, tekstilindustrien, stålindustrien, og er nå i ferd med å miste den arbeidsintensive eksportindustri og nestemann er kraftkrevende industri. Som vanlig er omstillingen ledsaget av klagesanger fra de som må omstille seg og deres interesseorganisasjoner. Men disse klagesangene er lyden av nye verdier som blir skapt.

På mikroplan skjer omstilling i mange tilfeller gjennom eierskifter. Eierskifte er en viktig begivenhet i en bedrifts liv, og ofte en forutsetning for videre omstilling. Det mottas derfor ofte med blandede følelser, særlig fra de som skal omstilles.

Men hvorfor er eierskifter så vesentlig som omstillingskraft? Hvorfor er det ikke andre mekanismer i en bedrift som kan sørge for den nødvendige omstillingen underveis? Svaret ligger i *eierskapet* – og eierskapets betydning for verdiskapning, vekst og lønnsomhet. Før jeg derfor går nærmere inn på fenomenet eierskifte, vil jeg dele noen tanker med dere rundt betydningen av eierskap.

Eierskapets utvikling

For å forstå eierskiftene, må vi først tenke litt omkring eierskapets forhold til omstilling, vårt norske syn, dets legitimitet og dynamikk, for så å se på eierskapets begrensninger og påvirkning av risikovilje.

Eierskapets plass i det norske samfunn

Eierskapet er merkelig anonymt i norsk kultur. I bondesamfunnet var det sentralt, med industrialiseringen ble eierne anonymisert, og eierfunksjonen separat fra ledelsen er lite forstått.

I Norge har vi liten tradisjon for profesjonelle Eiermiljøer. Vi tenker på eierskap innenfor rammen av den tradisjonelle familiemodellen, til tross for at norsk eierskap i vesentlig grad knytter seg til staten eller børselskaper med utenlandsk deltagelse.

I det daglige er det også lederne som fronter bedriftene, slik at omverdenen naturlig nok vil identifisere bedriften med lederne og ikke eierne. Det grenser til det komiske når pressen sier at Helge Lund har tjent så og så mange milliarder i annet kvartal.

Mange eiere velger også en diskret linje, som så nettopp bidrar til å gjøre dem usynlige. Eierens interesse er også å være diskret.

¹ Schumpeter, Joseph: *Capitalism, socialism and democracy*, New York 1942, s. 82-85.

Wallenbergs motto, "Man skall verka utan att synas", er det flere som deler, men dette betyr ikke at eierskapet er uvesentlig.

Eierskapets legitimitet

Legitimiteten av en markedsøkonomi eller et kapitalistisk system er at det gir en bedre verdiskapning enn alternative systemer. Det er ikke gitt at individer skal ha stor forskjell i sin rikdom. Det er snarere slik at vårt grunnleggende moral- og rettferdighetssyn tilsier at ressursene skal fordeles jevnt. Men forskjeller tillates hvis det bidrar til høyere verdiskapning i samfunnet, og dermed til økt verditilgang for folk flest.

Økt verditilgang fordrer kapitalakkumulasjon – være seg fysisk, organisasjons- eller humankapital – og omstilling. Eierskap reflekterer i seg selv en ujevn fordeling av kapitalen. Avgjørende for eierskapets legitimitet er derfor at det bidrar til å øke kapitalakkumulasjonen og fremme omstilling.

Frivillig omstilling fra de som sitter med makten hører til sjeldenheten i menneskelig utvikling. Det gjelder økonomiske systemer så vel som politiske. Sitter man med makten er det svært så behagelig, og menneskers evne til å rasjonalisere at det bør fortsette slik synes å være ubegrenset. Dette gjelder både politiske diktatorer og bedriftsledere som ikke har utskiftningsmekanismen på plass.

I det politiske liv heter utskiftningsmekanismen demokrati, hvor lederne regelmessig må stå til rette for sine medborgere gjennom valg. Det synes rimelig klart både i vår kulturkrets og etter hvert også i andre at denne styringsformen er andre overlegen på en rekke områder, men klart også i verdiskapning.

Bedriftene har ingen lignende institusjonalisert omstillingsmekanisme, det blir derfor sentralt for næringslivets sunnhet og legitimitet at slike mekanismer finnes. Og her er det eierskifte kommer inn. Eierskifte kan skje relativt smertefritt, men som regel må noen gi opp makt og privilegier, så det vil gjerne utløse støy, og en del eierformer har derfor store omstillingsbarrierer.

Men for en bedrift er omstillingsevnen enda viktigere enn for et land, fordi en statisk bedrift vil følge skjebnen til de utdøende dyreartene som Darwin observerte.

Eierskapets dynamikk

Eierskapet er sentralt i en bedrift, ikke fordi det i seg selv bestemmer bedriftens utvikling, men fordi godt eierskap er en nødvendig forutsetning for en bedrifts langsiktige gode ledelse og kapitaltilgang. Jeg understreker at det er en nødvendig forutsetning, den er ikke på noen måte tilstrekkelig.

En bedrift vil gjennom sin utvikling ha forskjellige former for eierskap. Eierformer for bedrifter vil i en moden kapitalistisk økonomi omfatte former hvor eierskap og ledelse er integrert og atskilt.

1. Gründerfasen: Leder og eier i ett

Bedriften grunnlegges, og i første fase er eier og leder den samme. Dette er den store kreative fasen, bedriften er starten for å gjøre noe nytt. Tegnet på at bedriften er vellykket er jo ganske enkelt at den bygger opp så mye kapital at gründeren blir en velstående eier. Når så hun ikke lenger kan drive kommer;

Familiebedrift

Gründerens barn eller familie overtar og eierskapet blir ikke lenger individuelt, men delt på en større gruppe. Disse kan velge ut en blant seg til å lede videre, og hvis hun har de nødvendige egenskaper får vi kanskje den sterkeste eierform. Kontinuitet i verdier, aktivt og lang-siktig, med både evne og vilje til å ta risiko.

Familiebedrifter hvor dyktig familiemedlem følger på dyktig familiemedlem er kanskje den mest vellykket selskapsform. Det er nok å nevne navn som Wallenberg i Sverige, Maersk i Danmark, Fred. Olsen i Norge eller Van Vlissingen i Nederland.

Typisk vil familiemedlemmene vokse opp i så gode kår at de ikke har innsatsviljen og risikoviljen som den opprinnelige gründeren hadde, og derfor heller ikke makte å videreutvikle bedriften gjennom eget lederskap. Da er det to utveier:

- (a) Dersom familiemedlemmene ikke innser sin egen begrensning som ledere vil både eierskapets legitimitet uthules og verdier ødes.
- (b) Dersom familiemedlemmene er kompetente nok til å innse egen begrensning og ansette en kompetent, profesjonell leder, vil bedriften kunne fortsette en vellykket utvikling. Dette fordrer imidlertid aktive eiere som kjenner sin rolle og respekterer den arbeidsdelingen mellom seg selv og ledelsen som de selv har initiert.

Men, rike familier har ofte en så sterk preferanse for familieledelse at de heller ser at bedriften forvitrer enn at lederskapet kommer utenfra. Typisk er dette ikke en eksplisitt preferanse, men det eller de familiemedlemmene som er i ledelsen vil ha stor evne til uformell påvirkning av de andre familiemedlemmene og således kunne mele sin egen kake på familiens bekostning. For en familiebedrift er utsagnet om at "ledelsen her skal alltid være av familien" en av de dyreste setningene som finnes.

En dansk studie, under utgivelse i Quarterly Journal of Economics viser at hvis eldste barn er en gutt, familien er stor og det er

ett ekteskap, er det overveiende sannsynlig at neste leder kommer fra familien. Det vil normalt redusere verdien av firmaet med 6 %²

2. Aktive eiere

Aktive eiere har vi i de tilfellene hvor båndet mellom eierskap og ledelse er opprettholdt, hvor eieren deltar aktivt i å utvikle bedriften, og hun vil da ofte bli bundet til den langsiktig.

Men den aktive eier trenger slett ikke å eie hele selskapet. Det er nok at hun eier en del, og at de andre eierne er passive. I store selskaper kan en eierandel ned på 5 % bety kontroll. Generelt er 40 % nok i børsnoterte selskaper, dette betyr negativ kontroll over vedtektsendring, samt høy sannsynlighet for flertall i generalforsamlingen.

Aktivt eierskap betyr at eieren styrer den strategiske utviklingen av bedriften. Helst bør hun ikke ta del i den daglige driften, i en krise kan det være nødvendig, men en aktiv eiers deltagelse i daglig drift er et sikkert tegn på at hun har valgt gal ledelse.

Den strategiske utviklingen blir til i et samarbeid med ledelsen; helst bør forslag til strategien komme fra ledelsen for eierens bearbeiding og godkjenning. Men er det ikke godt må den aktive eier selv inn.

Aktivt eierskap fordrer styredeltagelse, som bør omfatte både styreformann og noen medlemmer, og i tillegg en strategisk dialog mellom eier og daglig leder.

Aktivt eierskap vil alltid bety en innsideposisjon i et børsnotert selskap. Eierskapet blir dermed langsiktig fordi det er vanskelig å handle i aksjen og følgelig er raske inn og ut transaksjoner utelukket. For en aktiv eier kan det være frustrerende at en i den perioden en bygger en eierposisjon tvinges til å være passiv eier på vei mot den aktive posisjonen.

3. Passive eiere

Etter hvert blir dette den største eierformen i en kapitalistisk økonomi, hvor eierskap og ansvar og utøvelse av daglig drift blir helt atskilte, de gir også opp den strategiske ledelsen.

Dette er blitt den dominerende eierform i børselskaper. Forvaltning av kapital er blitt en egen profesjon, og for denne gruppen er frihet til å kjøpe og selge uten restriksjoner overordnet. Alt som kan føre til innsideposisjon må da unngås, og dermed blir eierskapet per definisjon passivt. Dette øker det finansielle armslag for de som ønsker å være aktive eiere betydelig.

Passive eiermiljøer er ofte velstående og har vesentlig større kapitalressurser enn de trenger for sitt daglige utkomme. De får lett annen målsetting enn verdiskapning med sin daglige virksomhet.

² Bennedsen, Morten et al: Inside the Family Firm, under utgivelse i Quarterly Journal of Economics, mai 2007

Omstillinger skaper bråk både med politikere, fagforeninger og ansatte, og det kan lett bli mer behagelig å fortsette henad den brede vei enn å gjennomføre endringer. I alle fall har jo disse mette eierne nok til eget utkomme, og det vil lett være styrer og eierrepresentanter som i hvert fall ikke er interessert i bråket ved endring. For dem har det bare en nedside, i rykte og personlig ubehag, mens den økonomiske gevinsten går til noen fjerne, umælende eiere.

Staten faller lett i denne fellen. Kongsberg Våpenfabrikk måtte gå konkurs før nye eiere utløste det potensialet som var i bedriften.

Eierskapets struktur bestemmer risikoviljen

I gründerfasen blir eierskap, lederskap og iverksettelse en og samme person, og suksess eller undergang blir raskt avleiret i gründerens eierskap eller i formuen. I en moden økonomi vil eierskapet typisk være fjernet fra daglig ledelse, og eierfunksjonen blir å sette rammen omkring den daglige leders virksomhet, ikke selv å utøve den.

Denne rammen blir da forutsetningen for virksomheten, og er sentral for det første i å bestemme den kapital som er tilgjengelig og der nest ved å bestemme hvor mye risiko som skal tas med den.

Ledelsen er avhengig av eieren for å ha trygghet for egen stilling. Dette er særlig viktig hvis hun skal ta risiko. Ved enhver risikotagning kan det gå galt og da er det viktig at eieren står bak.

Hvis lederen ikke føler seg trygg blir hun risikoavers, ganske enkelt fordi nedsiden ikke er verd oppsiden. Lederen investerer sin karriere i risikotagningen, et mislykket initiativ kan da ødelegge karrieren og ryktet, nedsiden er derfor stor, mens den økonomiske oppsiden går til eieren. Nettopp derfor er det viktig at lederen deltar i eierskapet slik at vurderingen av risiko og potensial blir sammenfallende med eierens.

Eierskapets begrensning

Eierskapets innflytelse på ledelsen er begrenset på flere måter.

Daglig ledelse er lederens domene. For det første skal ikke eierskapet vanligvis inn i daglig ledelse, enten får de gjøre det selv, eller la andre få frie hender. Er daglig leder for dårlig må hun skiftes, eieren går ikke inn.

Konsentrer om strategi. Det er krevende nok for eierne å følge den strategiske prosessen skikkelig. Strategiutvikling betyr å se fremover, å lese omgivelsene riktig, forutse nye trender samt å vurdere svakheter i bedriften i forhold til den planlagte utviklingen. Dessverre kommer ofte kontrollen i ettertid. Man kan da konstatere at en katastrofe har skjedd, men det krever stor årvåkenhet å se den i forkant.

Ledelsen vil alltid komme med meget gode begrunnelser underveis for at det går som det går, og at de fortsatt skal sitte i ledelsen.

Det ligger også i selve eierskapets natur at eierens virkemidler blir andre enn de ledelsen kan benytte seg av. Påvirkningen blir mer indirekte, bruk av incentiver snarere enn direkte ordre. Det går ikke an å dytte med et tau, er en analogi som kommer til minnet.

I pressen er dette institusjonalisert gjennom redaktørplakaten. Vi glemmer ofte at det er eieren som velger redaktøren, men det gjør ikke den redaktøren som vil sitte i sin stilling.

Eieren skal legge forholdene til rette for ledelsen, men den kan vanskelig aktivere en passiv ledelse. Sanksjonen som ligger i å skifte ledelsen blir dermed vesentlig. En leder må ha full tillit, inntil hun ikke lenger har det. Eierens viktigste funksjon er å velge lederen, støtte henne, men også å være usentimental i å skifte henne ut når den tid er kommet.

Eierskifte – trender og effekter

Bedrifter skifter eier ofte både i Norge og i verden for øvrig. Gjennom eierskifter kan betydelige verdier bli skapt, mens hodeløse oppkjøp i en oppgangstid kan føre til store tap. Jeg har selv erfart verdiskapningen eierskifter kan gi gjennom oppbyggingen av Umoe, og observerer det samme i private equity firmaer som også har kapitalisert voldsomt på eierskifter.

Akselererende eierskifte

I pakt med globaliseringen og de akselererende endringene i næringslivet over hele verden blir bedrifter kjøpt opp i stort tempo.

Særlig gjelder dette i modne markedsøkonomier med sitt behov for restrukturering. Det begynte i USA, har nå økt sterkt i Europa, mens oppkjøpene i resten av verden har gått ned de siste årene. Aktiviteten er også svært følsom for konjunkturutviklingen. På toppen i 1999-2000 var det årlige volum av oppkjøp i USA 1500 mrd USD, mens det var nede på 500 mrd USD i 2003, og er nå på et høyere nivå enn i 2000. Europa har fulgt samme trend, dog med omkring halvparten av volumet, på tross av at det er en økonomi på samme størrelse som den i USA.

I perioden 1998-2004 skiftet hele 5 % av norske bedrifter eier, og dette handlet ikke i første rekke om småbedrifter, da eierskiftene knyttet seg til 10 % av totalkapitalen til norske bedrifter.³

I de nye økonomiene som India og Kina er oppkjøpsvolumet lavt og konstant.

³ Grünfeld, L. og E. Jakobsen: Hvem eier Norge, Universitetsforlaget 2006, s. 161-175

Eierskifter har gitt store tap for kjøperne

Forskning på effektene av eierskifter for verdiskapning og vekst indikerer imidlertid at eierskifter om noe gir redusert verdiskapning for kjøperne særlig når de mister hodet i en boom. For selgerne har det derimot ikke vært så dumt.

Dette er blant annet resultatene fra en større studie av amerikanske børsnoterte selskaper fra 2003 publisert i *Journal of Finance*, som viser at i forbindelse med oppkjøpene fra 1998 til 2001 tapte eierne i gjennomsnitt 12 % av den innskutte kapital og hadde således et totalt tap på 134 mrd USD. Resultatet er sterkt påvirket av en rekke megadeals på toppen av IT-boomen. Men selv i 80-årene totalt var tapet på oppkjøp i USA aggregert 8 mrd USD eller 1.6 % av investert verdi.⁴

Dette viser at man skal ikke idyllisere eller idealisere eierskifter. Det er også tvilsomme motiver ute og går, konsernsjefer på egotripp, og investeringsbanker på jakt etter sine kommisjoner. Begge grupper er meget kompetente, og vil bruke sin betydelige overtalelseskraft til å overbevise eiere om nødvendigheten av enten å by på et annet selskap, eller å selge ut. Dette betyr på ingen måte at dette er det beste for eierne hos kjøperne, men du verden så underholdende og spennende det kan være.

Forskning viser også rimelig klart at i en boom som den vi nå opplever, er det langt mer profitabelt å selge enn å kjøpe. Det virker som om Orkla har studert forskningen grundig.

Private Equity Fond: Med eierskifte som bærende idé

Private Equity Fond, hvor kompetente bedriftsledere på vegne av passiv kapital går inn for å snu bedrifter, har hatt en rivende vekst. Innen EU er volumet seksdoblet på 10 år, og totale aktiva for private equity aktører er nå over 100 mrd EURO. I USA er volumet åtte ganger så stort med 800 mrd USD opp fra den spede begynnelse med 4.4 mrd USD i 1980.

Hva er den bærende idéen til Private Equity Fond? Litt forenklet gjør tidligere konsulenter passiv kapital om til aktiv, og for det tar de 20 % av overskuddet. De vil også typisk ha et mål om å gå ut av bedriften etter 3-5 år.

I Skandinavia har Industriekapital i gjennomsnitt fordoblet driftsresultatet på sine oppkjøp etter 4 år, og dette er ganske typisk for bransjen. I henhold til en norsk studie, viser også bedrifter med Private Equity Fond på eiersiden dramatisk høyere verdiskapning enn den norske gjennomsnittsbedrift. I fireårsperioden 2000-2004 økte verdiskapningen for den norske gjennomsnittsbedriften med

⁴ Moeller, S. B., F. P. Schlingemann og R. M. Stulz: Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave, *Journal of Finance* 60, 2004

55 %, mens der hvor Private Equity Fond var inne på eiersiden var økningen over det doble med 120 %.⁵

Mitt eget selskap Umoe har drevet på samme måte – dog ikke med andres penger, ei heller med mål om å selge ut etter 3-5 år. Også her har avkastningen vært tilfredsstillende fra en ubetydelig investering i 1984 til en egenkapital, ifølge tidsskriftet Kapital, på over 7 mrd NOK i dag. Denne kapitalen er bygd opp gjennom en rekke oppkjøp – noen vellykkede og andre mislykkede snuoperasjoner – samt to salg.

Eierskifte – egne erfaringer

Min forretningsidé er basert på eierskifte og restrukturering. I løpet av 22 år har jeg tatt del i et sett av eierskifter. Noen har vært vellykket, andre ikke. Fellesnevneren for de vellykkete har vært aktivt nytt eierskap og god drift med

- konsentrasjon på virksomheter innen modne næringer,
- motsyklisk tankegang,
- evne til omstilling,
- forsøk på å tenke nytt og strategisk,
- innsikt til å bevare og videreutvikle eksisterende komparative fortrinn.

Hva som utløste eierskiftene – og eksakt hvorfor noen ble suksesser mens andre ble fiaskoer – skal jeg nå prøve å gi et innblikk i.

Familiebedrift etter to generasjoner: Knut Knutsen OAS

Knut Knutsen OAS vokste til å bli et av Norges største og beste rederier ved at to generasjoner etter hverandre viste stor dyktighet. I 1939 var det et av de fem største rederier i Norge, og så sent som 1973 hadde rederiet over 17 skip; 5 store tankskip, 2 kjøleskip og 10 linjeskip samt 1200 ansatte. I jubelåret 1974 var overskuddet 61 mill NOK, og egenkapitalen 231 mill NOK.

Kombinasjonen av en skipsfartskrise og generasjonsskifte førte til at egenkapitalen forsvant. Garantiinstituttet for skip og borerigger og kreditorene overtok styringen og ansatte meg som leder i 1980.

Etter nok fire år med skipsfartskrise ble Garantiinstituttet nedlagt i 1983, og videre drift var fullt og helt på bankens nåde. Bergen Bank tilbød meg en vesentlig eierposisjon hvis jeg klarte å bringe rederiet opp til positiv egenkapital.

Sommeren 1984 var alle skip solgt, men navnet Knutsen OAS var fortsatt godt, og vi hadde tilgang på offiserer som skulle stå ut sin oppsigelsestid.

⁵ Grünfeld og Jakobsen, Hvem eier Norge, Universitetsforlaget 2006, Fotnote side 132

Vi hadde kunnskapen og energien og ønsket oss passive eiere. Det fant vi i skattemotiverte kommandittister. Så lenge de ikke tok noen risiko, tok skattebesparelsen vare på deres avkastningskrav.

Vi var troverdige operatører av skip, og da vi i tillegg fikk langsiktige befrakningsavtaler var risikoen tatt vare på. Disse kontraktene vant vi fordi vi hadde lavere kapitalkostnader enn de aktive rederne. Rederne ville jo ha avkastning på sin kapital, kommandittistene var fornøyde med skattebesparelsen. Det passive eierskapet ga oss ikke bare startkapitalen, det var også nøkkelen til senere aktivt eierskap fordi kommandittistene gjerne ville bli kjøpt ut.

Bedriften forble en del av den meget aktive skipsfartsklyngen i Haugesund, og dette kombinert med både et ledelse- og eierskifte førte til fornyelse og vekst. Kombinasjonen besto av en sterk skipsfartsklynge, hvor rederiet kunne hente kompetanse, passiv kapital, samt aktive eiere – dog i begynnelsen kun med en eierandel på 2 %.

Men da skattefordelene i kommandittistordningen ble avskaffet, hadde vi bygget så mye kapital at vi både kunne kjøpe ut den passive kapitalen, og finansiere den raske veksten med egne penger som dominerende aktive eiere.

Rederiet har i dag 39 skip i drift fordelt på 24 bøyelastere, 4 LNG, 11 produkt- og kjemikalieskip, med en verdi på over 12 mrd NOK. Driftsresultatet ifjor var omkring 1400 mill NOK.

Familiebedrift etter en generasjon: Harding Safety

Harding Safety gikk konkurs i 1985 etter en skjevnesvanger kombinasjon av generasjonsskifte, for rask vekst og en dyp skipsfartskrise. Bedriften haltet videre etter konkursen, men evnet ikke å tiltrekke seg en ny ledelse eller ny kapital.

Året etter kjøpte Umoe alle aksjene fra bankene og begynte en klassisk snuoperasjon. Med frisk kapital og langsiktighet i eierskapet var det mulig å rekruttere ny ledelse og tilføre ekstra kapital. Her tok snuprosessen som vanlig 3 til 5 år, men etter 5 år ble resultatene meget tilfredsstillende.

Gjennom internasjonale oppkjøp i 90 årene bygget bedriften en dominerende posisjon i det internasjonale livbåtmarkedet. Da norsk konkurranseevne ble svekket i slutten 90-årene ble en ny restrukturering gjennomført med produksjon i Tsjekkia og Kina.

Aktivt eierskap har betydd å følge bedriften gjennom 20 år, skifte ledere flere ganger, men resultatet er blitt en sunn bedrift, selv om det begynte med en konkurs. Det viktigste var å drive godt, og det aktive, langsiktige eierskapet gjorde at riktige ledere etter hvert kom på plass. Overskuddet i år blir over 25 mill NOK av en omsetning på omkring 500 mill.

Uenige eiere: oppkjøpet av HVM

Skipsverftet Haugesund Mekaniske Verksted HVM med 1200 ansatte var i 1990 både midt i en krevende omstilling fra skipsbygging til offshore og svekket av en uklar eierstruktur.

Eierne bestod av tre grupper med ulike mål, det eneste de hadde til felles var liten investeringsvilje,

41 %, de opprinnelige eiere og lederfamilier fra Haugesund, nå spredt på mange hender. Deres interesse var fortsatt aktivitet på byens største arbeidsplass, samt å selge sine produkter til verftet.

34 %, Ny investorgruppe fra Stavanger, de var fra Sørfylket og ble derfor sett på med skepsis, og hadde dessuten som mål å selge seg ut ved en børsnotering I tillegg hadde de sikret seg negativ kontroll, så floken var komplett.

25 % Engineering konsulentgruppe fra Oslo, med mål om å selge flest mulige engineeringtimer.

Ikke overraskende var styrearbeidet ikke preget av samhold og glad harmoni. Styreledere skiftet jevnlig, styret behandlet bagateller, og det var følgelig ikke mulig å få en fast ansettelse for en daglig leder. Når så markedet sviktet var et oppkjøp som å dytte inn en åpen dør.

Kjøpesummen på 66 mill NOK var dessuten så lav at om den ble tapt ville Umoe overleve.

Industriell utvikling: Umoe olje og gass

Med en ny 100 % eier var det mulig å tiltrekke seg en meget kompetent daglig leder, og en spennende snuoperasjon ble satt i gang.

Eierskiftet var klart en nødvendig forutsetning for snuoperasjonen. I kombinasjon med lederskiftet utgjorde det de tilstrekkelige betingelsene for en rivende teknisk utvikling og aktiv globalisering: I 1990 arbeidet det 200 ingeniører i HVM, ti år senere hadde Umoe olje og gass 1800 ingeniører. Samtidig var antall operatører på gulvet konstant på omkring 1000, fordi stålarbeidet ble outsourcet til Polen, Korea og Romania og så satt sammen i Haugesund.

Med unntak av skiftet av daglig leder ble alle lederne i den påfølgende suksess rekruttert innenfra; talentet var der, men det måtte et eierskifte til for å forløse det.

Riktig eierskap betød salg, ABB ny eier

HVM nå under navnet Umoe Olje og Gass vokste raskt på norsk sokkel både i teknisk innhold og volum. Men etter hvert ble begrensningene i Umoes eierskap tydeligere, og nytt eierskap ble riktig for bedriften,

For liten risikoevne: Det stod ikke på risikoviljen. Men da to store prosjekter, Troll C og Visund, gikk galt samtidig med overskridelser på til sammen omkring 5 milliarder var konkursen skremmende nær. Det hjalp lite at det var gode grunner til overskridelsen, når det var fare for at bostyret og ikke ledelsen ville argumentere den saken. En garanti fra rederidelen av Umoe reddet situasjonen midlertidig, men det ble klart at Umoe som eier ikke hadde risikoevne til fortsatt vekst.

Manglet internasjonalt nettverk: Da aktiviteten på norsk sokkel sank etter oljeprisfallet i 1998 måtte aktiviteten sikres ved oppdrag fra utlandet. En ledelse som var glitrende i Norge, viste ikke samme talentet i andre kulturer, og Umoe hadde ikke de nødvendige internasjonale forbindelsene.

I ABB fant bedriften en eier som både hadde dype lommer og et sterkt internasjonalt nettverk. Kombinert med en høy pris var beslutningen lett, og i ettertid riktig for bedriften.

Salget syntest også riktig for den norske oljeklyngen – et syn jeg ikke er helt alene om: "Det er sannsynligvis positivt for internasjonaliseringsevnen at ABB har kjøpt olje og gasdivisjonen fra Umoe", undertsreket Torger Reve og Erik Jakobsen i "Et verdiskapende Norge" (Universitetsforlaget 2001).

Aktivt eierskap innebærer også å innse sine begrensninger og ikke bli en klamp om foten for bedriftens videre utvikling.

Rydde opp etter statlig eierskap: Umoe IKT

Staten solgte ut Televerket som ble til Telenor med datterselskapet Bravida. IKT-avdelingen der skulle selges før årsskiftet 2005. Etter de spinnvillige oppkjøpene da IKT-boomen var på topp, var verdiene i sektoren kommet ned på bakken, og da det klart er en sektor med en spennende fremtid, syntes et kjøp interessant.

Som alltid mente selgeren at den dårlige fortiden ville bli avløst av en glimrende fremtid, men siden prisen viste at han ikke trodde noe særlig på det selv, kjøpte Umoe bedriften. Bedriften hadde mye talent, men var grovt overbemannet. Etter en 25 % reduksjon av bemanningen, kombinert med en liten omsetningsøkning, har et lite overskudd kommet på plass.

Kapitalisere på et godt marked: Computerland

De fleste eierskifter skjer i gode markeder. Dette er helt naturlig. Eiere har vanligvis for høye tanker om verdien av sin bedrift. Men etter en oppgang kan de selge med gevinst, så bedriftsmeglerne øyner sjansen. Utfordringen er bare at kjøper også skal like prisen.

Men med et godt overskudd inne, kan man se med et lyst sinn på mulighetene. Nøkkelen er synergieregningen; hvor mye kan spares ved å slå selskapene sammen? Den kjøpende ledelsen øyner sjansen til å øke sitt kongerike og er ikke snau i å beregne både besparelser og salgspotensial. Her ligger årsaken til den gigantiske verdiøkningen vi så ved IT-boomen for 5 år siden.

Umoe IKT kjøpte likevel Computerland basert nettopp på slike tanker. Vi betalte nesten en tredel mer enn vårt normale verdianslag, både fordi vi kunne spare kostnader, idet markedsorganisasjonene overlappet, og fordi den tekniske driften kunne konsentreres. Selv etter forbedringene i Umoe IKT var bemanningen langt lavere per omsatt krone i Computerland.

Eierskiftet fører til en verdiøkning for samfunnet ved at den samme jobben blir gjort med færre ressurser, og således frigjør arbeidskraft i en tid med sterkt press i arbeidsmarkedet.

The Wall Street Walk i praksis: Petroleum Geo Services (PGS)

The Wall Street Walk, at aksjonærene aggressivt selger en aksje slik at verdien faller så mye at et eierskifte nesten er uunngåelig, er slik de passive eiere på Wall Street sørger for å skifte eiere og ledelse på selskaper de ikke liker. Spaserturen kommer gjerne når en karismatisk leder har brukt sin sjarm til å drive aksjekursen for høyt, og de fagre løfter viser seg å være luft.

Fondsforvaltere vil typisk ikke være aktive eiere. De sitter ikke i styrer, fordi de ikke vil være innsidere, da det ødelegger friheten til å handle i aksjen. Resultatet blir at virkelige dårlige nyheter fører til et kursras større enn det nyheten i seg selv rettferdiggjør, og da skapes jo en ny mulighet for eierskifte.

For PGS, en verdensleder i seismikk, skjedde dette sommeren 2002. Fra en topp på 250 NOK falt aksjen til 2 NOK i august. Selv om uavhengige analyser viste at egenkapitalen var tapt og vel så det ble det for fristende å få kontroll med et selskap med 4000 ansatte, omsetning på 8 mrd NOK og en bokverdi på 25 mrd NOK for bare omkring 50 mill NOK.

PGS hadde ingen forankrende aksjonær, nesten alle aksjonærene var institusjonelle uten ønske om å delta i ledelsen eller styret. 11 % av aksjene var alt som skulle til for å innkalle til generalforsamling, skifte styre, og få en ny ledelse på plass. Dette delvise eierskiftet var nødvendig både for å få en troverdig ledelse, og for å gjøre den misligholdte gjelden på vel 8 mrd NOK om til egenkapital. Vi satte inn ny CFO, fikk orden på kapitalstruktur og finansregnskap. Den nye ledelsen konsentrerte seg om kontraktsseismikk istedet for å skyte spekulativ seismikk, og fikk markedet dramatisk med seg.

Senere har verdien av egenkapitalen steget til over 20 mrd NOK, så kapitalismen er blitt grundig rensset.

Eierskifte uten aktiv oppfølging hjelper ikke: Sterkoder

Skipsverftet Sterkoder fikk Umoe som ny eier i 1991, da DnB solgte de aksjene de overtok da forrige eier Wartsila gikk konkurs. Verftet med sine 900 ansatte hadde i mange år vært en suksess, og spesielt hadde en serie på 15 trålere til Sovjetunionen gitt store overskudd.

Jeg tenkte at suksessen kunne ta vare på seg selv, og dessuten var det så mange problemer andre steder. Verftet fikk fortsette med små endringer, og etter få år var katastrofen et faktum. Passiv eier, og ledelse med suksess i hodet, kombinert med et dårlig marked førte til over 400 mill NOK i tap og nedleggelse av bedriften.

En kraftig, dyr men akk så viktig lærepenge. Eiere som ikke passer på eller sørger for at andre gjør det, slutter fort å være eiere.

To aktive eiere er én for mye: TTS

For bare noen uker siden arbeidet vi i Umoe med et eierskifte i Bergensbedriften TTS. Vi fikk mer skifte enn vi hadde regnet med.

Vår idé var å selge Harding til TTS for aksjer og samtidig kjøpe oss opp til en eierandel på ca 40 %. Vi kunne så være en aktiv eier og utvikle TTS til en betydelig maritim servicebedrift. De industrielle eierne hadde solgt seg ut i markedsoppgangen, og eierne var nesten utelukkende finansielle. Alt var duket for en klassisk overgang til et børselskap med en aktiv eier.

Vi hadde gjort regning uten vert, en annen aktiv eier syntes også at selskapet var tiltrekkende og kjøpte seg opp til 39 % til priser som vi i Umoe synes var altfor høye. Når en kapitalist synes prisen er for høy, er ikke løsningen å klage samtidig som man ønsker en lavere pris, løsningen er salg.

To aktive eiere med 40 % hver i et børsnotert selskap er oppskriften på verdiøding, så beslutningen var lett. Selg ut, og se etter neste mulighet.

Snuoperasjon fulgt av ny eier: Unitor

Unitor, et maritimt serviceselskap med omkring 1500 ansatte over hele verden, vokste meget raskt under en karismatisk leder i 90-årene. Da resultatet ble nesten halvert i 1998 fulgte et kursras og Umoe begynte oppkjøp. I begynnelsen med en liten post, men etter hvert opp til 70 %.

Med en liten aksjepost var vi for tilbakeholdne med å utøve aktivt eierskap, og selskapet utviklet seg svært dårlig. Etter å ha økt eierposten og satt inn Jarle Roth fra Umoe som leder, ble selskapet kraftig restrukturert med en kombinasjon av kostnadskutt, reorganisering og introduksjon av et omfattende IKT system. Det aktive eierskapet sørget for en vellykket intern snuoperasjon hvor driftresultatet gikk fra negativt til 170 mill NOK per år i løpet av 5 år.

Bedriftens posisjon for videre vekst var utfordrende fordi et verdensvidt nettverk har meget store faste kostnader, og marginene blir uthult om volumet er for lite. Samtidig fremsto elektronisk nett-handel både som en mulighet og trussel. Mulighet, fordi vi hadde IKT-nettverket til å gjennomføre og levere varene, en trussel, fordi marginene var under stadig press.

Vi så oss rundt og fant at Wilhelm Wilhelmsen hadde et nesten parallelt nettverk med de samme faste kostnader. Her var det potensial for store innsparinger, altså reelle synergier, og dette ble bekref-tet av en intern studiegruppe fra de to selskapene. Unitor var børs-notert, så da det kom et bud med en premium på 32 % var det riktig å godta det.

Det aktive eierskapet hadde tjent bedriften vel i snuoperasjonen, men skulle ikke komme i veien for en riktig langsiktig struktur. WW kjøpte Unitor og integrerte de to organisasjonene basert på Unitors IKT-nettverk, og demonstrerte sin profesjonalitet ved å ha et betyde-lig innslag av Unitor-ledere i den nye organisasjonen.

Uinteresserte eiere skiftes med aktive: Umoe Catering

Når et stort selskap overtar et med mange aktiviteter kan den på-følgende opprydningen gi interessante eierskifter. Da Reitangruppen kjøpte Narvesen var formålet i hvert fall ikke å drive restaurant-kjeder. Peppes, Burger King, TGI Fridays og de andre kjedene med sine 3000 ansatte hadde heller ikke vært sentrale under den forrige eier, så ledelsen ønsket sterkt å få en aktiv eier.

Reitan gruppen vurderte kjedene som "non-core", mens Umoe ønsket mer av skjermet norsk virksomhet, så det gikk greit å gjennomføre kjøpet.

Vi kunne fint lite om kjededrift, men vurderte ledelsen som dyktig, og håpet at vi kunne skape en god ramme rundt virksomheten. Vi følte at et aktivt eierskap var utfordrende når vår erfaring lå innen shipping, verft, olje og gass.

Restaurantbransjen har eier/leder formen som grunnmønster, men eierskiftene ser ut til å skje mye hurtigere enn i familiebedrifter i industrien. I løpet av det siste året har vi overtatt hele syv restauranter drevet av eierne. Riktignok sank resultatet en del etter røykeloven, men etter vårt syn midlertidig. Disse har stort sett vært

vellykkede steder hvor eieren har gått trett og driften er blitt dårlig. Vi har gått inn som aktive eiere, men brukt en industrialisert driftsmodell. Stedene fremstår som uendret for gjestene, men bak disken legger vi om driften basert på et enhetlig konsept for innkjøp, personalledelse, IT-drift, renhold og vedlikehold. Bunnlinjen ser allerede bra ut.

For å få et aktivt eierskap måtte vi få ledelsen med på laget ved å gjøre dem til deleiere. Opsjoner var ikke noen løsning, fordi da deler de ikke på risikoen knyttet til nedsiden. Løsningen ble at de i ledelsen som ville skyte inne egne penger, gjorde det. Beløpene var store i deres økonomi, slik at et tap ville svi, men vi ønsket en større eierandel, så vi bidro med finansiering av ytterligere kjøp av aksjer slik at ledelsens eierandelen ble omkring 10 %.

Effekten var sterk, driften ble sterkt forbedret, bunnlinjen økte med 80 mill NOK det første året og kapital ble frigjort. Etter tre år kjøpte jeg med glede tilbake en del av ledernes aksjer med en meget solid gevinst for disse. Nå er en større gruppe ansatte blitt aktive eiere og ledere, og jeg håper fortsatt å "tape" på å kjøpe aksjene tilbake en gang i fremtiden.

Jeg trenger ingen ytterligere argumenter for hva aktivt eierskap gjør med lederes motivasjon.

Ny eier må være aktiv

Eierskifte er nøkkelen til omstilling i næringslivet. Men vi har sett fra empirien at eierskifte ikke nødvendigvis fører til økt verdiskapning. Vekstkåte ledere, kreative investeringsbanker og passive eiere har vært i stand til å øde store verdier.

Eierskifte er ikke nok, det må følges opp med aktivt eierskap for å skape den omstillingen som er helt nødvendig for verdiskapningen i samfunnet. Selv aktivt eierskap er ikke en tilstrekkelig betingelse for omstilling og verdiskapning, men gitt de sterke krefter i samfunnet mot omstilling, synes det å være nødvendig.⁶

Umoes aktive eierskap har gitt resultater, men det har også vært helt sentralt å gjøre lederne i de overtatte selskapene til aktive eiere gjennom direkte eierskap. Vi ønsker prinsipielt at daglige ledere skal skyte inn kapital i den bedriften de leder. En del må være egne penger, men vi bidrar også med noe finansiering. Typisk vil ledelsen eie mellom 5 og 10 % i våre datterselskap.

I næringslivet sørger eierskifte for omstilling, i politikken er det valg – akademisk institusjoner mangler en tilsvarende pressmekanisme. Bortsett fra i 1968 oppfører studentene seg som regel passivt, vitenskaplig stab konsentrer seg om sin forskning, og staten

⁶ Bøhren, Ø.: Eierskap og lønnsomhet, Økonomisk forum nr. 5, 2005

opptrer som en passiv eier. Kravene til ledelsen for å bidra til kontinuerlig omstilling er således store. Kanskje mine flyvetanker kan være en inspirasjon?

Behovet for forskning om eiere og eierskifter og deres funksjon i samfunnet og økonomien er betydelig. Eierskifter skjer med stor kraft i de modne økonomiene i USA og Europa. Når aktørene mister hodet ved oppkjøp i gode tider, taper kjøperne.

Min erfaring er at eierskifter er verdiskapende når det skifter ut passive eiere med aktive. I Umoe har vi erfart stor verdiskapning selv om empirien sier det motsatte.

Jeg håper at jeg har klart å pirre så mye akademisk nysgjerrighet, at vi snart kan få autoritative svar på hva som er vesentlig i eierskap og frem for alt eierskifter, og hva samfunnet bør gjøre for å fremelske aktive, verdiskapende eiere.

Takk for oppmerksomheten.

TIDLIGERE KRISTOFER LEHMKUHL FORELESNINGER:

- 1958 *Sjur Lindebrække*: Kapitalbehov, kredittrestriksjoner og forretningsbankenes utlånspolitikk med forord av rektor, professor Rolf Waaler og en biografi over Kristofer Lehmkühl av prof. dr. Anton Mohr.
- 1959 *O.T. Jarlsby*: Perspektiver og problemer i papirindustrien.
- 1960 *Frithjof Bettum*: Hvalfangstens utvikling og dens hovedproblem i dag.
- 1961 *Fredrik Vogt*: Vannkraftens plass i vår økonomi.
- 1962 *Harald Throne-Holst*: Aktuelle problemer i forbindelse med omsetning av næringsmidler.
- 1963 *S. Walter Rostoft*: Samarbeidet mellom staten og næringslivet.
- 1964 *E. Wærenskjold*: Noen tanker om administrativ ledelse i dag og i morgen.
- 1965 *Erling D. Næss*: Tankfartens problemer og utsikter.
- 1966 *Aage W. Owe*: En industribedrift blir til. Erfaringer fra oppbyggingen av A/S Årdal og Sunndal Verk.
- 1967 *Rolf Østbye*: Strukturproblemer og industriforpliktelser.
- 1968 *O.R. Norland*: Bankenes rolle i det internasjonale penge- og kapitalmarked.
- 1969 *Arne Skaug*: Noen refleksjoner om norsk utenriksrepresentasjons arbeide i utlandet for norsk næringsliv.
- 1970 *Nils Astrup*: Noen tanker om utviklingen i Norsk skipsfart og Norsk industri i 1970-årene.
- 1971 *Hilmar Reksten*: Noen ideer om konkurransevillje og risikomomenter under strukturendringene i norsk tankskipsfart.
- 1972 *Knut Getz Wold*: Norges Banks samarbeid med statsmaktene, bankene og utlandet.
- 1973 *Onar Onarheim*: Tanker omkring norsk verkstedsindustri. Perspektiver og forutsetninger for utvikling.
- 1974 *Knut Hagrup*: SAS og den internasjonale luftfart.
- 1975 *Kjell B. Langballe*: Kværnerkonsernet – oppbygging og egenart.
- 1976 *Oscar Strugstad*: Noen tanker om det private næringslivs rolle i overføringen av teknologi til utviklingslandene.
- 1977 *Johs. Mageli*: A/S Moelven Brug – Karakteristika og synspunkter.
- 1978 *Johan Melander*: Oversikt over Den norske Creditbank's organisasjon og virksomhet.
- 1979 *Finn Lied*: Statlig forretningsdrift.
- 1980 *Egil Abrahamsen*: Kreativitet, innovasjon og konkurransevne.
- 1981 *Toralv Maurstad*: Tanker om norsk teater og scenekunst.

- 1982 *Tor Halvorsen*: Inntektspolitikken sett med Landsorganisasjonens øyne.
- 1983 *Gerhard Heiberg og Jan Tore Odegard*: Internasjonalisering av norsk industri.
- 1984 *Aase Gudding Gresvig*: Kvinner og lederrollen.
- 1985 *Ragnar Halvorsen*: Lønnsomhetskrav – strategi for lønnsom vekst sett fra Dyno Industrier A.S's side.
- 1986 *Olav Thon*: Det personlige initiativ – status og muligheter i samfunnet i dag.
- 1987 *Egil Bakke*: Norsk konkurransepolitikk – i dag og i fremtiden.
- 1988 *Sjur Svabo*: Verdiskapning gjennom høyteknologisk nyetablering.
- 1989 *Trygve Hegnar*: Cruiseindustrien og Kloster Cruise.
- 1990 *Einar Førde*: NRK mellom marknad og monopol.
- 1991 *Erik G. Braathen*: Norge sett fra luften. – Flytransport i en brytningstid.
- 1992 *Dag Børge Akerø*: Hva er TV 2, og hva bør vi bruke det til?
- 1993 *Svein Aaser*: Verdiskapning, sysselsetting og velferd. – Hvem tar ansvaret for fremtiden?
- 1994 *Fred. Olsen*: Hjernerevolusjonen og Norge.
- 1995 *Tormod Hermansen*: Fra enerett til mangfold – telemonopolene møter markedet.
- 1996 *Jannik Lindbæk*: Vekst og fattigdomsbekjempelse i utviklingslandene: IFC som instrument til varig selvhjelp.
- 1997 *Egil Myklebust*: Global organisasjonsutvikling med norsk utgangspunkt ... krevende balansegang.
- 1998 *Kristin Clemet*: Globaliseringen: Mulighet eller problem? Hvordan kan Norge møte globaliseringsutfordringene?
- 1999 *Kåre Valebrokk*: www.bufast.no – Er det mulig å globalisere Per Bufast?
- 2000 *Jens P. Heyerdahl d.y.*: Holdninger og bedriftskultur som konkurransefortrinn.
- 2001 *Gerd-Liv Valla*: Fagbevegelsen i et nytt århundre.
- 2002 *Olav Fjell*: Bærekraftig olje- og gassutvikling – selvmotsigelse eller realistisk ambisjon?
- 2003 *Knut Vollebæk*: "Norge er et lite land i verden"– om Norgesbildet.
- 2004 *Eva Joly*: "Kampen mot korrupsjon – fra utopi til virkelighet."
- 2005 *Knut Eggum Johansen*: "Norsk konkurransepolitikk». Hvor var vi, hvor er vi – og hvor går vi?

Alle Lehmkuhlforelesninger som er avholdt fra starten i 1958 er gjort elektronisk tilgjengelig på www.nhh.no/nhh/lehmkuhl.

Satt med 9 pkt. Helvetica
Trykt på 150 g matt Kremfarget offsett
Omslaget 200 g sølvgrå Colorit