



# Oppkjøpsforhandlinger i Private Equity - Bransjen

*BETRAKTNINGER FRA KJØPERS SIDE*

**Nicholas J. Roberts og Håvard Helgesen**

**Veileder: Jørn Rognes**

Masterutredning, Institutt for Strategi og Ledelse og Finansiell  
Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## FORORD

Denne utredningen er skrevet som en avsluttende del av masterstudiet, og markerer slutten på vår studietid her ved Norges Handelshøyskole (NHH). Håvard Helgesen fullfører sin mastergrad innen Strategi og Ledelse, mens Nicholas John Roberts fullfører sin mastergrad innen Finansiell Økonomi. Arbeidets omfang strekker seg over ett semester, og utgjør 30 studiepoeng.

Arbeidet med utredningen har vært en lærerik og spennende prosess. I tillegg til å få bruk for kunnskapen vi tidligere har tilegnet oss, har det vært en utmerket anledning til å utvide kompetansen vår innenfor private equity og forhandlinger. Samtidig har det vært givende å arbeide selvstendig med et tema vi begge har en sterk interesse for.

I løpet av høsten har vi fått muligheten til å gå i dybden på hvordan oppkjøpsforhandlinger, fra kjøpers perspektiv, foregår i private equity- bransjen. Dette ville ikke vært mulig uten hjelp fra våre intervjuobjekter. En stor takk går derfor ut til våre intervjuobjekter for deres tid, bidrag og engasjement.

Ettersom denne utredningen markerer avslutningen på vår tid her ved Norges Handelshøyskole, ønsker vi å rette en stor takk til Svæveru, gode venner og familie for berikende år her i Bergen.

Sist og ikke minst ønsker vi å rette en stor takk til veileder, Jørn K. Rognes, for gode råd og rettleiding gjennom hele prosessen. Jørn var også den som først introduserte oss for forhandlinger som fag på NHH, noe vi er veldig takknemlig for.

Bergen, desember 2014

---

Håvard Helgesen

---

Nicholas John Roberts

## **SAMMENDRAG**

I denne utredningen har vi sett nærmere på oppkjøpsforhandlinger i Private Equity- bransjen. Vi har undersøkt om det finnes noen generelle suksessfaktorer for hvordan Nordiske PE-aktører gjennomfører forhandlingsprosessen i deres oppkjøp av porteføljeselskap.

Datamaterialet vårt er hentet inn gjennom dybdeintervjuer med erfarne og kompetente forhandlere i bransjen. For å analysere vårt datamateriale har vi tatt utgangspunkt i anerkjent teori om forhandlinger, samt litteratur om oppkjøpsprosessen i Norden og PE-bransjen. I tillegg har vi vektlagt de unike elementene som kom frem i intervjuene.

Vi konkluderer i denne utredningen med at det finnes flere suksessfaktorer for hvordan PE-aktørene gjennomfører sine oppkjøpsforhandlinger. Overordnet finner vi at de er strukturerte og nøysomme i planleggingen av et oppkjøp, og at det settes av rikelig med tid og ressurser til forberedelsene. Videre er PE-aktørenes organisering av forhandlingsteamet, samt bruk av fleksible mandater noe som bidrar til en god forhandlingsprosess. Et overraskende funn er imidlertid at selve forhandlingsprosessen er preget av indirekte informasjonsdeling, der teorien påpeker at direkte informasjonsdeling vil være mer hensiktsmessig. Spesielt finner vi at bransjen i Norden er preget av en høy grad av tillitt, noe som kommer av aktørenes fokus på relasjoner og omdømme. Oppsummert synes mange av de suksessfaktorene vi finner i vår analyse å bidra til at PE-aktørene har funnet en god balanse mellom sak og relasjon.

# Innholdsfortegnelse

FORORD .....	2
SAMMENDRAG.....	3
INNHOLDSFORTEGNELSE .....	4
<b>1. INTRODUKSJON .....</b>	<b>7</b>
1.1 MOTIVASJON .....	7
1.2 PROBLEMSTILLING OG AVGRENsing .....	8
1.3 OPPGAVENS STRUKTUR .....	8
<b>2.0 PRIVATE EQUITY .....</b>	<b>9</b>
2.1 GENERELT OM PRIVATE EQUITY .....	9
2.1.1 Kategorier .....	9
2.2 TYPISK PRIVATE EQUITY STRUKTUR.....	10
2.2.1 <i>Limited partnership</i> .....	11
2.2.2 <i>PE-aktøren</i> .....	11
2.2.3 <i>Investorene</i> .....	12
2.2.4 <i>Fondets Levetid</i> .....	14
2.2.5 <i>PE-aktørens kompensasjon og incentiver</i> .....	15
2.3 DET NORSKE PE-MARKEDET.....	15
2.3.1 <i>Utvikling – verdiskapning og sysselsetting</i> .....	16
2.3.2 <i>Økende grad av utenlandske investorer</i> .....	17
2.4 OPPSUMMERING.....	18
<b>3.0 OPPKJØPSPROSESSEN .....</b>	<b>19</b>
3.1 PLANLEGGING .....	19
3.1.1 <i>Forretningsplan og oppkjøpsplan</i> .....	19
3.1.2 <i>Søke- og filtreringsfasen</i> .....	20
3.2 IVERKSETTING - FORHANDLING .....	20
3.2.1 <i>Første kontakt</i> .....	20
3.2.2 <i>Forhandlingsfasen</i> .....	21
3.3 NÅR SELGER INITIERER PROSESSEN.....	21
3.4 OPPSUMMERING.....	22
<b>4.0 TEORI.....</b>	<b>23</b>
4.1 FORHANDLINGER .....	23
4.1.1 <i>Fordelingsforhandlinger</i> .....	24
4.1.2 <i>Integrasjonsforhandlinger</i> .....	25
4.2 FORBEREDELSE.....	26
4.2.1 <i>Tilknytning til overordnet strategi</i> .....	27
4.2.2 <i>Informasjonsinnhenting og søkeprosessen</i> .....	27
4.2.3 <i>Due Diligence</i> .....	27
4.2.4 <i>Interesseanalyse</i> .....	28
4.2.5 <i>Oppsummering</i> .....	29
4.3 DELTAGERE OG ORGANISERING .....	29

4.3.1	<i>Forhandlingsteamet</i>	29
4.3.2	<i>Mandat</i>	30
4.3.3	<i>Oppsummering</i>	31
4.4	<b>SELVE FORHANDLINGENE</b>	32
4.4.1	<i>Etablering av kontakt</i>	32
4.4.2	<i>Etablere enighet om prosesser og visjoner</i>	32
4.4.3	<i>Informasjonsutveksling og kommunikasjon</i>	32
4.4.5	<i>Utvikling av pakker</i>	34
4.4.6	<i>Kort tidshorisont og uerfaren selger</i>	35
4.4.7	<i>Oppsummering</i>	36
4.5	<b>FORVENTINGER TIL FUNN</b>	36
5.0	<b>METODE</b>	37
5.1	<b>FORSKNINGSDESIGN</b>	37
5.2	<b>DATAINNSAMLING</b>	37
5.2.1	<i>Dybdeintervju</i>	38
5.2.2	<i>Gjennomføring</i>	39
5.2.3	<i>Utvalg</i>	40
5.3	<b>DATAANALYSE</b>	41
5.4	<b>KVALITET PÅ DATA</b>	42
5.4.1	<i>Reliabilitet</i>	42
5.4.2	<i>Validitet</i>	43
5.5	<b>FORSKNINGSETIKK</b>	44
6.0	<b>FUNN OG DRØFTING</b>	45
6.1	<b>FORBEREDELSE</b>	45
6.1.1	<i>Oppsummering av forberedelser</i>	52
6.1.2	<i>Drøfting av forberedelser</i>	52
6.2	<b>DELTAGERE OG ORGANISERING</b>	55
6.2.1	<i>Oppsummering av deltagere og organisering</i>	59
6.2.2	<i>Drøfting deltagere og organisering</i>	59
6.3	<b>SELVE FORHANDLINGSPROSESSEN</b>	61
6.3.1	<i>Oppsummering av selve forhandlingsprosessen</i>	68
6.3.2	<i>Drøfting av selve forhandlingsprosessen</i>	68
6.4	<b>GENERELLE FAKTORER VED FORHANDLINGER I PE</b>	71
6.4.1	<i>Oppsummering av generelle faktorer ved forhandlinger i PE</i>	73
6.4.2	<i>Drøfting av generelle faktorer ved forhandlinger i PE</i>	74
7.0	<b>IMPLIKASJONER</b>	75
7.1	<b>TEORETISKE IMPLIKASJONER</b>	75
7.2	<b>PRAKTISKE IMPLIKASJONER</b>	75
7.3	<b>FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING</b>	75
7.4	<b>STYRKER OG SVAKHETER</b>	76
7.5	<b>KONKLUSJON</b>	77
VEDLEGG		79

## Figuroversikt

Figur 1 - Typisk private equity struktur .....	10
Figur 2 - PE-aktørenes syklus .....	12
Figur 3 - PE-investorer i Europa .....	13
Figur 4 - PE-fondets levetid og kapitalflyt .....	14
Figur 5 - Norske porteføljeselskap sin verdiskapningsutvikling .....	16
Figur 6 - Snittveksten per porteføljeselskap .....	17
Figur 7 - Fordelingsforhandlinger .....	24

## Tabelloversikt

Tabell 1 - Forberedelser .....	52
Tabell 2 - Deltagere og organisering .....	59
Tabell 3 - Selve forhandlingsprosessen .....	68
Tabell 4 - Generelle faktorer ved forhandlinger i PE .....	73

# 1. INTRODUKSJON

## 1.1 MOTIVASJON

I denne utredningen studerer vi oppkjøpsforhandlinger i Private Equity-bransjen sett fra kjøpers side. Private Equity (PE) er en samlebetegnelse på private eierfond forvaltet av profesjonelle PE-aktører som investerer i ikke-børsnoterte selskaper med vekstpotensial (Argentum, 2014). En mer detaljert definisjon og gjennomgang av PE følger i kapittel 2.

Helt siden fremveksten av PE som investeringsklasse på 1980-tallet har PE utviklet seg til å bli en stor og svært innflytelsesrik bransje (Powers, 2012). Som vi går nærmere inn på i avsnitt 2.3 har PE-bransjen, i løpet av de siste ti årene, hatt en spennende utvikling her i Norge. PE-finansierte selskap står for en stadig større andel av sysselsettingen, samt verdiskapningen. Å gjennomføre et vellykket oppkjøp, som gir forventet verdistigning, er en komplisert prosess som krever enormt mye av partene som er involvert (Rognes, M.Bjerkan, & Ingerø, 1998). I tillegg konkluderer mye forskning med at fusjoner og oppkjøp ofte fører til verditap for kjøperne, og at de dermed representerer dårlige investeringsbeslutninger (Lien & Meyer, 2003). På tross av dette synes PE-aktørene, som beskrevet i avsnitt 2.3, å ha stor suksess med sine investeringer, noe som vekker vår interesse.

Det finnes mange bakenforliggende årsaker som kan forklare PE-aktørenes suksess, og det er mye som ville vært interessant å studere i denne sammenheng. Det vi ønsker å fokusere på i denne oppgaven er forhandlingsprosessen. Det er under forhandlingsprosessen den endelige prisen bestemmes, og premissene for det videre samarbeidet settes. Det er store verdier som står på spill, og i løpet av forhandlingsprosessen kan partene enten skape eller tape enorme verdier. I tillegg er oppkjøpsforhandlinger en komplisert prosess; det er mange aktører involvert, det er flere forhandlingsdimensjoner som kan kombineres på uendelig mange måter, og forhandlingsteamet må beherske mange fagområder (Rognes, M.Bjerkan, & Ingerø, 1998). Alt dette gjør at vi synes forhandlingsprosessen under oppkjøp vil være spesielt interessant å se nærmere på.

## **1.2 PROBLEMSTILLING OG AVGRENSING**

Vi ønsker å kartlegge om det finnes noen generelle suksessfaktorer for hvordan PE-aktørene gjennomfører oppkjøpsforhandlinger. I denne sammenheng vil det være mest relevant å se forhandlingene fra kjøpers side, og vi vil derfor utelukkende se på eksempler der PE-aktørene har fungert som kjøpere. Videre vil vi bare se på oppkjøp gjort av PE-aktører som har hovedkontor i Norden. Dette gjør vi for å minimere kulturforskjeller, da dette kan by på spesielle utfordringer (Salacuse, 2003), samt påvirke tenkemåte og atferd (Gelfand, Erez, & Aycan, 2007). Følgelig anser vi kulturforskjeller som et eget tema i forhandlinger, i tillegg til å være et tema som går utover det vi ønsker å vektlegge i vår oppgave. Dette gir oss følgende problemstilling:

***Finnes det noen generelle suksessfaktorer for hvordan nordiske PE-aktører gjennomfører forhandlingsprosessen ved et oppkjøp?***

Suksessfaktorer refererer til de forholdene, som PE-aktørene vektlegger underveis i forhandlingsprosessen, som synes å øke sannsynligheten for et godt forhandlingsresultat.

Ved å drøfte problemstillingen vil studien vår bidra til å belyse felles kriterier, på tvers av enkelttilfeller, for hvordan PE-aktører i større eller mindre grad sikrer et vellykket forhandlingsresultat. I tillegg er studien nødvendig fordi tidligere forskning ikke har fokusert på oppkjøpsforhandlinger fra dette perspektivet, og den vil derfor berike den eksisterende litteraturen på området.

## **1.3 OPPGAVENS STRUKTUR**

I utredningen redegjør vi i kapittel 2 for hva Private Equity er og hvordan den fungerer som investeringsklasse. I kapittel 3 går vi igjennom oppkjøpsprosessen sett fra kjøpers side, og forklarer gangen i denne prosessen som relaterer seg til forhandlingsprosessen. Deretter presenterer vi i kapittel 4 forhandlingsteori som er aktuell for utredningen og som belyser vår problemstilling. I kapittel 5 beskrives metoden vi har brukt for å komme frem til funnene våre. Vi har benyttet oss av en kvalitativ metode og gjennomført dybdeintervjuer med utvalgte personer i PE-bransjen, som danner datagrunnlaget for analysen. I kapittel 6 presenterer og drøfter vi funnene våre, før vi i kapittel 7 kommer med endelig konklusjon.



## 2.0 PRIVATE EQUITY

I det følgende kapittelet gir vi en innføring i hva PE er. Formålet med dette kapittelet er å gi leseren innsikt og en forståelse av bransjen slik at det blir lettere å følge den senere analysen og resten av utredningen. Vi begynner med å definere PE og andre relevante begreper.

Deretter går vi nærmere inn på hvordan en typisk PE-struktur ser ut. Her kartlegger vi de ulike aktørene med et særlig fokus på PE-aktøren, da denne er mest relevant for oppgaven. Videre ser vi på PE-aktørens kompensasjon samt PE-fondets levetid. Til slutt gir vi et overblikk av det norske PE-markedet.

### 2.1 GENERELT OM PRIVATE EQUITY

Det eksisterer mange definisjoner på hva PE er. På et bredere plan sier Cendrowski (2012), og Norwegian Venture Capital & Private Equity Association<sup>1</sup> (NVCA) at PE er en medium til langsiktig risikokapitalinvestering i et unotert selskap med potensial for høy vekst. Videre defineres PE av NVCA som: *“..private eierfond der investorer skyter inn penger i fond som brukes til investeringer i selskaper i svært tidlig fase, vekstfase eller restruktureringsfase. Fondene opererer som langsiktig og svært aktive eiere for å utvikle verdier i selskapene”*.

I denne oppgaven vil vi bruke PE som en felles betegnelse på disse private eierfondene. NVCA (2011) skiller mellom tre typer kategorier av PE; Såkorn, Venture Capitalists (VC), og Buyout (BO). I denne oppgaven vil vi bruke Argentum (2011) sin inndeling, som kategoriserer PE i VC og BO, da det er hovedsakelig denne type PE, vårt datamateriale stammer fra.

#### 2.1.1 KATEGORIER

Det som først og fremst skiller VC fra BO er hvor selskapene, som PE-fondene velger å investere i, befinner seg på livssyklusmodellen<sup>2</sup> (Jacobsen & Thorsvik, 2007).

---

<sup>1</sup> NVCA er en norsk bransjeorganisasjon for private equity-fond, og ble etablert i 2001. Primærmedlemmer er private equity-fond med såkorn-, venture-, eller oppkjøpsfokus som en hoveddel av deres virksomhet, og med en kapitalbase på minst 100 millioner kroner. Organisasjonen utgir en årbok som tar for seg utviklingen i risikokapitalbransjen.

<sup>2</sup> Livssyklusmodellen deler selskapets levetid inn i fire ulike faser. Dette er henholdsvis startfasen, vekstfasen, innhøstingsfasen og selskapets nedleggelse av opprinnelige virke.

*Venture Capital* omfatter alle investeringer i nyoppstartede selskaper som relaterer seg til lansering, tidlig utvikling eller ekspansjon av bedriften (Grabenwarter & Weidig, 2005). De nyoppstartede selskapene trenger ofte hjelp til å finansiere utviklingen av for eksempel forretningsplan, produktutvikling og kommersialisering av produktet eller tjenesten.

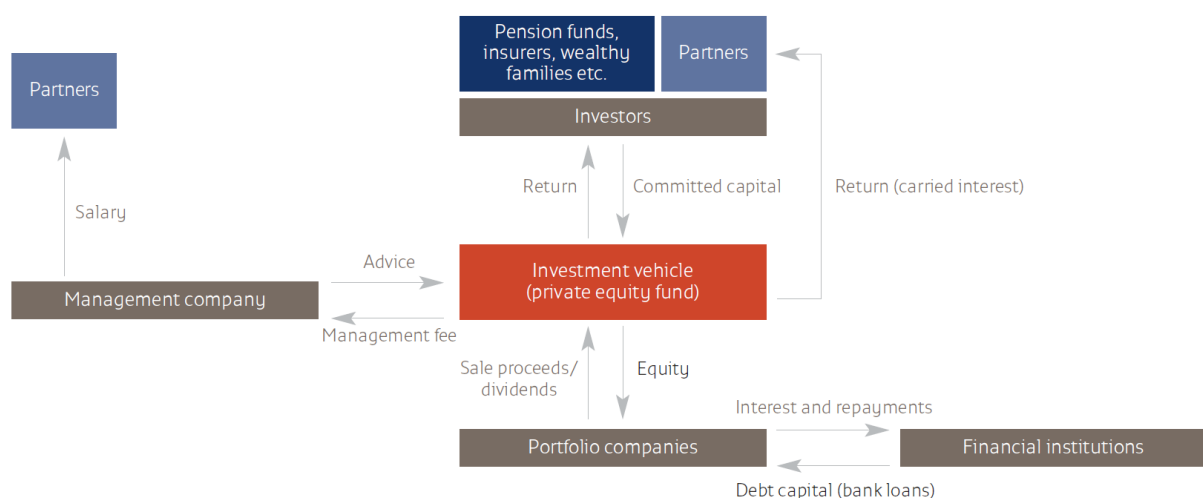
*Buyouts* investerer i etablerte selskaper med et antatt urealisert potensial for verdistigning. I noen tilfeller stagnerer selskaper og de klarer ikke å utnytte de mulighetene som finnes. BO-aktørene besitter ofte god kompetanse innenfor strategisk endring, utvikling og økonomisk styring, noe som kan hjelpe selskapene i få utløst sitt urealiserte potensial. De vanligste tiltakene som disse aktørene setter i gang for å realisere selskapenes potensial er finansiell restrukturering, kostnadsreduksjon, økt effektivisering, produktutvikling, ekspansjon og vekst gjennom tilleggsoppkjøp.

I tillegg til å spesialisere seg på type PE, VC eller BO, er en relativt ny form for spesialisering å fokusere på en enkelt bransje (Fenn, Liang, & Prowse, 1995). I følge Metrick og Yasuda (2010) kan PE-aktørene også spesialisere seg av hensyn til geografisk lokasjon.

## 2.2 TYPISK PRIVATE EQUITY STRUKTUR

I det følgende vil vi redegjøre for hvordan PE er organisert og presentere den vanligste strukturen som benyttes i PE. I figur 1 vises en oversikt over denne strukturen og de ulike aktørene.

**Figur 1 - Typisk private equity struktur**



Kilde: (DVCA, 2008)

### **2.2.1 LIMITED PARTNERSHIP**

Den vanligste strukturen i Private Equity er et limited partnership. Fondet fungerer som det finansielle mellomleddet mellom de ulike aktørene, der PE-firmaets partnere har rollen som fondets General Partners (GP), og et mangfold av institusjonelle investorer har status som Limited Partners (LP) (Metrick & Yasuda, 2010).

Sahlman (1990) viser til fire kriterier som må være tilfredsstillende for at det er snakk om et Limited Partnership.

1. PE-fondet må ha en kontraktfestet levetid som avtales før Limited Partnership Agreement (LPA) signeres.
2. Overføringen av Limited Partnership-enheter er begrenset. I motsetning til de fleste finansielle verdipapirer er de lite omsettelige.
3. Tilbaketrekning fra partnerskapet før sluttdato er forbudt.
4. Limited Partners kan ikke innta en aktiv rolle i forvaltningen av et fond dersom deres ansvar skal være begrenset til deres andel av kommitert kapital.

Som regel vil et Limited Partnership bli strukturert som et closed-end fund som betyr at de har en kontraktfestet levetid på ca. ti år<sup>3</sup> (Lin & Smith, 1998).

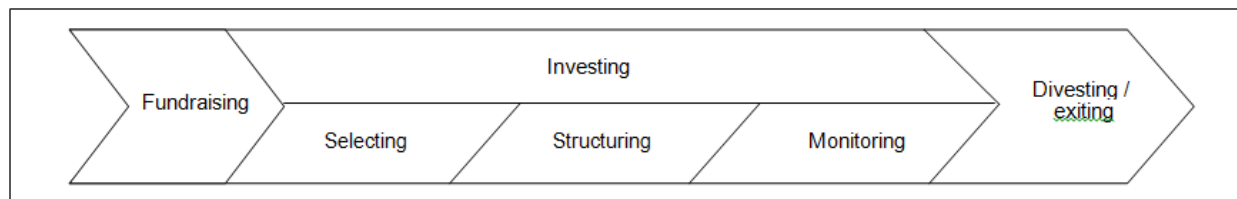
### **2.2.2 PE-AKTØREN**

Et av særtrekkene ved General Partner er at man sitter med såkalt unlimited liability. For å unngå personlig ubegrenset ansvar, vil en General Partner som regel være strukturert som et Limited Liability Company eller aksjeselskap. I tillegg til dette vil en General Partner etablere et tilknyttet investeringsselskap som rådgiver General Partner ( (Schell, 2006), (Fingerle, 2005), (DVCA, 2008)). Dette investeringsselskapet er det som blir kalt PE-firma. I denne oppgaven benytter vi oss av uttrykket PE-aktør som er fellesbetegnelsen på GP- og PE-firma, altså de som forvalter PE-fondet.

---

<sup>3</sup> Regjeringen sier mellom 7-12 år, mens Argentum sin rapport sier 7-10 år. Fondets levetid vil bli nærmere forklart i avsnitt 2.2.4.

**Figur 2 - PE-aktørens syklus**



Kilde: (Müller, 2008)

Hovedoppgaven til en PE-aktør er å maksimere avkastningen for sine investorer ved realisering av investeringer i porteføljeselskaper<sup>4</sup>. I figur 2 beskriver Gompers og Lerner (2004) PE-aktørens syklus slik: Først innhentes nødvendig kapital fra investorene. Kapitalen brukes så til å investere i utvalgte selskap, og til slutt vil det skje en exit<sup>5</sup> i investeringen hvor kapital og eventuell avkastning utbetales til investorene. Siktemålet med investeringene er å selge et bedre og mer lønnsomt selskap enn det som ble ervervet.

I tillegg til å investere en liten andel risikokapital selv, som regel rundt 1 %<sup>6</sup>, utøver PE-aktøren det som kalles for aktivt eierskap. Dette betyr at PE-aktøren har en direkte påvirkningskraft på porteføljeselskapets ledelse gjennom hele holdingperioden<sup>7</sup>. Dette sikres ved å kontraktsfeste styreverv, vetorettigheter og andre kontrollrettigheter når de kjøper opp en virksomhet. Mer spesifikt kan PE-aktøren påvirke viktige beslutninger innenfor det operasjonelle, finansielle og strategiske plan, ved å innta posisjoner i porteføljeselskapenes styre og ledelse. Denne kombinasjonen av kapital fra investorer, og kompetanse fra PE-aktøren, omtales ofte som intelligent kapital.

### **2.2.3 INVESTORENE**

Investorene tilfører den nødvendige kapitalen, sett bort ifra PE-aktørens marginale investering, til å gjennomføre investeringsstrategien til fondet. Grunnen til at de investerer indirekte via et slikt fond skyldes at de som oftest ikke har den nødvendige ekspertisen eller kompetansen til å se potensialet, investere og rådgi selskaper. Investorene består som regel av større institusjonelle og profesjonelle investorer som pensjonsfond, forsikringsselskap, fond i

<sup>4</sup> Porteføljeselskap er selskap som er blitt ervervet av PE-fondet og således en del av fondets portefølje.

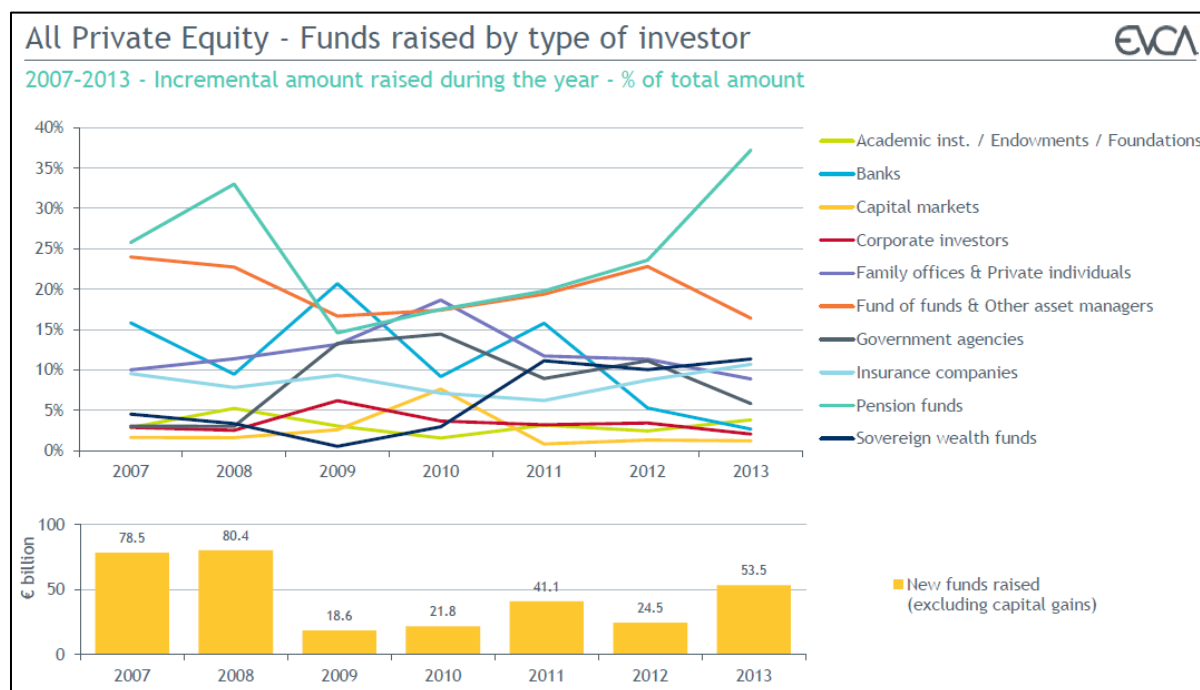
<sup>5</sup> Exit strategi referer til den metoden en PE-aktør benytter seg av for å få realisert investeringen sin. Dette kan for eksempel være gjennom en børsnotering (IPO), salg til en industriell kjøper eller en annen PE-aktør.

<sup>6</sup> (Hagenmüller, 2004), (Metrick & Yasuda, 2010), (Fenn, Liang, & Prowse, 1995) og (Sahlman, 1990)

<sup>7</sup> Holding period er den perioden fondet sitter som eier i et porteføljeselskap.

fond<sup>8</sup>, statlige institusjoner og banker, men også kapitalsterke individer, familier og stiftelser. I følge The European Private Equity Venture Capital Association<sup>9</sup> (EVCA) sin rapport om det europeiske PE-markedet i 2013 er pensjonsfond den største investoren, og står for 37,2 % av kommitert kapital. PE er attraktivt for pensjonsfond fordi de har en langsiktig investeringshorisont og begrensede likviditetskrav (Bygrave, Hay, & Peeters, 1999). I figur 3 vises en oversikt over den prosentvise andelen av kommitert kapital fra de ulike investorene i europeiske PE-fond.

**Figur 3 - PE-investorer i Europa**



Kilde: (EVCA, 2014)

Investorene foretrekker Limited Partnership-strukturen blant annet grunnet skattefordeler, men spesielt på grunn av deres limited liability. Det vil si at partnerskapets gjeldseksposering, og eventuelle krav rettet mot dem begrenses for investorene til den kapitalen de har kommitert (Grabenwarter & Weidig, 2005). Det at de har limited liability betyr dermed at de ikke kan innta en aktiv rolle i forvaltningen av fondet.

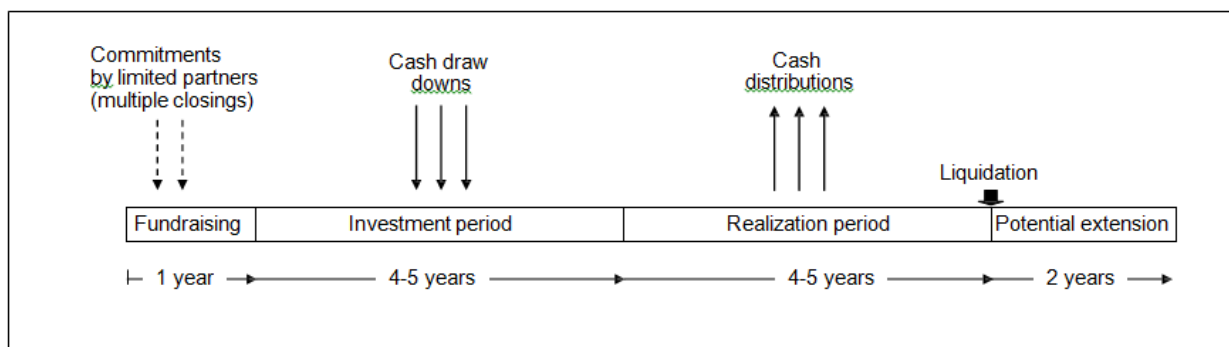
<sup>8</sup> (Fenn, Liang, & Prowse, 1995) og (Gompers & Lerner, 2004): Fond i fond vil si at et uavhengig fond investerer i flere PE-fond. Et siste alternativ er å investere direkte i et porteføljeselskap, dette er derimot ikke så vanlig da investorene ikke har ekspertisen til å foreta slike investeringer.

<sup>9</sup> EVCA representerer Private Equity-samfunnet i Europa, og bidrar til å informere og koble sammen de ulike aktørene på tvers av bransjen. EVCA spiller også en konstruktiv rolle i utviklingen av EU-regelverket som vil være med på å forme bransjens fremtid. Deres medlemmer består av ca. 700 PE-aktører og ca. 500 ulike investorer.

## 2.2.4 FONDETS LEVETID

I denne delen vil vi se på livssyklusen til et Limited Partnership, og hvordan kapitalflyten mellom de ulike aktørene beveger seg over fondets levetid. I figur 4 vises en oversikt over kapitalflyten og de ulike fasene gjennom fondets levetid.

**Figur 4 - PE-fondets levetid og kapitalflyt**



Kilde: (Müller, 2008)

Etableringen av et nytt PE-fond starter med at PE-aktøren markedsfører fondet for å innhente nødvendig kapital fra ulike investorer. Denne fasen strekker seg vanligvis fra 1-2 år avhengig av hvor stor etterspørsel det er etter PE-fondet (Hagenmüller, 2004). Dersom investorene anser PE-fondet som en attraktiv investeringsmulighet vil de kjøpe andeler i fondet. Disse andelene forplikter investorene til å kommitere kapital gjennom fondets investeringsperiode. Når PE-aktøren har innhentet nok kapital, betegnes fondet som closed<sup>10</sup> (Metrick & Yasuda, 2010). Deretter følger investeringsperioden på mellom 4-5 år hvor fondet gjennomfører såkalte drawdowns, som vil si at PE-fondet henter inn den kapitalen som investorene har kommitert, slik at PE-aktøren kan foreta investeringer i potensielle porteføljeselskap (Prowse, 1998). I denne investeringsperioden begynner prosessen forbundet med å kjøpe opp selskaper.<sup>11</sup> Her vil PE-aktøren kort fortalt gjøre en grundig selekteringsprosess, gjennomføre due diligence,<sup>12</sup> og til slutt et eventuelt oppkjøp av et potensielt porteføljeselskap. Når fondets levetid går mot slutten, søker PE-aktøren en exit strategi for porteføljeselskapet ved å selge selskapet til en industriell eller finansiell kjøper eller ved børsnotering. Denne exit-strategien blir ofte planlagt allerede før den initielle investeringen, dette for å sikre at potensiell positiv avkastning over fondets levetid er sannsynlig.

<sup>10</sup> Betegnelsen closed i forhold til et PE-fond innebærer at fondet er fylt opp, og tar ikke imot nye investorer.

<sup>11</sup> Se kapittel 3.0 om Oppkjøpsprosessen

<sup>12</sup> Se avsnitt 4.2.3 om Due diligence

### **2.2.5 PE-AKTØRENS KOMPENSASJON OG INCENTIVER**

Ettersom det er PE-aktører vi har hentet store deler av vårt datamateriale fra, vil det være interessant å se litt nærmere på hvordan PE-aktøren kompenseres, og om dette gir de rette incentiver for å opptre i fondets beste interesse. PE-aktørens kompensasjon består av en fastsatt management fee og en ytelsesavhengig carried interest. Management fee kan betegnes som fondets forvaltningshonorar og vil som regel være på rundt 2-2,5 % av fondets kommitterte kapital (Hagenmüller, 2004). Denne avgiften er ment å dekke kostnadene forbundet med PE-aktørens operasjonelle drift av fondet.<sup>13</sup> Carried interest kan betegnes som suksesshonorarer, og er GP sin andel av fondets eventuelle realiserte avkastning. Denne andelen er som regel på 20 %, og historisk sett har carried interest stått for den største andelen av kompensasjonen.

Ettersom management fee betales uavhengig av hvordan PE-aktøren presterer, i forhold til fondets avkastning, er det essensielt at investorer er oppmerksomme på faren for svekket motivasjon som kan oppstå når en PE-aktør forvalter et veldig stort fond, eller flere fond samtidig. På den annen side er PE-aktøren avhengig av at fondet leverer gode resultater hvis investorer skal velge å investere hos dem igjen. I følge Balboa og Marti (2007), vil PE-aktører som opptre opportunistisk<sup>14</sup> ha vanskeligheter med å innhente kapital til et nytt fond. PE-aktører har derfor sterke incentiver for å bygge, og opprettholde et godt omdømme<sup>15</sup> (Fingerle, 2005). Dette er med på å løse prinsippal – agent problemet mellom investor og PE-aktør, fordi det tvinger PE-aktøren til å handle i investorenes interesse.

## **2.3 DET NORSKE PE-MARKEDET**

I dette avsnittet vil vi ta utgangspunkt i NVCA sin aktivitetsanalyse for de norske PE-fondene for å gi et bilde av det norske PE-markedet.

NVCA publiserer hvert år en aktivitetsanalyse for de norske PE-fondene. Undersøkelsen dekker aktivitetene i norske SÅkorn, VC og BO. I denne presentasjonen er tallene hentet fra disse aktivitetsanalysene og er basert på helårsrapportene fra 2010 til 2013. NVCA definerer en “norsk PE-aktør” på bakgrunn av om hovedkvarteret er plassert i Norge. EVCA definerer imidlertid en “norsk PE-aktør” på bakgrunn av hvor PE-aktøren er lokalisert. Dette vil ha noe

---

<sup>13</sup> Dette kan være kostnader forbundet med due diligence, lønn til ansatte, lønn til bistående rådgivere osv.

<sup>14</sup> Et eksempel på opportunistisk opptreden kan være at PE-aktøren oppretter et veldig stort fond, slik at management fee blir så stor som mulig.

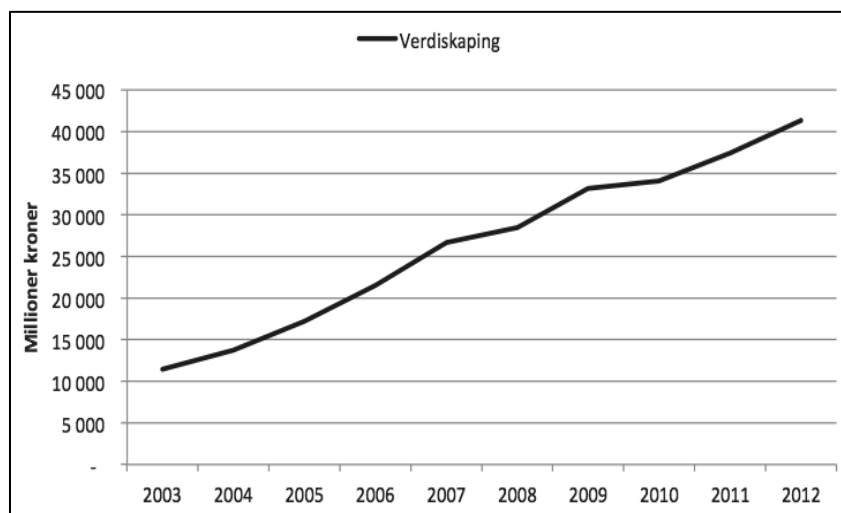
<sup>15</sup> Omdømme er tredjeparters kollektive oppfatning av PE-aktørens prestasjoner og pålitelighet.

innvirkning på statistikken. Vi vil i denne fremleggelsen bruke NVCA sin definisjon. Dette er også det som vanligvis blir oppfattet som den “norske private equity industrien” (Menon, 2014).

### 2.3.1 UTVIKLING – VERDISKAPNING OG SYSSELSETTING

I løpet av de siste årene har vi hatt en økende aktivitet i det norske PE-markedet. Da NVCA ble stiftet i 2001, forvaltet medlemmene en kapital på 7,5 milliarder kroner. Ved inngangen til 2011 hadde de aktive eierfondene en kapitalbase på over 60 milliarder kroner (Menon, 2011). I tillegg står stadig norske porteføljeselskaper for en større del av verdiskapningen. Den samlede verdiskapningen blant norske porteføljeselskaper var i 2012 på 41,4 milliarder kroner, en økning på 9% fra 2011. Figur 5 viser den kraftige verdiskapningsutviklingen norske porteføljeselskaper har hatt de siste årene.

**Figur 5 - Norske porteføljeselskaper sin verdiskapningsutvikling**



Kilde: (Menon, 2014)

Som vi kan se, skapte porteføljeselskapene verdier i 2003 for 11,4 milliarder, mens i 2012 skapte de verdier for over 41 milliarder kroner. I faste priser utgjør dette en stigning på over 200%.

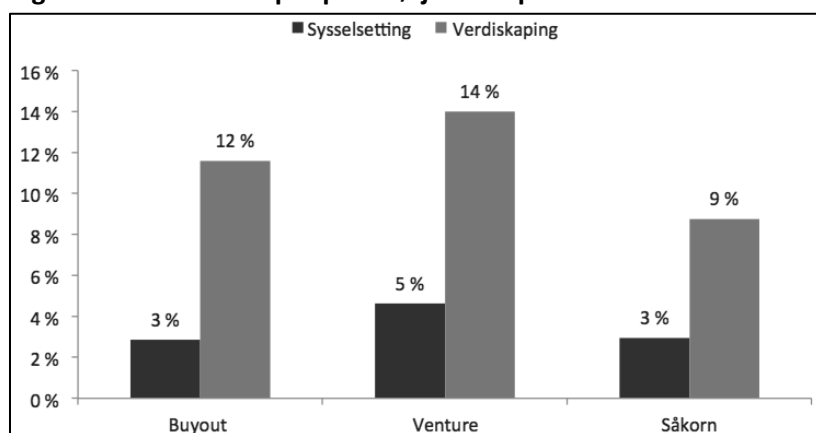
PE-finansierte selskaper står også for stadig mer av sysselsettingen i Norge. Antall ansatte i Private Equity-finansierte selskaper har nær doblet seg i perioden 2004 til 2012 (Menon, 2014). Bare fra 2011 til 2012 har antall sysselsatte i norske porteføljeselskaper gått fra 63 000 personer til 72 000 personer. Dermed jobber hele 4% av alle ansatte i norsk næringsliv i et Private



Equity- eid selskap. Knut Traaseth, generalsekretær for NVCA, sier til Vekst 2020<sup>16</sup> at “*dette gir en viktig løypemelding opp mot norske aktive eierfonds målsetning om å sysselsette 150 000 personer i 2020*”. Traaseth sier også at de norske PE-fondene har blitt en betydelig finansieringskilde for norske virksomheter og er på mange områder enda viktigere enn Oslo Børs.

Noe som gir en god oversikt over utviklingen i det Norske PE-markedet er å se på snittveksten per porteføljeselskap. Figur 6 gir en slik oversikt over tidsrommet 2006 - 2012, og er fordelt i de tre segmentene Såkorn, VC og BO.

**Figur 6 - Snittveksten per porteføljeselskap**



Kilde: (Menon, 2014)

Figuren viser at det er venture-segmentet som har gitt størst snittvekst både innen verdiskaping og sysselsetting. Buyout-segmentet har hatt en noe lavere verdiskapningsvekst, 12%, og har bare hatt en sysselsettingsvekst på 3%. Såkorn er segmentet som kommer dårligst ut med en verdiskapningsvekst på 9% og sysselsettingsvekst på 3%.

### **2.3.2 ØKENDE GRAD AV UTENLANDSKE INVESTORER**

I 2002 kom bare 5% av innhentet kapital i Norge fra utenlandske investorer. Den lave utenlandsandelen tydet på at norsk Private Equity ikke opplevdes som attraktiv for utenlandske investorer. En naturlig forklaring på dette er at det norske markedet på det tidspunktet var lite og umodent (Argentum, 2005). I løpet av de siste årene har denne trenden snudd og utenlandske investorer bidrar i stadig større grad til norske PE-fond. I 2010 utgjorde for første gang den utenlandske kapitaltilførselen den største andelen av all kapitaltilførsel i

<sup>16</sup> Vekst 2020 er en nettside laget av NVCA. Nettsiden skal fungere som et debattforum for hva vi skal leve av etter oljen.

Norge. Utenlandske investorer sto da for 60% av kapitaltilførselen, noe som tyder på at det norske PE-markedet har hatt en rask modning, og er blitt mer konkurransedyktig.

## 2.4 OPPSUMMERING

I dette kapitlet har vi gitt en generell innføring i PE som investeringsklasse og beskrevet de ulike aktørenes rolle i den typiske PE-strukturen Limited Partnership. PE-aktøren inntar en aktiv rolle i partnerskapet og fungerer som den ansvarlige forvalteren av PE-fondet. Etter å ha opprettet et PE-fond vil PE-aktøren foreta investeringer i såkalte porteføljeselskap med kapital som PE-fondets investorer har kommitert. Investorene inntar en passiv rolle i partnerskapet ettersom de ønsker å ha et ansvar som begrenses til deres kommiterte kapital. Hovedmålet til en PE-aktør er å maksimere avkastningen for sine investorer ved realisering av investeringer i disse porteføljeselskapene.

Spesielt viktig er det at PE-aktørene må opprettholde et godt omdømme og unngå å opptre opportunistisk dersom de skal ha suksess i å opprette flere PE-fond. Deres resultatbaserte kompensasjon, carried interest, syntes videre å styrke PE-aktørens incentiver for å opptre i fondets beste interesse. Deres spesialisering og krav til potensielle porteføljeselskap gir videre en indikasjon på at det brukes mye tid på å kartlegge aktuelle oppkjøpskandidater. Hvordan denne kartleggingen og resten av oppkjøpsprosessen foregår, blir beskrevet mer detaljert i påfølgende kapittel. Oppsummert syntes Limited Partnership-strukturen å sørge for at de ulike aktørenes interesser ivaretas på en god måte.

Avslutningsvis i dette kapitlet har vi presentert en aktivitetsanalyse av PE-markedet i Norge. Oppsummert kan vi konkludere med at dette er en bransje som har hatt en sterk vekst de senere årene og trendene peker på at denne veksten skal fortsette. Veksten vitner om en bransje som får større og større betydning for norsk nærings- og samfunnsliv, og at PE-aktørene har gjennomført suksessfulle oppkjøp. Dersom PE-fondenes målsetning om å sysselsette 150 000 personer i 2020 slår til, vil antallet oppkjøp eller størrelsen på oppkjøpene øke. Dette betyr i sin tur at PE-aktørene vil måtte gjennomføre flere oppkjøpsforhandlinger. Kompetanse om forhandlinger synes derfor å være en viktig brikke i PE-aktørenes mål om å maksimere avkastningen for sine investorer. Indirekte vil forhandlingsprosessen også være en avgjørende faktor for hvor bra det samfunnsøkonomiske bidraget fra PE-bransjen blir.

## 3.0 OPPKJØSPROSESSEN

Formålet med dette kapittelet er å gi leseren innsikt i hvordan en oppkjøpsprosess ser ut slik at det blir lettere å følge presentasjonen og analysen av våre funn i kapittel 6. I dette kapittelet tar vi utgangspunkt i Aabø-Evensen sin bok, “Om Oppkjøp av Selskaper og Virksomhet”, og beskriver oppkjøpsprosessen fra kjøpers perspektiv. Aabø-Evensen er en av Norges fremste advokater innenfor oppkjøpstransaksjoner med over 20 års erfaring både fra Norge og internasjonalt. Vi har valgt å ta utgangspunkt i Aabø-Evensen sin fremstilling, fordi vi mener han har erfaringen og forutsetningene til å beskrive hvordan denne prosessen ser ut i Norge. I tillegg kommer han med tips om hva som er viktige gjøremål i en oppkjøpsprosess. Som et supplement til teorien, vil dette kapittelet derfor være nyttig i forhold til den senere analysen.

Aabø-Evensen (2011) deler oppkjøpsprosessen inn i 3 hovedfaser: Planleggingsfasen, iverksettelses- og forhandlingsfasen samt gjennomføringsfasen. Da det er fasene som relaterer seg til forhandlingsprosessen som er mest relevant for denne utredningen, vil vi kun se på planlegging- og forhandlingsfasen.

### 3.1 PLANLEGGING

#### 3.1.1 FORRETNINGSPLAN OG OPPKJØPSPLAN

En kjøpers forretningsplan består av kjøperselskapets visjon og forretningsstrategien for hvordan selskapet skal klare å oppnå visjonen. En oppkjøpsprosess bør ifølge Aabø-Evensen i tillegg bestå av en oppkjøpsplan som tar utgangspunkt i bedriftens forretningsplan.

Oppkjøpsplanen vil være det som danner utgangspunktet for alle senere faser i oppkjøpsprosessen. Her bør en også utarbeide en forhandlingsstrategi. For å gi et eksempel på en forretningsplan hos en PE-aktør har vi valgt å bruke Reiten og Co. Deres overordnede målsetting og visjon formuleres slik på deres nettsider:

*“Our goal is always to deliver world-class returns with an acceptable risk profile. It permeates everything we do and how we do it. In partnership with portfolio company management, our focus has always been to develop the small and medium-sized Nordic companies we invest in, make them stronger and better, and develop their international potential.”*

Hvordan de skal få til dette, beskrives videre gjennom deres forretningsstrategi. Oppsummert går denne ut på å gjennomføre en systematisk søkeprosess etter porteføljeselskap, identifisere

de selskapene som innehar kvaliteter som kan bidra til en høy avkastning med et akseptabelt risikonivå, og bruke deres ekspertise, kapital og ressurser til å hjelpe ledelsen i porteføljeselskapet med å nå deres mål.

Aabø – Evensen (2011) hevder at en dårlig formulert eller mangelfull forretningsplan er blant de mest vanlige årsakene til at fusjoner og oppkjøp mislykkes. Hvorvidt Reiten og Co, samt våre resterende intervjuobjekter, *faktisk* tenker på sin overordnede forretningsplan når de jobber med en oppkjøpsplan, vil undersøkes nærmere i vår analyse av data.

### **3.1.2 SØKE- OG FILTRERINGSFASEN**

I søkefasen vil de fleste kjøpere først bestemme seg for bransjetype og størrelsen på transaksjonen. Deretter benytter de seg av databaser, søketjenester, eventuelle rådgivere, investeringsbanker o.l. til å identifisere mulige kandidater. Størrelsen på transaksjonen her kan sees på som en første maksimumspris som kjøper er villig til å betale, altså en reservasjonspris.

Filtreringsfasen innebærer ganske enkelt en spissing av søkeprosessen. En kjøper bør vurdere ved dette tidspunktet også i hvilken utstrekning det skal foretas en foreløpig verdivurdering av det mulige målselskapet før den første kontakten initieres.

## **3.2 IVERKSETTING - FORHANDLING**

### **3.2.1 FØRSTE KONTAKT**

Når kjøper har bestemt seg for å kontakte et potensielt målselskap, bør kjøper avklare hvem som skal ta kontakt med målselskapet. I noen tilfeller kan det være fornuftig at kjøper tar kontakt selv, mens det i andre tilfeller vil være hensiktsmessig å bruke en mellommann. Dette vil være i tilfeller der kjøper ikke ønsker å avsløre at de ser etter mulige oppkjøpskandidater.

Etter at første kontakt er opprettet, vil selger måtte ta stilling til en rekke spørsmål. De viktigste momentene er hva selger mener selskapet er verdt og om selskapet er salgsmodent. Da dette ofte kan ta litt tid er det relativt vanlig at partene signerer en konfidensialitetsavtale og i noen tilfeller en intensjonsavtale. Dette gjør at partene i større grad kan bevege seg over til forhandlingsfasen.

### **3.2.2 FORHANDLINGSFASEN**

Forhandlingsfasen er i motsetning til de foregående fasene en meget dynamisk og interaktiv prosess. Rekkefølgen i denne fasen vil variere fra transaksjon til transaksjon. Aabø-Evensen (2011) sier at selger og kjøper må på et tidlig tidspunkt under forhandlingsfasen ta stilling til hva de mener er riktig pris for målselskapets virksomhet. For å komme frem til en “korrekt” pris vil derfor kjøper ønske å få tilgang til mer detaljert informasjon så de kan etterprøve sin initielle verdivurdering av målselskapet.

I begynnelsen av denne fasen vil kjøper normalt ønske å binde opp selger til ikke å forhandle med andre mulige kjøpere, samtidig som kjøper ønsker å stå mest mulig fritt før en due diligence er foretatt. Selger på sin side vil ønske å binde opp kjøper med hensyn til pris før en due diligence gjennomføres i frykt for at en kjøper bare er ute etter informasjon om konkurrenten eller ammunisjon for å kunne kreve avslag i prisen. Begge parter forsøker altså å binde motparten til å følge den prosessen som er gunstigst for en selv. Hvem som lykkes i dette vil bero seg på hvordan partene oppfatter sin egen og motpartens forhandlingsposisjon og forhandlingsstyrke. Forhandlingsfasen vil kulminere med at partene må ta stilling til om de ønsker å selge og kjøpe på de vilkår som de eventuelt har klart å oppnå enighet om.

### **3.3 NÅR SELGER INITIERER PROSESSEN**

Oppkjøpsprosessen beskrevet ovenfor tar utgangspunkt i en situasjon der kjøper tar initiativet til transaksjonen. Denne prosessen vil se noe annerledes ut hvis vi ser den fra selgers side, og spesielt hvis selger er den som initierer salgsprosessen. Det vil i disse tilfeller ofte være slik at selger kontakter en investeringsbank eller et meglerhus som legger til rette for en auksjonslignende salgsprosess. Her får som regel en kjøper det første inntrykket av en potensiell oppkjøpskandidat gjennom et informasjonsmemorandum (IM). Dette kan sammenlignes med et prospekt på en eiendom, og kritisk lesning av denne er viktig. IM'et er altså et salgsdokument med det formål å presentere bedriften best mulig. Et IM inneholder ofte et prosessbrev som beskriver stegene i prosessen. Det første steget vil ofte være at kjøper bes om å komme med et ikke bindende, såkalt indikativt bud. Det indikative budet vurderes så av selgende bedrift før de beslutter hvem som går videre i prosessen. Er målselskapet børsnotert, vil også oppkjøpsprosessen bli annerledes.

### **3.4 OPPSUMMERING**

Vi har i dette kapitlet gjennomgått hvordan en typisk oppkjøpsprosess ser ut.

I planleggingsfasen vil bedriften som skal kjøpe opp et selskap, først utarbeide en oppkjøpsstrategi, som ifølge Aabø-Evensen (2011) bør være avledet av en overordnet forretningsplan. Videre vil kjøper foreta en søkeprosess etter potensielle oppkjøpskandidater der de benytter seg av databaser, søketjenester og bistående rådgivere. Når en potensiell kandidat er lokalisert, vil prosessen gå over i en iverksettingsfase der første kontakt etableres. Dersom selger sier seg villig til å reflektere over et eventuelt salg, vil partene innlede forhandlinger som til slutt kulminerer i brudd eller avtale.

## 4.0 TEORI

I dette kapittelet presenteres den teoretiske forankringen som danner grunnlaget for analysen av våre funn i utredningen. Vi har valgt å dele teorien inn i fire hoveddeler. Først gir vi en kort innføring i hva forhandlinger er og ser nærmere på de to vanligste typer forhandlinger, fordelings- og integrasjonsforhandlinger. Videre vil vi se på tre aspekter ved forhandlinger, som på bakgrunn av vår kunnskap om forhandlinger, gjennomgang av PE og oppkjøpsprosessen, samt våre funn, synes å være særlig relevant. I litteraturgjennomgangen vil vi derfor se på det forhandlingsteorien trekker frem som viktige elementer i forberedelsene, organiseringen av deltagere og selve forhandlingsprosessen.

### 4.1 FORHANDLINGER

Rognes (2008) definerer forhandlinger slik: “Når to eller flere parter med delvis motstridende interesser prøver å komme frem til en felles beslutning, forhandler de”. Verd å merke seg her er at det er snakk om delvis motstridende interesser. Lax og Sebenius (1986) argumenterer for at det finnes elementer av både konkurranse og samarbeid i forhandlinger, og at det skapes en spenning mellom disse to elementene. Den store utfordringen er hvordan en skal håndtere dette konkurranse-samarbeidsforholdet. Mer spesifikt, hvordan skal en i én og samme beslutningsprosess samarbeide om en best mulig løsning, og samtidig kreve mest mulig for seg selv. Denne dualismen mellom integrasjon og fordeling er det som gjør forhandlinger vanskelig. Rognes (2008) hevder at denne oppgaven blir mindre krevende gjennom forhandlingsanalyse og forhandlingsstrategi.

En annen utfordring vedrørende forhandlinger som Rognes (2008) påpeker, er dilemmaet knyttet til forholdet mellom sak og relasjon. Når vi forhandler, er det primært partenes interesser som står i fokus. Men for at vi skal kunne forhandle må det som sagt være “.. to eller flere parter..” involvert. Det vil si at forhandlingsprosessen er en mellommenneskelig relasjon der man er avhengig av den andre parten for at en avtale skal oppnås. Utfordringen er altså å finne en god balanse som ivaretar relasjonsaspektene uten å forsake egne interesser.

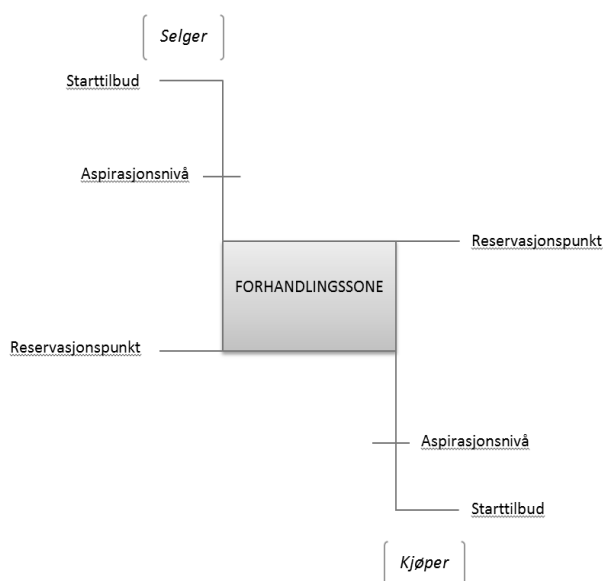
Rognes (2008) skiller mellom fire ulike forhandlingstyper; Fordelingsforhandlinger, Integrasjonsforhandlinger, Flerpartsforhandlinger og Mekling. Flerpartsforhandlinger er når det er flere enn to parter, der én part gjerne kan bestå av flere personer, som deltar i forhandlingene. Mekling innebærer at partene blir assistert av en tredjepart. Ingen av disse forhandlingstypene forekommer i særlig stor grad i PE-bransjen, og vi vil derfor ikke gå noe

nærmere inn på disse forhandlingstypene. Forhandlingene er derimot ofte preget av både fordeling og integrasjon, og vi vil derfor gi en nærmere beskrivelse av teorien knyttet til fordelings- og integrasjonsforhandlinger. I komplekse forhandlinger som oppkjøpsforhandlinger, er det vanlig at disse to forhandlingstypene forekommer i samme forhandlingsprosess. Weingart og Olekalns (2004) påpeker at strategiene ikke bør betraktes som separate, men at de heller bør brukes om hverandre.

#### 4.1.1 FORDELINGSFORHANDLINGER

I økonomiske termer vil man omtale fordelingsforhandlinger som et nullsumspill, der den ene parten ikke kan vinne noe i forhandlingen uten at den andre parten taper tilsvarende. I følge Mykland (2011) er en fordelings situasjon til stede når det bare er én konfliktinteresse som dominerer forhandlingene, og det dermed er en gitt mengde goder eller ulemper som skal fordeles mellom partene. Dette fører ofte til harde forhandlinger der begge parter prøver å sikre seg den største delen av godene (Lax & Sebenius, 1986). Fordelingsforhandlinger vil ha to mulige utfall; brudd eller kompromiss. Gjennom argumentering og gjensidige innrømmelser utforskes muligheten for å inngå et kompromiss. Dersom en skal oppnå kompromiss, må det teoretisk sett være en positiv forhandlings sone. Figur 7 under viser hvordan overlappende reservasjonspunkt vil gi et potensial for å inngå en avtale. Reservasjonspunktet er det absolutt dårligste nivå for hva en part er villig til å akseptere, mens aspirasjonsnivået er hva en håper å oppnå.

Figur 7 - Fordelingsforhandlinger



Kilde: (Rognes, 2008)



I slike forhandlings situasjoner vil fokuset på samarbeid og relasjoner være begrenset, da oppmerksomheten i stor grad vies til konkurranse og sak.

#### **4.1.2 INTEGRASJONSFORHANDLINGER**

Da det i fordelingsforhandlinger er snakk om å *kapre* verdi, vil man i integrasjonsforhandlinger være mer opptatt av å *skape* verdi. Siktemålet med integrasjonsforhandlinger er å få til avtaler som er bedre enn kompromisser på enkeltsaker ved å øke størrelsen på kaken før fordelingen skjer. På den måten vil det være mulig å skape såkalte “vinn - vinn” - avtaler (Lax & Sebenius, 1986). I følge Lewicki, Barry og Saunders (2011) er det seks faktorer som kjennetegner integrasjonsforhandlinger, og som gjør at de skiller seg fra fordelingsforhandlinger.

1. Det er fokus på felles interesser og ulike prioriteringer på tvers av saker.
2. Fokus på å nå frem til felles interesser og behov, mindre fokus på posisjoner og konkurranse.
3. Forpliktelse til å møte behovene til alle involverte parter.
4. Utveksling av informasjon og ideer for å identifisere forhandlingspotensialet.
5. Utvikling av muligheter til felles nytte.
6. Bruk av objektive kriterier for vurdering av innsats og resultater.

Rognes (2008) nevner tre forutsetninger som må være tilstede for at integrasjon skal være aktuelt: Potensial, motivasjon og kompetanse. Med potensial menes det at det må finnes mer enn én forhandlingsdimensjon, og at det må være mulig å komme frem til bedre løsninger enn rene kompromiss på disse dimensjonene. Ettersom forhandlingene er både komplekse og tidkrevende, er det viktig at partene er motivert til å sette i gang med integrasjonsforhandlinger. Grunnen til at forhandlere ofte mangler motivasjonen for å drive med integrasjonsforhandlinger, skyldes usikkerhet og manglende kompetanse.

Oppkjøpsforhandlinger er komplekse forhandlinger med flere dimensjoner som det er mulig å kombinere, samtidig som PE-aktørene ofte er svært erfarne forhandlere. Man kan derfor hevde at oppkjøpsforhandlinger har forutsetningene for integrasjon.

I følge Rognes (2008) finnes det i hovedsak tre måter en skaper integrative avtaler på. Det er ved å utnytte ulikheter, utnytte likheter, eller utvikle relasjon til en tredje aktør. Ved å utnytte ulikhet vil partene ha muligheten til å vinne på hver sin sak, og dermed kapitalisere på ulikhet, i stedet for å inngå rene kompromiss. Dette vil være mer hensiktsmessig for begge parter. Forutsetningen for å få til dette er at en vet om motpartens preferanser, og deling av

informasjon er derfor helt essensielt i arbeidet med å lage "vinn - vinn" - avtaler. I oppkjøpsforhandlinger kan man kapitalisere på ulikhet hvis for eksempel kjøper er opptatt av å minimere investeringsrisikoen, mens selger på sin side er mest opptatt av å få høyest mulig pris. En løsning vil da være at selger lover å dekke eventuelle uforutsette hendelser, mot at kjøper må gi en høyere pris.

Den andre måten å lage integrasjonsavtaler på er å utnytte likheter. Gjennom interesseanalysen kan en finne ut at partene har så mange like interesser at konfliktdimensjonene blir underordnet. Dermed er konflikten blitt omdefinert. For eksempel kan man i oppkjøpsforhandlinger finne ut at PE-aktøren og målselskapet har veldig mange av de samme målene for den fremtidige driften av selskapet. I tillegg er de enige om hvordan styret skal se ut og hvordan eierandelene skal fordeles. Dermed kan muligens en typisk konfliktdimensjon som pris ikke være så viktig lenger.

En tredje måte å skape "vinn-vinn" – avtaler på er å få tilført ressurser fra en tredjepart. Konflikten kan dermed løses ved at begge parter samarbeider med å hente flere ressurser fra en ekstern kilde. Dette skaper et felles mål mellom forhandlingspartene, og energien blir brukt på sammen å påvirke tredjepart i stedet for å kjempe mot hverandre. I et oppkjøp vil det være en risiko for at store uforutsette kostnader dukker opp i fremtiden som ingen av partene har ressurser til å dekke. Fordeling av risiko er derfor en typisk konfliktdimensjon. En kan fjerne denne dimensjonen ved å involvere et forsikringsselskap, som mot en forsikringspremie, tar på seg eventuell risiko partene ikke klarer å fordele seg imellom. På den måten fjernes risikoelementet og konfliktdimensjonen helt.

## **4.2 FORBEREDELSE**

Rognes (2008) går så langt som å si at det viktigste i forhandlinger er forberedelser, og da spesielt utformingen av forhandlingsstrategien. Dette underbygges av Aabø Evensen (2011) som sier at nøkkelen til et vellykket oppkjøp består av tre ting: "1. planlegging, 2. planlegging og 3. planlegging". Rognes, Ingerø, og Bjerkan (1998) sier at med et godt forberedt grunnlag vil det bli lettere å huske alle de viktige forutsetningene man la til grunn før forhandlingene startet. Det blir med andre ord enklere å "ta vare på" de store linjene underveis i forhandlingene. Generelt kan en si at jo mer forberedt en stiller, jo mindre risiko er det for å begå feil i forhandlingsprosessen (Rognes, M.Bjerkan, & Ingerø, 1998).

#### **4.2.1 TILKNYTNING TIL OVERORDNET STRATEGI**

I tillegg til å ha en godt utformet forretningsplan, som nevnt i kapittel 3, er det også viktig at kjøper har en godt utarbeidet forhandlingsstrategi (Kramer, 2001). En ting som ofte blir oversett i det forberedende arbeidet med forhandlingsstrategien, er hvordan den samsvarer med bedriftens overordnede forretningsplan. I stedet for å se på forberedelsen til forhandlinger som en respons på konkrete forhandlingsbehov, bør forhandlinger heller sees på som den mekanismen en bruker for å iverksette den overordnede forretningsplanen (Rognes, 2008).

#### **4.2.2 INFORMASJONSINNHEMTING OG SØKEPROSESSEN**

Ifølge Rognes (2008) er det sentralt for forhandlerne å ha den nødvendige informasjonen om motparten og forhandlingsproblemet. Rognes, Ingerø og Bjerkan (1998) nevner at det er spesielt viktig med god informasjonsinnhenting i forbindelse med en oppkjøpsforhandling. Mengden av tilgjengelig informasjon vil variere mye avhengig av om målselskapet er børsnotert eller privat (unotert). Tilgangen på informasjon er normalt mye større for børsnoterte selskaper. Dette er fordi finansanalytikere følger disse selskapene<sup>17</sup>, i tillegg til at den generelle mediedekningen og allmenne interessen for børsnoterte selskaper er mye større (Rognes, M.Bjerkan, & Ingerø, 1998). Siden PE-aktørene stort sett kjøper unoterte selskaper, vil de ha mindre tilgang på informasjon, og denne prosessen blir dermed noe mer krevende.

I søkeprosessen etter oppkjøpskandidater er det viktig å redegjøre for et sett med kriterier som danner grunnlaget for utvelgelsen av de beste kandidatene. I tillegg til å redegjøre for de generelle kriteriene som for eksempel økonomiske resultater, er det viktig å kartlegge de selskapsspesifikke kriteriene, som reflekterer formålet med oppkjøpet (Rognes, M.Bjerkan, & Ingerø, 1998).

#### **4.2.3 DUE DILIGENCE**

Due Diligence (DD) beskriver den prosessen der kjøper gjennomfører en undersøkelse av det potensielle kjøpsobjektet (Boye & Meyer, 2008). Direkte oversatt betyr DD - tilbørlig aktsomhet. På norsk kan dette relateres til den aktsomheten som må utøves for ikke å kjøpe "katta i sekken", i forhold til at ulike aktører i økonomiske transaksjoner blant annet kan pådra seg erstatningsansvar. Målsettingen med en DD er å få avdekket alle områder som bestemmer verdi, for eksempel muligheter og utfordringer ved målselskapet (Boye & Meyer, 2008). Hausman (2002) er mer konkret i sin beskrivelse og sier at DD gjøres for å opparbeide

---

<sup>17</sup> I oppkjøpsforhandlinger pleier finansanalytikerne som har fulgt selskapet å bli leid inn som rådgivere.

seg en gjennomgående forståelse av risikoen assosiert med et selskap for en gitt tidsperiode. DD tar sikte på å forstå alle relevante aspekter ved et eventuelt oppkjøp:

- Markedsmessige elementer - konkurransesituasjonen, hvordan ser utviklingen ut, hva er prisen på selskapet?
- Historiske finansielle rapporter og skattedokumenter.
- Legale dokumenter - kontrakter, registreringer, selskapspapirer mm.
- Miljømessige aspekter.
- IP rettigheter (registrerte patenter).

Gjennomføringen av en DD krever derfor spisskompetanse innen juridiske, finansielle og tekniske felt. Et vanlig team vil derfor bestå av advokater, revisorer, spesifikke konsulenter innen f.eks. strategi, miljø, og IT. I tillegg til å bruke slike rådgivere vil kjøper ofte benytte seg av en investeringsbank som transaksjonsrådgiver.

I arbeidet med en DD vil ofte en PE-aktør være under tidspress og ofte i konkurranse med andre. Et relevant spørsmål å stille seg er derfor hvilken DD som bør gjennomføres. Å kartlegge hva som er viktigst å få rede på er derfor nødvendig før en begynner med DD-prosessen. En viktig ting å huske på er at DD-prosessen ikke bare er en øvelse i å avdekke feil og mangler ved en bedrift, men en mulighet til å avdekke potensialet utover det som nevnes av selger (Boye & Meyer, 2008).

#### **4.2.4 INTERESSEANALYSE**

Partenes interesser er det som danner råmateriale i forhandlinger (Rognes, 2008). Generelt gjennom hele forhandlingsprosessen er det lurt å ha fokus på interessene og ikke på posisjonene (Fisher & Ury, 2011). En essensiell oppgave er derfor å identifisere sine egne interesser, og like viktig, gjennom en tentativ analyse, prøve å avdekke motpartens interesser.

Interessene kan være felles mellom partene, separate, eller i konflikt med hverandre.

Eksempler på felles interesser i oppkjøpsforhandlinger kan være at begge parter ønsker at målselskapet skal vokse, og at forhandlingene skal være konfidensielle inntil avtalen er undertegnet. Separate interesser karakteriseres ved at den ene parten ønsker noe som ikke er i konflikt med motpartens interesser. Et eksempel på dette i oppkjøpsforhandlinger er at kjøper ikke ønsker å betale for enkelte eiendeler, som er enkelt for selger å kvitte seg med på andre måter. Vanlige konfliktinteresser i oppkjøpsforhandlinger er prisen på målselskapet, hvilke garantier selger må gi og hvem som skal innta nøkkelrollene i selskapet.

Videre bør interessene prioriteres ut ifra hvor viktige de anses av partene. Dette gjelder spesielt for konfliktinteressene (Rognes, 2008). Analysen av interessene og hvordan de står i forhold til hverandre, leder til en drøfting av hvilke forhandlingsdimensjoner som skal tas med i forhandlingene. Fisher mfl. (1991) sitert i Rognes (2008) foreslår at det kan lønne seg å ta utgangspunkt i de posisjonene som en antar motparten vil innta i forhandlingene og spørre seg selv hvorfor de inntar de posisjonene. Videre foreslår Fisher at en kan spørre seg hvorfor motparten ikke vil akseptere posisjoner som det er naturlig for en selv å innta. På grunnlag av denne analysen kan man lage ulike avtaleutkast.

#### **4.2.5 OPPSUMMERING**

Oppsummert er det viktig at forhandlingsstrategien må samsvare med den overordnede forretningsplanen. I tillegg er det viktig å få tak i nok informasjon slik at kjøper får gjennomført en god og detaljrik DD. Det er også essensielt å ha fokus på hvilken DD som bør gjennomføres. I dette arbeidet er det viktig å ha gode rådgivere med kompetanse innenfor forskjellige fagområder. Videre påpekes det at en god forhandler gjennomfører en interesseanalyse både av seg selv og motparten. Deretter bør en se hvordan partenes interesser står i forhold til hverandre, samt rangere viktigheten av interessene. På grunnlag av dette kan en avgjøre hvilke forhandlingsdimensjoner som skal tas med i forhandlingene, samt se på hvilke løsningsmuligheter som er mulig.

### **4.3 DELTAGERE OG ORGANISERING**

#### **4.3.1 FORHANDLINGSTEAMET**

Kompleksiteten i oppkjøpsforhandlinger vil kreve at man involverer mange ulike aktører som deltar i forhandlingene. Formålet med å ha med seg flere forhandlere i et team bør være at en gruppe kan gjøre en bedre jobb enn én enkelt person. Det er mye forskning som viser til flere fordeler forbundet med å forhandle i team. Thompson (2005) sitert i Rognes (2008) påpeker at et team oppnår mer integrative avtaler enn enkeltpersoner. Videre peker Brodt og Tuchinsky (2000) sitert i Rognes (2008) at ulike teammedlemmer kan innta ulike roller i det taktiske spillet med motparten. Et team vil også kunne forhindre at enkeltpersoner blir subjektive, lar seg friste av bestikkelser eller blir utrygge i forhandlingssituasjonen. En fordel vil også være at et team vil kunne fungere som en diskusjonsgruppe i særmøter og i økt grad kunne bidra til kreativ problemløsning.

I tillegg til å peke på fordeler forbundet med å forhandle i team, viser også Rognes (2008) til en del problemer som kan oppstå. Blant annet nevner han at det er overraskende hvor lite samordnende mange forhandlingsteam syntes å være. Ofte hender det at uavklarte interne konflikter blir dratt med inn i forhandlingsprosessen. For at et team skal fungere godt må slike konflikter løses i forkant av forhandlingene. Et annet problem, som er spesielt relevant for oppkjøpsforhandlinger, er når innleide fagekspert tar egne initiativ i forhandlingene og blander seg bort i saker utover deres mandat og kompetanse. Rognes (2008) sier at organisasjoner har opplevd at slike fagekspert også har lekket fortrolig informasjon. Videre kan et problem oppstå når uerfarne, ofte velmenende, forhandlingsdeltakere plumper ut med det de mener er gode ideer uten å ha diskutert det på forhånd. Ifølge Rognes (2008) vil dette skape problemer for forhandlingslederen ved å bidra til uklare strategier, interne konflikter og tilfeldige forhandlinger

#### **4.3.2 MANDAT**

Forskningsresultater tyder på at det er ganske så stor forskjell i hvordan vi opptrer når en forhandler på vegne av seg selv kontra det å forhandle på vegne av andre. Dersom vi handler på vegne av oss selv, vil vi være litt mer usikre, men samtidig mer kreative. Forhandler vi på vegne av andre, vil vi ofte være tøffere og mer krevende, men i større grad være begrenset til mandatet vi har fått. Disse gitte rammene som vi må forhandle innenfor, kan nemlig føre til at vi blir mindre kreative og mer rigide i vår atferd. Innenfor forhandlingspsykologi kalles dette for mandateffekten. Ved å utforme et mandat til forhandleren søker prinsipalen å bevare kravstorheten mandateffekten skaper, samtidig som den ønsker å unngå rigiditeten den medfører (Rognes, 2008).

Gode rutiner for utvikling og oppfølging av mandat fra prinsipalen er viktig. Mandat er et effektivt verktøy som ledere kan ta i bruk for å ansvarliggjøre sine forhandlere. Lerner og Tetlock (1999) sitert i Rognes (2008) hevder at aktører som er bevisst at de blir ansvarliggjort, i større grad en ellers vil ha en grundig, engasjert og nøyaktig vurdering av beslutningssituasjonen.

Rognes (2008) skiller mellom fire ulike mandattyper; uklart, resultatorientert, avgrenset og fleksibelt mandat. Når det er snakk om komplekse integrasjonsforhandlinger, påpeker Rognes (2008) at uklart- og resultatorientert mandat vil være uegnet da det er behov for kreativitet og fleksibilitet. Ettersom

oppkjøpsforhandlinger kan karakteriseres som komplekse forhandlinger, vil vi gå nærmere inn på de atferdsorienterte mandattypene, avgrenset- og fleksibelt mandat.

Ved et avgrenset mandat vil selve beslutningstakingen ligge hos prinsipalen. Forhandleren har derimot friheten til å komme med løsningsforslag og føre forhandling slik han selv finner det formålstjenlig. Et avgrenset mandat vil bidra til kreativitet i forhandlingsprosessen, samtidig som det er en trygghet i å ha en prinsipal i ryggen som vurderer løsningsforslag før beslutninger tas.

Under et fleksibelt mandat har forhandleren fått eksplisitt frihet til å velge den avtalen vedkommende finner mest formålstjenlig for selskapet. Dette gir både ekstern fleksibilitet og handlekraft til forhandleren.

Felles for begge mandatene er at det vil foregå en utstrakt og kontinuerlig kontakt mellom prinsipal og agent. Fordelen med dette er at forhandleren hele veien kan bruke prinsipalen som en intern diskusjonspartner.

#### **4.3.3 OPPSUMMERING**

I denne delen av teorien har vi sett at det finnes fordeler, men også utfordringer, forbundet med å forhandle i team. Fordelene er at det ofte oppnås mer integrative forhandlinger. Medlemmene kan innta forskjellige roller og arbeidsoppgaver kan fordeles. Videre kan forhandlere bli tryggere i forhandlingssituasjonen, og subjektivitet, samt potensielle bestikkelse, unngås i større grad. I tillegg vil forhandlingsteamet fungere som en god diskusjonsgruppe, og sannsynligheten for godt gjennomtenkte beslutninger er større. Utfordringene er at uavklarte interne konflikter kan bli dratt med inn i prosessen, innleide fagekspert tar avgjørelser som går utenfor deres mandat, og uerfarne teammedlemmer tar eget initiativ uten å ha avklart dette med ledelsen. Faren for lekkasje blir også større når antall aktører øker.

Vi har også i denne delen sett at det er de adferdsorienterte mandattypene som passer best under de komplekse oppkjøpsforhandlingene. I disse mandattypene vil forhandleren kunne støtte seg til oppdragsgiver, samtidig som det er blitt gitt et ganske fritt spillerom. De to mandattypene er ulike på ett kritisk punkt. Under et fleksibelt mandat har forhandleren fått full frihet til å inngå den avtalen som ses på som mest formålstjenlig for organisasjonen. Under et avgrenset mandat må oppdragsgiver ha noe mer kontroll på endelige avgjørelser.

#### **4.4 SELVE FORHANDLINGENE**

Forhandlingsprosessen er det som er den direkte årsaken til forhandlingsresultatet. Alle forhandlinger inneholder behovet for å etablere kontakt, utvikle prosedyrer, definere forhandlingsproblemet, samt utforske løsningsmuligheter og avtaleformuleringer.

##### **4.4.1 ETABLERING AV KONTAKT**

Etablering av kontakt innebærer prosedyrene for å tilnærme seg motparten, samt hvordan en håndterer den første kontakten. Hvordan dette blir gjennomført kan ha stor innvirkning på de videre forhandlingene. I tillegg vil det ha betydning for om en får innpass hos de mest attraktive forhandlingsmotpartene. Førsteintrykket er som kjent noe en har mulighet til bare å gi en gang, og får motparten et dårlig førsteinntrykk kan det være vanskelig å snu dette. Som nevnt i avsnitt 3.2.1, er det viktig at kjøper tenker over dette, og foretar en gjennomtenkt beslutning på hvem som skal ta den første kontakten.

##### **4.4.2 ETABLERE ENIGHET OM PROSESSER OG VISJONER**

En av de største utfordringene forbundet med forhandlingsprosessen er å etablere enighet med motparten om hvordan forhandlingene skal foregå. Her bør felles visjoner for forhandlinger skisseres, og arbeidsformer diskuteres. Ofte glemmes denne fasen helt, eller den begrenser seg til å omhandle hvilken rekkefølge sakene skal diskuteres i. Det kan derimot lønne seg å bli enige om hvordan man skal diskutere, samt bli enige med den andre parten om hvilke visjoner en skal ha for forhandlingene. Har man en intuisjon om å få til integrasjonsforhandlinger, kan denne fasen være helt essensiell. Blant annet kan en bli enige om at det ikke skal brukes manipulasjon, men heller ha fokus på åpenhet i informasjonsutvekslingen. Ved å vinne kampen om hvordan forhandlingsprosessen skal foregå, vinner man ofte selve forhandlingene.

##### **4.4.3 INFORMASJONSUTVEKSLING OG KOMMUNIKASJON**

I følge Weingart og Olekalns (2004) vil klar og effektiv informasjonsdeling være helt essensielt, i alle typer forhandlinger, for at gode resultater skal oppnås. En vanlig oppfatning er at det ikke er lurt å gi informasjon om interesser. Det beste er å holde dette skjult slik at en ikke blir utnyttet av motparten. Her er det viktig å huske på at informasjon er nødvendig for at motparten også skal klare å ivareta dine interesser. Et annet poeng er at en ofte må gi noe informasjon for å få noe tilbake. Det er imidlertid viktig å huske at det er forskjell på å gi informasjon om interesser og fakta, og det å avdekke hvor langt en er villig til å strekke seg langs konfliktdimensjonen (Rognes, 2008).



Informasjonsdelingen kan være direkte eller indirekte. Det som skiller de to variantene er hvor stor grad av tolkning som kreves for å forstå informasjonen som blir gitt (Gelfand & Brett, 2004). Den enkleste måten å utveksle informasjon på er gjennom direkte informasjonsutveksling. Partene kan dermed enkelt kartlegge hverandres interesser, gjennom aktiv lytting og testing av forståelse. Dermed blir muligheten for å oppnå integrative avtaler større. Faren med direkte informasjonsutveksling er imidlertid at motparten kan gi en uriktig fremstilling av hvordan hans interesser står i forhold til dine, og dermed utnytte deg (O'Connor & Carnevale, 1997). Direkte informasjonsutveksling krever derfor et forhandlingsklima som er svært tillitsbasert.

Dersom et slikt klima ikke er til stede kan en prøve å utveksle informasjon indirekte. Her vil det være et større behov for å tolke ikke-verbal kommunikasjon, som kroppsspråk, ansiktsuttrykk og tonefall. Indirekte informasjon kan skje gjennom utvikling av pakker. Denne formen for informasjonsutveksling er mindre risikofylt da informasjonen som utveksles er mer komplisert og sammensatt. Dette gjør at partene får mindre oversikt over hvordan motparten kan utnyttes (Schei, 2002). Vi skal se nærmere på utvikling av pakker nedenfor.

Ofte vil en forhandlingsprosess ha elementer av både integrasjonsforhandlinger og fordelingsforhandlinger (Lax & Sebenius, 1986). Dette er ofte tilfellet i oppkjøpsforhandlinger. Informasjonsdelingen vil være forskjellig i de to forhandlingstypene. Under fordelingsforhandlinger bør det søkes mest mulig informasjon fra motparten, samtidig som en er selektiv på hvilken informasjon en selv deler (Rognes, 2008). Under integrasjonsforhandlinger er informasjonsdelingen helt essensiell for at felles problemløsning skal oppnås, og det er derfor viktig at begge parter prøver å legge til rette for en åpen prosess. Det er lettere å gå fra samarbeid til konflikt enn omvendt, og informasjonsdelingen bør derfor i første omgang styres mot felles og separate interesser før det forhandles på de åpenbare konfliktdimensjonene (Rognes, 2008).

Noe av det som påvirker forhandlingene mest er partenes vurdering og tolkning av forhandlingssituasjonen. Denne vurderingen og tolkningen vil være avhengig av motpartens atferd. I forhandlinger står nemlig gjensidighetsprinsippet sterkt, som vil si at motpartens atferd adapteres (Brett, Shapiro, & Lytle, 1998).

På grunn av dette bør man tidlig i prosessen forsøke å påvirke motparten i den retningen en ønsker gjennom kommunikasjonssignaler. Avhengig av type forhandlinger og posisjon vil det

være ønskelig å etablere ulike typer forhandlingsklima. I følge Schoonmaker (1989) sitert i Rognes (2008) finnes det hovedsakelig fire typer forhandlingsklimaer. Klimaet kan være konkurranseorientert, likegyldig, aggressivt og samarbeidsorientert. Et konkurranseorientert klima kan etableres ved å uttrykke egne posisjoner og intensjoner klart og utvetydig i starten av forhandlingene. Faren her er at det lett kan skapes et dårlig forhold til motparten, og dermed vil det være vanskelig med informasjonsdeling, samt kompromissinnngåelse. Når du har gode alternativer til en forhandlet løsning, kan et klima preget av likegyldighet være aktuelt. Et aggressivt klima vil som regel være mest destruktivt, men kan være aktuelt i de situasjonene der motparten har vært svært urimelig, og den eneste muligheten for å få til en fornuftig avtale er at motparten endrer sitt syn på forhandlingssituasjonen. Et samarbeidsorientert klima, preget av tillitt og direkte informasjonsdeling, vil vanligvis være det mest konstruktive, spesielt når forhandlingene er komplekse (Rognes, 2008).

Generelt bør kommunikasjonen mellom partene være tydelig, der argumentene er spesifikke og problemorienterte, saklige og velbegrunnet. Klarer man dette, vil det være enklere for motparten å ha forståelse, samt godta ditt syn, selv om dere er uenige (Rognes, 2008). Er argumentene personorienterte og overbevisende med appell til følelser og makt, kan det fort bli en negativ dynamikk, der forhandlingene utvikler seg til å bli en slags forsvarsangrepskamp, noe som kan svekke relasjonen mellom partene. Dette vil ofte være spesielt uheldig i oppkjøpsforhandlinger da man ofte skal jobbe sammen med motparten også etter forhandlingene (Rognes, M.Bjerkan, & Ingerø, 1998).

Til slutt vil vi nevne at noen forhandlere bruker manipulative taktikker til å styre forhandlingene i sin retning. En av de vanligste taktikkene er uthaling av tid, som går ut på å prøve å sette motparten i en situasjon der den er i tidspress. Dermed vil man nyte en strategisk fordel, og motparten må kanskje gi seg på noen punkter for at de skal komme til enighet. Som regel skaper dette en dårlig relasjon til motparten, og det anbefales som regel ikke å bruke slike taktikker (Rognes, 2008).

#### **4.4.5 UTVIKLING AV PAKKER**

Etter at man er ferdig med interesseanalysen, foreslår Rognes (2008) å utvikle pakker, som er grunnmodeller for hvordan en avtale kan se ut. Pakkene består av forskjellige forhandlingsdimensjoner, og dyktige forhandlere klarer å kombinere disse på en kreativ måte. Videre anbefales det å gjøre denne jobben i forberedelsene, men det er også noe som er viktig å gjøre under selve forhandlingsprosessen. Ettersom ny input kommer frem, må en være

fleksibel til å restrukturere og utforme nye pakker (Rognes, 2008). Et nyttig hjelpemiddel i utformingen av pakker er å bruke "hvis-da"-formuleringer. En forhandler kan for eksempel foreslå følgende for motparten: "Hvis jeg kjøper selskapet for X kroner, da må du ta på deg mesteparten av risikoen". Ved hjelp av slike formuleringer kan partene forsøke å utvikle avtaler som for eksempel inneholder bytting av saker (Schei, 2002). Fisher og Ury (2011) har en del forslag for hvordan dette arbeidet skal utføres. Blant annet råder de forhandlerne til å gjennomføre en god brainstorming. Dette er en kreativ prosess som vil hjelpe forhandlerne med å løsrive seg fra de mest åpenbare pakkelsesningene. Videre foreslår de at forhandlerne bør forsøke å utforme pakkelsesninger som gjør det enkelt for motparten å takke ja. Til slutt nevnes bruken av objektive kriterier som et godt hjelpemiddel. Dette er kriterier som begge parter synes er legitime og rettferdige. Eksempler på objektive kriterier er regler og standarder, markedspriser og råd fra eksperter.

#### **4.4.6 KORT TIDSHORISONT OG UERFAREN SELGER**

Ifølge Rognes, Bjerkan og Ingerø (1998) vil oppkjøpsforhandlinger være preget av en kort tidshorison. Dette er begrunnet med at begge parter ønsker å realisere de gevinster som et oppkjøp ofte fører til, eller eventuelt fortsette forhandlinger med en annen part. I tillegg kan lange forhandlinger føre til at kvaliteten på den daglige driften av selskapene reduseres, noe som er uheldig for begge parter. De nevner videre at dette tidspresset fører til at interesseanalysen blir meget viktig.

Rognes, Bjerkan og Ingerø (1998) beskriver også at selger svært ofte er uerfaren med denne type forhandlinger. Dette er for eksempel som regel tilfelle når en gründer av et familieeid selskap skal selge virksomheten. Dette fører ofte til mye spenning og vegring fra selgers side fordi avgjørelsen har så stor innvirkning på livet til deres. Kjøper er imidlertid som regel en større virksomhet som har gjennomført oppkjøpsforhandlinger mange ganger. Dersom det er en skjevfordeling i forhold til forhandlingskompetanse, foreslår Rognes (2008) at den erfarne parten bør ta kontroll på forhandlingene, og av og til hjelpe motparten på rett vei. Dette kan være fordelaktig for den erfarne forhandleren.

#### **4.4.7 OPPSUMMERING**

Oppsummert er det viktig å tenke over hvem som skal ta den første kontakten. I tillegg bør partene, før de begynner å forhandle, bli enige om hvordan forhandlingene skal foregå. For å klare å gjennomføre gode integrative forhandlinger er dette helt essensielt. Dessverre blir prosessen ofte glemt.

Videre er en klar og effektiv informasjonsdeling viktig i alle typer forhandlinger for at en skal oppnå gode resultater. Spesielt viktig er dette under integrasjonsforhandlinger. I tillegg vil det være mest hensiktsmessig å etablere et samarbeidsorientert klima, som er basert på åpenhet og tillitt. Her vil direkte informasjonsdeling være best, og argumentene bør være spesifikke, problemorienterte, saklige og velbegrunnet. Dette vil også være med på å etablere en god relasjon mellom partene, noe som kan være spesielt viktig i oppkjøpsforhandlinger, ettersom partene ofte skal fortsette samarbeidet etter eventuell avtale er inngått.

Til slutt er det viktig at forhandlerne utvikler pakker og fortsetter med dette arbeidet underveis i prosessen. Vi har sett at tidshorizonten ofte er knapp i oppkjøpsforhandlinger, og at når kompetanse innenfor forhandlinger er skjevfordelt, kan det være en fordel for den erfarne parten.

#### **4.5 FORVENTINGER TIL FUNN**

Etter å ha fått et innblikk i PE-bransjen, oppkjøpsprosessen, og relevant forhandlingsteori har vi gjort oss noen betraktninger om hva vi kan forvente å finne. PE-aktørene er erfarne forhandlere, og vi forventer derfor at de stort sett gjennomfører forhandlingene i tråd med det anerkjent teori om forhandlinger anbefaler. I Norden er det relativt satte rammer for hvordan oppkjøpsprosessen vil se ut, normer og regler er satt, og det er god tillitt mellom aktørene. Vi forventer derfor at det vil være en direkte informasjonsflyt mellom forhandlingspartene, og at klimaet er preget av samarbeid. Siden de fleste kjenner hverandre innenfor PE-bransjen i Norden, forventer vi også å finne at PE-aktørene vil ha størst fokus på relasjon i balansen mellom relasjon og sak i forhandlinger.

## 5.0 METODE

I dette kapitlet presenterer vi, og begrunner, hvilken metode som er brukt i utredningen. Med dette ønsker vi å beskrive hvordan vi har gått frem for å svare på problemstillingen, drøfte kvaliteten på datamaterialet, samt gi en forklaring på hvordan vi har foretatt dataanalysen. Til slutt vil vi drøfte etiske elementer som forskningen vår impliserer.

### 5.1 FORSKNINGSDESIGN

Forskningsdesignet kan oppfattes som den overordnede strategien for hvordan man skal svare på forskningsspørsmålet. Den skal legge en plan for hvordan vi skal bevege oss fra forskningsspørsmålet til empiriske observasjoner (Ghauri & Grønhaug, 2010). Det er viktig å velge det forskningsdesignet som på best mulig måte svarer på spørsmålet vårt.

Vi ønsker å gå i dybden, og se om det finnes noen typiske suksessfaktorer for hvordan PE-aktøren gjennomfører oppkjøpsforhandlinger. Så vidt oss bekjent finnes det lite, eller ingen forskning på dette området fra før. Vi ser altså på et nytt felt innenfor forhandlingslitteraturen og en induktiv tilnærming er derfor passende (Ghauri & Grønhaug, 2010). Fordi tidligere litteratur har laget et utgangspunkt for studien og veileder noe av analysen vår, vil metoden også være til dels deduktiv. Siden det finnes lite kunnskap om vår problemstilling, vil et eksplorativt, eller utforskende design være mest hensiktsmessig. Dette medfører ofte et behov for å konsentrere seg om noen få undersøkelsesenheter, for eksempel intervjuobjekter. Kvalitative data vil derfor som regel egne seg best når en bruker et eksplorativt design (Jacobsen, 2005). Fordelen med å bruke et eksplorativt design er at vi kan gå ut forholdsvis bredt, for så å snevre oss inn etter hvert som vi får mer kunnskap på området. Metoden er fleksibel, og det er mulig å endre tilnærming etter hvert som studien skrider frem. Dette passer oss godt da vi ikke utelukker at vi vil møte på problemstillinger som vi ikke har tenkt nøye nok gjennom på forhånd.

### 5.2 DATAINNSAMLING

For å belyse problemstillingen, samt begrense og forstå den bedre, har vi både tatt i bruk primær – og sekundærdata. Som sekundærdata har vi benyttet tidligere litteratur, og forskningsrapporter som finnes om forhandlinger og oppkjøp. Dette har gitt oss dypere innsikt i emnet og hjulpet oss med å forbedre vår forståelse av problemstillingen, samt spisse og begrense den. For å finne mer ut om kjøpers atferd i oppkjøpsforhandlinger har vi benyttet primærdata i form av dybdeintervjuer, og det er dette som danner grunnlaget for analysen.

Til å hente inn primærdata kunne vi også ha brukt observasjon, som vil si at forskeren tolker oppførsel og handlinger gjennom direkte observasjon av en situasjon (Kristoffersen, Tufte, & Johannessen, 2006). Dette gir forskeren muligheten til ikke å bli utsatt for filtrering og subjektive meninger fra et intervjuobjekt. Siden oppkjøpsforhandlinger er en såpas lukket prosess, ville vi mest sannsynlig ikke fått lov til å delta i en slik forhandlingssituasjon. Dybdeintervjuer vil derfor være mest hensiktsmessig å bruke.

### **5.2.1 DYBDEINTERVJU**

Dybdeintervju er en intervjuform som egner seg godt når målet er å få et mer nøyaktig bilde av personers handlinger og atferd (Ghauri & Grønhaug, 2010). Litteraturen skiller hovedsakelig mellom strukturerte -, ustrukturerte -, og semistrukturerte intervjuer. Strukturerte intervjuer brukes for datainnsamling til kvantitative analyser, mens ustrukturerte som regel er mer hensiktsmessig ved kvalitativ datainnsamling, når det er uvisst hva man vil spørre om. Semistrukturerte intervjuer brukes derimot når utvalget og temaet er bestemt på forhånd, og når utvalgt teori har veiledet oppgaven (Ghauri & Grønhaug, 2010). Sistnevnte metode er også hensiktsmessig ved kvalitativ datainnsamling. Tatt dette i betraktning vil vi derfor benytte oss av semistrukturerte intervjuer.

I et semistrukturert intervju skal forskeren la respondenten få prate mye fritt slik at det kan hentes ut informasjon om emnet uten at det blir lagt for mye føringer på respondenten. Likevel er det viktig at respondenten rettleides noe slik at den informasjonen vi får er relevant i forhold til vår problemstilling (Ghauri & Grønhaug, 2010). På den måten vil respondentene få muligheten til å svare på konkrete spørsmål, samtidig som de kan komme med innspill som vi ikke har tatt høyde for. I tillegg har vi valgt å bruke en critical incident technique - en forskningsmetode som skal fjerne noe skjevhet i informasjonsinnhenting ved at vi spør respondentene om å gjøre betraktninger rundt tidligere erfarte situasjoner (Hughes, 2007). Praktikere med god erfaring har ofte gjort seg sterke oppfatninger om hvilke faktorer som fører til suksess. Hadde vi bare spurt respondentene om hva de mener er suksesskriteriene i oppkjøpsforhandlinger, ville vi derfor fått deres subjektive vurdering, som er lite nyttig for oss. Det vi derimot ønsker å få respondentene til å fortelle, er historier og erfaringer om temaet slik at vi selv kan tolke hva som faktisk er de typiske suksessfaktorene.

### **5.2.2 GJENNOMFØRING**

Vi har gjennomført til sammen fire dybdeintervjuer, og alle er gjennomført i Oslo i oktober, der vi møtte intervjuobjektene personlig. Intervjuene varte mellom 60 og 90 minutter. Som Ghauri og Grønhaug (2010) påpeker kreves det mye av intervjuerne i gjennomføringen av et dybdeintervju. Det er viktig å forberede seg godt slik at man fremstår profesjonell ovenfor intervjuobjektene. På den måten øker sannsynligheten for at man får et godt datamateriale.

Før vi kontaktet intervjuobjektene satte vi oss grundig inn i hva selskapet drev med. Videre lagde vi en klar formulering av problemstillingen vår, samt en beskrivelse av hvorfor akkurat dette selskapet ville kunne hjelpe oss med studien. Vi gav dem også en beskrivelse av hva som ville kreves av dem, og hvordan intervjuene ville foregå.

Det er viktig at vi som intervjuere klarer å skape den nødvendige tillitten ovenfor respondentene slik at de ikke holder noe informasjon tilbake. Veldig mye av tillitten skapes allerede ved førsteinntrykket. Derfor forberedte vi oss på hvordan vi skulle presentere oss, og før intervjuet startet spurte vi om respondenten kunne fortelle litt om seg selv og sin bakgrunn. På denne måten ble vi litt kjent med hverandre, og en viss trygghet ble skapt. I tillegg opplyste vi om eventuelt ønske om anonymitet.

For å rettlede respondentene noe utarbeidet vi en intervjuguide i forkant av intervjuene. Denne var strukturert i tre deler, der del en og tre var ganske generelle, mens i del to brukte vi critical incident technique. Her ba vi respondentene om å ta utgangspunkt i en tidligere erfart forhandlingssituasjon som de skulle gi oss sine vurderinger og tanker rundt. Vi formulerte en rekke oppfølgingsspørsmål som vi skulle bruke til å rettlede respondenten hvis det ble nødvendig. Under spørsmål to lagde vi oppfølgingsspørsmål som fulgte kronologien i en forhandlingssituasjon, der vi startet med forstadiet og avsluttet med evaluering av forhandlingene. Vi hadde spesielt fokus på informasjonsinnhenting, hvordan de utførte due diligence, hvilke dimensjoner det ble forhandlet på, og hvordan alle aktørene kommuniserte seg imellom. Helt til slutt i del to spurte vi om de ville karakterisere forhandlingssituasjonene som de nettopp hadde beskrevet som typisk. Hele intervjuet ble avsluttet med spørsmål tre der vi spurte om respondentene kunne komme med noen generelle betraktninger om hva de mente var de typiske suksessfaktorene og fallgruvene i oppkjøpsforhandlinger.

I alle intervjuene hadde vi fokus på at respondentene skulle få snakke mest mulig, uten for mye føringer fra oss. Dette førte til at alle respondentene pratet åpent og med stor iver om tidligere erfarte situasjoner, både suksessfulle og mindre suksessfulle. Respondentene fikk

dermed styre det meste av intervjuet, og vi tok utgangspunkt i deres vinkling når vi stilte oppfølgingsspørsmål. Dette gjorde at vi fikk gått virkelig i dybden, og respondentene tok opp interessante aspekter som vi ikke hadde forutsett. Vi tror ikke vi hadde fått denne type datamateriale hvis vi hadde fulgt vår detaljerte intervjuguide slavisk.

For at intervjuene skulle bli transkribert best mulig spurte vi alle respondentene om vi kunne ta opp intervjuet på lydbånd. Dette var greit for alle sammen. Vi transkriberte og gjennomførte dataanalysen med en gang etter at intervjuene var gjennomført.

### **5.2.3 UTVALG**

Fordi oppkjøpsforhandlinger sjelden er helt like, var det viktig for oss at intervjuobjektene hadde opplevd mange forskjellige aspekter ved oppkjøpsforhandlinger. Det var derfor viktig å kontakte PE-aktører som hadde jobbet en stund i bransjen, og hadde en sentral rolle i selskapet. PE-aktørene som fattet interesse var Reiten og Co, Altor og EQT. Dette er blant de aller største aktørene i Norden.

Reiten og Co kontaktet vi etter tips fra Jørn Rognes som hadde skrevet en artikkel om oppkjøpsforhandlinger i samarbeid med Bård Bratt Ingerø og John M. Bjerkan. Begge er partnere i selskapet og har en rik bakgrunn som oppkjøpsforhandlere, både i rollen som kjøper og som selger. Selv om vi skal se på oppkjøpsforhandlinger fra kjøpers side, ser vi det som positivt at respondentene har sittet på begge sider av bordet. Bjerkan og Ingerø har samarbeidet lenge. Ingerø startet i Reiten og Co i 1993 og Bjerkan i 1997, og siden da har de gjennomført 24 plattforminvesteringer og på dem har det blitt gjennomført 91 tilleggsoppkjøp. Med andre ord har de et stort antall oppkjøp å vurdere sine betraktninger rundt.

I Altor ble vi satt i kontakt med Pål Stampe. Han er sivilingeniør fra NTNU i Fysikk og Matematikk, men i løpet av den siste delen av sitt studium på NTNU ble han svært interessert i finans, og etter endt utdanning begynte han i M&A i Danske Securities. Etter å ha jobbet her i ca. tre år startet han i McKinsey der han også jobbet mye med M&A. Etter 5 år i McKinsey startet han i Altor og her har han jobbet i syv år. I Altor har han vært med på til sammen mellom 20 og 25 oppkjøp, der ti av dem har vært plattformoppkjøp, og resten er tilleggsoppkjøp av forskjellig størrelse.

I EQT intervjuet vi Anders Gaarud som er Director i selskapet. Han er utdannet Siviløkonom fra Norges Handelshøyskole. Etter endt utdanning startet han i UBS Investment Bank's



Nordic team i London. Her jobbet han i to år før han begynte i EQT. Han har jobbet i EQT i 7 år og har jobbet først og fremst med kjøp og salg.

I tillegg til å intervju private equity selskap intervjuet vi et annet selskap som driver med en noe annen form for oppkjøpsforhandlinger. Dette selskapet kan karakteriseres mer som en Venture Capitalist, mens de øvrige PE-aktørene jobber først og fremst med Buyout. Likevel er forhandlingsprosessen til Venture- selskapet ganske lik forhandlingsprosessen til de andre aktørene. Det at selskapet opererer i en annen type bransje, øker generaliserbarheten noe, og dybdeintervjuet med dette selskapet vil derfor være et godt tilskudd til datamaterialet.

Selskapet ønsket å være anonymt så vi vil bare referere til selskapet som "Selskap A", og personen vi intervjuet har vi valgt å gi pseudonymet "Tom Knutsen". Tom Knutsen er Investment manager i Selskap A, og har vært det siden 2011. Han har i løpet av disse årene hatt ansvaret for de fleste av Selskap A sine oppkjøp.

Selskap A er som sagt en Venture Capitalist og gjennomfører derfor oppkjøp i litt mindre skala enn det de andre PE-aktørene gjør. Det som gjør at selve forhandlingsprosessen ligner PE-aktørenes forhandlingsprosess, er at mange av dimensjonene det forhandles på er de samme, som for eksempel pris, eierandeler, om kjøper kan garantere en trygghet for selger, hva kjøper kan love av ressurser og fordeling av risiko.

### **5.3 DATAANALYSE**

Ghuri og Grønhaug (2010), referer i sin bok til Marshel og Rossman (1995) som sier at "dataanalyse er prosessen med å skape orden, struktur og mening til massen av data som er samlet inn". Vi har 70 sider med transkriberte dybdeintervjuer. For å gi dette datasettet mening begynte vi først med å kode hvert enkelt intervju, som vil si å gi navn til et ord, en setning eller et avsnitt (Ghuri & Grønhaug, 2010). Deretter kategoriserte vi dette i ulike temaer. Temaene vi har laget, er teoribaserte ved at vi har tatt utgangspunkt i den relevante teorien vi har ønsket å studere nærmere. Samtidig er de databaserte ved at vi har tatt utgangspunkt i unike elementer som kom frem i intervjuene, og som ikke teorien dekker. Etter at vi er ferdige med koding og kategorisering vil vi sammenligne funnene vi har gjort på tvers av de forskjellige intervjuene og se om det finnes noen systematiske sammenhenger.

I presentasjonen av funnene har vi valgt å bruke en "show and tell" og "tell and show"-metode. Dette innebærer at vi har valgt ut sitater fra dybdeintervjuene som skal belyse, og

svare på problemstillingen vår (Golden-Biddle & Locke, 1997). Alle intervjuobjektene er sitert direkte slik at sitatene bevarer sitt autentiske innhold.

## **5.4 KVALITET PÅ DATA**

### **5.4.1 RELIABILITET**

Begrepet reliabilitet referer til hvorvidt måleinstrumentene vi har brukt er pålitelige, og om forskeren har vært kompetent og dyktig nok i innsamlingen og bearbeidingen av datamaterialet. Reliabilitet sier altså noe om hvor konsistente funnene våre er (Ghuri & Grønhaug, 2010).

Vi har forsøkt å styrke reliabiliteten ved å gjennomføre tiltak som skal redusere skjevheter (bias) som kan oppstå. ”Intervjuskjevhet”, forekommer når intervjuobjektet påvirkes av måten intervjuer stiller spørsmål på, kroppsspråk den har eller kommentarer den kommer med (Saunders, Lewis, & Tornhill, 2009). Vi har prøvd å redusere denne skjevheten ved å fremstå nøytrale og objektive, og vi har forberedt oss på hvordan vi skal opptre i intervjusituasjonen med tanke på kroppsspråk, tonefall og spørsmålsstilling. ”Observasjonsskjevheter”, som vil si at intervjuerne kan tolke svarene forskjellig, blir redusert ved at vi er to som intervjuer. Dette vil også komme godt med i dataanalysen, da man kan dele sine potensielt forskjellige tolkninger av intervjuobjektens svar. Det er også en fare for ”subjektivitet eller deltakelsesskjevhet”, som referer til at respondenten prøver å svare det han tror vi ønsker å høre. Dette er ofte tilfelle når respondenten ikke føler seg helt komfortabel i intervjuet. Vi har prøvd å redusere denne skjevheten ved å møte respondenten ansikt til ansikt på deres kontor, noe som kan gjøre intervjuobjektene tryggere fordi vi er på deres hjemmebane. Vi prøvde også å trygge intervjuobjektet ved å opplyse om at de kunne få være anonyme hvis ønskelig. I tillegg hadde vi et fokus på å være høflige og interesserte. Vår følelse er at intervjuene fløt bra, respondentene svarte velvillig på spørsmålene, pratet fritt om ulike emner, var avslappet og trygge.

En siste fare for reliabiliteten er eventuelle feil i datamaterialet, altså at vi ikke har kommet i kontakt med dem vi ønsker, eller at noen med spesielle meninger eller egeninteresser har blitt intervjuet. Da vi har fått tak i de respondentene vi i utgangspunktet ønsket å intervju, samtidig som at disse aktørene er profesjonelle aktører med god erfaring på området, ser vi ikke faren for å ha eventuelle feil i datasettet som stor.

Det er også viktig å redegjøre ordentlig for metoden som er brukt slik at leseren enkelt kan gjøre seg en formening om datainnsamlingen og tolkningen av denne. Dette har vi forsøkt å gjøre ved å kommunisere funnene våre på en klar og konsis måte.

Vi vil påstå at funnene våre er ganske konsistente, og vi tror at de senere kan etterprøves av forskere. Dette er fordi at den generelle reliabiliteten er god, samt at oppkjøpsforhandlinger er blitt en ganske standardisert prosess i den nordiske Private Equity- bransjen, og vi tror ikke denne prosessen vil forandre seg veldig mye i fremtiden.

#### **5.4.2 VALIDITET**

Begrepet validitet referer til hvorvidt noe måler det det er ment å skulle måle (Ghauri & Grønhaug, 2010). Det kan argumenteres for at den eksterne validiteten i oppgaven ikke er så sterk. Funnene våre kan sies å ikke være så generaliserbare fordi analysen vår baseres på en begrenset mengde data. Siden vi studerer noe som ikke er forsket på før, vil vi heller ikke kunne sammenligne våre resultater med tidligere forskning. Det skal imidlertid nevnes at man har begrenset tid og ressurser i utarbeidelsen av en masteroppgave. I tillegg er innsamlingen, struktureringen og analysen av kvalitative data svært omfattende og tidkrevende. For at vi skulle få gjennomført gode dybdeintervjuer og grundige analyser, måtte vi begrense antall intervjuobjekter. Det skal imidlertid nevnes at vi anser intervjuobjektene vi har intervjuet som representative for resten av PE-bransjen. Vårt inntrykk er at de fleste i denne bransjen gjennomfører forhandlingsprosessen på omtrent samme måte, og derfor vil vi, til en viss grad, kunne generalisere funnene til å gjelde for denne bransjen.

Vi ser at det kan finnes noen usikkerhetsmomenter angående den beskrivende validiteten. Etersom ekspertene som skal intervjues vil redegjøre for tidligere erfaringer og strategier, har vi verken garanti for at de faktisk forteller sannheten, eller har mulighet til å kontrollere dette. Det kan ligge skjulte motiver ved å holde informasjon tilbake fra intervjuere, for eksempel for ikke å røpe sin egen, eller selskapets, oppkjøpsstrategier. Samtidig mener vi at vår bruk critical incident technique er med på å styrke den beskrivende validiteten, fordi teknikken innebærer spørsmålsformulering som gjør at intervjuobjektene prater fritt rundt tidligere erfarte episoder. På den måten fjernes noe av respondentenes mulighet til å komme med subjektive oppfatninger og meninger.

For at den tolkende validiteten skulle bli så sterk som mulig, har vi hatt fokus på at respondenten skulle tolke våre spørsmål riktig, samt at vi skulle tolke deres svar riktig. Dette

løste vi ved å stille klare og åpne spørsmål, vi testet forståelsen vår underveis og fulgte opp med oppfølgingsspørsmål om nødvendig.

## **5.5 FORSKNINGSETIKK**

Forskningsetikk omhandler hvor passende forskerens valg og oppførsel er, spesielt ovenfor de aktørene som er knyttet til studien og de som påvirkes av den. Forskningsetikk relaterer derfor til alle aspekter ved forskningsprosessen (Lyon, Möllering, & Saunders, 2012). Vi vil vektlegge å følge generelle etiske retningslinjer i gjennomføringen av denne studien. Metoden vår skal ikke medføre at noen interessenter blir dårlig behandlet. For eksempel skal vi holde oss til de retningslinjer vi har avtalt på forhånd med våre intervjuobjekter, som anonymitet og konfidensialitet. Videre vil vi ikke tråkke over noen grenser, håndtere datalagring varsomt og være ærlige i analysen og presentasjonen av datasettet. Sprikende funn vil bli behandlet som interessante og ikke som ubeleilige.

## 6.0 FUNN OG DRØFTING

I dette kapittelet vil vi presentere og drøfte våre funn. Vi har delt kapittelet inn i 4 deler. Først ser vi på det PE-aktørene gjør før de går inn i selve forhandlingene. I del 2 ser vi på organiseringen av deltagere. I del 3 ser vi nærmere på det som skjer fra første kontakt etableres til en avtale er i boks. I del 4 presenterer vi elementer som vi mener er spesielt for PE-bransjen. I den grad det er mulig vil vi presentere funnene i lys av relevant teori. Etter presentasjonen, oppsummerer og drøfter vi funnene.

### 6.1 FORBEREDELSE

Som nevnt i teorien, går Rognes (2008) så langt som å si at det viktigste i forhandlinger er forberedelser, og da spesielt utformingen av forhandlingsstrategien. Alle intervjuobjektene nevnte at det å forberede seg godt er et av de viktigste gjøremålene.

*“Nummer én er liksom å forberede seg grundig” (EQT)*

*“..jeg tror for å i størst mulig grad få til suksessfulle forhandlinger så er vel vår erfaring at man må prøve å planlegge” (Reiten og Co)*

*“Men igjen, det som er uhyre viktig, det er å være systematisk i prosessen og være tålmodig og ha nok kondisjon til å gjennomføre prosessen så grundig og så strukturert som bare mulig.” (Reiten og Co)*

*“Erfaring er jo fantastisk, men noen ganger fører erfaring med seg at man tar litt lettere på den oppgaven og det tror jeg er en veldig stor... Ja potensiell fare for kvaliteten. Planlegging og tid, som ble dekket, er uhyre viktig. At man er klar på hva man vil.” (Reiten og Co)*

I det følgende vil vi presentere de elementene intervjuobjektene mener er viktig i forberedelsene.

#### ***Viktig at den overordnede strategien samsvarer med forhandlingsstrategien***

I kapittelet om PE kommer det frem at PE-aktørene sin overordnede forretningsplan er å skape verdier for sine investorer. Hvordan de ulike aktørene oppnår dette målet vil variere. Felles for alle intervjuobjektene finner vi at de har en klar forretningsstrategi på hvordan de skal realisere den overordnede forretningsplanen. I våre intervjuer fikk vi inntrykk av at de

har en klar strategi/mål på hvorfor de skal gjennomføre et oppkjøp enten det er en plattforminvestering eller et tilleggsoppkjøp.

To av intervjuobjektene nevner at de har en klar industriell strategi:

*“Vår grunnfilosofi er at vi er nok mye mer industrielle i vårt tankesett og i vår tilnærming enn kanskje sånn rent rått finansielt” (Reiten og Co)*

*“Vi er jo mye mer industrielle i vår approach. Vi har med mye sånne litt erfarne, det vi kaller industrial advisor, som sitter i styrene våre, som ikke bare er sånne unge finansielle jyplinger som skal kjøpe ting..” (EQT)*

To av intervjuobjektene forteller at de har klare mål på hvor mye selskapene skal vokse:

*“...vi har en approach som går på å bygge topplinjevekst “...” passer best for de som virkelig har lyst til å vokse 3-4 ganger .. ta det fra Norge til globalt, eller Norge til Norden litt sånn avhengig av bransje og industri og sånn “... “ så de som liker det, de kjøper det, og de som blir skremt de takker da nei. Og det lever vi godt med, det er ikke noe problem for oss det. “(Reiten og Co)*

*“så private equity- biten av det er det å identifisere selskaper der vi kan doble inntjeningen i løpet av en ca. fem års periode .. selskaper som har et veldig bra utgangspunkt, men kan gjøre enda mer ut av det” (Altor)*

Et av intervjuobjektene forklarer at når de gjør tilleggsoppkjøp har de spesielt fokus på geografisk ekspansjon og produktmessig ekspansjon.

*“våre to hovedmotivatorer i dag er enten geografisk ekspansjon eller produktmessig ekspansjon “.....” vi kjøper oss inn i et nytt marked, et geografisk marked. eller vi kjøper produkter som ikke virksomheten har i dag, men i det samme markedet.” (Reiten og Co)*

Et annet intervjuobjekt, beskriver at det finnes mange ulike grunner til hvorfor de gjennomfører et oppkjøp, men at de før hvert oppkjøp, har en klar strategi for hvordan selskapet skal kunne vokse. Dette kom tydelig frem når Altor forklarte hvilken strategi de hadde hatt når de kjøpte opp Rossignol. Her så de potensialet i å utvide produktsortimentet og bygge merkevaren.

*“.. ski er ikke stort nok til å kunne få maks ut av Rossignol merkevare .. det selges bare ikke nok ski, så du må på en måte få mer ut av Rossignol og da må du selge andre ting, og viktigst, du må få dreisen på kleskolleksjonen din for å få leverage på den merkevaren ..” (Altor)*

Selskap A var veldig klar i sin beskrivelse av overordnet strategi. Han beskrev at de i forhandlingene bare foreslår en modell for hvordan de skal kjøpe opp selskapet og få det til å vokse:

*“Så vi har utviklet en treledsstruktur som vi bruker mot gründerne, og som selvfølgelig er veldig viktig i planleggingssituasjonen. For denne modellen her legger jo egentlig premissene for forhandlingene. Så når jeg snakker med gründerne, så presenterer jeg ganske tidlig denne modellen her, for hvis de er helt avvisende til denne modellen så blir det vanskelig å ha noe særlig samtale videre egentlig.”*  
(Selskap A)

### **Gjennomfører en grundig informasjonsinnhenting**

Til forberedelsene er det viktig å få tilgang til nok informasjon om målselskapet. Dette for å gjennomføre en tilstrekkelig interesseanalyse og due diligence. Hvordan informasjonsinnhenting foregår vil variere litt med hvem som initierer prosessen.

Når kjøper initierer prosessen, vil de først gjøre en grundig søkeprosess etter potensielle oppkjøpskandidater. Et av intervjuobjektene forklarte søkeprosessen de hadde da deres porteføljeselskap skulle foreta et tilleggsoppkjøp for å betjene et geografisk område utenfor Norden.

*“Vi igangsatte da et arbeid for å se om vi kunne identifisere kandidater, og da har vi jo ikke Brønnøysundregistrene. Og da er det jo egentlig en kombinasjon av at vi definerte hvilken antatt størrelse på selskapet, hvilke disipliner de skulle arbeide med og da mest nærliggende og mest mulig opp til porteføljeselskapet “.....” vi brukte i tillegg PWC på en screening og de hadde gjennom sitt nettverk tilgang til mere databaser enn det vi hadde. Også brukte vi en investeringsbank som heter Beard som er London/UK/US- basert. Og da fikk vi krysspeilet de tre kildene og satt igjen da med 7-8 selskaper ... og da gav det hvert fall oss en viss komfort på at kvaliteten på de sannsynligvis er innenfor..” (Reiten og Co)*

Et annet viktig poeng er at de ser på mange selskaper før de bestemmer seg for hvilket selskap som kan være attraktive å kjøpe.

*“Før vi investerte i questback, så mappet vi 350 selskaper i verden for tilleggsoppkjøp, og vi gjorde 4 av de.” (Reiten og Co)*

*“Ja vi har en egen Short list. Så har vi en watchlist som vi følger med på. Så vi ser vel på en kanskje 100 i året.” (Selskap A)*

Generelt fremkommer det at søkeprosessen er en møysommelig prosess. Et av intervjuobjektene forklarte det slik:

*“...og analyserer DN femhundre, går gjennom alle porteføljeselskapene til de andre PE-firmaene, eller går gjennom all oljeservice på nytt, eller går gjennom payment procesing til nettselskapet for vi tror det kan være en god ide .. og det arbeider vi ut og da cold caller du de eller kanskje ... først prøver du å se om du har en eller annen rute inn i selskapet.” (Altor)*

Når det er selger som initierer prosessen vil potensielle kjøpere få et IM med tilstrekkelig informasjon for å kunne gi et indikativt bud. Aabø-Evensen (2011) sier at IM'et må tas med en klype salt. Det får vi bekreftet at også gjøres:

*“første runde hvor man får en sånn IM, kall det prospekt, som er sånn 80-100 sider hva det måtte være. Hvor det står litt sånn marketing materiale da.” (EQT)*

*“..Og da har jo på en måte ikke vi på det tidspunktet lagd vår egen plan fordi vi har ikke den tilgangen .... Så da må du ofte da basere deg på det management sier, også kanskje man gjør en liten haircut og sier ok vi tror kanskje ikke på 10 % vekst vi tror på 7. Ellers så sier du ok vi tror på det og da er vi villig til å betale X, men da må vi gjøre due diligence nå i noen uker og på en måte hvis vi da ikke blir komfortable med den planen, så vil jo kanskje prisen gå ned.” (EQT)*

Det vi mener å kunne si er gjennomgående, er at uansett hvem som initierer prosessen, vil ikke kjøper ha noe problem med å få den informasjonen som trengs for å gjennomføre DD-analyser. To av intervjuobjektene sier det slik:

*“Ja altså gjennom en sånn prosess får du tilgang til datarom hvor egentlig alt om selskapet skal ligge, alle rådgiverne som skal trolle igjennom.” (EQT)*



*“før vi går til forhandlinger så har jeg hatt masse møter med selskapet, fått masse informasjon fra de også har jeg laget et investeringsnotat” (Selskap A)*

Dette synes imidlertid å være spesielt for Norden, da åpenhet og tilgang på informasjon ikke er like vanlig i utlandet.

*“Også tror jeg også jeg ville trukket frem la oss si åpenhet og graden av informasjon .... offentlig tilgang til regnskapssystemer og andre informasjonssystemer gjør jo på en måte at du har muligheten til å etterkontrollere på en helt annen måte enn om du kommer til ja privateide selskaper i USA.” (Reiten og Co)*

### ***Due diligence er blitt veldig viktig***

Et av intervjuobjektene forklarer at det har blitt et mye større fokus på DD i løpet av de siste årene:

*“Det er en veldig stor forskjell fra slutten av 90- tallet og frem til i dag og det er mengden av due diligence ... Det har eskalert noe voldsomt siden 2005-2006 merker jeg.” (Reiten og Co)*

At DD er blitt viktigere viser seg gjennom intervjuobjektene fokus på at en grundig DD er essensielt:

*“Også gjorde vi jo selvfølgelig full...alt det du gjør av due diligence .. besøker fabrikker, og ideer med selskapet, også bygget vi en plan for hva vi skal gjøre med selskapet etter vi ... og da diskuterte vi .. det var utrolig viktig .. for da gikk vi gjennom dette her med CEO'en .. for å være enige i at han var enig .. er dette er mulig å få til .. sånn at vi allerede før vi hadde signert dealen hadde en god forståelse og hadde og testet at også vi hadde skjont dette godt nok ..” (Altor)*

*“For det første så lå det jo en veldig omfattende kommersiell DD- analyse i bunn: Hvilke områder er det man skal vokse.” (Reiten og Co)*

*“Når vi jobber med en transaksjon så gjør vi først vår due diligence, sørger for å bli komfortable med case.” (EQT)*

*“Så gjør man jo en DD også, går gjennom selskapet finansielt og teknisk og sånt noe. Og det danner grunnlaget for investeringsavtalen og garantikatalogen i den. Og da må denne opp til formell styrebehandling. Hvis da alt er innenfor mandatet og DD-prosessen har vært helt fin så går det gjennom.” (Selskap A)*

EQT gir også en gjennomgang av hvilke DD-er som typisk vil gjennomføres i deres oppkjøpsprosess:

*“...da har du liksom all due diligencen din. Og den går jo på det kommersielle, forstå markedet, forstå selskapet, verdikjeden, competitive dynamics. Og hvis man mister noe der så kan jo case gå veldig annerledes.. Også er det det legale som er da advokater som går igjennom, datarom og sjekker alt sånn standard ting. og det som kanskje er spesifikt for det selskapet eller den industrien. Er selskapet regulert, hvordan ser det ut, har de noe leieavtale man må forstå. Også har du en finansiell DD hvor du får inn en sånn type PWC, Deloitte som går gjennom regnskapet til selskapet og bare sjekker at her er det ikke liksom noe tull “.....” Og litt sånn avhengig av hva det andre kan f.eks. være en miljø DD da. La oss si du skal kjøpe en bensinstasjonkjede med masse sånne derre bensintanker liggende under bakken, er det f.eks. noe eksponering du har på det.. Kjøper man f.eks. et selskap som GET så er kanskje ikke miljørisikoen så stor. Så det er liksom det, da gjør man ulike typer DD’ er...” (EQT)*

Dette er noe som gir ytterligere indikasjon på at DD er noe de legger ned mye ressurser i. Videre belyser dette sitatet at det er viktig å gjennomføre den riktige DD’ en, noe som samsvarer godt med Boye og Meyer (2008). Dette belyses også av Reiten og Co:

*“Man gjør jo feil. Men det er vel mere fordi vi ikke har vært gode nok på specen på oppdraget. eller tenkt på at vi skulle hatt med den type due diligence. Har gjort feil på det, men ikke ofte.” (Reiten og Co)*

*“Det hjelper jo ikke det å ha vært superskarp på juridisk DD, også viser det seg at det lå noen miljøforpliktelser eller noen dramatiske følgefpliktelsler fra kunder som koster deg liksom titalls av millioner dollar etterpå..” (Reiten og Co)*

Som vi har sett i de to foregående kategoriene, fungerer informasjonsinnhenting og DD stort sett godt. Vi fikk imidlertid et konkret eksempel av Reiten og Co der informasjonsinnhenting og DD’ en var noe problematisk. Dette fikk svært uheldige konsekvenser noe som viser viktigheten av informasjonsinnhenting og en god DD ytterligere:

*“Tilsvarende så satt vi i hele våres og i sommer med kjøp av et selskap i Australia. i utgangspunktet et fint selskap, samme selskap som skulle kjøpe. Vi hadde for så vidt mye av den samme kommersielle DD- tilnærmingen bortsett fra at vi ikke hadde dekket det markedet så godt “.....” Så viser det seg i DD’ en og det er igjen en grundig DD, og det fine med grundig DD er at du skal ha grundig med informasjon, men det er mange selskap som du skal kjøpe som ikke har så god tilgang til den informasjonen du trenger. “.....” er det en ting ofte kjøper er varig på det er jo når man får sen informasjon, eller ikke får informasjon. For da lurer du på hva er det de holder tilbake. Hvertfall.. Konsekvensen av sen og mangelfull informasjon gjorde at vi ble usikre på hva som ville skje i den regionen etter 2016, og vi introduserte en reforhandlet pris, forsåvidt samme beløp, men en høyere earn-out komponent. Det likte selger veldig dårlig og det er en typisk og klassisk selger i midten av 60-årene, bygget dette opp, kjenner hver og en ansatt. Har kona si ansatt der og sønnen sin og gud hjelpe meg. Og da sa han til slutt F U, for å si det brutalt og enkelt. “ (Reiten og Co)*

### **Fokus på interesseanalyse**

Alle intervjuobjektene fremhever at interesseanalyse er viktig:

*“hvis du sitter i en sånn situasjon og du opplever at det er sånn annenhver seier sak, må du sørge for å time det slik at du får de seierne du skal. Så det å ha en veldig god oversikt over forhandlingsposisjonen, det forarbeidet der, at ikke det blir tilfeldigheter. Der skaper man eller taper man voldsomme verdier.” (Reiten og Co).*

*“.. så vi kartlegger da SPA’ en mellom hver eneste forhandling og har internmøter på forhånd .. hvis det er økonomiske størrelser vi forhandler om også, så hender det da at vi også modellerer de forskjellige .. hvis de gjør det og vi gjør det .. så har vi faktisk regnet ut hva det faktisk koster oss og gi disse tingene” (Altor)*

*“og vi går helt konkret igjennom lissom, dette er de must win battles, dette er de helt kritisk, dette er det som lissom egentlig er forhandlinger .. så alltid inn i en forhandlingene og alltid en plan for how to play it .. når foreslår du noe, eller når sier du bare at det er et stort problem å gå videre .. så dette har vi alltid tenkt igjennom ..” (Altor)*

*“Ja en ting er at du må fange opp alt som er en issue, ikke sant. Så du vet hva du kan forhandle om nær sagt, eller hva du ikke kan gi da. Også er det å få satt opp en issues liste og tenke litt igjennom hva er det du kan leve med da, hva er reservasjonspunktene da nær sagt.” (EQT)*

Selskap A påpeker også viktigheten av å hele tiden jobbe med interesseanalysen under forhandlingsprosessen. Å holde fast ved antagelser som gjøres i en interesseanalyse er en klassisk fallgruve:

*“Andre suksessfaktoren er jo som hele tiden være på jakt etter hva som er viktig for motparten. Oppskriften for fiasko er jo å anta ting! Og anta at dette kommer til å være viktig for de også holde fast ved det hele løpet gjennom det er ikke noe spesielt lurt ... du må jo prøve og søke og finne ut av hva er det egentlig motparten vil ha? Hva er viktig for de?” (Selskap A)*

### **6.1.1 OPPSUMMERING AV FORBEREDELSE**

**Tabell 1 – Forberedelser**

Forberedelsene	Reiten og Co	Altor	EQT	Selskap A
Har en godt utformet overordnet strategi	x	x	x	x
Utfører en grundig informasjonsinnhenting/søkeprosess	x	x	x	x
Gjennomfører en nøyaktig og riktig DD	x	x	x	x
Syntes det er viktig med god interesseanalyse	x	x	x	x

I tabell 1 oppsummerer vi funnene i forberedelsen. Vi har satt et, x, der intervjuobjektene har nevnt denne kategorien som viktig, er de uenige har vi markert dette med -, og hvis de ikke har nevnt noe om kategorien vil vi ikke sette noe tegn i det hele tatt. Som vi kan se er intervjuobjektene svært enige i denne fasen. Samtlige av intervjuobjektene trekker frem viktigheten av en godt utformet strategi, en grundig søkeprosess, DD og interesseanalyse.

### **6.1.2 DRØFTING AV FORBEREDELSE**

#### *Overordnet strategi*

Det kommer tydelig frem at alle våre intervjuobjekter har en klar og tydelig overordnet strategi. Når en skal legge en forhandlingsstrategi påpeker Rognes (2008) og Aabø Evensen (2011) at det er viktig å knytte denne opp mot den overordnede strategien. I hvilken grad våre intervjuobjekter gjør dette er kanskje ikke like klart. Vi får derimot et inntrykk av at deres overordnede strategi gjennomsyrrer mye av arbeidet som gjøres i oppkjøpsprosessen, og da spesielt i forberedelsene. Som vi nevner i kapittelet om PE-bransjen er det vanlig at PE-aktørene spesialiserer seg innenfor segment og geografisk område. Reiten og Co har for

eksempel en strategi som går på å bygge topplinjevekst ved å ta selskap fra å være en lokal spiller i Norge til å bli en global aktør. Dersom et potensielt målselskap ikke liker denne strategien, forteller Reiten og Co oss at de uansett vil holde seg tro mot sin strategi og at de “lever godt med det”. Dette gir oss ytterligere indikasjoner på at den overordnede strategien henger høyt og er helt avgjørende for om det blir initiert en oppkjøpsprosess med et potensielt målselskap eller ikke.

### *Informasjonsinnhenting*

For å finne attraktive oppkjøpskandidater forteller våre intervjuobjekter at de gjennomfører en systematisk og grundig søkeprosess. Spesielt hos PE-aktørene finner vi at denne informasjonsinnhentingen gjøres med hjelp fra både interne og eksterne aktører. Dette sikrer at de får kartlagt tilstrekkelig med selskap slik at de kan velge ut noen toppkandidater som har det potensialet de ser etter. Et eksempel som tydelig beskriver omfanget av denne søkeprosessen er når Reiten og Co påpeker at de “mappet 350 selskaper i verden og vi gjorde 4 av de”. Dette gir oss en klar indikasjon på at dette er noe de bruker mye tid på, og på mange måter legges grunnlaget for den videre prosessen her. En like viktig oppgave i denne fasen er å få tilstrekkelig med informasjon om målselskapet slik at en får gjennomført de nødvendige due diligence analysene. Våre inntrykk er at alle intervjuobjektene får tilstrekkelig med informasjon om målselskapet. Hvordan denne informasjonen blir hentet inn, vil variere i forhold til hvem som initierer oppkjøpsprosessen. Det som derimot viser seg å være et interessant funn, er at dette synes å være spesielt for Norden, og at når man beveger seg utenfor Nordens grenser, vil informasjonen ikke alltid være like tilgjengelig.

### *Due diligence*

Reiten og Co påpeker at due diligence er noe som har eskalert voldsomt det siste tiåret, og alle våre intervjuobjekter er samsvarte i at dette er noe som gjøres. Dette kan ha sammenheng med at PE-bransjen er relativt ung i Norge, og at det har tatt litt tid for aktørene å se viktigheten av å gjøre enda grundigere forberedelser enn det som var vanlig før. Et annet poeng kan være at investorene kanskje stiller strengere krav til risiko på sine investeringer enn det de kanskje gjorde før finanskrisen inntraff. Uansett fremheves det at due diligence er en viktig prosess som krever både tid, penger og ressurser. Vårt inntrykk er at denne gjennomgangen er viktig fordi den sørger for å kvalitetssikre at et potensielt porteføljeselskap faktisk har de kvalitetene som trengs for å kunne realisere den overordnede strategien. Dette samsvarer godt med det Boye og Meyer (2008) påpeker i forhold til det å utøve aktsomhet før en transaksjon gjennomføres. Videre påpekes det av intervjuobjektene at det en finner i en due diligence vil

legge rammene for hva som skal forhandles om. Som nevnt i teorien, og av EQT, vil det være mange forskjellige DD-analyser som gjennomføres ved et oppkjøp. Det som derimot syntes å være en suksessfaktor, er at en gjennomfører den “riktige” due diligencen. Boye og Meyer (2008) sier at en må kartlegge hva som er viktigst å få rede på før en begynner med DD-prosessen. Dette er noe våre intervjuobjekter syntes å ha fokus på. Reiten og Co sier det godt når det påpekes at det hjelper jo ikke å være grundig i sin juridiske due diligence når det egentlig er miljø-DD som burde blitt utført. Som nevnt tidligere, vil det være vanskeligere å få tilgang til nødvendig informasjon i utlandet enn i Norden. Et godt eksempel på hvilke implikasjoner dette får i forhold til DD illustreres av Reiten og Co da de skulle gjøre et tileggsoppkjøp i Australia. Sen og mangelfull informasjon kan gjøre det vanskelig for en kjøper å få gode svar i DD’ en. En selger bør derfor etter vår mening alltid sørge for at det gis tilstrekkelig med informasjon til kjøper. Som Rognes (2008) påpeker er det forskjell på å gi informasjon om interesser og fakta, og det å avdekke hvor langt en er villig til å strekke seg langs konfliktdimensjonen.

#### *Interesseanalyse*

Våre funn indikerer videre at samtlige intervjuobjekter foretar en kartlegging av sine egne interesser og foretar en prioritering av disse. I hvor stor grad PE-aktørene gjør seg opp antagelser i forstadiet om hva motpartens interesser er, synes derimot å være mindre klart. I dette forberedende stadiet er det kun selskap A som trekker frem at antagelser om hva som er viktig for motparten er en kontinuerlig prosess som må revurderes hele veien fra forstadiet til avtale. Vi ønsker derimot ikke å konkludere med at PE-aktørene ikke foretar denne forberedende interesseanalysen av motpartens interesser, da vi generelt fikk et inntrykk av at arbeidet med å finne ut hva som er viktig for motparten trekkes frem som en essensiell oppgave i selve forhandlingsprosessen.

## 6.2 DELTAGERE OG ORGANISERING

### *Et godt sammensatt forhandlingsteam*

Alle PE-aktørene beskriver en ganske lik sammensetning av forhandlingsteamet. Som vi ser i situatene under, vil det som regel være et par representanter fra PE-aktøren, der en partner vil ha det overordnede ansvaret. I tillegg vil det være vanlig å ha med seg advokater og M&A-rådgivere:

*“Så hvordan vi setter sammen forhandlingsteam, det er som regel at vi har alltid en responsible partner på en investering. I Oslo så er det “...” sjefen i Norge som har ansvaret for dealen. Altså vi har dealteam, så alle har ansvar, men det er han som liksom har ansvaret hvis ting går galt. Også er det en director som representerer EQT, også har vi alltid med en advokat eller to litt avhengig av.” (EQT)*

*“.. vi har jo rådgivere alltid .. og det er jo to rådgivere som er aktuelle for å være med i en forhandling .. det er advokatene og det er finansiell M&A rådgiver ... det hender at vi har med M&A rådgiver også i forhandlingene “...” advokatene har ofte en ganske viktig rolle, og der er det et samspill...” (Altor)*

Reiten og Co forklarer at grunnen til at de, som GP, ønsker å ha det overordnede ansvaret er for å sikre den faglige kvaliteten, og kvalitetssikre resultatet.

*“...er det viktig å ha gode rådgivere rundt seg også som kan hjelpe deg med å styre dialogen og diskusjonen “.....” Men vi overlater ikke til en advokat å forhandle disse avtalene eller overlater ikke til en administrerende eller selskapet vårt til å gjøre det, det er vi med på selv. Og det er på en måte både en faglig trygghet og en kvalitetssikring på at vi vet at resultatet blir forhåpentligvis så tilnærmet det vi mener er riktig eller så godt det kan bli. Så det handler om involvering, man må være med.” (Reiten og Co)*

Selv om Selskap A har et litt annerledes forhandlingsteam, ligner den veldig på teamet som PE - aktørene bruker.

*“...er det en advokat som heter Blom, i Selskap A, som jeg bruker. Også har det hendt at vi, det er en M&A avdeling i Selskap A, som jeg også har brukt til litt kvalitetssikring når det gjelder verdsettelse, utregninger og lage DCF'er og sånt noe...” (Selskap A)*

### ***Bruker adferdsorienterte mandattyper***

Alle PE - aktørene beskriver at de har et mandat som ligner på det Rognes (2008) klassifiserer som et fleksibelt mandat:

*“Ja ... vi har vel det antakeligvis .. i hvert fall innenfor .. asså vi kan jo ikke love ting på vegne av våre investorer .. eksponere de for ting “....” men jeg kan ikke si at vi har noen direkte rammer vi opererer innenfor, vi har veldig vide mandater “...” du blir tillagt masse ansvar .. når jeg forhandler en deal så er det ikke noen andre enn meg som bestemmer om det er greit så det er klart at du bør ikke drite deg ut..” (Altor)*

*“...da er det ingen andre som egentlig har myndighet altså.. Enten du kommer fra en investeringsbank eller verdens mest velrenommerte advokatkontor. Det er vi som, med mindre vi har gitt bort den myndigheten til å representer oss.” (Reiten og Co)*

På spørsmål om de har 100% mandat til å gjøre hva de vil, svarer Reiten og Co slik:

*“Ja det vil jeg si”. (Reiten og Co)*

Selskap A har et noe mer avgrenset mandat, og kan ligne på det Rognes klassifiserer som et avgrenset mandat.

*“...og så har jeg fra de fått et mandat et forhandlingsmandat som det er visse rammer for. Så der ligger det et mandat både på taket og verdsettelse og eierandel osv. slik at jeg vet hva jeg kan gå ut ifra.” (Selskap A)*

*“I tillegg er det jo et mandat fra styret som sier at vi må komme oss innenfor der uansett.. Vi kan jo selvfølgelig gå tilbake og be om et nytt mandat, men det skal begrunnes rimelig godt.” (Selskap A)*

### ***Viktig å ha kompetente advokater og rådgivere***

Generelt trekker intervjuobjektene frem mange fordeler ved å bruke eksterne rådgivere. Spesielt for PE-oppkjøp finner vi at den store fordelen ved å ha med advokater og rådgivere i forhandlingsteamet er at de har gjort disse type forhandlinger veldig mange ganger. Deres kompetanse trekkes frem av både Altor og Reiten som en essensiell faktor i å kartlegge interessene i forhandlingene.



*“Skal jo ha gode rådgivere og da. De håndterer jo veldig mange av disse sakene og kan fortelle deg at liksom 9/10 av disse sakene ligger innenfor og er tilfredsstillende. Det er jo noe av poenget med å bruke de samme folkene på gang.” (Reiten og Co)*

Altor understreker at advokatene er dyktige på å gi gode råd og anslag på hvor endelig avtale vil ende:

*“.. men saken er at det finnes bare en håndfull advokatfirmaer i Oslo som virkelig gjør dette masse, og de har forhandlet med hverandre så mange ganger at alle vet cirka hvor lissom dette kommer til å havne” (Altor)*

*“så du kan si at jeg synes er de beste advokatene i Norge er ganske flinke på .. de vet lissom at kirka skal stå midt i byen....” (Altor)*

En annen fordel med å bruke advokater i forhandlingsteamet er at man kan la advokatene forhandle litt seg imellom først. Det vil da være lettere å være tøff i forhandlingene:

*“.. ja vi vet at det er litt drøyt men .. du lar lissom advokatene drive å krangle .. også lar du de bli enige om masse ting også kommer de tilbake ristende på hodet og sier at de er jo helt gjerne de på andre siden ...” (Altor)*

*“men av og til skyver du advokatene litt foran deg og lar de prøve på ting også vet du at in the end vil du godta litt annet allikevel ... også er det jo det elementet at det er mye lettere å være tøff ved å bare si til advokatene, nei det kan de bare glemme ... men når man møtes in person da er dynamikken helt annerledes .. du tør lissom ikke.. du er bare ikke så tøff i trynet når man sitter med folk .. så man utnytter hele det spillet ..” (Altor)*

EQT nevner også at advokatene er gode diskusjonspartnere:

*“Også er det advokatene som sitter med og lytter, også går man ut med de og så kommer de med sine råd. Og det du ofte vil ha da er jo advokater som er litt kommersielle som ikke er sånn veldig legale, men som faktisk forstår og ser en sammenheng og tenker litt kreativt da.” (EQT)*

### ***Uklare mandat og motstridende incentiver kan skape problematiske situasjoner***

I teorien nevner vi at det kan oppstå flere problemer forbundet med det å forhandle i team. Dersom et team ikke er godt nok samordnet, vil det kunne oppstå situasjoner som kan skade forhandlingsprosessen. To av våre intervjuobjekter kommer med eksempler på slike situasjoner.

Reiten & Co beskriver at det av og til er så mange aktører at man går helt i surr. Da vil det være lurt å innta en passiv rolle, og da må man ha kontroll på at ingen i forhandlingsteamet sier, eller gjør, noe de ikke har lov til.

*“Og jo flere mennesker som er i et sånt rom, og det kan være fryktelig mange noen ganger, du lurer jo på hva alle disse gjør her, så erfarer vel jeg at så fremt du har forberedt din side godt, vel og merke, så er det ganske greit og være ganske passiv. Men da må du ikke ha noen representanter på din side som er en løs kanon.” (Reiten og Co)*

I likhet med teorien påpeker Reiten og Co ulempen når en fagekspert forhandler utover sitt mandat og kompetanse:

*“For å ta et eksempel med en advokat da.. Så er det en veldig snakkesalig advokat, som begynner plutselig å foreslå løsninger eller kommersielle forhold, uten at det er klarert med oss på forhånd, da er det meget uheldig.” (Reiten og Co)*

En velmenende og uerfaren forhandler trekkes også frem:

*“Eller man kan ha en ivrig ung associate som føler for å kaste seg utpå med et godt forslag.” (Reiten og Co)*

Altor beskriver på sin side at det kan oppstå problemer forbundet med M&A rådgivere, som kan ha andre incentiver enn det som er optimalt. Dette kan i verste fall resultere i at en rådgiver lekker informasjon til motparten. Dette viser at prosessen også har elementer av mistillit:

*“det styggeste og som kan være et problem er at M&A- rådgiverne de kan tenke mer på å bare få dealen gjort .. enn det å optimere “...” gir helt blanke i om du gjør en okay deal eller ikke for de vil bare ha det gjort .. og det er klart at i de verste tilfellene da så kan du risikere at din egen rådgiver lekker*

*informasjon til din motpart om hvor din smerteterskel går ..og da kan det hende at du får en dårligere deal enn det du egentlig burde hatt .. og det finnes det eksempler på .. så jeg må innrømme at når ting begynner å stramme seg til så er det ikke alltid at jeg er helt åpen med alle rådgiverne nettopp på grunn av lekkasje” (Altor)*

### **6.2.1 OPPSUMMERING AV DELTAGERE OG ORGANISERING**

**Tabell 2 - Deltagere og organisering**

<b>Deltagere og organisering</b>	<b>Reiten og Co</b>	<b>Altor</b>	<b>EQT</b>	<b>Selskap A</b>
Har et godt sammensatt forhandlingsteam med klare roller	X	X	X	X
Bruker adferdsorienterte mandattyper	X	X		X
Ser det som essensielt med kompetente advokater og rådgivere	X	X	X	
Uklare mandat skaper problemer	X	X	X	X

I tabell 2 oppsummerer vi funnene under deltagere og organisering. Intervjuobjektene er også ganske enige i denne delen. Alle har fokus på å ha et godt sammensatt forhandlingsteam, de bruker adferdsorienterte mandattyper, ser det som essensielt å ha med gode rådgivere, og er klar over hvilke problemer som kan oppstå ved uklare mandater.

### **6.2.2 DRØFTING DELTAGERE OG ORGANISERING**

#### *Forhandlingsteam og fleksibelt mandat*

Rognes, Ingerø og Bjerkan (1998) påpeker at det finnes mange aktører som deltar i en oppkjøpsprosess, og at det er viktig med en klar arbeids- og myndighetsfordeling i teamet dersom det skal oppnås bedre arbeidsbetingelser enn om man forhandler alene. Dette henger sammen med det Schoonmaker (1989) sitert i Rognes (2008) understreker når han hevder at det i et team bør være en relativt klar rollefordeling mellom medlemmene. Hvordan våre intervjuobjekter organiserer forhandlingsteamet vil derfor være avgjørende for hvordan gjennomføringen av forhandlingene blir. Fra intervjuobjektene finner vi at de har en tilnærmet lik sammensetning av forhandlingsteamet. Generelt for Reiten og Co, Altor og EQT vil det være en General Partner som fungerer som forhandlingsleder, noen flere representanter fra PE-aktøren, advokater og rådgivere. Hos selskap A vil mye av forhandlingene gjøres av én person, men med aktivt bruk av både advokat og rådgivere mellom forhandlingsrundene. Om dette er en optimal sammensetning er vanskelig å si, men vi tolker det dit hen at våre intervjuobjekter mener de har funnet en sammensetning som fungerer godt i oppkjøpsforhandlinger.

Rognes (2008) trekker frem forhandlingslederen som en essensiell brikke i å sette sammen og lede et forhandlingsteam. En forhandlingsleder bør ha erfaring i å lede forhandlingsprosesser og analysere forhandlingssituasjoner. I tillegg påpekes det at forhandlingslederen bør ha myndighet til å styre forhandlingene og velge ut teammedlemmene sine selv. Fra våre intervjuobjekter får vi et inntrykk av at forhandlingslederne opererer med relativt fleksible mandater. Dette er noe Rognes (2008) trekker frem som gunstig når det er snakk om komplekse og integrative forhandlinger. I intervjuene med Altor og Reiten og Co var det forhandlingsledere (GP) vi snakket med. Begge parter kan vise til god fartstid innenfor PE-bransjen som forhandlingsledere og forteller også at det er de som bestemmer, med mindre de har gitt fra seg denne myndigheten til andre. Dette samsvarer godt med det teorien nevner som suksessfaktorer for et godt fungerende forhandlingsteam. Deres bruk av mandater innad i forhandlingsteamet er også noe som brukes for å sikre en klar rollefordeling mellom medlemmene.

#### *Kompetente eksperter*

Rognes (2008) sier at teammedlemmene bør velges ut fra kriterier som kompetanse, betydning internt i organisasjonen og samarbeidsevner. Kriterier som kompetanse og samarbeidsevner er også helt essensielle kvaliteter hos bistående “eksperter” som advokater og rådgivere. I henhold til Rognes (2008) er hovedutfordringen med eksperter å gi dem en forståelse av hvordan forhandlinger foregår, og få dem til å være disiplinerte deltakere i teamet. I våre funn finner vi at dette i stor grad løses ved at det er de samme ekspertene som brukes om og om igjen. De advokatene som brukes i den norske PE-bransjen karakteriseres nemlig som svært kompetente innenfor oppkjøpsforhandlinger. Dette mener vi er en viktig suksessfaktor for PE-aktøren. Men som vi drøfter under kan det forekomme tilfeller der disse ekspertene handler utenfor sitt mandat.

#### *Uklare mandat og motstridende incentiver*

Et annet interessant funn er at PE-aktørene, i likhet med teorien, beskriver uheldige situasjoner som kan komme av at teammedlemmer handler utenfor sitt mandat. Noe som kan være et stort problem er spesielt det Altor trekker frem, når en part lekket informasjon om hvor smertegrensen går. Dette synes å komme av at en M&A- rådgiver har incentiver for å få avtalen i boks, og ikke nødvendigvis den “riktige” avtalen i boks. Videre påpekes det av Reiten og Co at advokater som plutselig begynner å foreslå løsninger uten å klarere med dem på forhånd er meget uheldig. Det at våre intervjuobjekter er oppmerksomme på de klassiske

fallgruvene som kan oppstå ved å forhandle i team, tyder på at de ser viktigheten av å ha klare mandat og organiserte forhandlingsteam.

### **6.3 SELVE FORHANDLINGSPROSESSEN**

#### ***Bevisste valg ved etablering av første kontakt***

Da Reiten og Co skulle gjøre et tilleggsoppkjøp innenfor olje og gass, var de bevisste i valget av hvem som skulle ta den første kontakten med de aktuelle oppkjøpskandidatene.

*“I det tilfelle der så har vi en styreleder som har veldig, veldig mange års erfaring innenfor olje og gass som gjør at han snakker et språk og har en, kall det en faglig tyngde som gjør at de fleste ønsker å treffe han da. Og det var inngangsbilletten ...”*  
(Reiten og Co)

Da Altor tok kontakt med Rossignol for å vise deres interesse brukte de en av sine suksesshistorier for å selge seg inn som en attraktiv eier:

*“Ja, det var egentlig Helly Hansen som var inngangsbilletten “.....” hvis jeg tar for meg hvordan vi kom i den situasjonen i det hele tatt .. det var egentlig på bakgrunn av at vi eide Helly Hansen ... og gjennom den Helly Hansen- reisen som gikk bra, så lærte vi ganske mye om hvordan du burde restrukturere en sånn bedrift, og hva som var viktig, men også spesielt hvordan skal du få mer ut av en ganske stor merkevare ...”* (Altor)

#### ***Brukes mest indirekte tolkning***

Hvis forhandlingsprosessen ikke er preget av direkte informasjonsdeling sier teorien at man må være god på indirekte tolkning, som vil si å lese mellom linjene, samt forstå motpartens kroppsspråk. Alle intervjuobjektene forklarer at det sjeldent forekommer direkte informasjonsdeling, men at man isteden må tolke hva motparten ønsker indirekte.

På spørsmål om hvor villig motparten er til å gi fra seg informasjon svarer Selskap A:

*“Nei det er minimalt..”* (Selskap A)

Tre av intervjuobjektene forklarer at det må brukes indirekte tolkning:

*“Det er face to face, og det er ikke veldig effektivt. Men det er viktig og effektivt for å bygge tillitt “.....” Det er viktig å være tilstede og sitte og prate. Og da må du være god i språk og koder også for å lese det som ikke blir sagt. Det er vel mye av det mellom linjene som kroppsspråk og sånne ting også.” (Reiten og Co)*

*“Du må prøve å lese den andre siden. prøve å sette deg seg godt inn i den siden og være litt pragmatisk på det man kan være pragmatisk på er vel et godt råd.” (Reiten og Co)*

*“Det meste er nok ting man dessverre bare må observere indirekte fra adferd, hvordan de legger trykk på ting, hvilken rekkefølge de tar opp ting, ... rekkefølge hvor mye de vektlegger, hvor mye energi det brukes ..” (Altor)*

*“... det som er viktig å skjønne er hva som er de andres no go sone, og hva er det de forhandler på bare for å forhandle på .. så det er jo en av de tingene du må finne ut av “...” motpartene vil være veldig forskjellig og de kan ha sånne no go soner internt så du må lissom finne ut av hvor er rammene og smerteterskler, hva er helt essensielt for de .. den der kartleggingsjobben ...” (Altor)*

*“Vi prøver vel, det er litt sånn skuespill det der da.. Så vi prøver jo ut litt ulike varianter i de forskjellige forhandlingene. Og da kommer vi med forskjellig forslag hvor vi da prøver liksom å lodde stemningen litt da. Se både over bordet hvordan reaksjonen er, og noen er jo lett å lese, mens andre sier jo ingenting.. Så det er jo det vi primært prøver. Prøve oss frem med ulike varianter og se hvordan det biter.” (Selskap A)*

*“Som vi tenker alltid i forhandlingene er jo hele tiden å være lydhør for hva er det egentlig som gjelder her. Hva er det de egentlig vil ha, hva er det som er viktig for de.” (Selskap A)*

Altor nevner at et triks som brukes for å få til en mer direkte informasjonsdeling er å la advokatene forhandle med hverandre. Dette kan hjelpe prosessen fordi de kan “lekke” litt informasjon til hverandre om hvor partenes interesser ligger.

*“men så finnes det andre ting du kan gjøre .. og det er at det finnes noen shortcuts .. og det er at advokatene kan til dels snakke litt friere .. og lekke litte grann.. de gjør det ..” (Altor)*

*“så kan du be advokatene om å fortelle hva er det som egentlig stikker under det at de vil det greiene der .. er det riktig at det står i corporate handbook at du ikke kan gjøre det eller er det ikke det .. og da kan advokatene noen ganger være litt åpne .. du kan teste advokatene .. advokaten vet hva du kan godta også kan advokaten si at det kan jeg kanskje få klienten min med på .. og da kan du få den følelsen på andre siden på om det er noe eller ikke .. så du tester leget litt mellom advokatene .. for da har ikke du sagt det selv .. så det er ikke fullt så bindende da ..” (Altor)*

### ***Fokus på å ha et samarbeidsorientert klima***

Rognes (2008) sier at et samarbeidsorientert klima, med positive følelser vanligvis vil være det mest konstruktive, når man skal få til best mulig informasjonsutveksling. Dette er spesielt viktig når forhandlingene er komplekse.

Reiten og Co mener det er viktig å være høflig og ydmyk. Dette kan tolkes som en invitasjon til et samarbeidsorientert klima.

*“Så tror jeg det å være bevisst, holdt jeg på å si, vanlig folkeskikk og folkelighet. Det er mange måter man kan si ting på, noen kommer med relativt dårlig budskap men du opplever det som positivt” (Reiten og Co)*

De påpeker også at man bør fremlegge synspunkt på en måte som gjør at motparten sympatiserer, og ønsker å samarbeide med deg:

*“Man kan ha veldig rett, men hvis du kommuniserer det på en måte som den på andre siden får noen sympati med deg eller sånne ting..” (Reiten og Co)*

Selv om det er viktig å være samarbeidsorientert, presiserer Altor viktigheten av å signalisere fasthet slik at man også ivaretar egne interesser.

*“også må du være tydelig på hva som er din no go sone uten å spille ned det andre alt for mye ... men da sier jeg følgende ... this is not a negotiationploy ... altså vi kommer aldri ever til å godta det .. hvis dere står på det så trenger vi ikke snakke mer sammen .. så du bare gjør det helt krystallklart... også må du få de til å forstå at når du sier det, så mener du det ..” (Altor)*

Altor forteller at det noen ganger er nødvendig å være enda fastere enn det man trenger å være for å sette et eksempel:

*“det som er litt viktig noen ganger er at noen ganger så må du være fastere enn det du kanskje hadde trengt å være tidlig i en prosess, for du må etablere språk og kropsspråket ditt ovenfor de andre slik at de vet når du mener alvor så er det ikke noe å gå på ..” (Altor)*

*“du må investere litt i å vise hvor firm du kan være når du må være firm, og da er det absolutely no .. så du etablerer litt din posture ikke sant, at når du i prosessen sier at det kommer ikke til å skje, da vet de at da kommer det ikke til å skje .. så du må etablere det språket ...” (Altor)*

Altor ser på sin etablering av fasthet og språk som såpass viktig at de har avsluttet forhandlinger for å vise markedet at de mener det de sier:

*“og vi har jo stukket fra dealer før vi .. noen ganger for at bare markedet skal vite at når vi mener alvor så mener vi alvor .. så det har noe med at man må bygge både i markedet og i den aktuelle prosessen et litt klart språk , sånn at de vet hva de har å forholde seg til” (Altor)*

EQT presiserer også viktigheten av fasthet, men uttrykker at det viktigste er å finne en god tone:

*“Det kommer an på dealen, det er vanskelig å si. Du kan si at ofte så kan du si til motparten at "Ok hvis du krever det der, da er det ikke vits at vi sitter her omtrent.." Også blir det alltid litt sånn spill at man går og sånt og det er alltid morsomt. Men som regel er det jo det å finne en god tone sammen.” (EQT)*

Altor forteller også at forhandlingsklimaet kan bli aggressivt:

*“men vi har vært i prosesser hvor det er til slutt dyp mistillit mellom partene .. asså det er sånn du bare misliker de noe helt voldsomt.. for du synes de er de mest “dishonest people” du kan komme på, og jeg har vært i flere situasjoner hvor de gjør ting som jeg mener at ikke er .. som du ikke bare gjør.” (Altor)*



*“ .. jeg har blitt så sint at du må bare ut å ta deg en løpetur.. for å ikke gå helt ned med dårlig livskvalitet.. og det er liksom så det nesten koker .. asså for meg er det ekstremt irriterende .. asså det koker omtrent over .... ”(Altor)*

### **Prøver og knyte forhandlingsdimensjoner sammen i pakkelsninger**

For å få til et godt forhandlingsresultat sier teorien at man må være dyktig på å lage skreddersydde avtaler basert på hvordan partenes interesser står i forhold til hverandre. To av intervjuobjektene gav uttrykk for dette.

EQT kommer med et eksempel på at høy pris kan løses med å få en god kredittordning:

*“Altså en ting er jo liksom at det er krone og øre tall, men du kan jo regne deg frem til den på mange måter gjennom f.eks. “kan du få en selgende kreditt?”, kan det være en del av en forhandling, kan du bruke earn outs, ikke sant, den type komponenter som gjør kanskje at prisen, selv om prisen kan virke høy så kan man få, ja bli enige om kanskje man får en selger kreditt på en lav rente som gjør at du få på en måte billigere penger som gjør at du kanskje kan betale mer, fordi ditt avkastningskrav blir jo holdt på å si stående da på din egenkapital fordi at folk gir deg billigere penger enn du måtte.” (EQT)*

*“Så lager du egentlig en pakke, det er ofte det enkleste. For da sier du at på de 5 punktene så foreslår vi dette, sånn møtes på halvveien, ikke sant, man gir litt også kan de gi litt, istedenfor å forhandle på enkeltpunkter.” (EQT)*

*“...prøve teste hvor sensitivt virker hver av punktene også prøver du å lage en pakke også prøver du å skjønne hva de kan akseptere av pakker også sier du, vi har disse fem punktene hvis dere lissom gjør sånn, så kan vi gjøre sånn så vi prøver å bolke sammen dette å lage pakketerte løsninger da ..” (Altor)*

EQT forklarer også at de bruker særmøter til å utforme pakkene:

*“Hvis du da sitter samme sted fysisk så er det veldig greit å ha to møterom. For da legger du pakkelsningen frem også går man hvert til sitt. Også kan motparten som akkurat fikk presentert en pakke da, så kan de gå igjennom: "Ja, ok den kan vi leve med, det kan vi leve med, ok den her må vi ha litt mere på.." Også nærmer man seg sakte men sikkert da.” (EQT)*

### ***Bruker den tiden de trenger, føler ikke så stort tidspress***

Rognes, Ingerø og Bjerkan (1998) beskriver at tidspress er noe som er vanlig i oppkjøpsforhandlinger. Dette er noe vi ikke fikk inntrykk av at var et stort problem for PE-aktørene.

Reiten og Co og Selskap A sier det ganske enkelt når vi spør om de om de har nok tid:

*“...vi bruker den tiden vi trenger...” (Reiten og Co)*

*“Ja ja absolutt.” (Selskap A)*

Reiten og Co forklarer at fordelene med PE-modellen er at en ofte har nok tid:

*“Det er vel kanskje fordelene våre da som ikke lever i en kvartalsøkonomi som børsnoterte som kanskje Måååå eller vil ha på plass et kjøp fordi vi skal ha kvartalsavleggelse neste fredag, så det hadde passet bra å få på plass dette på torsdagen “...” Så det er jo kanskje fordelene med PE- modellen at vi har en lengre horisont.” (Reiten og Co)*

På den annen side forteller Reiten og Co at det er viktig at motparten holder den daglige driften i gang, i og med at de faktisk skal ta over selskapet:

*“Jeg tror i mange tilfeller så er det faktisk selger som sliter med å håndtere tidstabellen. De fleste selskaper er jo ikke satt opp med mennesker som sitter og tvinner tommer og venter på at man skal bli kjøpt. og de har en virksomhet de skal ivareta og vi er jo interessert i at de tilsvarende skal ta vare på virksomheten fordi hvis den businessene har vært uten kundekontakt i 6 måneder, så er det jo kanskje ikke det selskapet vi tror vi kjøper eller tar over. Så der må man på måte finne noe som passer for begge parter.” (Reiten og Co)*

### **Best om begge er erfarne**

Intervjuobjektene fremhever at gode forhandlinger er lettere å få til når begge parter er erfarne oppkjøpsforhandlere:

*“men vi opplever jo noen ganger at det kommer prinsipaler uten advokater, og da kan man tenke en av to, YES dette blir som å ta smågodt fra barna, men vår erfaring er tvert imot at de da ikke har noe forhold til hva som er vanlig praksis, så det blir mye mer kompliserte forhandlinger. Så i de tilfellene, nå er de færre og færre heldigvis, men da anbefaler vi alltid den andre parten og få tak i en advokat.” (Reiten og Co)*

*“.. så jeg har kjøpt ting hvor motpart er komplett inkompetent .. på dette greiene her .. men heldigvis har de hatt bra juridiske rådgivere .. og hvis de har .. problemet er hvis du har både litt inkompetent seller og inkompetent rådgiver da kan du oppleve mye rart i Norge også ..” (Altor)*

*“det blir altså så mye klabb, for det at .. de har så lite erfaring så de vet ikke hva som er markedspraksis og det er utrolig slitsomt .. og siden disse reglene ikke alltid er totalt logiske, så hvis du er helt ny i game så kan det være ting som du synes virker helt totalt urimelig ..” (Altor)*

*“så det er bedre å ha en god motpart enn en dårlig motpart .. da er det mye større forståelse av hvor du skal og hva som er greit .. men det er alltid ett eller annet som blir vanskelig til slutt ..” (Altor)*

### **Lite fokus på evaluering**

Det virker som intervjuobjektene ikke er så opptatt av å evaluere resultatet etter endte forhandlinger. Det er bare selskap A som trekker frem dette som viktig.

*“Er vi veldig ivrig på det...? Nei jeg tror ikke det altså, da er det så mye annet som skal.. Da er du ferdig med avtalen og så er det business “...” For det er ikke det første du skal gjøre å ringe motparten å si "Just one more thing".. Hører bare sukket i andre enden. æææææh... Ved serieoppkjøp kan det være en ide, men mere kanskje i porteføljeselskapsnivå.” (Reiten og Co)*

På spørsmålet om de evaluerer etter endte forhandlinger svarte Altor kort og godt:

*“Nei ..” (Altor)*

Det at de har gjennomført mange oppkjøp syntes å være en hvilepute, og at de derfor ikke ser det som like nødvendig med etterevaluering:

*“Ja, vi .. jeg vet ikke om jeg skal si at vi evaluerer på egenhånd, men erfaringsbasert så vet vi jo etter hvert at .. siden vi har gjort åtti sånne SPAer .. så vet vi oftest hva som er viktig å få med og ikke i sånn erfaringsbasert .. men SPAen ble jo oftest ca. så bra som du klarte å få den .. men det finnes jo to forskjellige skoler ikke sant ..”*  
(Altor)

Det er bare Selskap A som ser på evaluering som et nyttig verktøy for å lære av sine feil:

*“Ja. Vi har også hatt noen sånne kursaktige ting. Vi hadde blant annet en danske som kurset oss som forsåvidt var ganske nyttig. Vi prøver jo å lære av feilene vi gjør.”*  
(Selskap A)

Dette er riktignok bare en intern evaluering. På spørsmål om de prøvde å pareto optimalisere svarte de:

*“Nei det gjør vi ikke. Kun intern evaluering.”* (Selskap A)

### 6.3.1 OPPSUMMERING AV SELVE FORHANDLINGSPROSESSEN

**Tabell 3 - Selve forhandlingsprosessen**

Selve forhandlingsprosessen	Reiten og Co	Altor	EQT	Selskap A
Bevisste valg ved etablering av kontakt	x	x		
Brukes mest indirekte informasjonsdeling	x	x		x
Fokus på å ha et samarbeidsorientert klima	x	x	x	
Bruk av pakker		x	x	
Bruker den tiden de trenger	x			x
Best om begge er erfarne	x	x		
Lite fokus på evaluering	x	x		x

I tabell 3 oppsummerer vi funnene fra selve forhandlingsprosessen. Som vi kan se er intervjuobjektene relativt enige også her. Under hver kategori har minst to av intervjuobjektene nevnt kategorien som viktig, og ingen har sagt seg uenig.

### 6.3.2 DRØFTING AV SELVE FORHANDLINGSPROSESSEN

#### *Bevisste valg ved etablering av første kontakt*

Rognes (2008) mener hvordan man kontakter motparten første gang kan ha innvirkning på de videre forhandlingene. Dette kan ha betydning for om man får innpass hos de mest attraktive forhandlingsmotpartene. I PE-bransjen er dette først og fremst relevant når kjøper initierer prosessen. Flere av intervjuobjektene nevner at de tenker over hvordan de skal etablere

kontakt med selger. De tar bevisste valg i forhold til hvem som skal ta den første kontakten, samt hvilke tidligere suksesshistorie de skal bruke i innsalget. Man får mulighet til å gjøre et førsteinntrykk bare en gang, og hvis det er dårlig, kan det være vanskelig å snu dette inntrykket. Det virker som at PE-aktørene er observante på dette punktet og vi vil trekke dette frem som en mulig suksessfaktor.

### *Informasjonsdeling*

Rognes (2008) hevder at, det i integrasjonsforhandlinger, er mest lønnsomt med et samarbeidsorientert forhandlingsklima, som er preget av direkte informasjonsdeling av ulike interesser. Dette vil øke fremdriften av forhandlingene, samt gjøre det enklere og knyte ulike forhandlingsdimensjoner sammen slik at en kan lage forslag til avtaler som begge parter er fornøyd med. I følge Thompson (2005) er det ingenting som tyder på at det er uheldig å gi informasjon om interesser i forhandlinger. Fordi begge forhandlingspartene ofte er erfarne forhandlere i PE-bransjen, trodde vi at vi ville finne at forhandlingene var preget av direkte informasjonsdeling og tillitt. Vi finner imidlertid at forhandlingsklima ikke er så tillitsbasert. Det aller meste av informasjonsdelingen må skje indirekte. Intervjuobjektene forteller at stort sett alt de får av informasjon må hentes ut gjennom å lese selgers kroppsspråk, lese mellom linjene, og stille de rette spørsmålene.

Brett, Schapiro og Lyttle (1998), hevder at gjensidighetsprinsippet står sterkt i forhandlinger. Dette betyr at hvis en av forhandlingspartene hadde lagt opp til direkte informasjonsdeling så ville kanskje den andre parten ha fulgt eksempelet. Vi tror at begge parter er redde for å dele informasjon på grunn av faren for å ende i en dårligere forhandlingsposisjon. Som vi har sett har PE-aktørene et svært fleksibelt mandat fra sine investorer. Dette gir dem veldig mye ansvar, og det er ofte ingen andre å skyldes på hvis forhandlingsresultatet blir dårlig. Vi tror dette kan være med på å gjøre forhandlingspartene noe mer forsiktige. Et annet tilfelle der forhandlingsklimaet er preget av mistillit, er når det forhandles direkte med gründere. De er ofte uerfarne forhandlere og de kan føle seg svært utrygge i forhandlingssituasjonen. I følge Rognes, Bjerkan og Ingerø (1998) skapes mye spenning fordi det er en "once in a lifetime"-hendelse for gründeren, og salget har stor innvirkning på livet deres.

Det virker imidlertid som at PE-aktørene er dyktige på indirekte tolkning. For eksempel nevnes det at de ser på hvilken rekkefølge sakene blir tatt opp, de prøver seg frem med ulike varianter av forslag og ser hvordan motparten reagerer. Videre har de et fokus på å lese motpartens kroppsspråk, fakter og ansiktsuttrykk. I tillegg nevner et av intervjuobjektene at en

snarvei er å gå gjennom advokatene. Advokatene kan “lekke” litt informasjon til hverandre og bidra til en mer direkte informasjonsdeling.

Til tross for at forhandlingene er preget av indirekte informasjonsdeling, virker det som at mange av intervjuobjektene har fokus på å etablere en god relasjon til motparten, samt prøve å få til et godt samarbeid. Samtidig presiseres det at det må vises fasthet i de situasjonene der det er nødvendig. Dette er viktig for å ivareta egne interesser, og for at ikke motparten skal oppfatte deg som svak. Vi mener dette viser at intervjuobjektene er flinke til å balansere sak og relasjon, som er noe av det viktigste og vanskeligste å få til i forhandlinger (Rognes 2008).

### *Pakker*

Mye av forhandlingsteorien hevder at noe av det viktigste i kompliserte forhandlinger er å knytte sammen ulike forhandlingsdimensjoner som danner pakkelsninger. Generelt er dette noe vi får inntrykk av at PE-aktørene gjør. De har også et fokus på å endre pakkelsningene etter hvert som ny informasjon kommer frem, og det virker som de stadig er på søken etter å foreslå nye pakker som begge parter kan være fornøyde med.

### *Tidsrammen*

Rognes, Bjerkan og Ingerø (1998) hevder at tidsrammen i oppkjøpsforhandlinger ofte kan være knapp. Vi finner ikke at dette er et like stort problem blant våre intervjuobjekter. Flere av intervjuobjektene sier at de bruker den tiden de trenger. Det hevdes at PE-modellen har en lengre tidshorisont. For eksempel er børsnoterte selskaper i en kvartalsøkonomi, der tidspresset er større. Likevel nevner Reiten og Co at det kan være hensiktsmessig å ikke bruke alt for lang tid fordi dette går ut over målselskapets drift, som i hovedsak er et problem for selger, men det kan også gå ut over kjøper som potensielt skal ta over selskapet.

Til slutt fremheves det at det er best om begge parter er erfarne. Alle ønsker en erfaren forhandlingsmotpart da det blir en mer systematisk og godt gjennomført prosess.

### *Evaluering*

Rognes (2008) nevner at det kan være en fordel etter endt avtale og sette seg ned med motparten og gå igjennom avtalen som er inngått. Her kan de evaluere om det finnes noen paretooptimale løsninger. Ofte er partene litt mer avslappet i en slik situasjon og deler kanskje enda mer informasjon. Ingen av intervjuobjektene sa at de gjennomfører en slik prosess. De mente at etter endt avtale så var man ganske lei, og da var det lite fristende å utforske

potensielle interesser nærmere. Vi mener at dette er noe så erfarne forhandlere som PE-aktørene kan bli bedre på.

Det var bare Selskap A som nevnte at de evaluerte forhandlingsprosessen i etterkant for potensielt å finne områder de kan bli bedre på. Dette gir oss indikasjoner på at PE-aktørene ser på seg selv som ”ferdigutlærte”, og at de ikke bruker så mye tid på å bli bedre. Siden en forhandlingssituasjon sjelden er lik, tror vi at en alltid kan finne områder forhandlerne kan bli bedre på. Vi mener derfor at dette også er et punkt som de kan forbedre seg på.

#### **6.4 GENERELLE FAKTORER VED FORHANDLINGER I PE**

##### ***Viktig med relasjonsbygging***

Mange av intervjuobjektene trekker frem at det er viktig å bygge en god relasjon til ledelsen av målselskapet, både fordi de skal være med videre, og fordi de kan selge inn PE-aktøren til eksisterende eier:

*“Også er det jo avhengig av om management skal være med videre, og det å få en god relasjon til de slik at management som sier til dagens eiere at: Vet du hva, jeg vil faktisk at de her skal kjøpe oss, fordi jeg syntes de kara fra det andre selskapet.. jeg likte ikke dem da, jeg likte de andre bedre og det er de jeg vil jobbe med de neste fire årene. Å få bygget den type relasjoner er viktig.” (EQT)*

Altor utdyper at management kan selge inn deg som kjøper til eksisterende eiere:

*“det å få management til selskapet å tenke at disse hadde vært veldig allright at hadde vært eiere .. det er en, vil jeg si, alltid noe vi legger vekt på .. så er det ikke nødvendigvis at du alltid får noe like konkret ut av det, men noen ganger kan det hjelpe deg at management er veldig positive til at du skal bli eier .. det kan være at vi noen ganger finner ut hvem de andre kjøperne er, får informasjon som de andre ikke får ..” (Altor)*

I noen tilfeller skal også eierne av firmaet være med videre. Dette er ofte når selskapet er bygget opp av gründere, og disse skal beholde en viss eierandel i selskapet. Gode relasjoner med eiere trekkes da frem som helt nødvendig:

*“Fordi i noen tilfeller er det slik at de eierne som er i det selskapet skal være med videre .. og da må du jo ha en veldig stor grad av tillitt ..... (Reiten og Co)*

Selskap A, som stort sett kjøper opp selskap av gründere som skal være med videre, påpeker viktigheten av å bygge gode relasjoner underveis i prosessen:

*“...Det viktigste her uansett er jo det teamet... Og da må du på en måte sikre at den relasjonen funker ”....” Så det å bevare den tillitsrelasjonen er jo helt avgjørende egentlig.” (Selskap A)*

*“I tillegg så skal disse folka vi investerer skal vi jo bruke tid på etterpå. Det er jo da egentlig the action begins. Så det disiplinere jo på mange måter forhandlingene litt da. For hvis du skal kjøpe opp et selskap også, kan du egentlig si fuck off til dem etterpå så er det jo mye enklere, her nytter jo ikke det!” (Selskap A)*

### **Tillitt og omdømme i Norden**

Reiten og Co påpeker at graden av tillitt er mye større i Norden:

*“Da er det en ting hvert fall umiddelbart som slår meg og det er graden av tillit, som er veldig høy i Norden. og den er ikke eksisterende hvis du jobber med selskaper fra Syd-Europa eller andre steder. Eller alt utenfor Norden. Da starter du med null i tillitt og så må du bygge den opp, også i prosessen. Mens vi har en veldig stor grad av tillit, som vil si at vi tror på det som blir sagt og hvis folk lover noe, så blir det gjort. og det kjennetegner nok også M&A prosesser, det skiller seg fra andre steder.” (Reiten og Co)*

Altor trekker frem at spillereglene i mye større grad er satt i Norden, noe vi mener er med på å skape større grad av tillit:

*“hvis du opererer i det norske markedet så er det liksom, det er litt mer etablerte regler”...” men du kan jo få helt sjakk .. hvis du forhandler i en annen geografi hvor utgangspunktet er helt annerledes og da kan du få ekstremt steile fronter noen ganger.” (Altor)*

To av intervjuobjektene trekker frem viktigheten av å skape et godt renommé og bygge tillitt. Reiten og Co påpeker at det er uheldig å være kjent for å ha en veldig rå finansiell stil, mens Altor forklarer at det er personer de ikke forhandler med på grunn av deres dårlige renommé:

*“Og da er det jo over på rennommefaktor som igjen er basert på tillit, det er jo hva slags renommé drar vi inn i forhandlingene .. Er det en kjøper som er kjent for å være veldig sånn nedleggelsesdrevet ”.....” det er ingen som liker den rå finansielle*



*tilnærmingen for da er du ferdig, ikke sant .. Da kan du være på børs, skal du jobbe med folk så må du basere deg på noe annet enn bare rapportering av finans.” (Reiten og Co)*

*“.. du skal kanskje kjøpe noe av samme kjøper igjen .. eller selge noe, eller jobbe med noe annet, eller du skal treffe de advokatene igjen i en eller annen setting etc. .. så det er en egenverdi å bli oppfattet ... det er for eksempel private equity selskaper i Norge som har litt reputation for å ikke være helt honest i prosessen .. det vil si at ting som er blitt avtalt ikke blir til in the end .. og det gjør faktisk at jeg ikke gidder å kjøpe av de ..” (Altor)*

I Reiten og Co sitt eksempel fra Australia følte selger seg dårlig behandlet når Reiten og Co lanserte en ny pris grunnet for lite informasjon. Da var det viktig for Reiten og Co at selger forsto at det ikke var noe planlagt spill fra dem. Vi mener dette er et godt eksempel på hvor viktig renommefaktoren er for Reiten og Co:

*“Men jeg ønsket hvert fall at selger skulle sitte igjen med et korrekt bilde. Og det var at det ikke var noe planlagt opportunistisk løp fra vår side .... . Men jeg var veldig opptatt av at han skulle forstå at vi ikke hadde en plan fra dag en om å gå inn med et høyt bud.” (Reiten og Co)”*

#### **6.4.1 OPPSUMMERING AV GENERELLE FAKTORER VED FORHANDLINGER I PE**

**Tabell 4 - Generelle faktorer ved forhandlinger i PE**

Generelle faktorer ved forhandlinger i PE	Reiten og Co	Altor	EQT	Selskap A
Viktig med relasjonsbygging	x	x	x	x
Høy grad av tillitt og omdømme	x	x		

I tabell 4 oppsummeres de generelle faktorene ved forhandlinger i private equity. Alle intervjuobjektene fremhever relasjonsbygging som en viktig brikke i forhandlingene. Videre ser vi at Reiten og Co og Altor nevner at markedet i Norden er preget av en høy grad av tillit, og at det er viktig å ha et godt omdømme i bransjen.

#### **6.4.2 DRØFTING AV GENERELLE FAKTORER VED FORHANDLINGER I PE**

##### *Viktig med relasjonsbygging*

Som vi har vært inne på tidligere, virker det som om intervjuobjektene var opptatt av å bygge gode relasjoner til motparten. Mange av intervjuobjektene trekker frem at en god relasjon til ledelsen av målselskapet er viktig fordi de kan selge inn selskapet til eksisterende eiere. I tillegg er det viktig med en god relasjon fordi ledelsen ofte skal være med videre. Er det blitt etablert en dårlig relasjon til ledelsen i løpet av forhandlingsprosessen, vil det være vanskelig å starte et godt samarbeid. I forholdet mellom sak og relasjon virker det derfor som at PE-aktørene ser på relasjon som noe mer viktig.

##### *Høy grad av tillitt og omdømme*

Fingerle (2005) hevder at et godt omdømme er helt essensielt i PE-bransjen. Dette stemmer godt overens med våre funn. Flere av intervjuobjektene nevner viktigheten av å være kjent i markedet for å være ærlig, samt ha de rette verdiene. Et av intervjuobjektene sier for eksempel at de ikke gjør forhandlinger med visse aktører fordi de er kjent for å være uærlige. PE-bransjen i Norden består av relativt få aktører, der normene og reglene til en viss grad er satt. Dermed vil de ulike aktørene ha god oversikt over hva som skjer, og eventuell uærlig, eller opportunistisk oppførsel vil spre seg raskt. Vi tror derfor at det er spesielt viktig å opptre korrekt og ærlig i det Nordiske PE-markedet.

## **7.0 IMPLIKASJONER**

### **7.1 TEORETISKE IMPLIKASJONER**

Det teoretiske grunnlaget for denne utredningen har vært kjent litteratur og forskning om forhandlinger. Så vidt oss bekjent finnes det ikke noe eksisterende litteratur som tar for seg oppkjøpsforhandlinger i PE-bransjen, og vi mener derfor å kunne hevde at vår studie beriker den eksisterende litteraturen. Studien gir først en oversikt over hvordan ulike elementer i oppkjøpsprosessen og PE-bransjen virker på forhandlingsprosessen. Deretter ser vi på hvilke suksessfaktorer som finnes i PE-aktørens forhandlingsprosess. Det skal imidlertid nevnes at våre funn ligner tidligere forskning som beskriver hvordan man oppnår suksessfulle forhandlinger, og dermed kan vi ikke hevde at studien er banebrytende.

### **7.2 PRAKTISKE IMPLIKASJONER**

Målsetningen med denne studien har vært å gi en oversikt over hvilke suksessfaktorer som finnes i PE-aktørens oppkjøpsforhandlinger. At denne utredningen vil legge noen føringer for hvordan PE-aktørene utfører forhandlinger, tror vi er lite sannsynlig. Vi håper imidlertid at den kan være med på å gi dem en god oversikt over hva som er suksessfaktorene i deres forhandlingsprosess, samt gjøre dem oppmerksomme på noen områder der de kan forbedre seg. I tillegg håper vi at utredningen kan være interessant for personer som ønsker mer kunnskap om dette området.

### **7.3 FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING**

Grunnet oppgavens omfang og begrensning er det elementer og perspektiver vi ikke har hatt forutsetning for å forske på. I dette avsnittet kommer vi derfor med noen konkrete innfallsvinkler som muligens kan ha en innflytelse på problemstillingen, og det vil derfor være interessant å se nærmere på dette.

I denne utredningen har vi sett på oppkjøpsforhandlinger der PE-aktøren har fungert som kjøper. Et naturlig sted å plukke opp tråden vil være å se på oppkjøpsforhandlinger der PE-aktøren fungerer som selger, og se om det finnes noen suksesskriterier for hvordan PE-aktørene selger et selskap. I tillegg ville det vært interessant å se oppkjøpsforhandlingene fra gründernes perspektiv, og få deres oppfatning av hvordan PE-aktørene gjennomfører oppkjøpsforhandlinger.

Fra våre intervjuobjekter fikk vi et inntrykk av at det er stor forskjell i hvordan en oppkjøpsprosess vil foregå dersom det er snakk om et målselskap utenfor Nordens grenser. Det ville derfor vært interessant å se nærmere på hvordan det kulturelle aspektet påvirker forhandlingene.

Til slutt mener vi en mulig innfallsvinkel vil være å se på hvordan andre kjøpere gjennomfører sine oppkjøpsforhandlinger, for å se om det eksisterer noen utpreget forskjell fra PE-aktørene.

#### **7.4 STYRKER OG SVAKHETER**

Etter at vi satt oss inn i forhandlingsteori, hvordan en oppkjøpsprosess i Norden fungerer, samt PE-bransjens struktur, dannet vi oss noen tanker om hva vi kunne forvente å finne. Vi må innrømme at det ikke er umulig at dette har farget vår analyse av hvilke suksessfaktorer som finnes i PE-aktørens forhandlingsprosess. Samtidig føler vi at vi har prøvd å være objektive i våre vurderinger.

Da denne utredningen ferdigstilles i løpet av et semester, har tid til rådighet vært en begrensende faktor. Ideelt sett burde vi hatt flere intervjuobjekter da det ville gitt oppgaven og funnene våre mer validitet. En av styrkene ved denne utredningen er derimot kvaliteten på vårt datamateriale. Vi har fått gjennomføre dybdeintervjuer med erfarne forhandlere, som vi oppfattet som oppriktige i sine svar, og avslappet i forhold til oss som intervjuere. I tillegg har arbeidet med kategorisering og analysering av funn vært en tidkrevende prosess, og dersom datasettet hadde vært større er det mulig dette arbeidet ville blitt mindre nøyaktig.

Avslutningsvis må det påpekes at generaliserbarheten av denne studien er begrenset. Etersom vi har foretatt en kvalitativ undersøkelse med et begrenset utvalg fra PE-bransjen, der tre av intervjuobjektene driver med BO og kun én driver med VC, er ikke dette et representativt utvalg av hele PE-bransjen. Målsettingen med dette studiet var imidlertid å oppnå dybdekunnskap om vårt utvalg for å se om det eksisterer noen felles suksessfaktorer. I tillegg er vårt inntrykk at forhandlingsprosessen i PE-bransjen gjennomføres på omtrent samme måte i Norden, da prosessen er blitt relativt standardisert. Dermed vil vi kunne si at våre funn til en viss grad vil gjelde for andre PE-aktører også.

## 7.5 KONKLUSJON

Vi har i denne utredningen undersøkt om det finnes noen generelle suksessfaktorer for hvordan PE-aktørene gjennomfører sine oppkjøpsforhandlinger. For å drøfte vår problemstilling har vi tilegnet oss kunnskap om PE-bransjen, sett hvordan oppkjøpsprosessen i Norden gjennomføres, gjennomgått relevant forhandlingsteori, og analysert fire dybdeintervju, med erfarne aktører i PE-bransjen. På bakgrunn av dette arbeidet konkluderer vi under med at PE-aktørene syntes å ha noen generelle suksessfaktorer for hvordan de gjennomfører forhandlingsprosessen ved oppkjøp.

For det første vier alle mye tid og ressurser til planleggingen og forberedelsene av et oppkjøp. På bakgrunn av de premissene som er fastsatt i den overordnede forretningsplanen gjennomfører våre intervjuobjekter en systematisk og omfattende søkeprosess etter potensielle oppkjøpskandidater. En dyptgående due diligence- analyse, der fokus på å gjøre den “riktige” due diligence, sørger videre for at interesser og viktige forhandlingsdimensjoner fanges opp slik at utformingen av forhandlingsstrategien ikke blir en respons på konkrete forhandlingsbehov, men heller den mekanismen en bruker for å iverksette den overordnede forretningsplanen. Samtlige intervjuobjekter påpeker videre at det foretas en kartlegging av egne interesser, samt en prioritering av disse. Intervjuobjektene nevner derimot ikke viktigheten av å kartlegge motpartens interesser i det forberedende arbeidet i like stor grad. På den annen side trekkes dette frem som et viktig gjøremål i selve forhandlingsprosessen. Oppsummert finner vi flere suksessfaktorer i PE-aktørenes forberedende arbeid.

Det fremkommer videre i vår analyse at det finnes noen generelle suksessfaktorer knyttet til PE-aktørenes organisering av forhandlingsteamet. Spesielt finner vi at forhandlingslederen er en erfaren forhandler, som opererer under et fleksibelt mandat. Dette samsvarer godt med det Rognes (2008) trekker frem som en viktig brikke i å få til integrative forhandlinger med vinn-vinn løsninger.

Både Rognes (2008) og våre intervjuobjekter fremhever videre at bruken av såkalte eksperter, som advokater og rådgivere, er en viktig ressurs. Samtidig påpekes det at det kan oppstå en rekke utfordrende situasjoner forbundet med dette. Ved å bruke de samme ekspertene sikrer derimot PE-aktørene at disse har den nødvendige kompetansen, samtidig som de reduserer risikoen for at uerfarne eksperter forhandler utover sine mandat.

I fra første kontakt etableres og til en eventuell avtale signeres, finner vi flere generelle suksessfaktorer for hvordan PE-aktørene gjennomfører selve forhandlingsprosessen. Hvordan den første kontakten etableres kan ifølge Rognes (2008) ha innvirkning på hvordan resten av forhandlingene blir. I de tilfeller der det er kjøper som initierer oppkjøpsprosessen finner vi en suksessfaktor ved at PE-aktørene tar bevisste valg i forhold til hvem som er best egnet til å etablere første kontakt. I tillegg bruker PE-aktørene tidligere suksesshistorier for å selge seg inn som en attraktiv eier, noe de synes å ha suksess med. Et overraskende funn er imidlertid at oppkjøpsforhandlingene ikke bærer preg av den direkte informasjonsdelingen vi hadde antagelser om å finne. På tross av PE-aktørens erfaringer med forhandlinger er de altså ikke samstemte med Thompson (2005), som hevder at det er ingenting som tyder på at det er uheldig å gi informasjon om interesser i forhandlinger. Selv om forhandlingene preges av en mer indirekte informasjonsdeling, får vi et inntrykk av at PE-aktørene er dyktige på å hente ut informasjon gjennom å lese selgers kroppsspråk, lese mellom linjene, og stille rette spørsmål. I tillegg finner vi at bruken av pakkelsninger, og deres fokus på gode relasjoner samlet sett skaper et godt forhandlingsklima tilrettelagt for samarbeid. Samtidig fremheves nødvendigheten av å vise fasthet i situasjoner der det trengs for å ivareta egne interesser.

Når en avtale er signert kommer det imidlertid frem at PE-aktørene ikke ser nytteverdien av en etterevaluering. Generelt fikk vi et inntrykk av at PE-aktørene ser på seg selv som relativt “ferdigutlærte” forhandlere. Her har PE-aktørene et forbedringspotensial, og i henhold til gjennomgått teori vil det kunne hentes ut mye lærdom av en etterevaluering.

Et element som vi mener gjennomsyrrer PE-aktørens gjennomføring av oppkjøpsforhandlinger er deres fokus på relasjonsbygging og omdømme. Balboa og Marti (2007) sier at PE-aktører som opptre opportunistisk vil ha vanskeligheter med å innhente kapital til et nytt fond, noe som gir dem sterke incentiver for å bygge og opprettholde et godt omdømme. Viktigheten av et godt omdømme fremheves også av våre intervjuobjekter som påpeker at fokus på redelig oppførsel og relasjonsbygging er med på å skape en høy grad av tillit blant aktørene i Norden.

Oppsummert synes mange av de nevnte suksessfaktorer å bidra til at PE-aktørene har funnet en god balanse mellom sak og relasjon. Dette karakteriseres av Rognes (2008) som en av hovedutfordringene i forhandlinger, og vi mener derfor at dette er den mest fremtredende faktoren i forhandlingsprosessen som kan være med på å forklare PE-aktørens suksess.

# VEDLEGG

## Intervjuguide:

### ***Før intervjuet***

- Takke for at vi får intervjuet dem og gi en kort presentasjon av oss selv.
- Gjenta for dem temaet for vår utredning og problemstillingen.
  - “Hva er unikt ved forhandlingsprosessen under oppkjøp i det nordiske markedet, og hva er de typiske suksessfaktorene og fallgruvene i denne prosessen?”
- Forsikre intervjuobjektene at deres anonymitet og konfidensialitet vil bli ivaretatt.
  - Dere kan få se transkriberingen av intervjuet.

### ***Bakgrunn***

- Kan du fortelle litt om deg selv og hva du har av erfaring innenfor oppkjøpsforhandlinger?

### ***1. Generelt***

- Hva er deres motiver for å drive med oppkjøp?

### ***2. Ta utgangspunkt i en tidligere forhandlingssituasjon.***

- Gi en kort beskrivelse av målselskapet, og hva som var din rolle?

### ***Deltakere og organisering***

- Hvordan ble forhandlingsteamet satt sammen?
- Hvilke eksterne aktører/rådgivere tok dere i bruk?
- Hvilket mandat hadde forhandlingsteamet?

### ***Forberedelsene***

- Hvordan var det dere forberedte dere til forhandlingene?
  - Hvordan hentet dere inn informasjon om motparten?
  - Ble det laget en strategi for informasjonsinnhenting i forhandlingsprosessen?
  - Ble det utført en due diligence?
    - Satte dere her et starttilbud, aspirasjonsnivå og reservasjonspunkt?
  - Ble det utført interesseanalyser?
    - Ble det kartlagt felles, separate og konflikt- interesser?

- Hvilke dimensjoner var det som ble bestemt å ha fokus på og hvordan prioriterte dere de ulike dimensjonene?
- Ble det kartlagt alternativer til egen avtale (BATNA)?
- Ble det planlagt hvordan dere skulle kommunisere med alle de ulike aktørene?
- Hvordan forgikk selve forhandlingsprosessen?
  - Var det enkelt å etablere enighet om hvordan forhandlingene skulle foregå?
  - Var forhandlingene preget av god informasjonsflyt og tillit?
  - Fikk dere gjennomført en tilstrekkelig due diligence i løpet av prosessen?
    - Ble dere enige om normalisering av data?
  - Hvilke dimensjoner ble det forhandlet på?
    - I hvilken grad ble både overordnede og underordnede dimensjoner knyttet sammen for å skape kreative avtalemuligheter (pakker)?
  - Hvordan fungerte kommunikasjonen mellom de ulike aktørene? Var dette samarbeidet effektivt?
  - Hvor mye følelser spilte inn? Hvordan vil du si dette påvirket forhandlingene?

### *Evaluering*

- Var dette et godt forhandlingsresultat?
- Var motparten samarbeidsvillig i etterkant?
- Så dere på muligheten til å fornye avtalen?

### **3. Avslutning**

- Hva mener du er de typiske fallgruvene i forhandlinger?
- Hva mener du er de typiske suksessfaktorene?



# Litteraturliste

- Aabø-Evensen, O. K. (2011). *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet : En praktisk tilnærming til prosessene, verktøyene og eksemplene*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Argentum. (2005, April 15). *Høringsuttalelse vedrørende forslag til regulering av spesialfond*. Hentet september 2, 2014 fra [www.regjeringen.no](http://www.regjeringen.no):  
[http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0002/ddd/pdfv/243826-argentum\\_spesial.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0002/ddd/pdfv/243826-argentum_spesial.pdf)
- Argentum. (2014). Hentet fra [www.argentum.no](http://www.argentum.no):  
<http://www.argentum.no/en/Entrepreneurs/Glossary/>
- Balboa, M., & Martí, J. (2007). Factors that determine the reputation of private equity managers in developing markets. *Journal of Business Venturing*, v22 n4 , ss. 453-480.
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Brett, J., Shapiro, D., & Lytle , A. (1998). Breaking the Bonds of Reciprocity in Negotiations. *Academy of Management Journal*, v41 n4 , 410-424.
- Bygrave, W. D., Hay, M., & Peeters, J. B. (1999). *The venture capital handbook*. Harlow: Financial Times Prentice Hall.
- Cendrowski, H. (2012). *Private equity : history, governance, and operations*. Hoboken, N.J: Wiley.
- DVCA. (2008, June 25). *Active ownership and transparency*. Hentet September 5, 2014 fra [www.dvca.dk](http://www.dvca.dk):  
[http://www.dvca.dk/uploads/Publikationer/DVCA%20Rapport\\_UK%5b1%5d.pdf](http://www.dvca.dk/uploads/Publikationer/DVCA%20Rapport_UK%5b1%5d.pdf)
- EVCA. (2014, Mai 5). *2013 European Private Equity Activity*. Hentet September 5, 2014 fra [evca.eu](http://www.evca.eu):  
<http://www.evca.eu/media/142790/2013-european-private-equity-activity.pdf>
- Fenn, G. W., Liang, J. N., & Prowse, S. D. (1995). *The economics of the private equity market*. Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Fingerle, C. H. (2005). *Smart money : influence of venture capitalists on high potential companies*. Sternenfels: Verlag Wissenschaft & Praxis.
- Fisher, R., & Ury, W. (2011). *Getting to Yes* (3rd. utg.). New York: Penguin Books.
- Gelfand, M. J., & Brett, J. M. (2004). *The handbook of negotiation and culture*. Stanford, Calif.: Stanford Business Books.
- Gelfand, M., Erez, M., & Aycan, Z. (2007). Cross-cultural organizational behavior. *Annual review of psychology*, 58: , 479-514.
- Ghauri, P. N., & Grønhaug, K. (2010). *Research methods in business studies*. New York: Financial Times Prentice Hall.

- Golden-Biddle, K., & Locke, K. D. (1997). *Writing matters : crafting theoretical points from qualitative research*. London: Sage.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). *The venture capital cycle*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Grabenwarter, U., & Weidig, T. (2005). *Exposed to the J-Curve : understanding and managing private equity fund investments*. London: Euromoney Books.
- Hagenmüller, M. (2004). *Investor relations in private equity partnerships*. Sternenfels: Verl. Wiss. und Praxis.
- Hausman, M. J. (2002). Adequate Due Diligence. *The Journal of Private Equity*, v5 n4, 42-44.
- Hughes, H. (2007). Critical Incident Technique. I S. Lipu, K. Williamson, & A. Lloyd, *Exploring methods in information literacy research*. Wagga Wagga, N.S.W.: Centre for Information Studies, Charles Sturt University.
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Jacobsen, D. I., & Thorsvik, J. (2007). *Hvordan organisasjoner fungerer*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kramer, H. S. (2001). *Game, set, match : winning the negotiations game*. New York: Alm Pub.
- Kristoffersen, L., Tufte, P. A., & Johannessen, A. (2006). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. Abstrakt Forlag A/S.
- Lax, D., & Sebenius, J. (1986). *The Manager as Negotiator: Bargaining for Cooperation and Competitiv Gain*. New York: Free Press.
- Lewicki, R., Barry, B., & Saunders, D. (2011). *Essentials of Negotiations* (5th. utg.). New York: McGraw - Hill/Irwin.
- Lien, L. B., & Meyer, C. B. (2003, Mai). Hvordan mislykkes med fusjoner og oppkjøp. *Magma*.
- Lin, T. H., & Smith, R. L. (1998). Insider reputation and selling decisions: the unwinding of venture capital investments during equity IPOs. *Journal of Corporate Finance - Amsterdam* 4, no. 3, 241-263.
- Lyon, F., Möllering, G., & Saunders, M. (2012). *Handbook of research methods on trust*. Northampton, MA : Edward Elgar Pub.
- Menon. (2011, Mai). *Aktivetsundersøkelse for de norske aktive eierfondene Helår 2010*. Hentet September 8, 2014 fra [www.menon.no](http://www.menon.no): [http://www.menon.no/upload/2012/03/24/plugin-norsk\\_venturekapitalforening\\_-\\_aktivetsunderskelse\\_helr\\_2010-1.pdf](http://www.menon.no/upload/2012/03/24/plugin-norsk_venturekapitalforening_-_aktivetsunderskelse_helr_2010-1.pdf)
- Menon. (2014, Mars 26). *Private Equity Funds in Norway - Activity Report 2013*. Hentet September 8, 2014 fra [www.menon.no](http://www.menon.no): <http://www.menon.no/upload/2014/03/26/private-equity-funds-in-norway-activity-report-2013-final.pdf>

- Menon. (2014, Mai 26). *Verdiskapningsanalyse- De Aktive Eierfondene i Norge*. Hentet September 8, 2014 fra [www.menon.no](http://www.menon.no): <http://menon.no/upload/2014/05/26/verdiskapningsanalyse.pdf>
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *Venture capital and other private equity : a survey*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Müller, K. (2008). *Investing in private equity partnerships : the role of monitoring and reporting*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler / GWV Fachverlage.
- Mykland, S. (2011). *En studie av mekleratferd i norske rettsmekling*. NHH, Strategi og Ledelse . Bergen: NHH.
- O'Connor, K., & Carnevale, P. (1997). *A Nasty but Effective Negotiation Strategy*. *Personality and Social Psychology Bulletin*.
- Olekalns, M., & Weingart, L. (2004). *Emergent negotiations : stability and shifts in process dynamics*. Melbourne: Carlton Melbourne Business School.
- Powers, J. (2012, Februar 20). *The History Of Private Equity & Venture Capital*. Hentet September 10, 2014 fra [www.corporatelivewire.com](http://www.corporatelivewire.com): <http://www.corporatelivewire.com/top-story.html?id=the-history-of-private-equity-venture-capital>
- Prowse, S. D. (1998). The Economics of the Private Equity Market. *Economic Review- Fedeval Reserve Bank of Dallas, no. 3, ss. 21-34*.
- Rognes, J. K. (2008). *Forhandlinger*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Rognes, J., M.Bjerkan, J., & Ingerø, B. B. (1998). 6 Forhandlinger i fusjoner og oppkjøp. I K. Boye, & C. B. Meyer, *Fusjoner og oppkjøp* (ss. 162-179). Oslo: Cappelen Damm AS.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics, v27 n2, 473-521*.
- Salacuse, J. W. (2003). *The global negotiator: making, managing, and mending deals around the world in the twenty-first century*. New York: Palgrave Macmillan.
- Saunders, M., Lewis, P., & Tornhill, A. (2009). *Research for Business Students* (5th. utg.). Harlow: Pearson Education Limited.
- Schei, V. (2002, 02). Vinn-Vinn Forhandlinger. *Magma*.
- Schell, J. M. (2006). *Private equity funds : business structure and operations*. New York: Law Journal Press.