



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

ENT 36701

Bacheloroppgave - Entreprenørskap

Bacheloroppgave

EXIT

Navn: Karoline Ellefsæter, Ole Gunnar
Henriksen Nordli

Utlevering: 06.01.2020 09.00

Innlevering: 03.06.2020 12.00

Bacheloroppgave

ved Handelshøyskolen BI



ENT3670 - Entreprenørskap og Økonomi

Utleveringsdato:

06.01.2020

Innleveringsdato:

03.06.2020

Stuedsted:

BI Oslo

EXECUTIVE SUMMARY

Denne oppgaven tar for seg salgsprosessen av egen virksomhet, herunder exit. Målet med oppgaven er å definere utslagsgivende faktorer man bør ta hensyn til, og prøve å tidfeste når man skal begynne å innrette seg de ulike. Det er utført seks intervjuer med entreprenører som befinner seg i ulike stadier av salgsprosessen, fra å ikke ha tenkt på det, til å ha utført flere vellykkede exits. Utfallet av sammenstillingen av teorien opp i mot praksis har hjulpet oss å definere fire utslagsgivende områder oppsummert i en ny modell (figur 6.2.1). Denne tar for seg i) entreprenøren, i hvilken grad hen legger forutsetningene i starten av virksomheten på bakgrunn av egen erfaring, eierandel samt ledelsesstil. ii) Organisasjonen, viser oss at selskapets avhengighetsgrad til nøkkelpersoner, samt utarbeidelsen av en organisasjonskultur har utslagsgivende effekt på verdi. Dette blir i utvalget i varierende grad hensyntatt, noe grunnet ulike behov. iii) De makroøkonomiske fluktasjonene i økonomien påvirker verdsettelsen, som gjennom analyser kan identifisere med- eller motsykliske tendenser i aktuell virksomhet. iv) Timing er av helt essensiell faktor, hvor man ser selskapets finansielle situasjon. Det fremheves at salg bør forekomme mens man har vekst i omsetning samt potensialet for vekst i overskuelig fremtid. Avslutningsvis tas disse fire aspektene til etterretning for definering av hvorvidt det er fordelaktig å inngå en “suksessfull” exit. Ved å se på de ulike momentene som fremkommer i modellen finner vi potensielle årsakssammenheng til måloppnåelsen av de enkelte bedriftene.

INNHOLDSFORTEGNELSE

| | |
|---|-----------|
| EXECUTIVE SUMMARY | 2 |
| INNHOLDSFORTEGNELSE | 3 |
| 2. BAKGRUNN | 5 |
| 3. PROBLEMSTILLING & AVGRENSNING | 5 |
| 4. METODE | 6 |
| 4.1 INNLEDNING | 6 |
| 4.2 ARBEIDET MED OPPGAVEN | 6 |
| 4.3 VALG AV FORSKNINGSDESIGN OG METODE | 7 |
| 4.3.1 Eksplorativt design | 7 |
| 4.3.2 Kvalitativ metode | 8 |
| 4.4 ARBEID MED INTERVJU OG EMPIRI | 8 |
| 4.4.1 Innsamling av primærdata | 8 |
| 4.4.2 Innsamling av sekundærdata | 9 |
| 4.5 KILDEKRITIKK | 10 |
| 5. TEORI | 12 |
| 5.1 INNLEDNING | 12 |
| 5.2 ENTREPRENØREN | 12 |
| 5.2.1 Entreprenørens erfaring | 13 |
| 5.2.2 Entreprenørens eierandel | 14 |
| 5.2.3 Endring av ledelsesstil | 15 |
| 5.2.4 Verdi vs pris | 16 |
| 5.3 TIMING | 17 |
| 5.3.1 Valg av exit type | 20 |
| 5.3.2 Cash-only eller earn-out? | 21 |
| 5.3.3 Salgsprosessen | 21 |
| 5.4 ORGANISASJONSKULTUR | 22 |
| 5.4.1 Nøkkelperson-effekten | 22 |
| 5.5 MAKROØKONOMI | 23 |
| 5.5.1 Bølger | 24 |
| 5.5.2 Faktorer | 25 |
| 5.6 TEORETISK OPPSUMMERING | 26 |
| 6. ANALYSE | 27 |
| 6.1 INNLEDNING | 27 |
| 6.2 TEORETISK MODELL | 27 |

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 6.3 ENTREPRENØREN | 28 |
| 6.3.1 Entreprenørens erfaring | 28 |
| 6.3.2 Entreprenørens eierandel | 30 |
| 6.4 ORGANISASJONEN | 32 |
| 6.4.1 Nøkkelpersoneffekten | 32 |
| 6.4.2 Earn-out eller Cash-Only? | 33 |
| 6.4.3 Verdi og salg | 34 |
| 6.4.4 Organisasjonskultur | 35 |
| 6.5 TIMING | 36 |
| 6.5.1 Vekstfasen | 36 |
| 6.6 MAKROØKONOMI | 38 |
| 7. EXIT : KONKLUSJON | 42 |
| 8. LITTERATURLISTE | 44 |
| 9. VEDLEGG | 50 |

2. BAKGRUNN

Gjennom våre tre år ved Entreprenørskap og Økonomi ved Handelshøyskolen BI har vi lært hvordan å starte og drive en virksomhet, men ikke hvordan man skal avslutte om man ønsker å begynne et nytt kapittel. Derfor ønsker vi i denne bacheloroppgaven å utrede praktisk informasjon om hvordan man selger sin virksomhet og hva man bør være observant på. Videre hvilke faser man bør iverksette forskjellige tiltak for å kunne påvirke verdsettelsen samt tilrettelegge for maksimering av potensialet ved exit. Certo et al., (2001, gjengitt i Wennberg, Wiklund, DeTienne & Cardon, 2010) definerer målet med entreprenørskap som at grunnleggerne skal kunne opparbeide en personlig formue. Vi ønsker derfor i denne oppgaven å se på ulike faktorer som kan muliggjøre dette. Videre drøftes dette opp mot et utvalg entreprenører som enten har vært, eller skal, gjennom en exit. Van Witteloostuijn (1998) differensierer exit som forskjellen mellom konkurs og det å selge et firma (Wennberg et. al, 2010). I vår oppgave vil vi se nærmere på exit som en form for finansiell høsting, herunder børsnotering, oppkjøp og fusjoner (DeTienne, McKelvie & Chandler, 2015). Dette for å skape en bedre forståelse for hvilke drivere som bidrar til best mulig avkastning ved et salg, da disse er gjort frivillige, ofte med et ønske om høy avkastning, eller som en del av en ekspansjonsstrategi (Thyness & Svensen, 2012).

3. PROBLEMSTILLING & AVGRENSNING

Denne oppgavens formål er å sette lys på de viktigste faktorene som er med på å spille inn ved et bedriftssalg. Hvor studien avgrenses til finansiell høsting som ekskluderer ufrivillig salg og konkurs. Dette for å avdekke hvilke elementer som kan bidra til en høyere avkastning fra entreprenørens side når hen har eller skal selge virksomheten sin. Denne type salg kalles en entreprenøriell exit, og er i følge DeTienne (2010, s. 204) *“The process by which the founders of privately held firms leave the firm they helped to create; thereby removing themselves, in varying degree, from the primary ownership and decision-making structure of the firm”*. Det er denne definisjonen vi tar utgangspunkt i gjennom oppgaven.

Vi ønsker med bakgrunn i faglitteratur supplert med primær- og sekundærdata å se etter punkter i de ulike livsfasene til en bedrift. Da i lys av et økonomisk perspektiv ved å koble inn hvordan entreprenøren kan tilrettelegge for en suksessfull avslutning. Ved suksessfull legger vi til grunn salg av virksomhet når verdsettelsen er tilnærmet sitt høyeste. Da vi fra tidligfasen av denne oppgaven hadde en hypotese om at tidsperspektivet ved salg spiller en stor rolle, har dette blitt en naturlig del av problemområdet. Dette samlet gir oss problemstillingen:

Hvilke faktorer skal til for å planlegge og gjennomføre en suksessfull entreprenøriell exit, og i hvilke stadier i livssyklusen bør man begynne å ta hensyn til dem?

4. METODE

4.1 INNLEDNING

I metodekapittelet ser vi på det metodiske rammeverket som er brukt ved informasjonsinnhenting. Herunder valg av eksplorativt design og kvalitativ metode som forskningsdesignet. Vi kommer også til å redegjøre for arbeidsprosessen med innsamling av primær- og sekundærdataene og til slutt avslutte med kritikk til de nevnte metodene. Dette vil samlet sett bidra til å kvalitetssikre og motarbeide potensielle feilkilder.

4.2 ARBEIDET MED OPPGAVEN

I løpet av våre tre år ved Handelshøyskolen BI har vi ved flere anledninger samarbeidet og skrevet oppgaver, hvor vi har spilt på hverandre og sammen oppnådd gode resultater. Det falt seg derav naturlig for oss i fellesskap å avslutte reisen med vårt siste BI-eventyr. En betydelig del av vårt studie har hatt fokus på viktigheten av å bygge et godt nettverk. Vi finner flere av våre tidligere bekjentskaper interessante i henhold til oppgavens problemstilling, noe som var praktisk for å senke inngangsbarrieren for dem å delta på dette prosjektet.

Utover dette ønsket vi naturligvis også å utvide nettverket mer, og anser oppgaven som en gylden mulighet til å skape kontakt med flere fremragende individer. Fra tidligere erfaringer har vi blitt oppmerksom på hvor hjelpsomme mange bedriftseiere er, og overrasket over villigheten til å dele informasjon og samarbeide med studenter, som er intet unntak i arbeidet med denne oppgaven.

Det har ikke lyktes oss å finne direkte relevante studier, men det eksisterer delvis relevante. Dette baserer seg på at mye av dagens forskning tar utgangspunkt i kjøpers perspektiv, hvor vi ønsker vinklingen fra entreprenørens synspunkt. Dette har vi løst ved å transformere kjøpers kriterier til fordel og forutsigbarhet for selgers fremgangsmetodikk. Ikke all faglitteratur vil bli analysert, da deler vil være relevant bakgrunnsinformasjon for leser i å danne forståelse rundt feltet.

4.3 VALG AV FORSKNINGSDESIGN OG METODE

4.3.1 Eksplorativt design

Valg av design baserer seg på tre faktorer. i) I hvilken grad forskerne har erfaring fra det aktuelle området, ii) har kjennskap til teoretiske og relevante studier og iii) ambisjonsnivået til å se sammenhenger mellom variablene (Gripsrud, Silkoset & Olsson, 2004). Vi har valgt å benytte oss av eksplorativt design da vi ikke innehar tidligere kjennskap til emnet. Denne type design er utforskende og kan derfor gi en dypere innsikt og forståelse av fagområdet. Et resultat av dette kan være å skape nye hypoteser til ytterligere utredninger (Gripsrud, 2010). Videre ønsker vi en mellomstilling i ambisjonsnivået hvor vi vil se om det eksisterer samvariasjon mellom dataene og om det kommer til uttrykk i de enkelte bedriftene. Samlet sett vil vi benytte det eksplorative designet til å kunne utvikle vårt ferdighetsnivå, skape en oppgave med nye utspringsmuligheter samt kunne avdekke potensielle koblinger.

4.3.2 Kvalitativ metode

I denne oppgaven har vi benyttet oss av kvalitativ metode hvor *“målet er å få frem betydningen av folks erfaringer og å avdekke deres opplevelse av verden”* (Kvale & Brinkman, 2009, gjengitt i Dalland, 2012 s. 140). Ved å benytte oss av en kvalitativ tilnærming ønsker vi derfor å få den dybden og forståelsen problemstillingen krever. Vi vil derfor ikke kunne konkludere med en gitt løsning som vil passe for alle, men heller få en dypere innsikt av utvalgets vektleggelse ved en exit. På så måte belyse de ulike strategiene man kan avslutte et eierskap på, og for at vi vil få en større innsikt til bedriftenes individuelle valg. Formålet med en slik studiemetode er også å opparbeide dyp kunnskap og forståelse av spesifikke kontekster, begreper og kategorier (Grønmo, 2020). Denne form for metode kan derfor bidra til å samle og styrke allerede eksisterende teori om exit opp mot et knippe selvplukkede bedrifter.

4.4 ARBEID MED INTERVJU OG EMPIRI

Det var ønskelig å snakke direkte med entreprenøren av selskapet. På så måte fikk vi uttalelsene og synspunktene direkte fra dem, slik at de har anledning til å ytterligere svare på våre spørsmål (Gripsrud, 2006). Grunnet en noe spesiell samfunnssituasjon ble alle intervjuer i denne studien holdt elektronisk. Det var ønskelig fra vår side å da benytte oss av videokonferanse, for å få en mer personlig tilnærming. Dessverre lot dette seg ikke gjøre i alle tilfellene, og vi hadde et par unntak hvor intervjuene foregikk over telefon.

4.4.1 Innsamling av primærdata

Eksplorativt design benyttes for å samle inn primærdata hvor ett av verktøyene er dybdeintervjuer som standard varer i ca én time (Gripsrud, 2006). En oversikt over utvalget kan ses i vedlegg 2. Vi har foretatt seks intervjuer som foregikk mellom en halv til én time. Respondentene stiller uforberedt og har blitt stilt spørsmål ut i fra en lik intervjuguide (vedlegg 1), men ordlyden i spørsmålene ble tilpasset med hensyn til språkbruket til intervjuobjektet. Dette med hensyn til at vårt utvalg er i en spredt aldersgruppe samt med varierende grad av erfaring i

feltet (Gripsrud, 2006). Det var viktig for oss å skaffe en diversifisert gruppe mennesker med ulike erfaringer gjennom både progresjon og utførelse, hvor noen allerede har solgt hele eller deler av bedriftene, mens andre er fortsatt i tankeprosessen. I tillegg er det blitt gjort vurderinger underveis ift. rekkefølgen da samtalen av natur flyter annerledes med forskjellige individer. Vi har derfor benyttet intervjuguiden som en sjekklister fremfor å følge den slavisk. Rekkefølgen av spørsmålene er også av betydning, da man skal begynne med lettere spørsmål for å åpne opp for dypere besvarelser lenger ut (Gripsrud, 2006).

Noen av spørsmålene i intervjuguiden viste seg å være unødvendige, men ble tatt med for å kunne fylle et eventuelt tomrom (Gripsrud, 2006) og for å sette i gang konversasjonen. Et eksempel på dette er “når startet bedriften opp? Var du med fra starten av?” Hvert punkt er ikke utarbeidet med sonderings spørsmål, men blir tatt ved behov. Ordlyden i spørsmålene er tilrettelagt på så måte at de motiverer til utfyllende svar. Eksempelvis at de hovedsakelig ikke er formulert som ja/nei besvarelser. I tillegg til dybdeintervjuene av entreprenørene har vi støttet oss på Rollef Øystein Krabberød, senior manager i Deloitte. Han opererer som en tredjeperson ved kjøp og salg av bedrifter, og vi utførte derfor et intervju med ham tidlig i prosessen for å lettere kartlegge de ulike aspektene i oppgavens omfang. På så måte ga dette en indikasjon på hva vi kunne forvente ved bedriftssalg i praksis.

4.4.2 Innsamling av sekundærdata

Skillet mellom primærdata og sekundærdata er at sistnevnte er informasjon vi selv ikke har innhentet (Gripsrud et al., 2004). Av sekundærdata har man tilgang til interne kilder og eksterne kilder. Hvor vi i denne oppgaven har forholdt oss til eksterne kilder som offentlig publiserte data. Disse inkluderer blant annet Statistisk Sentralbyrå (SSB), bransjeorganisasjoner og offentlige myndigheter (Gripsrud et al., 2004). Disse har forskjellig datagrunnlag, hvor SSB følger de prinsipper satt av FN og EU for produksjon av offisiell statistikk. I tillegg er publiseringen og produksjon uavhengig, upartisk og objektiv overfor evt. finansieringskilder, myndigheter med mer (SSB, 2017).

I epostkorrespondanse 25. mai 2020 fremkommer det fra kommunikasjonssjef Geir Harald Aase i Oslo Børs at de henter sitt tallgrunnlag fra eget handelssystem. Informasjonen kommer fra selskapene selv. Våre kjerneartikler er av fagfellevurdert litteratur, som innebærer at de er kvalitetssikrede forskningsbidrag (Svartdal, 2020). I tillegg er det innhentet sekundærdata fra bl.a Oria, biblioteket på BI, Google Scholar, avisartikler og Atekst.

4.5 KILDEKRITIKK

Kildekritikk i enhver studie er viktig da dette bidrar til å skille mellom verifiserte opplysninger og spekulasjoner (Leth & Thurén, 2000, gjengitt i Dalland, 2012). Det er i følge Gripsrud, et al., (2004) tre aspekter som kan danne målefeil under interaksjonene. Da enten ved at respondenten ikke forstår spørsmålet, ønsker å svare uoppriktig eller usikker på hva intervjueren mener. Intervjueren kan mistolke verbale responser samt registrere responsen inkorrekt. Det kan igjen påvirkes av hele intervjusituasjonen hvor det kan ha forekommet på et uheldig tidspunkt eller upassende omgivelser. Vi har foretatt intervjuene på tider tilpasset kalenderen til respondentene for å minimere påvirkningsfaktoren, men knapphet på tid kan ha påvirket svargivningen. I tillegg ved tidsbegrenset intervjuform kan intervjuerens tilstedeværelse påvirke svargivningen, samt gi mindre gjennomtenkte svar da respondenten kan bli utålmodig (Gripsrud, 2006). Ingen av våre intervjuer har vært ved personlig møte, slik at et distansert forhold kan være med på å skape en feiltolkning fra vår side, spesielt da 80-90% av hva man sier formidles via kroppsspråk (Ellefsen, 2016).

Da vi har benyttet oss av kvalitativ metode med kun seks respondenter i denne oppgaven vil derfor utvalget være noe snevert, og konklusjonen ved oppgavens ende vil derfor ikke være en fasit for alle. Det var av intensjon å ha relativt åpne spørsmål i intervjuguiden for å ikke legge føringer for hva intervjuobjektet ville svare. Dette kan åpne opp for en større grad av tolkning både for respondentene og oss, på så måte at intervjuobjektene kan tillegge ulike forutsetninger ved svargivningen. Dette ble motarbeidet ved å tilføye sonderings spørsmål underveis for å føre samtalen i ønsket retning.

Underveis i arbeidet med oppgaven dukket flere relevante spørsmål opp, slik at det med tiden har blitt opparbeidet større innsikt i problemområdet, hvorav vi kan ha oversett noe i tidligere fase. Dette har vi prøvd å motarbeide ved å forholde oss mest mulig til intervjuguiden. Da respondentene var uforberedte kan dette ha ført til mindre betenkte svar, men med en respons basert på intuisjon. Spørsmålene ble lagt opp på så måte at de kan besvares med ulike ferdigheter og kompetansenivåer.

Ettersom sekundærdata på et tidspunkt var primærdata har de risiko for å inneha samme kildefeil som dem. I tillegg må man være observant på utvalgsfeil, som f.eks at noen er brukt dobbelt, benyttet upresise spørsmål eller lignende (Gripsrud et al., 2004). I de tilfeller skal dataene forkastes. Dette forutsetter vi at SSB, Oslo Børs og lignende profesjonelle informasjonskilder forholder seg til. Videre ser vi at ved bruk av fagartikler skrevet på engelsk kan det ha forekommet egne tolkninger fra vår side ved oversetting til norsk.

Når vi kommer til kilder som Eigergruppen og andre rådgivningsbedrifter vil det kunne være visse svakheter som reduserer validiteten da de kan fremme egne interesser ved presentasjonen av fagstoffet. Likevel annonserer disse at de er de *“ledende rådgiver på fusjoner, oppkjøp og salg av virksomheter”* (Eiger Corporation AS, u.å). Vi ser likhetstrekk til teoriene som er lest opp i mot Krabberød fra Deolitte sine uttalelser, og vi tar derfor utgangspunkt i at deres fremstilling av salgsprosessen vil være tilstrekkelig for denne oppgavens omfang.

5. TEORI

5.1 INNLEDNING

I dette kapitlet tar vi for oss det teoretiske grunnlaget for videre diskusjon rundt problemstillingen. Vi tar for oss teorier og fagområder som tar utgangspunkt i entreprenøren, timing, organisasjonskultur og makroøkonomi. Avslutningsvis oppsummeres kapitlet i en teoretisk oppstilling.

5.2 ENTREPRENØREN

“In Silicon Valley, the most important thing to think about when starting a company is how you’re going to end it.” (Lemley & McCreary, 2019, s. 1).

Dette blir generelt sett ikke støttet helt ut, i en undersøkelse gjort av Inc. Magazine Online (2005) viser at 45% av daglige ledere hos de 500 raskest voksende bedriftene i USA startet firmaene med en exit strategi (DeTienne, 2010). Hvorvidt entreprenøren har utviklet en exitstrategi fra starten av eller ikke mener DeTienne forankrer seg i hvilken type entreprenør hen er. Man kan skille mellom de som starter opp som en del av sin livsstil, også kalt “livsstil-entreprenører”, og de som starter opp noe for å finne en alternativ inntektskilde som defineres som “inntekts-erstatere. Karakteristika for disse er at de ser på bedriften som en forlengelse av seg selv, og har på grunnlag av sin emosjonelle tilknytning mindre sannsynlighet for å utvikle en exitstrategi. Sist, “vekst-entreprenøren”, er de som er orientert mot skalerbarhet og er ikke i stor grad tilknyttet selskapet og vil derfor ha lettere for å utvikle en exitstrategi (DeTienne. 2010).

DeTienne mener også at entreprenører som lager exitstrategi tidlig har større sjans for å kunne ta en slik exit hen hadde tenkt. Dette blir referert til som Goal Theory som går ut på hvilke mål du setter deg påvirker hva du oppnår (Latham, 2004, gjengitt i DeTienne, 2010). Det samsvarer med Fater (2012) som sier at det første steget til å inngå en suksessfull exit er å utvikle firmaets strategiplan. Bedriften er sårbare og lett påvirkelig av grunnleggerens valg i dens tidlige fase.

Derfor er det viktig at entreprenøren utvikler en exitstrategi tidlig for i det hele tatt muliggjøre en exit samt kunne tilgjengeliggjøre andre alternativer (DeTienne, 2010). På en annen side er det ifølge Ramsinghani (2014) ikke bare entreprenøren som bestemmer utfallet av en exit. Det avhenger i følge ham også graden av engasjement blant interessentene, herunder styret, investorer, entreprenøren etc., som vil determinere utfallet av en exit. Dette støttes opp av DeTienne (2010) som sier at entreprenører og grunnleggere ofte har en høyere prosentvis eierandel og derav vil være vesentlig ved beslutninger som skal tas.

5.2.1 Entreprenørens erfaring

Det er flere sider av et selskap som blir påvirket av entreprenørens erfaring. Det som peker i negativ retning for exit er en studie utført av Taylor ((1999) gjengitt i Wennberg et al., 2010) av 1.361 entreprenører i UK, hvor det viser seg at med tidligere entreprenøriell erfaring så avtar sannsynligheten for å ta en exit. Lee & Lee (2014) viser til en undersøkelse som forteller oss at bransjekunnskap og utdanning ikke har en signifikant effekt på en suksessfull exit. De mener dog dette er viktig i tidligfasen til en bedrift, men ikke en indikator for å gjøre en suksessfull exit. På en annen side viser Jørgensen's (2005) studie av 31.000 danske entreprenører at tidligere erfaring øker sjansen for å inngå en exit (Wennberg et al., 2010).

Støttende argumentasjon kommer fra Feld & Mendelson (2013) som sier at entreprenørens erfaring kan være med å determinerer verdien av en bedrift i oppstartsfasen. Dette kan være på grunnlag av at en entreprenør med industrierfaring, alder og utdanningsnivå ofte sette høyere mål til bedriften (DeTienne & Cardon, 2012). Dette kan i likhet forklares at entreprenører med erfaring også har en tendens til å skape selskaper med høyere vekstpotensiale, samt at de erfarer at erfarne entreprenører starter opp selskaper for å opparbeide personlig rikdom i større grad enn uerfarne entreprenører (Westhead, 2003, referert til i DeTienne & Cardon, 2012). Wennberg et al. (2010) ser også at entreprenøriell erfaring er positivt korrelert med at entreprenøren tar en exit for å oppnå personlig økonomisk gevinst. I tillegg kan vi se at erfaring skaper en

entreprenøriell resirkulering, hvor tidligere entreprenører blir investorer og styremedlemmer for å gi den opparbeidede kunnskapen til andre firmaer (Mason & Harrison, 2006, referert i DeTienne, 2010).

5.2.2 Entreprenørens eierandel

Hovedfokuset innen exitteori er, ved en helt- eller delvis exit, bytteforholdet mellom økonomi og kontroll (Smith, 2005). Dette da eierskap har en stor innvirkning på mengden makt individer i en organisasjon har (Boeker & Wiltbank, 2005, gjengitt i DeTienne, 2010). Det er naturlig at grunnleggeren ofte i oppstartsfirmaet sitter på store eller hele eierandelen og at dette reduseres i det selskapet vokser (Wasserman, 2012). Da det gjelder eierandel versus exit viser det seg at entreprenører med høy eierandel vil sjeldent ha høyt fokus på en exitstrategi. Dette fordi den opplever lite press fra andre aksjeeiere, og uten dette presset vil entreprenøren ofte ha et mer daglig kortsiktig fokus enn et strategisk og langsiktig (DeTienne, 2010).

I de tilfeller man er mer enn én grunnlegger ser Wasserman (2012) det som usannsynlig at grunnleggere vil bidra like mye verdi til et selskap. Han ser det som naturlig at det burde eksistere få bedrifter med helt jevn eierfordeling. Likevel var et av funnene i studien at 67% av bedriftene hadde fordelt eierandelene ulikt. Ulike grunner til en skjev aksjefordeling er offisielle titler, hvem som kom opp med konseptet, tid og ressurser. På en annen side mener Wasserman at ved å fordele eierskapet eksempelvis 49/51% kan man gi inntrykk av at den ene parten er mer opptatt av å ha kontroll enn å skape et effektivt partnerskap. En annen årsak som kan forklare eierfordelingen er hvorvidt grunnleggerne har hatt tidligere samarbeid (Wasserman, 2012).

Når bedriften ekspanderer utvikles partnerskap, man inkluderer investorer, og med det blir eierskapet og styringen fordelt på flere mennesker (DeTienne, 2010). Som et resultat av dette diskuterer Wasserman (2012) at en grunnleggers første steg på veien til å miste kontroll over de store avgjørelsene i startupet er redusert kontroll i styret. Det kan derfor tenkes at allerede ved bedriftens oppstart bør en strategi

rundt eierstyring være i entreprenørens tanker. Likevel kan en leder se seg nødt til å dele på eierskapet for å kunne tilføre firmaet mer kapital, nye ressurser og ny energi. Styrets størrelse er av betydning, dette da de innehar kunnskap om industrien og dens forretningsperspektiv (Wassermann, 2012).

Det vil være lurt å selge mens man sitter på en større eierandel og unngå å måtte akseptere en avtale man ellers ikke ville inngått (Wassermann, 2012). Da ved motsatt fall kan det åpne opp for at investorene kan iverksette en transaksjon som kan gå på entreprenørens bekostning (Smith, 2005). Skulle du finne deg i en situasjon hvor en investor har kontrakt på x multipl, en forholdsmessig beregnet verdiøkning av kapitalinnskuddet, kan vedkommende i følge Feld & Mendelson (2013) blokkere salget av selskapet. På så måte at den større oppkjøper må skru opp prisen for å få til et salg som investoren er fornøyd med, noe som også kan være til gunst for entreprenøren.

5.2.3 Endring av ledelsesstil

Ved et salg er det essensielt med en overgang fra entreprenøriell ledelse til profesjonell ledelse. En typisk overgang fra entreprenøriell ledelse innebærer, i følge Hofer & Charan (1984), at bedriftens avhengighet til en eller to nøkkelpersoner reduseres ved å institusjonalisere prosessene. Avhengigheten kan være en viktig suksessfaktor for et firma i startfasen, men kan være lite effektivt på lang sikt, og bedriften trenger derfor å gå over til et profesjonelt lederteam. Det er visse utfordringer tilknyttet overgangen. Eksempelvis at arbeidsrutiner blir forstyrret, de ansatte kan bli usikre og det kan derfor ende med en redusert ytelse samlet sett (Haveman & Khaire, 2004, gjengitt av DeTienne, 2010). Samtidig ser man at et profesjonelt lederteam bidra med sin evne til å skape mer kapital, tilføre nye ressurser, samt utvide og øke legitimiteten (DeTienne, 2010).

5.2.4 Verdi vs pris

“Cecil Graham: What is a cynic?”

*Lord Darlington: A man who knows the price of everything,
and the value of nothing.*

*Cecil Graham: And a sentimentalist, my dear Darlington, is
a man who sees an absurd value in everything and doesn't
know the market price of any single thing.”*

Som Oscar Wilde fremførte i *Lady Windermere's Fan* (1893, s. 67) er verdi og pris to ulike subjektive persepsjoner. Dette fenomenet har engasjert verdivurderingsentusiaster gjennomgående opp igjennom tidene. En av verdivurderingsfeltets mest anerkjente, Aswath Damodaran ser på subjektiv prising som helt absurd, dette fordi investorer ikke priser finansielle ressurser av emosjonelt eller estetisk grunnlag. I hans perspektiv oppstår pris basert på den kalkulerede kontantstrømmen den er forventet å frembringe (Damodaran, 2012). Clausen (2002) ser flere faktorer utover kontantstrøm som kan påvirke prisingen, i form av selskapets renommè samt evnen til å gi markedsaktørene forventningene om suksess. Noe som også støttes av Agdesteen (2013). Schmidlin (2014) mener at kunsten av verdivurdering ligger i analysen av forretningsmodellen, hvor det er selskapets markedsposisjon og kostnadskontroll som er den viktigste driveren for en suksessfull virksomhet. Damodaran (2012) bekrefter også at verdien av et selskap avhenger av i hvilken grad selskapet presterer i forhold til sine konkurrenter. Selv om det er ulike meninger om verdien og prisen, er veien for å oppnå den høyeste summen å selge på riktig tidspunkt (Ramsinghani, 2014).

5.3 TIMING

Et av de største spørsmålene rundt salg er naturligvis, på hvilket tidspunkt er bedriften best tilrettelagt for salg? Det å treffe timingen blir vurdert som en av de mest essensielle faktorene for suksess. Om man klarer å time markedets interesse kan selskapet oppnå optimal verdsettelse og gi eierne størst mulig avkastning (Agdesteen, 2013). Fordelaktige forhold for en exit er etter Ramsinghani (2014) verdidrivere som økende salg, ledende markedsposisjon samt sterke legale beskyttelser som varemerke eller lignende. Samtidig påpekes det viktigheten av at grunnlegger, styremedlemmene og investorene er på lik linje da det gjelder timing og hvilken verdi en exit skal ha. Markedsmessig er høy internrente samt et generelt sterkt makroøkonomisk marked (Ramsinghani, 2014). Likhetstrekk til Ramsinghani sitt perspektiv på optimal timing ser vi i figur 5.3.1 ved stjernen hos Boston Consulting Group (BCG matrisen). Det er en analyse som viser hvilken strategi man bør følge gitt situasjonen bedriften befinner seg i (Schmidlin, 2014). Herunder stjerne, cash cow, hund og spørsmålstegn, hvor stjerne er en situasjon med høy markedsvekst og høy markedsdominans.



Figur 5.3.1 BCG matrise. Kilde: Henderson (1970, s. 2)

Hvis man utfører en exit for tidlig vil det kunne resultere i lavere prising eller ingen kjøperinteresse. Gjøres det for sent kan derimot markedsforhold, ankomst

av konkurrent m.m påvirke verdien (Ramsinghani, 2014). For en børsnotering sier Agdesteen (2013) at forskjellen på et par dager kan være hva som skiller en suksess fra en fiasko. Ifølge en undersøkelse vises det at sannsynligheten for en vellykket exit er størst når selskapet er syv år eller eldre (Timmons, 1999, referert i Ramsinghani, 2014). Ramsinghani henviser til en undersøkelse (figur 5.3.2) gjort av Mitch Lasky i Benchmark Capital som viser at exit-vinduet kan være smalt. Man bør se etter s-kurve om når vekst og relativ verdi, som baserer verdsettelsen på prestasjonene og verdsettelsen av lignende bedrifter i bransjen, er på din side.

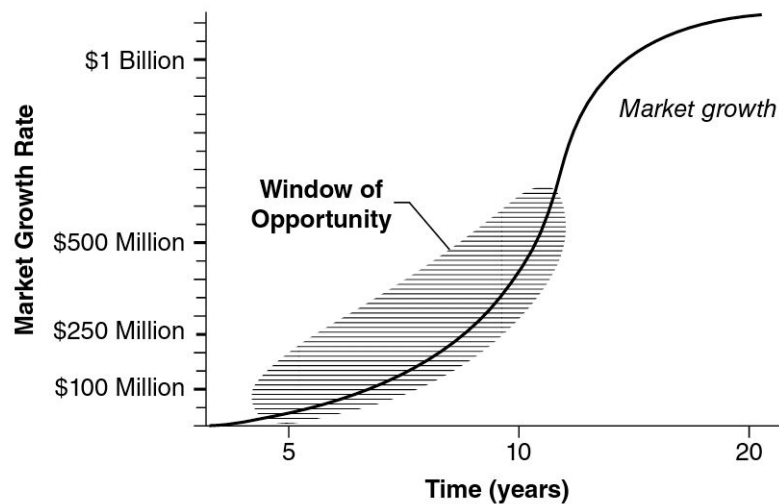
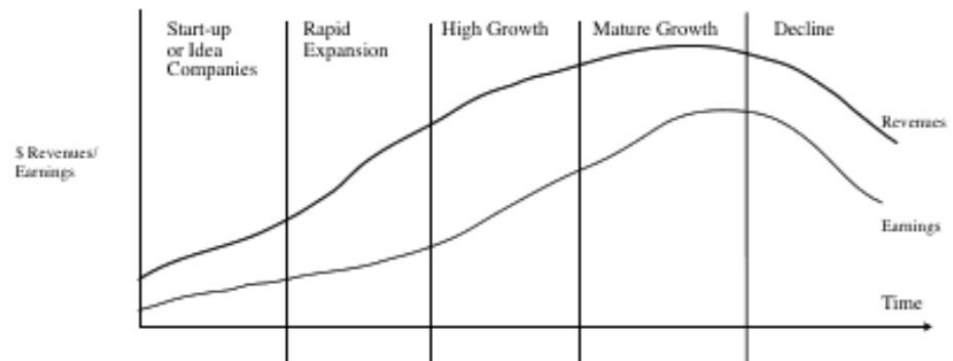


FIGURE 24.2 The S Curve of Exit Opportunities

*Figur 5.3.2. Mulighetsområdet for exit basert på markedsvekst og tid.
(Ramsinghani, 2014, s. 339)*

Ramsinghani (2014) sin modell viser oss at det vil være gunstig å selge i vekstfase. Det kan ha med å gjøre at det er i denne livsfasen til en bedrift at det er vanskelig å prise hvor det ofte forekommer feilkalkulasjoner (Ronsen, 2006, som referert i Petmezas, 2009). På så måte at 50-80% av selskaper blir betalt for mye for ift. forventet avkastning (Bang, 2011). Dette kan forklares ved å se på Jovanovic sin modell som viser oss at yngre firmaer har større varians innen vekstratene, og derav vanskelig å determinere fremtidsutsiktene (Cressy, 2006).



*Figur 5.3.3 New Paradigms of Old Principles: A Life Cycle Perspective
(Damodaran, 2012, s. 645)*

Livssyklus-perspektivet til Damodaran støtter opp under at yngre bedrifter er vanskeligere å prise grunnet at de har mindre historikk å ta til betraktning (figur 5.3.3). Det vil være lettere å forutsi fremtidig verdi av et noe eldre firma i vekst, som har flere tall å sammenligne med (Damodaran, 2012). I tillegg viser Jovanovics modell at de eldre firmaene har en fordel grunnet deres historikk og kan dermed lettere determinere den reelle kostnaden av valgene og strategiene de implementerer (Cressy, 2006). Man ser en tydelig korrelasjon mellom figurene hvor det er i vekstfasen det er mest gunstig å inngå en exit.

Det er i vekstfasen at DeTienne (2010) mener at presset øker på entreprenøren for å skape en exitstrategi. Samtidig er det når bedriften modnes og har opparbeidet mer legitimitet at det er lettere for en vekst-orientert entreprenør å inngå en exit (DeTienne, 2010). Videre fremkommer det at det er i vekstfasen entreprenøren ofte må gi slipp på en del aksjer for å anskaffe seg de nødvendige ressursene til videre vekst. Dette blir støttet av Wasserman (2012) som også legger til at man kan ansette noen uten å gi fra seg eierandeler. Å bli enige om riktig tidspunkt kan dóg være noe vanskelig om man har investorer eller andre deleiere med på laget. Analyser viser at venturekapitalister og entreprenører har forskjellige interesser da det kommer til timingen og type exit (Smith, 2005).

5.3.1 Valg av exit type

Det finnes som tidligere nevnt flere måter å inngå en frivillig exit på, blant annet børsnotering, oppkjøp og fusjoner. Det er ved børsnotering man vil kunne oppleve høyest realisering av sine eierandeler (Smith, 2005). Dette blir støttet av Ramsinghani (2014), men som legger til at det er få selskaper som kan demonstrere vekstpotensialet og verdien til å kunne bli betraktet som verdig for å bli børsnotert. I tillegg benevnes det at det er større risiko da veien innebærer større regulatoriske og økonomiske utfordringer (Ramsinghani, 2014). Dette er også noe Agdesteen (2013) snakker om, hvor man i det private kapitalmarkedet vil kunne være mer effektiv og mindre kostbar.

Det private kapitalmarkedet innebærer å kunne foreta oppkjøp og fusjoner, som går under samlebetegnelsen Mergers & Acquisition (M&A), for konsolidering av firmaer. En fusjon er en kombinasjon av to firmaer som skaper et nytt firma, herunder påtar seg alle eiendeler og forpliktelser til et annet firma, mens et oppkjøp forekommer når et firma kjøper et annet uten å skape et tredje firma (Devonshire-Ellis, Scott & Wollard, 2011). En årsak til at man velger oppkjøp er at større selskaper er avhengig av oppkjøp/fusjoner for å kunne vokse og gripe nye forretningsområder og muligheter. Det er den raskeste måten større selskaper som Google, IBM og Cisco kan ekspandere, både horisontalt og vertikalt (Ramsinghani, 2014). Oppkjøp er sett på som en mer fullverdig exitstrategi, og omstruktureringen den krever resulterer ofte i et bytte av entreprenøren (DeTienne & Cardon, 2012).

Uansett valg av exit-metode så er det alltid viktig å vite hvilken kjøper du ser etter. En klassisk feil er at entreprenører snakker med feil type investorer/kjøpere. Dette belager seg på at hvilken type kjøper du henvender deg til kan variere ut i fra hvilket stadie og størrelse selskapet er i (Feld & Mendelson, 2013). Hvorvidt kjøperen er nasjonal, internasjonal, stor eller liten er alle viktige elementer å tenke på. Videre bør man også være klar over viktigheten av nettverk og rykte som en stor indikator på å tiltrekke seg fremtidige kjøpere, som også støttes opp av

Clausen (2002) og Agdesteen (2013). Dette fordi de fleste investeringer er et resultat ved at entreprenøren blir introdusert til investoren (Feld & Mendelson, 2013).

5.3.2 Cash-only eller earn-out?

Det er i følge Wasserman (2012) to hovedmåter å strukturere et oppkjøp på, herunder cash-only eller en earn-out. Førstnevnte er hvor kjøper betaler eierne for deres eierandeler på salgstidspunktet, hvor ved earn-out vil en signifikant del av utbetalingen skje etter en avtalt periode. I denne perioden forblir en eller flere eiere hvor utbetalingen betinges av oppnåelsen ved ett eller flere mål. Dette blir også støttet opp under av Andersen (2012). Hvis den som kjøper opp har tenkt til å erstatte startup-teamet med egne folk er det cash-only som gir mest mening. Hvis hen derimot ønsker å beholde noen i det originale teamet er det lurt å tenke på earn-out. Det lar grunnleggerne som fortsatt har tro på bedriften få fordeler ved oppkjøpet med en gang, samtidig som de har noe til gode på sikt. Oppkjøpere som kan knytte en god andel opp mot fremtidig avkastning er ofte villig til å betale mer for startupet. Grunnleggere som blir i bedriften for å bygge mer verdi tar en større risiko (Wasserman, 2012). Dette kan sees i lys av den tidligere nevnte teorien til Bang (2011) som finner at 50-80% av fusjoner og oppkjøp er finansielt mislykket, hvor bedriftene ikke nådde de målene de satte ved fusjoneringen.

5.3.3 Salgsprosessen

Da et salg foregår parallelt med den daglige driften er det viktig å ikke miste fokuset på selve bedriften. Dette kan man unngå ved å benytte seg av en tredjepart, eksempelvis en bedriftsmegler. På så måte vil man minimere risiko for å ikke ha kastet bort ressurser skulle bedriften ikke bli kjøpt opp (DeTienne & Cardon, 2012). Feld & Mendelson (2013) sier også at en advokat med erfaring innen kjøp/salg er en uvurderlig ressurs å ha med. En annen fordel ved å ansette en tredjepart vil være at man kan oppnå en høyere pris da de har prosentbasert lønn som er et incentiv til å presse opp prisen (Ramsinghani, 2014).

I forhandlingene ønsker kjøper ofte å inngå en eksklusivitetsavtale. Dette bør man unngå da selger ikke kan lete etter andre interessenter videre i prosessen (Ramsinghani, 2014). En slik form for eksklusivitet kan være skadene for den potensielle prisen, da det ekskluderer konkurranse. Dette da konkurranse er en nøkkeldriver for å drive frem bedre prisvilkår for entreprenøren (Feld & Mendelson, 2013). Å opplyse interessentene om den aktuelle konkurransen kan derfor ses som et taktisk trekk, men bør ikke overdrives da det kan ødelegge videre progresjon (Feld & Mendelson, 2013).

5.4 ORGANISASJONSKULTUR

Organisasjonskultur defineres av Bang (2011) som *“de sett av felles verdier, normer og virkelighetsoppfatninger som utvikler seg i en organisasjon når medlemmene samhandler med hverandre og omgivelsene”*. Kulturen innad i organisasjonen kan ha en stor påvirkning på bedriftens videre suksess etter endt salg. En studie utført av konsulentfirmaet Mercer viser at 75% av ledere mener at en harmonisert kultur og kommunikasjon med de ansatte var den viktigste faktoren i en post-fusjonsprosess (Unoki, 2013). En god organisasjonskultur kan derfor være et godt salgsargument ved en exit, og det er toppsjefene som spiller en betydelig rolle i å skape og overføre organisasjonskulturen til de andre i bedriften (Schein, 1985 gjengitt i Weber, 1996).

Når bedriften opplever problemer, vil ledelsen ofte si at det er grunnet ugunstig kultur. Likevel blir sjeldent disse faktorene tatt med i beregning ved salgsprosessen. Det kan løses ved fire kritiske lederoppgaver i følge Schein & Schein (2017): i) Lederen må forstå bedriftens egen kultur og ii) lederen må forstå den andre bedriftens kultur. Videre, iii), må lederen se de potensielle forenelighetene til bedriftene. Tilslutt, iv), oppfordres lederen til å overtale eieren til å ta kulturelle forskjeller til etterretning.

5.4.1 Nøkkelperson-effekten

Nøkkelpersoner defineres som de som besitter bedriftens kjernekompetanse og kontaktnettet som utgjør virksomhetens reelle verdi (Andersen, 2011).

Verdien for et selskap vil derav kunne skifte dramatisk hvis en eller flere nøkkelpersoner fratrer selskapet (Damodaran, 2012). Da er det avgjørende for bedriften å holde på disse individene (Andersen, 2011).

En måte å arbeide med å løsrive seg fra nøkkelpersoner er å opparbeide gode rutiner for loggføring. Innføring av rutiner viser seg effektivt og viktig for oppkjøpere. Ramsinghani (2014) argumenterer for at en mangel av dette kan skape irritasjoner ved en salgsprosess. I tillegg til loggføring er informasjons- og kunnskapsdeling essensielt, i og på tvers av organisasjonen (De Brun, 2005, gjengitt i Fernandes, 2018).

Det er ikke alltid man kan bli helt uavhengig fra enkeltpersoner, og når de er viktige for bedriften må man prøve å beholde dem best mulig. En måte å beholde nøkkelpersoner er ved bruk av opsjoner, som defineres som en rett til å kjøpe en aksje til en forhåndsbestemt pris (Det Norske Akademi for Språk og Litteratur, u.å). Bang (2011) foreslår at opsjoner kan brukes som belønning for attraktiv oppførsel. På en annen side blir det sagt at det å ha reservert aksjer til ansatte som motivasjonsordning er en vanlig verddivurderingsfelle (Feld & Mendelsohn, 2013) Jo mindre denne ordningen er, jo bedre. Vanlig har tidlige selskaper en opsjonsverdi mellom 10-20% av selskapet. En investor vil, som tidligere nevnt, ofte at opsjonene som er lovet de ansatte skal utløses før investeringen. Slik at tidligere eieres aksjer blir utvannet før den nye investoren kommer med i bildet. Ved å ha orden i opsjonsbudsjettet vil man kunne være bedre rustet til å forhandle ved neste finansieringsrunde (Feld & Mendelsohn, 2013).

5.5 MAKROØKONOMI

Det er som tidligere drøftet, mange ulike faktorer som er viktige for en entreprenør å tenke på. Ikke minst må man vurdere betydningen av omgivelsene sine. Det makroøkonomiske perspektivet på en entreprenøriell exit vil bli påvirket av alt fra enkeltselskaper, industrier, til hele økonomien (DeTienne, 2010). Det stemmer overens med Lee & Lee (2014) sin observasjon av et oppkjøp hvor konkurrentene erfarte signifikante positive verdsettelseeffekter. Med andre ord vil konkurransebalansen i bransjen skifte, som kan gi merverdi til konkurrentene

(DeTienne, 2010). Dette blir også støttet av en undersøkelse gjennomført av Rosen (2006, gjengitt i Petmezas, 2009) som viser at markedets investorer blir overdrevent optimistiske på troen om at fremtidsutsiktene til bransjen vil nå et større momentum. Man ser en sterk korrelasjon med høyere vurderinger i bransjen opp i mot høy fusjoneringsaktivitet i markedet.

5.5.1 Bølger

Petmezas (2009) sier at fusjoner og oppkjøp kommer i bølger, som harmonerer med opp- og nedgangskonjunktorene på børsindeksene. Det er spesielt i oppgangsperiodene man vil kunne se en hyppighet av fusjoneringer, men det er også i disse periodene sannsynligheten for feilvurdering innen verdsettelse er høy. Dette forklares ved at oppkjøpere vil kunne bli påvirket av en “urge to merge” for å ikke gå glipp av den pågående oppgangsperioden (Petmezas, 2009). Dette stemmer også med Thyness & Svensen (2012) hvor transaksjonsvolumet er høyest når økonomien generelt er sterk. Eksempelvis forteller de at antall transaksjoner nærmest forsvant under finanskrisen i 2008, men hentet seg raskt opp igjen i 2009. På en annen side poengteres det at det foretas et flertall eierskifter også i nedgangstider, dette kan være grunnet at prisingen på aktuelle selskaper kan virke mer attraktiv om eierne er langsiktige. Det presenteres også at det dóg er vanskelig å kunne innhente fremmedkapital i vanskelige tider, som vil være årsaken til at transaksjonsnivået er noe lavere.

En faktor for verdsettelsen er om produktet/tjenesten er syklisk og i hvilken grad det avhenger av økonomiens tilstand (Damodaran, 2012). For en langtidsinvestor fremheves det at det er av spesiell interesse med selskaper som produserer produkter som er uavhengige av sykluser, herunder medisiner, mat med mer (Schmidlin, 2014). Dette vil igjen være med på å påvirke prisen på verdivurderingen. En entreprenøriell exit vil i tillegg ha en indirekte påvirkning på økonomien i form av at den vil påvirke økonomien regionalt. Dette i form av at det utløser den tidligere nevnte “entreprenørielle resirkuleringen”. På så måte at entreprenøren benytter deler av den opparbeidede formuen, kunnskapen og deres frigjorte tid til å flere selskaper, hjelpe andre som engel-investor, bidra med

risikovillig kapital og hente inn internasjonale investeringer til lokalsamfunnet (Mason & Harrison, 2006, referert i DeTienne, 2010).

5.5.2 Faktorer

Kjente fokusområder innen oppkjøp for investeringsbanker, hedge funds og private equity kan i hovedsak deles inn i fire områder. Det er disse som vektlegges ved prising av et selskap. I følge Stowell (2012), er dette makrobevegelser, egenkapital, hendelsesdrevet og relativ verdi. Makrobevegelser innebærer nasjonale finanspolitiske og pengepolitiske elementer som definerer økonomien i sin helhet. Eksterne faktorer som man må være observant på er status på styringsrenten, inflasjonen, rentenivået, m.m. Disse er avgjørende for prisingen av et selskap (Stowell, 2012). Ramisinghani (2014) ser også på i hvilken grad det er konkurranse, fallende/stigende marginer og regulative endringer. I tillegg ser både Ramsinghani og Stowell på i hvilken grad nasjonen er utsatt for et politisk skifte, relasjonen mellom ulike internasjonale myndigheter samt om det eksisterer særskilte individuelle politiske reguleringer (Stowell, 2012) (Ramisinghani, 2014).

Damodaran (2012) ser på sin side ikke på politisk skifte, regulativer eller forhold mellom myndigheter. Av de mest utsatte hevder han i det makroøkonomiske perspektivet at det er yngre selskaper og start-ups som i større grad er utsatt for makroøkonomisk risiko. Det kan også ha med Jovanovic sin modell ift. at yngre selskaper har større sannsynlighet til å feile, grunnet at de har færre observasjoner av kostnadene, og derfor vil ha vanskeligheter med å se den reelle kostnaden tilknyttet en avgjørelse (Cressy, 2006). Etter en periode med billig finansiering påfører det en signifikant forskjell på verdsettelsen av selskaper (Stowell, 2012) som også blir støttet av Gaughan (2017).

5.6 TEORETISK OPPSUMMERING

Teorien ovenfor er utvalgt delvis grunnet bransjemessig anerkjennelse, samt basert på referanser i deres arbeid. I korte trekk er teorien som omhandler **entreprenøren** valgt for å definere personlige entreprenørielle fordeler og ulemper. Dette basert på sine tidligere opparbeidede erfaringer og fremlagte strategier med fokus på hvordan det utspiller seg i møte med en exit.

Et annet aspekt er i hvilken grad selve **organisasjonen** må struktureres med tanke på prosedyrer, rutiner, avhengighetsgrader og ledelsesmetoder.

I tillegg til dette må en erkjenne de utenforstående kreftene ved eksternaliteter og vurdere de **makroøkonomiske** tendensene både lokalt, nasjonalt og internasjonalt. Dette henspeler seg til eksempelvis et politisk skifte, bransjemessige svingninger satt opp i mot hvorvidt tjenesten/produktet er med- eller motsyklisk. Vi har valgt det makroteoretiske utvalget basert på sammenkoblinger med tidligere fagområder som verdivurdering i bachelorstudien, som faglig ligger nært det praktiske arbeidet med å selge. Samlet sett utgjør de entreprenørielle, organisasjonsfaktorene samt det makroøkonomiske perspektivet grunnlaget for hvorvidt mulighetsområdet er attraktivt.

Med andre ord om **timing** med økende salg, markedsposisjon og vekstfase er favorabel. Avslutningsvis er det når timingen og de resterende faktorene er på plass at man må vurdere risikoen for hvilken type **exit** som er passende og i tråd med strategien. Det er i denne fasen man må være observant på de lovrettslige og forhandlingsmessige utfordringene som kan oppstå, og som man må være merksom på.

6. ANALYSE

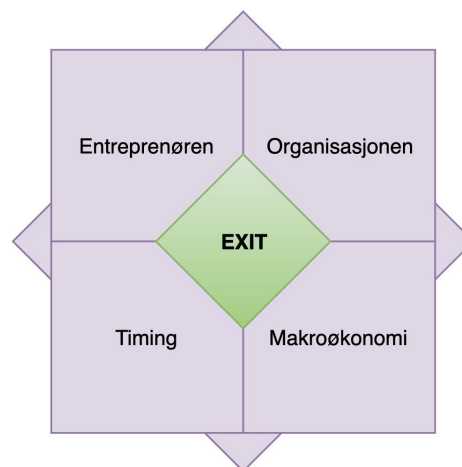
6.1 INNLEDNING

Dette kapitlet er satt opp i samsvar med forrige kapittel, hvor modellen, visuelt representert ved figur 6.2.1, vil være retningsgivende. Denne vil bli utredet innledningsvis, men er i hovedsak bygget opp av kjerneelementene definert i avslutningen av forrige kapittel. Vi vil videre diskutere teorien opp i mot vårt utvalg samt supplere med sekundærdata for en mer nyansert diskusjon.

6.2 TEORETISK MODELL

Utgangspunktet til denne oppgaven er ikke fastsatt i allerede eksisterende teoretiske modeller innen det valgte forskningsområdet. Dette på grunnlag av at det ikke eksisterer en enkelt modell som kan benyttes som rammeverk for undersøkelsen og analysen. Med utgangspunkt i empiriske funn og faglitteratur har vi forsøkt å skape en modell som belyser vår tematikk på best mulig måte. Modellen representerer de hovedmomentene som er fremkommet gjennom arbeidsprosessen i dette utredningsarbeidet.

Da noen i utvalget allerede har solgt hele eller deler av virksomheten sin kommer vi også til å benytte oss av denne modellen for å diskutere hvorvidt disse faktorene hadde betydning for deres avkastning.



Figur 6.2.1. Byggesteiner til Exit

Modellen består av fem hovedmomenter, herunder entreprenøren, organisasjonen, makroøkonomi, timing og exit. De fire første er byggestener som leder opp mot selve målet: å ta en exit. Hver av klossene representerer flere underkategorier som samlet kan bli en bidragsyter til høyere avkastning ved en exit. Disse vil bli argumentert for i teorikapittelet og videre diskutert opp mot entreprenørene i analysekapittelet.

6.3 ENTREPRENØREN

Vi startet forrige kapittel med et sitat fra Lemley & McCreary (2019) om at det viktigste du må tenke på når du starter et selskap, er hvordan man skal avslutte det. Dette fikk Felix Heinrich bak bakerikjeden Backstube (2015) presentert allerede da han gikk på universitetet, og siden før oppstart har Backstube blitt drevet med en exitstrategi i bakhånd. Planen var å drive bakeriet i fire år, med et stort fokus på vekst og kostnadsbesparelse. Dette ga resultater, og Backstube er i dag en kjede med 11 utsalg, noe som kan forklares gjennom Latham's "Goal Theory" ved at deres høye målsettinger har hatt virkning for hva de oppnådde, samt at deres fremgangsmetode er representert ved Schmidlin (2014) og sin beskrivelse av optimal forretningsdrift.

Blant våre seks utvalgte selskaper viser det seg at kun Karl Munthe-Kaas i den nettbaserte dagligvarekjeden Kolonial.no som ikke hadde tenkt på exit i selskapets tidlige fase. Dermed er andelen i vårt utvalg som tenker på dette høyere enn studien til Inc. Magazine (2005, gjengitt i DeTienne, 2010). Suksessen hos utvalget kan bero på det at de tidlig la strategien gjorde det lettere for at en exit kan muliggjøres samt at det åpner opp for nye muligheter. Som vil kunne forklare hvorfor utvalget har holdt på lenger enn tidsrommet de først satte seg, hvor på gitt tidspunkt muliggjorde ytterligere potensial (DeTienne, 2010).

6.3.1 Entreprenørens erfaring

Vi ser et skille mellom respondentene hvor over halvparten kan anses som livsstilsentreprenører som ser på bedriften som en forlengelse av seg selv. Herunder Munthe-Kaas og Finn-Magnus Torall bak sport- og fritidsforhandleren

Milrab.no. I tillegg tech-gründer Bjørn Holte i bMobilized og Hilde Midthjell, Norges første selvskapte kvinnelige milliardær kjent fra Dermanor og Dale of Norway. Disse har fellesnevner ved at livsstilen og interessene la grunnlaget for forretningsdriften. På den andre siden har vi de som i større grad anses som vekst-entreprenører, Martin Schütt i Askeladden & Co og Heinrich. Det er de sistnevnte som i større grad skulle ha lettere for å skilles med sin virksomhet noe som også fremkommer i samtalen.

Midthjell opptrådte i sin første startup mer som en livsstilsentreprenør, men etter salget av Dermanor inntok hun en mer vekst-entreprenøriell holdning overfor Dale of Norway. Årsaken til dette skifte kan relateres til hennes opparbeidede erfaring som entreprenør, som korrelerer med Feld & Mendelson (2013), Wennberg et al. (2010) og DeTienne & Cardon(2012). De alle påpeker at forøkt erfaring påvirker selskapets vekstpotensiale, får høyere mål og hvor det fastsettes en målsetting om entreprenørens personlig gevinst. På en annen side hadde hun ingen forretningsmessig utdanning eller entreprenørielle erfaringer, som er begge faktorer for suksess (Wennberg et al., 2010). Selv opplyser hun om at da hun startet opp visste hun ikke engang hva en faktura var. Hun hadde derimot relevant medisinsk utdanning og kjente derav til de bakenforliggende mekanismene i selve produktet og kvalitetselementene. Midthjells rasjonelle tankegang har kompensert for hennes mangel på utdanning. Som hun selv sier: *“dere tenker mye teorier og slikt, jeg tenker bare sunn fornuft.”* Likevel opplyser Midthjell at lærdommen og erfaringen hun oppnådde under sitt første salg ikke ble bevisst brukt ved salget av Dale of Norway.

Både Heinrich, Munthe-Kaas, Holte og Torall har utdanning fra anerkjente business-skoler med relevant forretningsmessig retning. De har alle har opplevd sine personlige eierandeler verdivurdert i hundre millioner kroners-klassen. Noe som fremkommer både fra dialog og nyhetsartikler (Christensen, Bjerknes, Berglihn & Solberg, 2018,). Schütt har også sterk relevant utdanning, men den høyere verdivurdering av sine eierandeler har latt vente på seg.

Årsaken kan muligens belage seg på den relativt lave eierandelen han har sett opp imot resten av utvalget.

6.3.2 Entreprenørens eierandel

Entreprenørens eierandel vil være vesentlig å gå inn på, da det er en viktig gjennomgående faktor i bedriftens levetid. Interessenter som styret og andre investorer kan ha påvirkningskraft (DeTienne, 2010), men i brorparten av vårt utvalg eier grunnleggerne alt eller mye av aksjene og er derav vesentlige ved avgjørelser som er blitt tatt. Eksempelvis har Backstube på sin side ikke innhentet ekstern kompetanse til sitt styre, slik som f.eks Torall og Schütt har gjort. Dette kan ha svekket fremtidsutsiktene til selskapet, da et eksternt styre kan, med sin komplementerende kompetanse, via sine innspill være avgjørende for å oppnå maksimal verdiskapning på lang sikt (Ness, 2002). Munthe-Kaas og Schütt har eksempelvis flere eksterne styremedlemmer i sine selskaper (proff.no). På en annen side har de også en mer kompleks virksomhet, som derav kan ha behov for ekstraordinær kompetanse for å kunne ta riktige strategiske valg (Ness, 2002).

Backstube partnerne Heinrich og Mattias Bresser har vektet sine eierandeler 50/50, som Wasserman (2012) i utgangspunkt mener er feil da det er usannsynlig at de kommer til å bidra like mye til selskapet. På en annen side fremkommer det som akseptabelt ettersom Heinrich og Bresser har et tidligere samarbeid. De som har hatt fokus på eierandel tilpasset bidragsytelse er Milrab.no ved Torall (58%) og Midthjell som har holdt på store deler, om ikke hele eierskapet selv. Torall hadde 100% men solgte 30% til daglig leder som et incentiv og som en begjæring om partnerskap. Samt resterende til ytterligere investorer grunnet risikoaversjon og diversifisering av midlene. Dette samsvarer også med Wassermann (2012) som sier at eierandelen reduseres i det selskapet vokser, og at eierskapet og styringen blir fordelt på flere mennesker (DeTienne, 2010). Schütt har på sin side profesjonalisert dette og gjennom sine selskaper har et skarpt fokus på å hente inn investorer og at styringen fordeles på fagpersoner.

Ved et eventuelt salg i Backstube er det Heinrich som trekker seg ut, mens partneren Bresser blir igjen. Deler av hans aksjer vil bli solgt til Bresser slik at han får aksjemajoritet. Dette kan dóg gi inntrykk av at eierskapet er viktigere enn et effektivt partnerskap med den nye investoren (Wassermann, 2012). Dette kan ses på som et sjakktrekk, da man kan unngå å inngå en potensiell uønsket avtale som aksjeminoritet. Samtidig kan dette også prege dem i å ikke bli presset av andre aktører til å ta en forhastet exit ved en senere anledning (DeTienne, 2010), selv om Heinrich opplyser at han nå er den pressende parten overfor Bresser. Smith (2005) sitt syn på interessentenes ulike perspektiv vedrørende timing og exit kan komme til syne i denne sammenhengen. Hvor ifølge Krabberød i Deloitte at ved salg ønsker en industriell kjøper å eie 100% eller en venturekapitalist å eie omkring 80%. Ved å unnlate å selge en preferabel prosentvis andel, aksjemajoriteten, kan dette resultere i lavere total premie pr aksje for Heinrich og Bresser enn om de hadde solgt 80-100% samtidig.

Eneste i vårt utvalg, bortsett fra Backstube, som ikke har foretatt et delvis nedsalg er Midthjell, som har hatt fokus på fullt eierskap og salg hele veien. Hun ser det som krevende å ikke sitte som en 100% eier da hun har vanskeligheter for å være lojal mot en avgjørelse hun selv ikke er helt enig i. Hun praktiserte “*det opplyste enevelde*” som hun selv kaller det. Dette strider noe med det faktum at når bedrifter vokser så fordeles eierskapet og styringen på flere mennesker (DeTienne, 2010). Dette kan forklares ved teoriene om korrelasjonen av makt og eierandel (Boeker & Wiltbank, 2005, gjengitt i DeTienne, 2010), som henger sammen med at man kan miste kontroll over de viktige avgjørelsene ved redusert eierandel (Wasserman, 2012). Noe som for både Heinrich og Midthjell står sterkt, men kan forklares ved at behovet for å få tilført kapital ikke har vært tilstede. Til tross for dette fraråder DeTienne (2010) å gå mot en selvstendig entreprenøriell ledelse fremfor en profesjonell uavhengig ledelse.

For Munthe-Kaas derimot ser han ikke behovet for mye makt, men heller en reduisering i risiko og tilgang på mer kapital. Han har gått fra en eierandel på 25% til å eier rett under 10% (proff.no) og er blitt i stor grad avhengig av de andre

investorenes strategier. Dette kan plassere han i risiko til å lettere presses til å samtykke strategier og avtaler han ellers ikke ville inngått (Wassermann, 2012). Nå når han ser tilbake på reisen i Kolonial.no ser han likevel på finansieringsrundene som at de kunne ha solgt mer for å bli mer robuste, og derav minimere risikoen for seg selv. Han er dog fornøyd med valget som ble tatt, de tok høy risiko og har foreløpig erfart stor suksess, som reflekterer Casson's (2005) definisjon på en entreprenør sin risikovillige karakteristika.

6.4 ORGANISASJONEN

6.4.1 Nøkkelpersoneffekten

For at virksomheten skal bli solgt for en god pris, er det viktig at bedriften fremstår for en potensiell kjøper som levedyktig etter endt salg. Et av hovedmomentene vil da være at bedriften kan drives like godt etter transaksjonen er utført, og at viktig informasjon ikke forsvinner (Damodaran, 2012) (Ramsinghani, 2014). Det er dette som defineres som nøkkelpersoneffekten overfor en transaksjonsprosess. Heinrich hatt stort fokus på dette, og det siste året har han og forretningspartneren Bremmer strategisk jobbet for å gjøre Backstube helt uavhengig av dem. Noe som stemmer overens med teoriene til Ramsinghani (2014), Damodaran (2012) samt i samtale med fagpersonen Krabberød. Sistnevnte legger spesielt trykk på innføring av rutiner og loggføring, slik at rollene blir mindre personavhengig og lettere å la seg overta av en ny person. For å få til dette har Backstube satt sammen en større ledergruppe som er et viktig steg for gründerne av Backstube mot å bevege seg over til et profesjonelt lederteam (Hofer Charan, 1984). Dette kan skape usikkerhet hos de ansatte ved uforutsigbarhet vedrørende de daglige gjøremål (Haveman & Khaire, 2004, gjengitt av DeTienne, 2010).

Da Midthjell gradvis tok over Dale of Norway ble selskapet mer og mer avhengig av henne. Dette da hun opplevde at hun kunne optimalisere bedriftens lederstruktur og derfor valgte å ta over samtlige lederroller. Til nettavisen e24 reflekterte Midthjell over hvor avhengig Dale of Norway var av hennes

arbeidskraft (Bach, 2018), og de senere årene opp i mot salget bygget hun opp en ledelsesstruktur slik at bedriften igjen skulle bli mindre avhengig av henne. Dette er i tråd med hva Hofer (1984) mener er en suksessfaktor i startfasen hvor man på sikt reduserer denne avhengighetsgraden. Schütt mener på sin side at uansett grad av avhengighet så er det uunngåelig å ikke ha nøkkelpersoner, derav arbeides det ikke spesifikt for å motvirke dette. Hverken Torall eller Munthe-Kaas prioriterer dette, som kan være en bakenforliggende årsak til deres suksess, å ikke rokke ved selskapets arbeidsrutiner som allerede fungerer (Haveman & Khaire, 2004, gjengitt av DeTienne, 2010). Få av entreprenørene i utvalget tilbyr opsjoner. Torall har hatt et stort fokus på å skape et ytre motivert incentivprogram hvor ledelsen får et eierskap til bedriften. Som tidligere nevnt solgte han i 2013 30% av eierandelene sine til nåværende daglig leder. Å gi de ansatte et eierskap er nødvendig for Torall da *“luft og kjærlighet er viktig tidlig i arbeidslivet, men etterhvert søker folk mer mening bak det de holder på med”*.

Backstube har ingen ønsker om å tilby opsjonsplaner til nøkkelpersoner i ledelsen, men opplyser om at pr dags dato har to medarbeidere en bonusordning. Dette kan være en god strategi ved salg da nye eiere ikke har noen opsjonsplaner å ta stilling til (Feld & Mendelson, 2013). I tillegg viser det seg, til tross for en populær bruk av opsjoner, at de har en mye større kostnad enn estimert. Dette kan forklares ved vanskeligheten ved å fastslå de reelle kostnadene og inntektene de bringer med seg (Pedersen, 2006). På en annen side kan det være vanskeligere å sikre at nøkkelpersoner blir med videre etter endt salg uten opsjoner (Bang, 2011). Utover dette viser en analyse at bruken av opsjoner, på Oslo børs som sammenligningsgrunnlag, er fallende siden starten av 2000-tallet (Skogseth, 2013), som kan insinuere utvalgets labre interesse for prosedyren.

6.4.2 Earn-out eller Cash-Only?

Etter Midthjell solgte Dermanor forble hun i bedriften i 2 år til. Earn-outen var en av betingelsene ved salget, da kjøper ønsket Midthjell med en stund videre for å beholde kunnskapen innad i bedriften. Dette er også en verdieffekt Midthjell kan ha oppnådd da det reduserer investorens risikonivå (Wasserman, 2012), og at

kjøper ser at lederen har tro på bedriften og dens strategi. Dette innebærer at man får en høyere utbetaling på sikt på betingelser av å nå aktuelle omsetningsmål. På en annen side er dette en risikofaktor for selger, da senere utbetaling kan baseres på eventuelle omstendigheter utover selgers kontroll. Eksempelvis Korona-utbruddet nå vil kunne gjøre at bedriften ikke når lovede omsetningsmål (Ramsinghani, 2014). Spesielt når man ser på statistikker hvor opp imot 80% av fusjoner og oppkjøp ikke når de målene som fastsatt (Bang, 2011). Dette støttes også av (Wig, u.å).

Selv om det oppstår risiko erfarer Schütt at å bli tilbudt en earn-out, og avslå denne, kan gi indikasjoner på mangel av tro på bedriftens konsept og evne til å nå de solgte målene i prospektet. En undersøkelse utført av BAHHR (2019) viser at 26% av salgene i 2019 inkluderte en earn-out eller liknende betalingsutsettelse. De ser en svingning i bruken av dette fra 33% i 2017 til 20% i 2018 til 26% i 2019. Hvorvidt dette er et resultat av at bedrifter har hatt større fokus på å løsrive seg fra nøkkelpersoner de siste årene fremkommer ikke i rapporten. En rapport fra SJ-Corporate (u.å) viser at det i norske selskaper hvor selger er en nøkkelperson, er det ofte earn-out metoden som blir benyttet. Analysen viser også at et oppkjøp hvor tidligere eiere får deloppgjør ved aksjer i det kjøpende selskapet som relativt vanlig. Dette er også en transaksjonsmetode Munthe-Kaas og sine kompanjonger ble stilt overfor ved salget av bildelingstjenesten Nabobil.no.

6.4.3 Verdi og salg

Utvalget i denne undersøkelsen har selv begrenset fokus på aspekter ved relativ verdi, og hvor Schütt er selv målrettet på å drive en virksomhet med et godt finansielt grunnlag, som videre vil resultere i en høy verdsettelse. Krabberød ved Deloitte, sammen med teoriene til både Schmidlin (2014), Agdesteen (2013), Damodaran (2012) og Clausen (2002) er alle bestemt på at forventningene om suksess, markedsposisjonering og hvordan de presterer sett opp imot aktuelle konkurrenter, har av utslagsmessig verdi for verdsettelsen av selskapet. Det samme gjelder selskapets renommè, og dette har utvalget et større fokus på. Munthe-Kaas, Holte og Midthjell er proaktive på emnet, mens resterende ser på

det som et resultat av den daglige driften. Utover dette anbefaler litteraturen, praksisen ved Krabberød samt ved bred enighet i utvalget om utstrakt bruk av en tredjepart. En megler vil kunne være mellomledet man kan kaste ball med for å spille opp prisen. Samtidig reduserer det risikoen for å kaste bort ressurser om salget ikke skulle bli gjennomført (DeTienne & Cardon 2012). Feld & Mendelson (2013) fremhever også verdien av en tredjepart, selv om Midthjell advarer dóg at ved bruk av ekstern advokat er det viktig at denne er adskilt fra megleren, i tilfelle tvist og hen vil være inhabil og stå ved meglerens side.

Utvalget vårt reflekterer ikke kriteriene for å burde gå på børs, ift. vekstpotensiale og størrelse (Ramsinghani, 2014). Dette blir bekreftet av både Schütt, Munthe-Kaas og Heinrich. Sistnevnte sier at det kunne vært aktuelt om de var tredobbelt så store. De er klar over fordelene ved valg av oppkjøp da det er mindre kostbart og risikabelt samt mer effektivt, som reflekterer Agdesteen (2013). Resterende hadde ikke reflektert over andre alternativer. De salgene som er utført i vårt utvalg er ikke gjennomført med utbrodert hensyn til å skape konkurranse, slik som både Feld & Mendelson (2013) og Ramsinghani (2014) mener man bør. Ved salget av Dermanor fremkom en potensiell kjøper, hvor Midthjell grunnet deres dårlige forhandlingsstil valgte å undersøke med en annen aktør. Ingen andre ble kontaktet eller informert som kunne drevet prisen ytterligere. På en annen side fremhever Feld & Mendelson (2013) at denne konkurransedrivningen ikke skal overdrives. Dermanor ble ikke solgt til den som bød mest, men ble solgt for omkring halv milliard til Christian Ringnes. Ved sitt neste salg var det franske Rossignol som viste interesse. Her ble heller ingen andre aktører kontaktet for å drive opp prisen.

6.4.4 Organisasjonskultur

Verdien av en god organisasjonskultur kommer frem i en rapport som omhandler M&A trender i 2020 utført av Deloitte (2020). Her ser de på effektiv integrering som en av de viktigste faktorene for en suksessfull M&A. Dette støttes også opp av flere kilder, bl.a. Krabberød, som ser en god organisasjonskultur som et “*selling point*” hvis den kan vise seg sterk og kompetitiv. Dette stemmer overens

med Schein (2017) som poengterer og advarer om potensielle kulturelle uforenligheter ved en salgsprosess. Analyse av medieoppslag på søkeordet organisasjonskultur viser en økning for fjerde året på rad (vedlegg 3) som også reflekteres ved at næringslivet ved kjendis-hotelleier Petter Stordalen mener at organisasjonskulturen er en viktig suksessfaktor (Kvale, 2017). Som representerer Schein (1985, gjengitt i Weber, 1996) hvor organisasjonskultur kommer fra toppen. På tross av overveldende støtte for organisasjonskultur er det begrenset interesse og fokus på kulturen i vårt utvalg. Interessen skiller seg sterkt fra hva konsultentselskapet PwC sin analyse av ledere i det norske næringslivet mener (Martinsen & Gabrielsen, u.å). Hvor hele 8/10 ledere mener kultur er avgjørende for suksessen i organisasjonen, som er i likhet med funnene til Unoki (2013).

For Holte sin del kan dette forklares med at hans tidligere salg har vært såkalte “tech-salg”, altså å kun selge en teknologisk løsning uten at de ansatte, og derav kulturen, medfølger. Backstube har heller ingen strategi for å optimalisere organisasjonskulturen opp i mot et salg. Dette begrunner Heinrich med at Backstube for mange kun er en deltidsjobb hvor de fleste jobber selvstendig. Generelt er det få i utvalget som tar utgangspunkt i Schein (2010) sine fire punkter for fokus på organisasjonskultur, sett vekk fra siste punkt da de selv er eierne.

6.5 TIMING

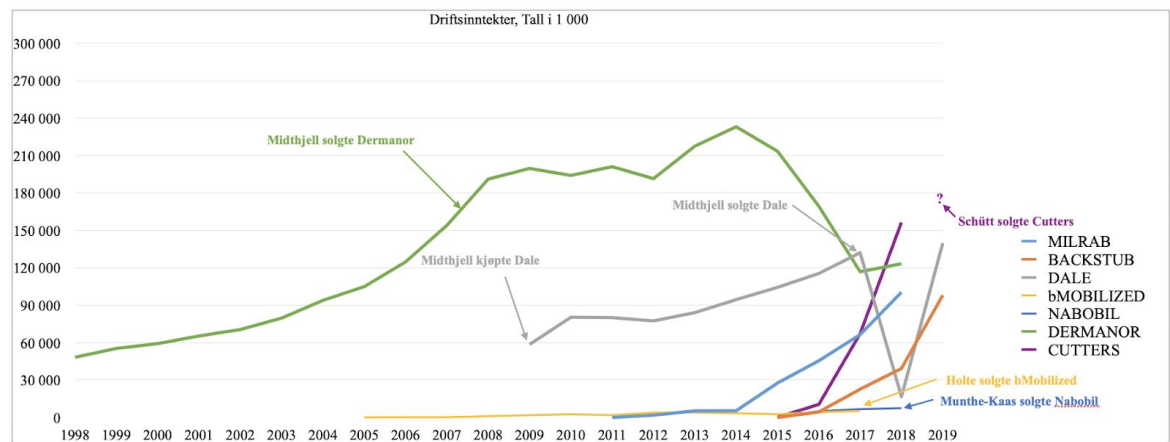
6.5.1 Vekstfasen

Det er bred enighet om at det er i vekstfasen det er mest gunstig å selge. Dette fremkommer både i teoriene (Ramsinghani, 2014) (Damodaran, 2012), fra fagpersoner som Krabberød og Eiger Corporations. Sistnevnte legger spesielt trykk på at det er rett før toppen av vekstkurven det er strategisk å selge.

I vårt utvalg er det flere som er i hyppig vekst (figur 6.5.1). Eksempelvis har Torall opplevd over 50% vekst i flere år på rad (Finstad, 2019), Munthe-Kaas med sterkere vekst enn Amazon (Weldeghebriel, 2019) og Backstube med over 100% vekst fra 2018-2019 (proff.no). Grunnet sterk utvikling har Heinrich forskjøvet

sitt opprinnelige 2019-exit. De er i følge BCG-matrisen et spørsmålstegn ved at de har høy vekst og arbeider med markedsandelen (figur 5.3.1). Når de når høy markedsandel vil det være preferabel timing. På en annen side viser Ramsinghani (2014) sin modell at vekstraten og det definerte mulighetsområde kan indikere at det ikke er lenge før veksten vil avta og mulighetsrommet kan lukkes. I tillegg støttes dette av Damodaran (2012) som sier at å opprettholde en høy vekstrate over flere år er utfordrende. På en annen side er selskapet etablert i 2015 og derav kun fem år gammelt, og etter modellen befinner de seg kun i startfasen av det skraverete mulighetsområde (figur 5.3.2). I følge Timmons sin modell er fem år et for tidlig tidspunkt å selge på (Ramsinghani, 2014). Det gjelder også for både Schütt og Munthe-Kaas som begge solgte etter fire år, hvor de i følge modellen skulle kunne oppnådd høyere verdsettelse om de ventet et par-tre år.

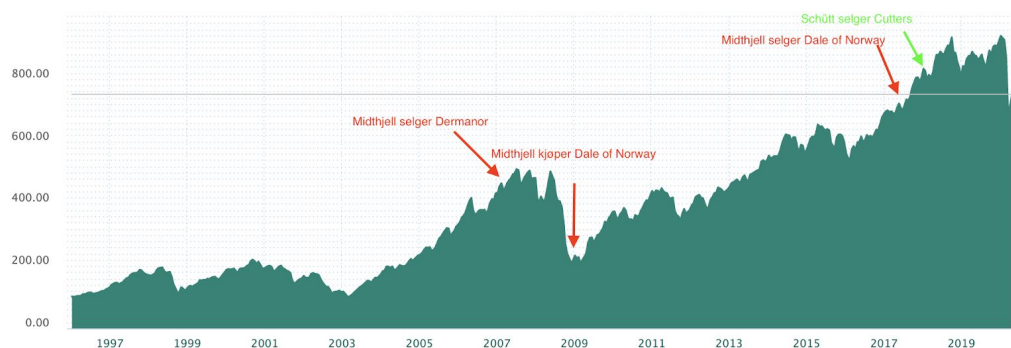
På en annen side er mulighetsområdet til en exit begrenset til omkring 5-10 år, for optimal verdsettelse (figur 5.3.2). Av utvalget i denne oppgaven ser vi et spenn i selskapets alder ved salg. I den ene enden av skalaen finner vi Midthjell med sitt salg av Dermanor, hvor hun inngikk en exit da bedriften var 22 år på et salg på omkring en halv milliard. Det kan indikere at alder på selskapet nødvendigvis ikke påvirker suksessraten for exit. Her kan andre faktorer ha spilt inn, eksempelvis at det tok en del år før bedriften var i en god nok vekst. Ut i fra figur 6.5.1 ser vi et brudd i vekstraten til Dermanor, som tyder på god timing på valgt tidspunkt. Brudd i omsetningsveksten mener Hilde kan ha med avvik fra driftsstrategi, hvor om hun hadde fortsatt noen år til, kunne oppnådd høyere omsetning og derav høyere verdsettelse. I motsatt ende av Midthjell finner vi Schütt og Munthe-Kaas. De har på sin side mye kortere fartstid i lavpris frisørkonseptet Cutters og Nabobil, og vil, ifølge DeTienne (2010), da psykologisk sett ha lettere for å inngå en exit da selskapene er yngre. De, sammen med sine medgründere, hadde suksess med sine exit etter å ha eid dem i kun fire år. Schütt og Munthe-Kaas opparbeidet raskt verdi, i motsetning til at det tok Hilde flere år å gjøre det samme, noe som kan være en forklaring på teorien.



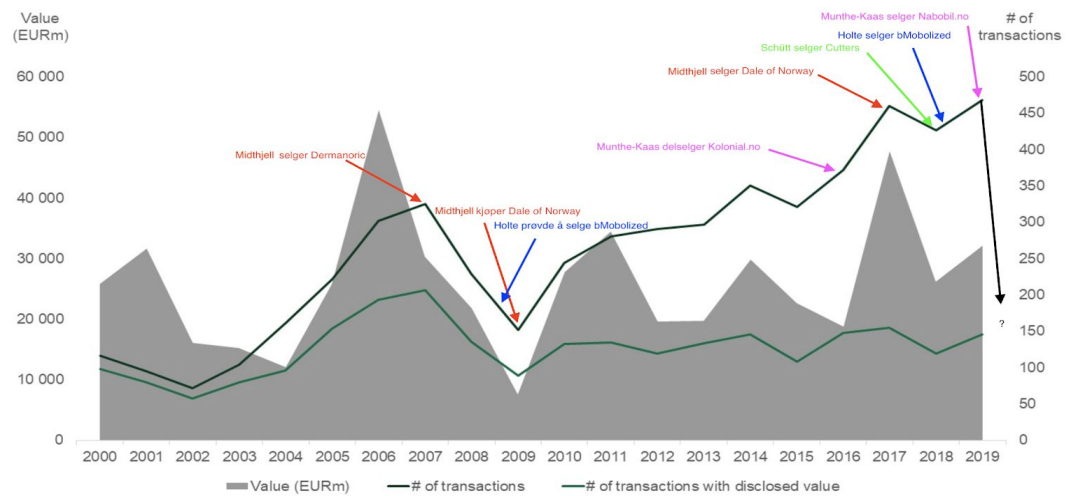
Figur 6.5.1. Driftsinntekter i sin levetid eksl. Kolonial.no. Kilde: Data hentet fra proff.no

6.6 MAKROØKONOMI

Utviklingen av økonomien har stor betydning for om timingen for salget er optimalt (Knudtzon og Thoresen, u.å). Man ser av figur 6.6.2 at verdien av transaksjonene er sensitiv for reaksjoner i antall transaksjoner. Dette da den stiger betraktelig mer enn økningen av transaksjoner, samt at den faller i større grad når antall transaksjoner først faller. Setter vi figur 6.6.1 opp imot figur 6.6.2 stemmer det overens med Thyness & Svensen (2012) om at transaksjonsvolumet følger økonomiens utvikling, hvor i hvilken grad faktorer bl.a de potensielle feilvurderingene blir representert av Petmezas (2009).



Figur 6.6.1. Oslo Børs (u.å). Historisk utviklingen av Oslo Børs Hovedindeks.

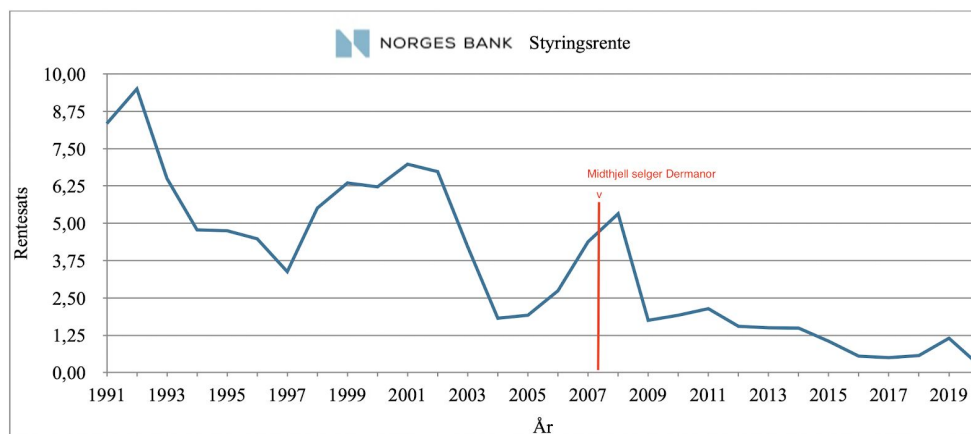


Figur 6.6.2. Hellebust & Sandvik (2019). Verdi og antall transaksjoner der norske virksomheter har vært involvert fra 2000-2019. Verdier representert på venstre aksene, og antallet transaksjoner på den høyre.

Vi har lagt inn salgs- og kjøpstidspunktene til vårt utvalg i diagrammet (figur 6.6.2). Her ser vi at Midthjell har på både sitt kjøp og begge sine salg truffet de lokale bunn- og toppunktene i økonomien. Hennes komfortable verdsettelse kan bli sett på som resultat i sammenheng til Rosen (2006, gjengitt i Petmezas, 2009) sitt perspektiv på investorenes “urge to merge”, og derav anse hvordan makroperspektiver har vært med å påvirke suksessen til Norges første kvinnelige selvskapte milliardær.

I det andre sjiktet kan dette også forklare hvorfor Holte ikke fikk solgt og realisert de 150 millionene hans andel var verdsatt til i 2008. Da på bakgrunn av fra året 2007 falt antall handler dramatisk før inngangen til finanskrisen, som var årsaken til at handelen ble avblåst. Holte foretok 9 år senere et nytt forsøk på å selge (Grini, 2018), som igjen ligger kort etter det optimale lokale toppunktet med fallende transaksjonsvolum (figur 6.6.2) samt på nedsiden av økonomiens nærliggende situasjon (figur 6.6.1). Holte erfarer selv at vekstambisjonene er mer en illusjon og etterslepene enn hva partene er klar over. Herunder at kjøpere blir blendet av sine egne fremtidsutsikter i form av stor vekst, og derfor ikke observerer at markedet allerede er i ferd med å mettes.

Stowell (2012) nevner at pengepolitikken har effekt for verdivurderingen. På så måte var det et ugunstig tidspunkt for Midthjell å selge Dermanor i 2007 (figur 6.6.3). Her har finansieringskostnaden ved styringsrenten mer enn doblet seg på to år. For salget av Dermanor innebærer det økt kostnad for finansiering av kjøpet for kjøperen. Hvor i praksis, økt rente reduserer verdsettelsen på selskapet. Ved salget av Dale of Norway er situasjonen en annen, og dette taler for at hun nyttegjorde seg av et ytterligere verdipåslag.

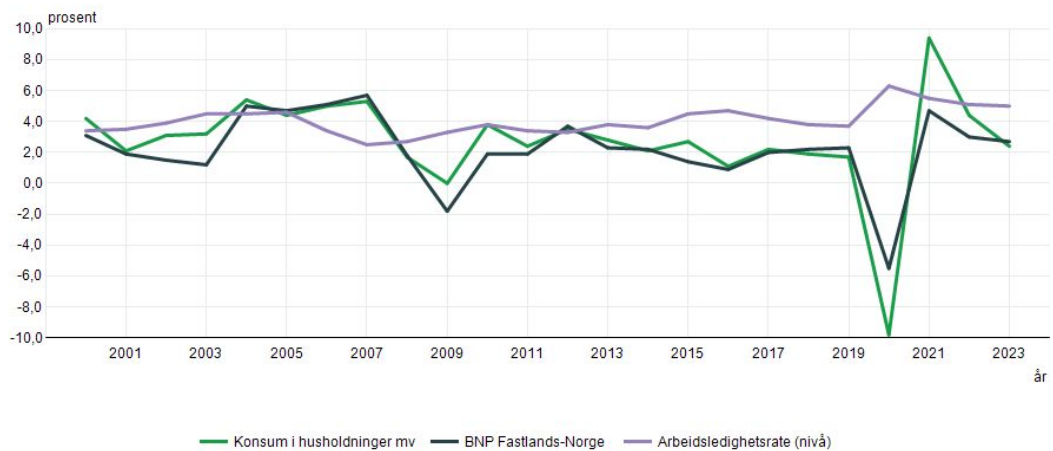


Figur 6.6.3. Norges Bank. Norges Banks historiske styringsrente.

Modellene og teoriene satt i dagens kritiske situasjon vil i praksis innebære et redusert mulighetsområde for salg, da økonomien under Covid-19 krisen er, anslagsvis, rammet tre ganger så hardt som finanskrisen 2008 (figur 6.6.4).

Damodaran (2012) sitt perspektiv på et produkt eller tjeneste som er med- eller motsyklisk vil i stor grad kunne representere eksempelvis Torall som under denne krisen har opplevd økt etterspørsel for sine varer under denne perioden. Samtidig har Kolonial.no opplevd at kapasiteten deres er sprengt (Jor & Dorholt, 2020). Disse selskapene reflekterer poenget at selskaper i ulik grad blir påvirket av de generelle fluktasjonene i økonomien.

12880: Makroøkonomiske hovedstørrelser. Regnskap og prognoser, etter statistikkvariabel og år.



Figur 6.6.4. SSB (2020) 12880: Makroøkonomiske hovedstørrelser. Regnskap og prognoser, etter statistikkvariabel og år.

Det har vært sterkt økning i antall fusjoner og oppkjøp i 2019 med en høy notering (Degnes, 2020) samt et svært godt marked i starten av 2020 (Hopland, 2020). Backstube sier de har vurdert exit og har grunnet delvise uenigheter utsatt en potensiell exit til sommeren 2020. Covid-19 setter anslagsvis store fotavtrykk i nasjonens økonomiske situasjon og antall fusjoner og oppkjøp vil sannsynligvis bli drastisk redusert (figur 6.6.4). I tillegg vil effekten av eventuelle relativ verdi og investorers overoptimisme, eller mangelen på den, kunne bidra til en forbigått boost av verdivurderingen og derav sjansen for feilkalkulasjoner i deres favør. Dermed kan det virke som om mulighetsområdet, på kort sikt, er passert for Backstube for å ta en exit. De sier selv de vil utsette og benytte anledningen til å kunne erverve gode lokasjoner hvor selskaper som potensielt går over ende etterlater seg. Som kan gi grobunn for gode leieavtaler og ettertraktede plasseringer som på lang sikt vil føre Backstube, og de andre i utvalget, styrket ut av den nasjonale krisen.

7. EXIT : KONKLUSJON

En gjennomgang av teori satt opp i mot praksis med supplert sekundærdata viser oss et knippe faktorer som vil være vesentlige ved en verdsettelse samt prosessen rundt en exit. Denne oppgaven bidrar med å sammensette det fragmenterte litterære fagområdet av de ulike faktorene i en ny oppstilling, i form av en exit-modell. Av naturlige årsaker er det ikke en direkte oppskrift eller to streker under svaret, men ved å analysere sin egen virksomhet kan modellens (figur 6.2.1) byggeklosser benyttes som en sjekklister for faktorer knyttet opp til gjennomføring av en suksessfull exit.

For å best kunne besvare problemstillingen, gjentar vi den:

*Hvilke faktorer skal til for å planlegge og gjennomføre en suksessfull
entreprenøriell exit, og i hvilke stadier i livssyklusen bør man begynne å ta hensyn
til dem?*

Faktorer vil kunne være om **Entreprenøren** har satt seg mål og lagt en tidlig strategi, hatt fokus på eierfordelingene og om vedkommende i praksis vil initiere en exit basert på karaktertrekk. Fra utvalget, teorien og i praksis blir kontantstrømmen, og dens potensiale, vektlagt i prisingen, hvor lite baseres på emosjonelt grunnlag.

Videre ser man aspekter ved hvordan **Organisasjonen** er strukturert med tanke på avhengighetsfaktorer til nøkkelpersoner og innføring av rutiner. Det viser seg av utvalget at det blir mer eller mindre tatt hensyn til. I tillegg blir oppbyggingen av en bestemt organisasjonskultur neglisjert i utvalget, og baserer seg i stor grad på hva slags virksomhet og produkt/tjeneste man tilbyr. Om man går for høyest avkastning fremkommer en overgangstid med earn-out som en faktor for verdipåslag. Det byr på en ekstra risiko å ta høyde for, som man selv må vurdere komforten ved.

I tillegg kan fokus på eksternaliteter i det **Makroøkonomiske** kunne være en “make it or break it”, ved å vurdere å dra nytte av opp- og nedsider ved dagens økonomiske skifte. Med andre ord vil et perspektiv på det penge- og finanspolitiske, politiske innen både nasjonale og internasjonale markedet tilknyttet virksomheten være av verdi. I tillegg om salget kan være den potensielle kjøperenes inngangsmarked til nasjonen. En intern analyse for å definere selskapets risiko for mot- eller medsykliske flukstasjoner vil i stor grad kunne bidra med å kunne definere og treffe et av de mest sentrale verdsettelsesfaktorene, **Timingen**.

Når man ser på virksomhetens økonomiske situasjon og fremdeles ser et ytterligere vekstpotensial i både selskapet og bransjen, vil dette kunne defineres som den optimale tidsfestelsen av en exit. Aller helst før antydning til at markedet mettes.

Når alle andre punkter er dekket handler det om de spesifikke transaksjonsfaktorene som entreprenøren vil stå overfor ved en **Exit**. Her ved å unnlate eksklusivitetsavtaler, innse hvor lang tid i forveien man skal begynne og ikke minst definere hvilken type og praktisk gjennomføring av exit man ønsker. Dette som igjen blir tilpasset sin virksomhet. Det har vært overraskende at utvalget ikke hadde særlig fokus på hverken organisasjonskultur eller gjort analyser av det makroøkonomiske aspektet. På en annen side var det forventet at eierfordelingen er som den er. Det som har vært interessant i forhold til teori er mangelen på litteratur fra entreprenørens perspektiv vedrørende en salgsprosess. Videre fant vi i varierende grad overraskelsesmomenter i teorien, hvor brorparten var forventet. Selv om børsnotering historisk sett viser seg å være mest lukrativt for entreprenøren, er det sannsynligvis ikke den riktige veien å gå for selskaper flest. Tar man hensyn til ovennevnte elementene, tilrettelegges faktorene som skal til for å gjennomføre en suksessfull entreprenøriell exit, samt med indikasjoner på når i livssyklusen man må begynne å ta hensyn til dem.

8. LITTERATURLISTE

- Aftenposten (2019, 25. april). Aftenposten mener: SSBs uavhengighet er for svak. *Aftenposten*. Hentet fra <https://www.aftenposten.no/meninger/leder/i/WbgaGj/aftenposten-mener-sbs-uavhengighet-er-for-svak>
- Agdesteen, Ø., (2013). Klare for børs - Interne forberedelser i forbindelse med børsnotering. *Praktisk økonomi og finans* 04/2013 (volum 29) Idunn. Hentet fra shorturl.at/qvQR1
- Andersen, K. B., (2001). *Bindingstid og incentivordninger. Hvordan holde på kunnskap virksomheten har investert i?* Tidsskrift for forretningsjus 03/2001 volum 7. Idunn.
- Bach, D. (2018, 07. desember) Norges første kvinne med selvskapt milliardformue: – Holdt på å selge selskapet før det ble lønnsomt. *E24*. Hentet fra <https://e24.no/karriere-og-ledelse/i/b58Krk/norges-foerste-kvinne-med-selvskapt-milliardformue-holdt-paa-aa-selge-selskapet-foer-det-ble-loennsomt>
- BAHR, 2019. Norwegian Private M&A Survey Statistics and Trends. Hentet fra <https://bahr.no/wp-content/uploads/2019/02/BAHR-publication-MA-Survey.pdf>
- Bang, H. (2011). *Organisasjonskultur* (4. utg. ed.). Oslo: Universitetsforl.
- Christensen, J., Bjercknes, C., Berglihn, H. & Solberg, E., (2018, 15. august) Mens pengene renner ut, er gründerne i Kolonial.no gode for nesten 700 millioner kroner. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/handel/kolonialno/mens-pengene-renner-ut-er-grundere-i-kolonialno-gode-for-nesten-700-millioner-kroner/2-1-398983>
- Clausen, E. (2002). Virkelig verdi. *Praktisk økonomi og finans* 01/2002 (volum 19). Idunn.
- Cressy, R. (2006). Determinants of Small Firm Survival and Growth. *The Oxford Handbook of Entrepreneurship*, Oxford University Press
- Dalland, O. (2012). *Metode og oppgaveskriving for studenter* (5. utg. ed.).

Oslo: Gyldendal akademisk.

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (3rd ed).
- Degnes, O.G. (2020, 31. januar). Oppkjøp i 2019: 468 oppkjøp ble gjennomført til 315 milliarder norske kroner. *Finansavisen*. Hentet fra <https://finansavisen.no/nyheter/finans/2020/01/31/7493566/oppkjop-i-2019-468-oppkjop-ble-gjennomfort-til-315-milliarder-norske-kroner>.
- Deloitte (2020). M&A trends 2020. Hentet fra <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-m-a-trends-2020-report.pdf>
- DeTienne, D. R. (2010). “Entrepreneurial exit as a critical component of the entrepreneurial process: Theoretical development”, in *Journal of Business Venturing*, vol.25, pp.203-215
- DeTienne, D. R & Cardon, M.S (2012). Impact of founder experience on exit intentions. *Small business Economics*, 38 (4), 351-374
- DeTienne, D.R, McKelvie, A & Chandler, G.N., (2015). Making sense of entrepreneurial exit strategies: A typology and test.
- Det Norske Akademi for Språk og Litteratur (u.å.) Opsjon. *Det Norske Akademiske Ordbok*. Hentet fra <https://naob.no/ordbok/opsjon>
- Devonshire-Ellis, C., Scott, A., Woollard, S., & Dezan Shira & Associates. (2011). *Mergers & Acquisitions in China* (2nd ed., China Briefing, The Practical Application of China Business). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg : Imprint: Springer.
- Eigercorporation (u.å). Salg av virksomhet- en praktisk guide. Hentet fra <http://eigercorp.no/uploads/Salg%20av%20virksomhet%20-%20en%20praktisk%20guide%20-%20Eiger%20Corporate%20AS.pdf>
- Ellefsen, E. (2016, 22.september). Slik snakker kroppen. *Aftenposten*. Hentet fra <https://www.aftenposten.no/a-magasinet/i/OXX6b/slik-snakker-kroppen?>
- Fater, D. (2010). *Essentials of Corporate and Capital Formation*. Hoboken, NJ, USA: John Wiley & Sons.gripsrud
- Feld, B. & Mendelson, J. (2013). *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*.

- Fernandes, A. A. R. (2018). The effect of organization culture and technology on motivation, knowledge asset and knowledge management. *International journal of Law and Management*. DOI:10.1108/IJLMA-05-2017-0105
- Finstad, Ø. (2019, 09.februar). Slo seg opp og frem hos aktiv kundegruppe. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/handel/netthandel/sportsbransjen/milrab/slo-seg-opp-og-frem-hos-aktiv-kundegruppe/2-1-532523>
- Gaughan, P. A. (2017). Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. Hentet fra shorturl.at/IPTY2
- Grini, S. (2018, 13.juni). Kjøper springbrett i USA. *Finansavisen*. Hentet fra <https://nogo.retriever-info.com/prod?a=2118&d=02012220180613412d2012a51295b2dacd05588f2af5a4&s=20122&sa=1000146&x=e5d6b791a59b6e783730cf08661adef5&tz=Europe/Oslo&t=1587022936>
- Gripsrud, G. (2006). Metode og dataanalyse : *Med fokus på beslutninger i bedrifter : Oppgavesamling*. Kristiansand: Høyskoleforl.
- Gripsrud, G. (2010). *Metode og dataanalyse : Beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP : Oppgavesamling* (2. utg. ed.). Kristiansand: Høyskoleforl.
- Gripsrud, G., Silkoset, R., & Olsson, U. (2004). *Metode og dataanalyse : Med fokus på beslutninger i bedrifter*. Kristiansand: Høyskoleforl.
- Grønmo, S. (2020, 10. januar). Kvalitativ metode. *Store Norske Leksikon*. Hentet fra https://snl.no/kvalitativ_metode
- Hellebust, H. & Sandvik, S (2019).Verdi og antall transaksjoner der norske virksomheter har vært involvert fra 2000-2019. *Mergermarket*. Hentet fra <https://wiersholm.no/nyhetsbrev/transaksjonsaret-2019-i-norge>
- Henderson, B (1970). The Product Portfolio. Hentet fra <https://www.bcg.com/publications/1970/strategy-the-product-portfolio.aspx>
- Hofer, C., & Charan, R. (1984). The Transition to Professional Management: Mission Impossible? *American Journal of Small Business*, 9(1), 1.
- Hopland, S. (2020, 12. januar). Analysebyrå: Dette er de heteste oppkjøpskandidatene i 2020. *E24*. Hentet fra

<https://e24.no/naeringsliv/i/6jvQzO/analysebyraa-dette-er-de-heteste-oppkjoebskandidatene-i-2020>

Jor, L.B & Dorholt, I. (2020, 13. mars). Kapasiteten sprenget etter coronaviruset.

Dagbladet. Hentet fra

<https://www.dagbladet.no/nyheter/kapasiteten-sprengt-etter-coronaviruset/72237748>

Knudtson, S. og Thoresen, A. (u.å.). Salg av bedrift - er timingen riktig?

Lederkilden. Hentet fra

https://www.lederkilden.no/tema/finans/idebank_selge-selskap-riktig-timing

Kvale, A. (2017, 29.november). God kultur starter med en engasjert toppledelse.

Dagens Næringsliv. Hentet fra

<https://www.dn.no/arbeidsliv/oslo/norge/petter-stordalen/-god-kultur-starter-med-en-engasjert-toppleidelse/2-1-222394>

Lemley, M. A & McCreary, A (2019). Exit Strategy. *Stanford University, Graduate School of Business; Stanford Law School*.

Martinsen, O. S. & Gabrielsen, H. (u.å.). God organisasjonskultur er avgjørende for suksess. *PwC*. Hentet fra

<https://www.pwc.no/no/tjenester/people-and-organisation/organisasjonskultur.html>

Ness, R. (2002). Styrets rolle, ansvar og innflytelse - ti bud for godt styrearbeid.

Magma. Hentet fra

<https://www.magma.no/styrets-rolle-ansvar-og-innflytelse-ti-bud-for-godt-styrearbeid>

Oslo Børs (u.å) *Historisk utviklingen av Oslo Børs Hovedindeks*. Hentet 03.05.2020 fra

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>

Pedersen, J. G (2006). Lederlønninger og opsjoner. *Regjeringen*. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/nhd/nyh/2006/0089/ddd/pdfv/300892-eierskap06-lederlonnopsjoner.pdf>

Petmezas, D. (2009). *What drives acquisitions?: Market valuations and bidder performance*. Hentet fra <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2008.05.001>

- Ramsinghani, M. (2014). *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*. (2nd ed., Wiley Finance Ser).
- Schein, E., & Schein, P. (2017). *Organizational culture and leadership* (Fifth ed.). Hoboken: Wiley
- Schmidlin, N. (2014). *The art of company valuation and financial statement analysis : A value investor's guide with real-life case studies*. Hentet fra <https://ebookcentral-proquest-com.ezproxy.library.bi.no>
- SJ-corporate (u.å). SJ-Corporate AS. Hentet fra sj-corporate.no/selge-bedrift/
- Skogseth, T. U. (2015). *Ansatteopsjoner ved Oslo Børs*. (Masteroppgave). Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet, Trondheim. Hentet fra <https://ntnuopen.ntnu.no/ntnu-xmlui/bitstream/handle/11250/2382629/Skogseth.pdf?sequence=1>
- Smith, D.G. (2005). The Exit Structure of Venture Capital. *UCLA Law Review*, 53(2), 315-356
- Statistisk Sentralbyrå (2017). *Kommunikasjonsstrategi for Statistisk sentralbyrå 2017-2020*. Hentet fra https://www.ssb.no/omssb/om-oss/vaar-virksomhet/planer-og-meldinger/attachment/324067?_ts=15ecd780ed8
- Statistisk Sentralbyrå (2020). *12880: Makroøkonomiske hovedstørrelser. Regnskap og prognoser, etter statistikkvariabel og år*. [Datasett] Hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/sq/10035035>
- Stowell, D. (2012). Investment banks, hedge funds, and private equity. Hentet fra <https://ebookcentral-proquest-com.ezproxy.library.bi.no>
- Svartdal, F. (2020, 5.april). Fagfelle vurdering. *Store Norske Leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/fagfelle vurdering>
- Thyness, E. & Svensen, T.K. (2012). Kjøp og salg av virksomheter- hvordan sikre en vellykket gjennomføring. *Praktisk økonomi & finans 03/2012 (volum 28)*. Idunn
- Unoki, K. (2013). *Mergers, acquisitions, and global empires : Tolerance, diversity, and the success of M&A*. Abingdon, Oxon ;: Routledge.

- Wasserman, N. (2012). The Founders dilemmas: anticipating and avoiding the pitfalls that can sink a startup
- Weber, Y. (1996). Corporate Cultural Fit and Performance in Mergers and Acquisitions. *Human Relations*, 49(9), 1181-1202.
- Weldeghebriel, L. (2019, 05.desember). Kolonial runder en milliard i omsetning: Vokser raskere enn før og raskere enn Amazon. *Skifter*. Hentet fra: <https://shifter.no/nyheter/kolonial-runder-en-milliard-i-omsetning-vokser-raskere-enn-for-og-raskere-enn-amazon/171394>
- Wennberg, K., Wiklund, J., DeTienne, D. and Cardon, M.S. (2010). ”Reconceptualizing entrepreneurial exit: Divergent routes and their drivers”, in *Journal of Business Venturing*, vol.25, pp.361-375
- Wig, K.A, (u.å.). Integrasjonsprosesser - om synergier og dårlig håndverk. *Remis-Financial Engineering*. Hentet fra <https://remis.no/no/integrasjoner-synergier>
- Wilde, O. (1893). *Lady Windermere's Fan*. Hentet fra https://books.google.no/books?id=3wTZAgAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=no&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false

9. VEDLEGG

Vedlegg 1: Intervjuguide

Virksomheten

1. Når startet bedriften opp? Var du med fra starten av?
2. Når kom tanken om å ta en exit?
3. Hva slags type exit skal du foreta? børsnotering, oppkjøp?
 - a. Tenkt på risiko forbundet med dette?
 - b. Fordeler og ulemper?
4. Hvor stor andel ønsker du å selge?
5. Hva definerer du som exit?
6. Hva er grunn til at du ønsker å utføre en exit?
 - a. Føler du at du kan bidra mer med innovasjon til bedriften?
7. Hva er viktig for deg gjennom en exit?
 - a. Krav til avkastning?
 - b. Slingringsmonn på salgsummen?
 - c. Tenker du mest på bedriftens levevilkår etter salget eller optimalisere avkastningen til seg selv?
 - i. Lagt noen føringer for hvem som tar over bedriften etterpå? en del av et konsern? tilrettelegge for videre vekst, hvem som kan dra bedriften til nye høyder?
8. Ser du for deg en nasjonal eller internasjonal aktør?
9. Er kompetansen til investoren viktig?
10. utfordringer eller fordeler tilknyttet grad av kontrollrettighetene til investoren?
11. Hvor mange timer jobber pr person av eierne i snitt på hvert prosjekt?
12. Hvor viktig er det for deg å opprettholde kontroll over bedriften etter en viss prosentdel salg?

Proessen

13. Når du ser tilbake, er det noe du kunne gjort annerledes som kunne være med å påvirke prisen på bedriften i dag?

14. Når i bedriftens liv kommer du til punktet hvor du ser det mest gunstig å selge?
 - a. Hvilke faktorer bygger du det på?
15. Er du åpen for å selge i dag om noen kommer med bud?
 - i. Har dere noen som er interesserte i dag? Noen bud mottatt?
16. Hvor lang tid i forveien ser du for deg å starte med salgsprosessen?
17. Hvordan ser du for deg å finne kjøperen?
 - i. noen innenfor bransjen eller noen helt andre?
 - b. Er det inkludert en tredjepart? altså en rådgiver
 - i. Hvis nei: forhandlingstaktikk?
 - c. Hvor transparant vil bedriften være overfor potensielle kjøpere?
18. Hvor mange finansieringsrunder har dere hatt hittil/ser dere for dere å ha før salg?
19. Hva er de tre viktigste betingelsene dine?
20. Hva ser du på som verdidriver i selskapet?
 - a. hvilke tilrettelegginger ser du for deg å gjøre opp imot en exit, og gjør du dette opp i mot en spesifikk "kjøper"?
 - b. Hva ser du på som viktige måloppnåelser som bør være tilstede før du evt selger?

Organisasjon:

21. Innehar bedriften den nødvendige kompetansen den trenger?
 - a. Har dere gått eksternt for å komplementere kompetanse dere ikke har? Eksempelvis i styret
 - b. Ser dere et behov for mer kompetanse?
22. Noen nøkkelpersoner i bedriften?
 - a. i så fall hva gjør denne personen til det?
 - b. Hvilke opsjonsstrategier har dere i selskapet?
23. Bedriver dere loggføring av rutiner, hendelser og beslutninger?
 - a. Hvis ja: er dette gjort fra starten av?
 - b. Hvis nei: hvilke andre måter sikrer dere at ny eier vil kunne drive likt?

24. Hva er bedriftens forhold til teambuilding? Hvor ofte møtes ansatte etc?
- Ser du på dette som viktig for en kjøper?
25. Har dere deleiere?
- Er det en utfordring? I så fall hvordan tenker dere å løse det?
 - Er det blitt diskutert timing og hvilken type exit dere skal foreta?
26. Hvor mange er i styret, og hvordan er stemmerettighetene fordelt der?

Vedlegg 2: Utvalget

Martin Schütt - Askeladden

Deleier i Askeladden, som til sammen har startet opp 7 ulike virksomheter med stort fokus på kostnadsreduert drift. Av disse syv har de kun solgt Cutters (2015), hvor inkubatoren i 2019 gikk fra en eierandel på 65% til en nåværende eierandel på 5%. Ukjent pris for salg, men DN gjetter seg til en verdsettelse ved salg på ca 400 millioner kr (Shifter, 2019). Martin har vi kjennskap til siden vi intervjuet han til en studentpodcast i forrige semester. Intervju foregikk over videosamtale.

Felix Heinrich - gründer Backstube

Den europeisk inspirerte bakerikjeden åpnet i 2015, og har siden den gang vokst til 11 filialer i Oslo. Vi har kjent Felix siden forrige semester hvor vi skrev en verdivurderingsoppgave om Backstube, og har siden den gang beundret hans kostnad- og vekstfokuserende tilnærming. Intervju foregikk over telefonsamtale

Finn Magnus Torall- gründer Milrab

Etablert høsten 2005, som eneste gründer. Milrab hadde en omsetning på 100 millioner kr i 2018. I 2010 tok han inn daglig leder Grønningsæter Aglen som 30% eier, i tillegg som de har hatt to finansieringsrunder etter det. I dag eier Torall 58% av Milrab. Vi hadde ingen kjennskap til Torall fra tidligere, og intervjuet foregikk over videosamtale.

Karl Alveng Munthe-Kaas- gründer av Kolonial og Nabobil

Kolonial startet opp i 2013 med 10 gründerne, hvor Munthe-Kaas eier 9,7% av bedriften. Nabobil startet i 2015 av tre stykker og i juni 2019 kjøper amerikanske

Getaround opp bedriften for 101,7 millioner kr. (Erik Bucher Johannessen, 21.07.19). Heller ikke Munthe-Kaas var i vårt nettverk før oppstarten av denne oppgaven. Intervju foregikk over telefon mens han kjørte bil hjem fra jobb.

Hilde Midthjell- gründer av Dermanor og tidligere eier av Dale of Norway.

Hun ble Norges første selvlagde kvinnelige milliardær (Bach, 2018) da hun solgte Dermanor (oppstart 1987) til Christian Ringnes i 2009 for 500 millioner kr.

Midthjell kjøpte opp Dale of Norway i 2009 med en gevinst på 161 millioner kr.

(Holøien, 2018). Vi har lite kjennskap til Hilde personlig før denne oppgaven startet, men har ved en tidligere eksamensoppgave skrevet markedsføringsplan for Dale of Norway. Intervju foregikk over telefon

Bjørn Holte - Seriegründer.

Solgt bMobilized, Aktiv Søk og bMenu. Har stort sett laget opp teknologiske

løsninger han senere har solgt. Han har en veldig konkret tilnærming til salg av

virksomheter og deler gjerne av sin kunnskap. Vi hadde ingen kjennskap til Holte før dette semesteret her. Intervju foregikk over videosamtale.

Vedlegg 3: Årlig mediadekning: Organisasjonskultur, Atekst

Dekning over tid, totalt 229 artikler: organisasjonsku...

