

# Osakeyhtiön yritysostoprosessi Pankki X:n ja Finnveran näkökulmasta



Heinoja, Sofia

Laurea-ammattikorkeakoulu  
Laurea Kerava

## OSAKEYHTIÖN YRITYSOSTOPROSESSI PANKKI X:N JA FINNVERAN NÄKÖKULMASTA

Sofia Heinoja  
Liiketalouden koulutusohjelma  
Opinnäytetyö  
Kesäkuu, 2009

Sofia Heinoja

### **Osakeyhtiön yritystostoprosessi Pankki X:n ja Finnveran näkökulmasta**

Vuosi 2009

Sivumäärä 53

---

Tämä opinnäytetyö käsittelee osakeyhtiön yritystostoprosessia rahoittajina toimivien Pankki X:n ja Finnveran näkökulmasta. Tutkimuksessa käsitellään myös osakeyhtiön ostoprosessia. Työn tavoitteena on selvittää, mitä prosesseissa tulisi ottaa huomioon, jotta kauppa ja rahoitus onnistuisivat mahdollisimman hyvin.

Opinnäytetyö on tutkimustyypinen ja se on tehty laadullisella tutkimusmenetelmällä. Tiedonkeruumenetelmänä on käytetty haastatteluja ja seminaareista kerättyä tietoa, artikkeleita ja kirjallisuutta. Tutkimuksessa on haastateltu Pankki X:n ja Finnveran edustajia sekä ammattimaista yrityskauppiasta. Käytännön yritystostoprosessia kuvaa KONE Oyj:n yritystosto-esimerkki.

Yritystosto on suunniteltava hyvin, jotta välttyttäisiin epäonnistumisilta. Ostajan tulee valita oikea ostokohde ajatellen saatavaa synergiahyötyä. Lisäksi potentiaalinen kohde on tutkittava, jotta vältytään ikäviltä yllätyksiltä. Ostettavan yrityksen arvo, oikea hinta ja maksutapa tulee määrittää verokysymykset huomioiden. Usein kaupan esteenä ovat ostajan ja myyjän erilaiset näkemykset kohteen arvosta ja hinnasta. Tämä nousee varsinkin esiin juuri tässä markkinatilanteessa. Yrityskaupan viimeinen vaihe, integrointi, on erittäin herkkä vaihe. Ostajan on kiinnitettävä erityistä huomiota integrointiin, jotta kauppa saadaan parhaiten hyödynnetyksi. Yritystostoissa voidaan käyttää avuksi ammattimaista yrityskauppiasta, joka tuo varmuutta ja ammattitaitoa prosessiin niin ostajan kuin rahoittajienkin näkökulmasta.

Yrityskaupan rahoitus voidaan rakentaa monin eri tavoin. Tässä opinnäytetyössä on käsitelty kaupan rahoitusta Pankki X:n ja Finnveran näkökulmasta huomioiden taantuman tuomat haasteet. Molemmat rahoituslaitokset voivat rahoittaa kauppaa erikseen tai he voivat toimia rahoittajina yhdessä. Yritystostoprosessi kuuluu oleellisesti rahoitukseen, koska ilman jonkinlaisen prosessin toteuttamista ei yrityskauppoja synny. Hyvin ja suunnitelmallisesti tehty prosessi on kaupan onnistumisen edellytys.

Pankki X ja Finnvera vaativat ostajaa pohtimaan itse kauppaa ja tekemään laskelmia kaupan kokonaisvaltaisesta kannattavuudesta. Molemmat rahoituslaitokset tutkivat niin ostavan kuin ostettavankin yrityksen taloudellisen tilanteen, sillä he eivät lähde rahoittamaan hanketta, jos siihen liittyy liikaa riskiä tai hinta on liian korkea. Lisäksi rahoittajat tarvitsevat ostajalta vakuuksia rahoituksen vastineeksi. Tällä hetkellä pankit yleisestikin saattavat vaatia entistä enemmän vakuutta rahoitukselleen. Rahoituksen saaminen on tässä markkinatilanteessa haasteellista, joten yrityskaupat ovat sitä kautta vähentyneet.

Asiasanat: arvonmääritys, due diligence, luottokelpoisuus, rahoitus, yrityskaupat

Sofia Heinoja

**The acquisition process of an incorporated company from the perspective on a Bank X and Finnvera**

Year 2009 Pages 53

---

The thesis examines the acquisition process of an incorporated company from the perspective of the financiers - a Bank X and Finnvera. Additional insights are given to the corporate purchasing process. The objective is to clarify which steps have to be taken into account in order for the transaction and funding to succeed.

The thesis has been done using qualitative research methods; interviews, seminar presentations, articles and relevant literature were all used to collect the data needed. The representatives from a Bank X and Finnvera, as well as, a professional acquisitions specialist were interviewed. A case sample on real life corporate acquisition process is given on KONE Plc.

In order to avoid failures, it is important to plan the acquisition in detail. First, the buyer has to choose the right target with possible synergy gains in mind. Second, an in depth investigation to the potential target has to be held to avoid any and all unpleasant surprises. Furthermore, the value, correct price and payment method have to be determined taking tax issues into account. Common barriers for transaction are the differing views of the buyer and seller on the value and price of the target; a topic emphasized at the current market conditions. The last step of the acquisition process - integration - is an extremely sensitive phase. The buyer has to give special attention to the integration phase to capitalize on the benefits of the acquisition. In corporate acquisitions, it is also possible to utilize the help of a professional acquisition specialist, who brings security and professionalism to the process - from the perspective of both the buyer and financiers.

The financing for a corporate acquisition can be built in many ways. The thesis studies the financing from the perspective of a Bank X and Finnvera, taking also into account the challenges brought by the recession. Both institutions can finance the deal separately or they can act as co-financiers. Finnvera can also act as a warrantor. The corporate acquisition process is an essential part of financing, because without the actualization of some form of a process, no acquisition can be completed. A well planned and implemented process is the key for a successful acquisition.

The Bank X and Finnvera demand the buyer to consider the deal itself, and to make calculations on the overall profitability of the acquisition. They check the financial status of both the acquirer and acquiree, as a no-go for financing decisions is given, if either the price or risk for the acquisition is seen as too high. In addition, both financiers will need warranties to countervalue the investment. Currently, banks in general, may demand more warranties than before. With the current economic downturn, getting financing is very challenging. This has correspondingly had a decreasing effect on the amount of corporate acquisitions.

Key words: Corporate acquisitions, creditworthiness, due diligence, financing, value analysis.

## SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	6
2	TUTKIMUKSEN RAKENNE.....	8
	2.1 Tutkimusongelma .....	8
	2.2 Tutkimusmenetelmät .....	8
3	OSAKEYHTIÖN YRITYSKAUPAT.....	10
	3.1 Syitä yritysostoon .....	12
	3.2 Investointipäätös .....	13
	3.3 Yritysostoprosessi .....	14
	3.3.1 Yrityksen arvon määrittäminen .....	16
	3.3.2 Due Diligence .....	20
	3.3.3 Pehmeäanalyysit .....	24
	3.3.4 Liikearvo .....	26
	3.3.5 Yrityskaupan päättäminen .....	27
	3.4 KONE Oyj:n pelkistetty yritysostoprosessi .....	30
	3.5 Ostajan verotus.....	31
	3.6 Yrityskauppavalvonta.....	33
	3.7 Ammattimainen yrityskauppia mukana yrityskaupoissa.....	34
4	YRITYSKAUPAN RAHOITUS .....	36
	4.1 Luottokelpoisuuden arvioiminen .....	36
	4.2 Vakuudet.....	37
	4.3 Pankki X yrityskaupan rahoittajana.....	38
	4.4 Finnvera yrityskaupan rahoittajana.....	40
5	POHDINTA JA YHTEENVETO .....	44
	LÄHTEET .....	47
	LIITTEET .....	50

## 1 JOHDANTO

Yrityskaupalla tarkoitetaan järjestelyä, jossa kohdeyrityksen liikeomaisuus tai sen osuudet tai osakkeet ostetaan (Immonen 2002, 507). Tämän opinnäytetyön tarkoitus on selvittää, mitä yleisiä prosesseja kuuluu yrityskauppaan ostavan yrityksen ja rahoittajana toimivien pankin ja Finnveran näkökulmasta. Kaikkia mahdollisia prosesseja on mahdotonta kuvailla, koska yritys-kaupat ovat kuitenkin yksilöllisiä tapahtumia. Tässä työssä ei oteta kantaa yrityksen sisäiseen kauppaan, sukupolvenvaihdokseen eikä Suomen rajat ylittäviin kauppoihin. Samoin rajauksen vuoksi keskitytään vain osakeyhtiömuotoisten yritysten kauppoihin.

Yrityskaupan on oltava hyvin suunniteltu ja huolella toteutettu, jotta se onnistuisi ja vältetään erityyppisiltä riidoilta ostajan ja myyjän kesken. Syynä mahdollisiin ongelmiin on ollut esimerkiksi huolimaton ja taitamaton valmistelu, kaupan ehdot ovat olleet puutteelliset ja yrityksestä on maksettu mahdollisesti liikaa. Myös synergiaedut on saatettu määritellä virheellisesti ja integrointi toteuttaa väärällä tavalla. (Leppiniemi & Puttonen 1996, 298; Tenhunen & Werner 2000, 5-6.) Jotta saatettaisiin välttää virheet, voidaan yrityskauppaan ottaa mukaan ammattimainen yrityskauppias (Wikholm 2009).

Yrityskauppoja ei tehdä samaan tahtiin kuin aikaisemmin, koska tässä markkinatilanteessa rahoituksen saaminen on hankalaa ja vakuuksien arvot aliarvioidaan. Maailman taloudellisen tilan vuoksi myös ostajia on vähän ja se näkyy esimerkiksi myyntihintojen laskuna ja myyntiaikojen pidentymisinä. (Wikholm 2009.)

Vuoden 2008 kesän ja syksyn uutiset rahoitusmarkkinoilta ja talouskehityksestä ovat olleet synkkiä. Suuret yritykset ovat Suomessakin ilmoittaneet irtisanomisista ja Yhdysvalloissa pankkeja on mennyt konkurssiin. Kesän aikana pankit ovat koventaneet luotonantokriteereitään ja lainakorko esimerkiksi yrityskaupoissa on noussut. Usein pankit ovat vaatineet 100 %:n tai jopa 150 %:n vakuutta lainalle. Näin ollen ostajan on hankalampi järjestää yrityskaupan rahoitus kuin aikaisemmin. Maailmantalouden tilanne on jäädyttänyt suuret velkavipuiset yrityskaupat, mutta pienempiä kauppoja tehdään yhä, tosin hieman vähemmän. Yrityksen myyjiä on yhä paljon ja teolliset ostajat, jotka aiemmin jäivät pääomasijoittajien ”jalkoihin”, on aktivoitumassa. He eivät niinkään pohdi rahan hintaa, vaan ostavat omalla rahalla ja strategisista syistä. On kuitenkin huomattavissa, että myyjän ja ostajan yrityksestä tekemät arvonmääritykset poikkeavat toisistaan. Myyjällä on usein takana taloudellisesti hyvä vuosi, mutta ostaja on puolestaan diskontannut tulevat huonot talousodotukset arvonmäärityksiinsä. Jotkut yritykset ovat joutuneet alentamaan tämän vuoden budjettiaan, koska suhdannevaikutus näkyy monella toimialalla. Näin ollen myyntiajat mahdollisesti pitenevät hieman ja sopimukseen pääseminen edellyttää enemmän työtä. (Wikholm 2008, 2.)

Talouselämä-lehden tekemässä vertailussa ilmeni, että yrityskauppojen määrä sekä koko ovat pienentyneet syksyyn (2008) mennessä. Kesälomien jälkeen kauppoja oli 7. marraskuuta mennessä tehty 18 prosenttia vähemmän kuin vastaavana aikana viime vuonna. Syyskuun lopussa kaupat olivat vähentyneet kymmenen prosentin vauhtia. Kaupanteko jäähtyy siis kiihtyvää vauhtia. Tilintarkastusyhtiö KPMG:n tilaston mukaan tammi-syyskuussa vähennystä oli 12 prosenttia. Samoin ilmeni, että suurimmat kaupat olivat pienentyneet myydyn liiketoiminnan liikevaihdolla mitaten. Vaikka suuret kaupat ovat pienentyneet, eivät yrityskaupat silti ole murentuneet pieniksi murusiksi. Pieniä kauppoja, joissa siirtyvä liikevaihto oli alle kolme miljoonaa euroa, oli kaikista Talouselämän kirjaamista kaupoista alle puolet. Samoin pääomasijoittajien yrityskaupat ovat vaimentuneet. Tähän pääomasijoitusyhtiö Altorin partneri Jaakko Kivinen mainitsee kolme syytä: ”pankkilainojen saanti on vaikeutunut, markkinat ovat painuneet globaalisti huomattavasti ja yleinen epävarmuus maailmantalouden kehityssuunnasta halvaannuttaa kaikkea aktiviteettia”. Samoin odottelu ja varovaisuus leimaavat yrityskauppaintamaa. Kauppoja kyllä syntyy, mutta hidastetussa tempossa. ”Tänään yrityskauppoja hyydyttävät myös ostajien ja myyjien väliset näkemyserot hinnoista”, Jaakko Kivinen jatkaa. Kivinen toivoo, että pankkilainamarkkinat toimivat jo ensi vuonna. ”Vaikka suomalaispankit ovat hyvässä kunnossa, ne ovat varovaisia”. (Rantanen 2008, 18.)

## 2 TUTKIMUKSEN RAKENNE

Tämä tutkimus rakentuu tutkimusongelmista ja niihin saatavista ratkaisuista, jotka on saatu käytetyillä menetelmillä. Aluksi esitellään käytetyt menetelmät, jonka jälkeen paneudutaan osakeyhtiön yritysostoprosessiin ja erityispiirteisiin. Tämän jälkeen selvitetään Pankki X:n ja Finnveran näkökulmia yritysostoprosessiin sekä heidän tarjoamiaan välineitä kaupan syntymiseen. Lopuksi pohdinnassa käydään läpi tutkimuksen kulkua ja yhteenvetoa.

### 2.1 Tutkimusongelma

Tutkimuksen lähtökohtana voidaan pitää tutkimusongelmaa. Tutkimusongelma sisältää siten paitsi aiheen tutkimisen mielekkyyden perustelun, myös täsmällisemmällä tasolla tutkimuskysymyksen, joihin tutkimuksessa haetaan vastauksia. (Mykkänen.)

Tämän työn tutkimusongelmana on selvittää Pankki X:n ja Finnveran näkökulmat osakeyhtiön yritysostoprosessiin. Osakeyhtiön ostoprosessi on vahvasti otettu tutkimukseen mukaan teoria hyödyntäen. Näin ollen työssä selvitetään teoreettisesti se prosessi, joka tapahtuu yrityskautta ostavan osakeyhtiön näkökulmasta, aina kaupan suunnittelusta yritysten integrointiin.

Tutkimusongelma on valittu siksi, että yritysoston rahoitusnäkökulma on kiinnostuksen kohde. Lisäksi tutkimuksessa haluttiin selvittää, mitä asioita yrityksen on otettava huomioon pohtiesaan ja toteuttaessaan yritysostoa sekä miten ostoprosessi ja rahoitus linkittyvät yhteen.

### 2.2 Tutkimusmenetelmät

Tutkimuksessa on käytetty laadullista tutkimusmenetelmää. Lähtökohtana laadullisessa tutkimuksessa on todellisen elämän kuvaaminen huomioiden se, että todellisuus on moninainen. On kuitenkin otettava huomioon, ettei todellisuutta voi pirstoa mielivaltaisesti osiin. Laadullisessa tutkimuksessa pyritään tutkimaan kohdetta mahdollisimman kokonaisvaltaisesti. Menetelmässä lisäksi suositaan ihmistä tiedon keruun menetelmänä ja tässä lähtökohtana ei ole teorian ja hypoteesien testaaminen vaan aineiston monitahoinen ja yksityiskohtainen tarkastelu. Lisäksi valitaan haastateltava joukko tarkoituksenmukaisesti, eikä satunnaisotannalla. Tutkimussuunnitelma muotoutuu usein tutkimuksen edetessä, koska tutkimus toteutetaan joustavasti ja suunnitelmia muutetaan olosuhteiden mukaisesti. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2001, 152,155.)



Haastattelut on perinteisesti jaettu kysymysten sitovuuden ja valmiuden mukaisesti strukturoituihin ja strukturoimattomiin haastatteluihin. Strukturoitujen äärimmäisessä päässä on lomakehaastattelu, jossa on valmiit kysymykset ja vastausvaihtoehdot ja lisäksi ne esitetään kaikille haastateltaville samanlaisina ja samassa järjestyksessä. Tässä on taustalla ajatuksena se, ettei haastattelija vaikuta haastateltavan vastauksiin omilla mielipiteillään. Näiden kahden haastattelumuodon välimaastosta löytyy puolistrukturoidut haastattelut, joille on tyypillistä se, että jokin haastattelun näkökohta on lyöty lukkoon, muttei kaikkia. Strukturoimaton haastattelu puolestaan muistuttaa avointa keskustelua ja sen rakenne muotoutuu ennen kaikkea haastateltavan ehdoilla. Toki molemmat osapuolet voivat nostaa puheenaiheita keskusteluun ja kuljettaa sitä haluamaansa suuntaan. (Ruusuvoori & Tiittula 2005a, 11.)

Tutkimusaineisto on kerätty haastattelemalla asiantuntijoita sekä käyttämällä kirjallisuutta ja lehtiartikkeleita. Menetelmänä on käytetty puolistrukturoitua haastattelua. Puolistrukturoidulla haastattelulla tarkoitetaan sitä, että kaikki kysymykset eivät ole valmisteltuja (Ruusuvoori & Tiittula 2005a, 11).

Tässä työssä haastattelukysymykset valmisteltiin etukäteen, mutta tilanne itsessään ohjasi haastattelun kulkua ja kysymysten asetelua. Haastatteluista saadut vastaukset on aseteltu tutkimuksen sisälle järkeväksi kokonaisuudeksi. Haastateltavilta saatu tieto on faktatietoa ja perustuu lähinnä toimintatapoihin. Näin vastaukset eivät perustu juurikaan heidän omiin mielipiteisiinsä vaan edustamiinsa yrityksiin. Tämän vuoksi vastauksia ei ole analysoitu.

Olivat haastattelut kuinka strukturoituja, suunniteltuja tai avoimia hyvänsä, ne ovat aina vuorovaikutustilanteita. Näissä tilanteissa haastattelija ja haastateltava toimivat kuitenkin suhteessa toisiinsa ja kaikki haastatteluaineisto on osallistujien välisessä vuorovaikutuksessa tuotettua verbaalista materiaalia. (Ruusuvoori & Tiittula 2005b, 29.)

Haastattelun idea on erittäin yksinkertainen. Kun haluamme tietää, mitä joku ajattelee tai miksi hän toimii niin kuin toimii, on luonnollisesti järkevää kysyä asiaa häneltä. Haastattelun etu on joustavuus. Haastattelija voi esimerkiksi toistaa kysymyksen, oikaista väärinkäsityksiä, selventää ilmauksia ja sanamuotoja sekä käydä keskustelua haastateltavan kanssa. Tärkeintä haastattelussa on saada mahdollisimman paljon tietoa halutusta aiheesta. (Tuomi & Sarajärvi 2002, 75.)

Tutkimushaastattelu rakennetaan pohjimmiltaan samoilla keinoilla ja samoihin kasvatusten tapahtuvaa vuorovaikutusta koskeviin yleisiin oletuksiin nojaten kuin muutkin keskustelut. Olipa kyseessä lähes mikä vuorovaikutustilanne tahansa, ihmiset kysyvät kysymyksiä, tekevät oletuksia, osoittavat ymmärrystä ja välittävät kiinnostusta tavoilla, jotka he ovat oppineet kielenoppimisen yhteydessä kasvaessaan yhteisön jäseniksi. Kuitenkin toisin kuin arkisissa

keskusteluissa tutkimushaastattelulla on erityinen tarkoitus ja tietyt osallistujaroolit, joissa haastattelija on tietämätön osapuoli ja hänellä on tiedon intressi ja tiedot löytyvät haastattelavalta. Tutkija kyselee, tekee aloitteita, kannustaa vastaamaan sekä ohjaa ja fokusoi keskustelua. Tutkimushaastattelua ohjaa tutkimuksen tavoite. Lisäksi haastatteluun on ryhdytty tutkijan aloitteesta ja hän myös yleensä ohjaa tai vähintään suuntaa keskustelua tiettyihin puheenaiheisiin. (Ruusuvoori & Tiittula 2005b, 22- 23.)

### 3 OSAKEYHTIÖN YRITYSKAUPAT

Osakeyhtiö on käytännössä yleisimmin käytetty yhtiömuoto liiketoiminnan harjoittamiseen Suomessa. Osakeyhtiössä on osakkeita, jotka voivat olla keskenään erisarjaisia. Erot saattavat liittyä esimerkiksi osinkoihin ja äänioikeuksiin. Osakkaat käyttävät äänioikeuksiaan ja muita osakasoikeuksia yhtiökokouksessa. Yhtiökokous valitsee hallituksen, joka puolestaan valitsee toimitusjohtajan ja valvoo hänen toimintaansa. Tilintarkastaja valvoo yhtiökokouksen toiminnasta hallitusta. Osakeyhtiössä osakkaiden vastuu yhtiön veloista rajoittuu heidän sijoittamaan osakepääomaan. (Hannula & Kari 2004, 31-32.)

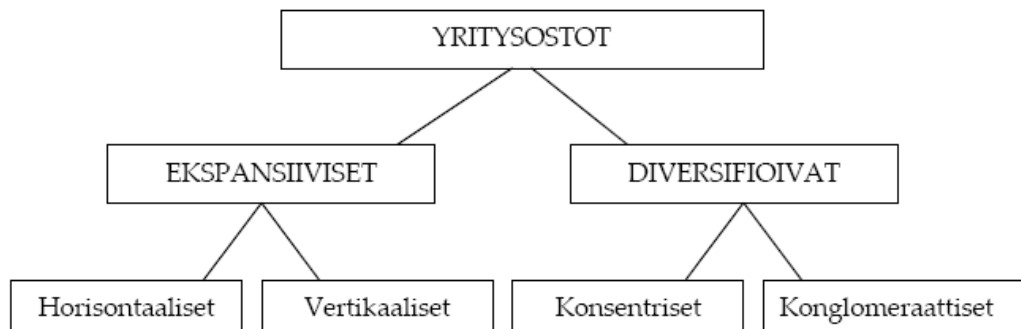
Osakeyhtiön, kuten muidenkin yritysten yrityskauppaan liittyy strateginen tausta, sillä yrityksen strategia on keskipitkän tai pitkän aikavälin suunnitelma siitä, minkälaisien tuotteiden parissa ja millä markkinoilla yritys toimii. Ostajan kannalta katsottuna yritysosto on siis pohjimmiltaan strateginen päätös, koska investointi tehdään pidempää suunnitteluperiodia silmällä pitäen. (Tenhunen & Werner 2000, 11.)

Yrityskauppa tehdään pääpiirteissään kahdella tapaa. Joko myydään yrityksen osakkeet tai yrityksen liiketoiminta. Osaakekaupassa myydään yrityksen osakkeet omaisuuksineen ja velkoineen. Ostaja ottaa vastuun tulevaisuudesta ja osittain menneisyydestä. Esimerkiksi myöhempien verotarkastusten yhteydessä saattaa mahdollisesti ilmaantua maksettavaa, josta ei välttämättä tiedetä kaupantekoaikana. Historiaan liittyviä riskejä pyritään sopimuksilla minimoimaan, mutta kokonaan niistä ei välttämättä päästä. Mahdollisten historiallisten riskien ja helppouden takia ostaja usein haluaa mieluummin ostaa liiketoiminnan, eli substanssin kuin osakkeet. Tällöin ostaja vastaa vain yrityksen tulevaisuudesta ja hänen riskinsä on rajoitettu. Lisäksi ostaja pystyy poistoina hyödyntämään ostetun yrityksen liike-arvon. Liiketoiminnan myynti voi olla myyjällekin mieluinen vaihtoehto ja joskus järkevämpi vaihtoehto kuin osakkeiden myynti. Liiketoimintakaupassa ostaja yleensä ostaa sen käyttö- ja vaihto-omaisuuden, joka tarvitaan liiketoimintaan sekä varsinaisen liiketoiminnan. Kaupassa siirtyvästä käyttö-omaisuudesta maksetaan usein viimeisen tilinpäätöksen kirjanpidollinen arvo ja vaihto-omaisuudesta luovutuspäivän mukainen arvo. Molemmista vähennetään mahdolliset epäku-

ranttiudet. Yrityksen pehmeistä arvoista, sen liiketoiminnasta, henkilökunnasta ja sen osamisesta, toimittajista, asiakkaista, tuotekehityksestä, jakelukanavista ynnä muusta sellaisesta maksetaan liike- eli goodwill-arvo. Liiketoimintakaupasta saamallaan varoilla myyjä maksaa yrityksen velat ja joko lopettaa yrityksen tai muuttaa yrityksen nimen ja toimialan. Hän voi myös pitää yrityksen esimerkiksi sijoitusyhtiönä. Vastuukysymyksistä johtuen tavallista on, että myyjä haluaa myydä osakkeet ja ostaja haluaa ostaa liiketoiminnan. (Wikholm 2002.)

Yritysosto voi tapahtua ekspansiivisesti saman toimialan sisällä joko vertikaalisesti tai horisontaalisesti. Vertikaalinen yritysosto on kyseessä silloin, kun ostettava yritys toimii samalla toimialalla, mutta jakelu- ja jalostusketjun eri vaiheissa. Horisontaalinen yritysosto tarkoittaa kauppaa, jossa ostettava yritys toimii samalla toimialalla ja jakelu- ja jalostusketjun samassa vaiheessa. Kauppa voi tapahtua myös diversifioivasti toisen toimialan sisällä joko konsentrisesti tai konglomeratiivisesti. Konsentrisessä yritysostossa ostettavan yrityksen toimiala on eri kuin ostavalla yrityksellä. Kuitenkin heillä on samankaltaiset markkinat ja jakelu- ja markkinakanavat tai samankaltainen teknologia sekä tutkimus- ja kehitystoiminta. Konglomeratiivisessa yritysostossa ostaja hankkii täysin uusiin tuotteisiin ja markkinoihin keskittyneen yrityksen. (Tenhunen & Werner 2000, 13.)

Yritysostot voidaan siis luokitella seuraavan kuvion mukaisesti joko saman toimialan sisällä tapahtuviin eli ekspansiivisiin ostoihin tai toimialarajat ylittäviin eli diversifioiviin ostoihin.



Kuvio 1. Yritysostot. (Anttila 2006, 11.)

### 3.1 Syitä yritysostoon

Yritysostoon liittyy useita syitä, jotka voivat olla erilaisia jokaisessa tilanteessa. Ne voivat olla sisäisiä tai ulkoisia. Sisäisiä vaikuttimia voivat olla esimerkiksi henkilöstön rakenne ja - määrä, teknologian taso, voimavarojen kohdentamismahdollisuudet ja rahoitusmahdollisuudet. Ulkoisia vaikuttimia voi olla puolestaan markkinaosuuskilpailu, työvoiman saatavuus sekä liiketoiminnan vastuiden kohdentaminen. (Immonen 2002, 511.) Lisäksi syitä voi olla esimerkiksi toiminnan tehostaminen ja laajentaminen, yritysosto vaihtoehtona sisäiselle laajentamiselle tai synergiaedut, ympäristöuhat ja mahdollisuudet (Kettunen 2008).

Tenhusen ja Wernerin (2000,14) mukaan synergia potentiaali yritysostossa on se mahdollinen tulos ja lisäarvo, jonka yritysosto liittyy ostavaan yritykseen. Toisin sanoen ostavan ja ostettavan yrityksen toiminnallinen tulos on yrityskaupan tapahduttua ja sopeuttamistoimenpiteiden jälkeen suurempi kuin yritysten tulosten summa on ollut niiden toimiessa erillään. Mahdolliset synergiaedut liittyvät niihin analyysiin ja suunnitelmiin, joita ostajalla on ostettavasta yrityksestä. Tällaisia synergiaetuja voi olla esimerkiksi se, että yrityskaupasta syntyy suurempi markkinaosuus tai jopa määräävä asema ja tätä voi hyödyntää muun muassa hinnoittelussa. Kustannusten karsiminen, toimintojen tehostaminen sekä rahoituksen ja taloudelliseen ohjaukseen tai muuhun sellaiseen yrityksen toimintaa tukeviin aktiviteetteihin liittyvät kehitys- ja säästämismahdollisuudet ovat yksi mahdollinen synergiaetu.

Joskus yrityskauppatilanteissa voi käydä niin, että ostosta muodostuu negatiivisia synergia vaikutuksia. Niissä yhdistetyt yritykset toimivatkin puolestaan heikommin yhdessä kuin erikseen. Tällainen tilanne voi johtua muun muassa lisääntyneistä investointitarpeista. (Tenhunen & Werner 2000, 14.)

Synergia vaikutuksia on hyvä analysoida toimintasuunnitelman laatimisen kautta. Kun kaupan strategiset syyt ovat ilmeisiä, on synergia vaikutusten analysointi helpompaa toimintasuunnitelman pohjautuessa strategiaan lähtökohtiin. (Tenhunen & Werner 2000, 15.)

Yritysostot jaetaan usein teoreettisen kirjallisuuden mukaan defensiivisiin ja aggressiivisiin. Defensiiviset ostot liittyvät lähinnä ughiin ja aggressiiviset ostot puolestaan mahdollisuuksiin. Kyseiset nimitykset viittaavat siihen yrityskuvaan, joka kilpailijoille ja asiakkaille yritysoston myötä syntyy. (Tenhunen & Werner 2000, 12.)

	Ympäristöuhat	Ympäristön mahdollisuudet
Yrityksen sisäiset vahvuudet	Defensiivinen strategia. Toimintamalli, kuten yrityskauppa, jolla yrityksen vahvuutta käytetään hyväksi uhkan vähentämiseksi.	Hyökkäysstrategia. Toimintamalli, kuten yrityskauppa, jolla yrityksen vahvuutta käytetään hyväksi mahdollisuuden toteuttamiseksi.
Yrityksen sisäiset heikkoudet	Suojautumisstrategia. Toimintamalli, kuten yritysosto, jolla uhkaa pyritään välttämään heikkouden eliminoimiseksi.	Vahvistamisstrategia. Toimintamalli, kuten yritysosto, jolla mahdollisuutta käytetään hyväksi heikkouden vähentämiseksi.

Kuvio 2. Ostavan yrityksen SWOT-analyysi erilaisten strategisten yritysostojen perustana. (Tenhunen & Werner 2000, 63.)

### 3.2 Investointipäätös

Niin kauan kuin yritys on olemassa, se investoi kasvaakseen ja jatkaakseen olemassaoloaan. Pitkäaikaisina tuotannontekijämenoina hankinnat ovat yhteydessä yrityksen pitkäjuoksun strategiseen suunnitteluun. (Niskanen & Niskanen 2007, 294.)

Yrityskaupat, kuten muutkin yrityksen suuremmat investoinnit vaativat suunnitelmia ja erityisiä laskelmia. Investoinneista puhuttaessa tarkoitetaan yleensä pitkäaikaisia, merkitykseltään suuria taloudellisia hankkeita. Lisäksi yrityksen pitäisi pyrkiä arvioimaan investointeja osana taloudellista suunnittelua ja kyetä päättämään, mihin projekteihin kannattaa ryhtyä ja mihin taas ei. Investointien hylkäys- tai hyväksymispäätösten tulisi ensisijaisesti perustua arviolle siitä, kuinka hyvin ne tuottavat esimerkiksi verrattuna sijoittajien tuottovaatimukseen. (Knüpper & Puttonen 2004, 80.)

Niskasen ja Niskasen (2007, 331, 332) mukaan investointiprosessin eteneminen on aina sidoksissa investoitavaan yritykseen ja sen suunnittelukulttuuriin. Investointien suunnitteluun liittyen yrityksissä on kuitenkin myös samoja piirteitä, joiden perusteella on esitetty kuvauksia investointiprojektien etenemisestä. Esimerkiksi yhden kuvauksen mukaisesti investointiprosessissa on kuusi eri vaihetta. Nämä ovat tunnistamisvaihe, etsintävaihe, tiedonhankintavaihe, valintavaihe, rahoitusvaihe sekä investointiprojektin toteutus- ja valvontavaihe.

Arvioitaessa investoinnin kannattavuutta tehdään ennuste ja arvio erilaisin laskentatavoin investointihankkeen taloudellisista seuraamuksista. Yleensä investointi on luonteeltaan sellainen, että aluksi uhrattuja resursseja vastaan saadaan positiivista nettokassavirtaa. (Knüpfer & Puttonen 2004, 81.)

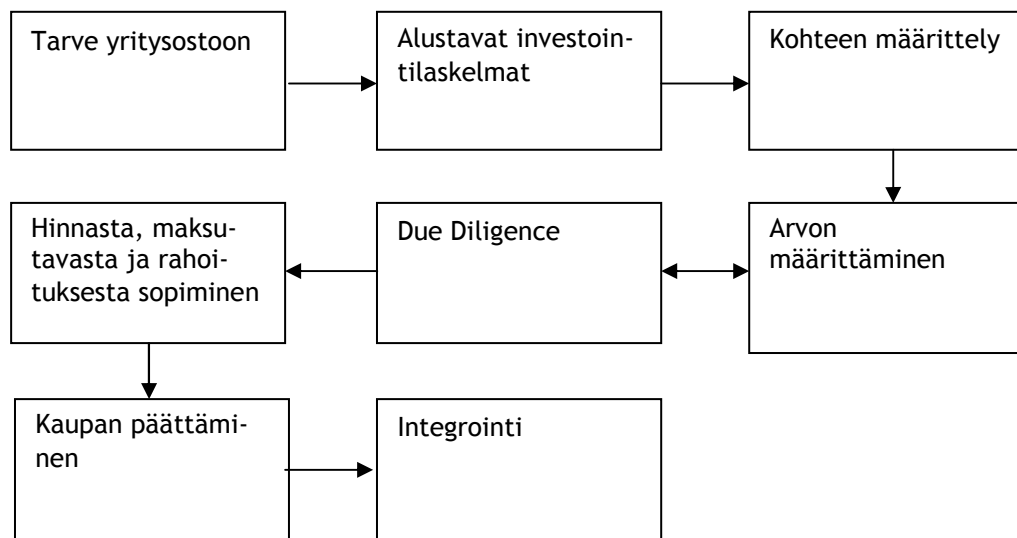
Investointilaskelmamenetelmät voidaan jakaa esimerkiksi modernin investointiteorian suosittelemiin kehittyneisiin menetelmiin ja myös perinteisiin menetelmiin. Kehittyneisiin menetelmiin kuuluu nettonykyarvomenetelmä ja sisäisen korkokannan menetelmä. Perinteisiin menetelmiin kuuluu esimerkiksi investoinnin takaisinmaksumenetelmä ja investoinnin tuotto-prosenttimenetelmä. (Niskanen & Niskanen 2007, 332.)

Tällä hetkellä yritykset ovat varovaisia investoimaan yrityskauppoihin, koska taloustilanne on niin epävarma. Mahdolliset ostajat eivät välttämättä edes tiedä, jatkuuko yrityksen oma toiminta. He ovat niin sanotusti odottavalla kannalla. (Wikholm 2009).

### 3.3 Yritysostoprosessi

Yrityksen ostoprosessi voi lähteä käyntiin eri tavoin. Ostajalle saattaa herätä kiinnostus tiettyyn yritykseen tai potentiaalisia kohteita voi olla myös useita. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.) Joskus myös ammattimainen yrityskauppias saattaa ottaa yhteyttä mahdolliseen ostajaan (Wikholm 2009).

Karkeasti yritysostoprosessi voidaan jakaa seuraavan kuvion mukaisesti.



Kuvio 3. Yritysostoprosessi.

Tenhusen ja Wernerin (2000, 17) mukaan ostokohteita voidaan alustavasti seuloa siten, että suljetaan pois asioita, joita ei ainakaan haluta ostokohteen edustavan. Karkeilla kriteereillä voidaan yritysostoprosessissa sulkea etukäteen pois yritykset, joita ei kannata määritellyn strategisen ongelman ratkaisuksi ostaa. Alustavat kriteerit usein perustuvat määrättyyn strategiseen tavoitteeseen. Määritettyjä kriteereitä voivat olla riippumatta yritysoston strategiasta päämäärästä olla:

- Ostettavan yrityksen toimiala (markkinat, toimintatapa, tuotteet)
- Ostokohteen markkinaosuus
- Ostokohteen koko
- Kasvupotentiaali
- Taloudelliset, tekniset ja muut resurssit

Halutun toiminta-alueen määrittely on ensisijaisen tärkeää yritysoston strategisten vaatimusten turvaamiseksi. Kriteerien määrittämisessä on tärkeää pohtia, mitä yritysostolla halutaan saavuttaa. Kuten halutaanko kasvattaa markkinaosuutta, laajentaa toimintaa maantieteellisesti vai halutaanko lisätä tarjontaa. Jotta voidaan saavuttaa tavoitteet, voidaan lisäksi vaihtoehtoisista yrityksistä tehdä myös erilaisia analyysejä ja rankinglistoja. (Tenhunen & Werner 2000, 18.)

Ostokohteena saattaa olla sellainen yritys, jota potentiaalinen ostaja on katsonut ja seurannut jo pitkään (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008). Jos tiedossa ei ole tiettyä kohdetta, saattaa potentiaalisen ostokohteen löytää myös ammattimaisen yrityskauppiaan välityssivuilta (Wikholm 2009).

Ostaja saattaa kiinnostua julkisesti myynnissä olevasta yrityksestä. Jos ostaja on löytänyt kiinnostavan ostokohteen esimerkiksi ammattimaisen yrityskauppiaan tarjonnasta, alkaa lisätietojen hankinta ja neuvotteluprosessi. Tässä neuvotteluilmapiiriä usein parantaa, jos neuvottelua koordinoi ulkopuolinen henkilö, esimerkiksi yrityskauppaan erikoistunut välittäjä, jolla on yrityskaupan kokemusta sekä sopimustekniikan ja neuvottelumetodiikan osaamista. Ostaja ja myyjä voivat luottamuksellisesti esittää kriittisiäkin näkemyksiään tälle kolmannelle osapuolelle, joka auttaa löytämään molempia osapuolia tyydyttävän ratkaisun. Ostaja haluaa luonnollisesti saada mahdollisimman paljon tietoa ostettavasta yrityksestä, jotta hän pystyy arvioimaan yrityskaupalla saavutettavat strategiset, taloudelliset ja muut edut sekä arvioimaan mahdolliset riskit. Tässä vaiheessa tieto luokitellaan jo liikesalaisuudeksi, joten annettu tieto voi vahingoittaa myytävän yrityksen toimintaa. Varsinkin jos ostajakandidaatti ei ostakaan yritystä ja väärinkäyttää saamiaan tietoja. Joten viimeistään tässä vaiheessa on ostajاهدokkaan kanssa tehtävä aineistoa koskeva salassapitosopimus. (Wikholm 2003.)

### 3.3.1 Yrityksen arvon määrittäminen

Yrityskauppaan liittyvä oleellinen osana ostokohteen arvon määrittäminen. Yrityksen arvonmäärittäminen tavoitteena on määrittää yrityksen arvo sen taloudelliseen tilaan perustuen. Näin saadaan yrityksen taloudellinen arvo, joka voi poiketa huomattavasti sen kirjanpidollisesta arvosta. Yritystä arvioidaan toisaalta yrityksen tämän hetken tilan perusteella, historia huomioonottaen, mutta ennen kaikkea tulevaisuudessa odotetun menestyksen perusteella. Tämän vuoksi yrityksen arvonmäärittäminen on haastava tilinpäätösinformaation käyttökohde. Perinteistä, toteutuneeseen kehitykseen perustuvaa tilinpäätösanalyysiä on laajennettava tulevan kehityksen analysointiin. Toteutuneet tilinpäätöstiedot ovat hyvä lähtökohta tulevan kehityksen arvioinnissa. Tälle ajatukselle perustuvat myös viimeisimmät yrityksen arvon määrittämisestä kuvaamaan kehitetyt matemaattiset mallit. (Hannula ym. 2004, 83; Kallunki 2000.)

Suomen lain mukaan tilinpäätöksen ja siihen mahdollisesti liittyvän toimintakertomuksen pitää antaa oikeat ja riittävät tiedot kirjanpitovelvollisen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Tätä varten ovat tarpeelliset liitetiedot ilmoitettava tilinpäätöksen liitetiedoissa. (Tomperi 2007, 205.)

Arvon määrittäminen on asiantuntemusta vaativa tehtävä. Se ei ole yksinkertainen ja suoraviivainen prosessi, jossa yrityksen arvo voidaan yksiselitteisesti määrittää. Yritykselle on lähes mahdotonta määrittää yhtä ehdotonta oikeaa arvoa. Arvonmäärittäminen perustuu aina jonkin tahon omaan näkemykseen yrityksen tämän hetken taloudellisesta tilanteesta sekä tulevaisuuden kehitykseen. Samoin arvoon vaikuttaa tuloksen saavuttamiseen liittyvä riski.

Arvon määrittäminen vaatii syvällistä markkinoiden, yrityksen ja sen toimintaympäristön ja -alan ymmärtämistä. Oikein tehty ja onnistunut arvonmäärittäminen vaatii analyysityötä, kokemusta sekä ammattitaitoa. (Kallunki 2000.)

Yrityskauppatilanteessa sekä ostaja että myyjä pyrkivät arvioimaan kaupan kohteena olevan yrityksen liiketoimintojen arvon ja tätä kautta koko yrityksen arvon. Eryteisesti kauppatilanne on tärkeä perheyhtiöille, jotka usein myyvät koko elämäntyönsä. Kaupanosapuolien lisäksi tämä kiinnostaa verottajaa sekä yrityksen kilpailijoita. Kun puhutaan yrityksistä, joita ei ole listattu pörssiin, on molemmille osapuolille tärkeää, että kaupan hinta on mahdollisimman lähellä yrityksen oikeaa hintaa. Yritysoston yhteydessä ostettu omaisuus pitää eritellä ja yksilöidä aineellisiin ja aineettomiin omaisuuksiin. Jäljelle jäävä yksilöimätön aineeton omaisuus on goodwilliä eli liikearvoa. (Kallunki & Niemelä 2004, 20.)

Yrityksen arvonmäärittäminen on useita eri tapoja ja malleja. Arvonmäärittäminen tavoitteena on yrityksen arvon määrittäminen sen taloudelliseen tilaan perustuen ja ennen kaikkea tulevaisuudessa odotetun menestyksen perusteella. Arvonmäärittäminen voidaan jakaa kolmeen vaiheeseen.



seen. Ensimmäinen on strateginen analyysi, jossa arvioidaan, minkälaiset edellytykset yrityksellä on toimia markkinoilla nyt ja tulevaisuudessa. Tähän liittyy toimiala-, kilpailu- ja kansantaloudenanalyysit, jotka mallittavat tulevaisuutta. Toinen vaihe on tilinpäätöksen analysointi, johon kuuluu kannattavuuden, varallisuuden, sekä rahoitusaseman selvittäminen. Tärkeää on, että tilinpäätös on vertailukelpoinen. Kolmas vaihe on tulevan kehityksen ennakointi, johon liittyy muun muassa tulevan myynnin arvioiminen sekä tuloksen, rahoituksellisen aseman ja omaisuuden arvon kehittyminen. Yrityskauppaa tehtäessä myyjä pyrkii luonnollisesti antamaan mahdollisimman hyvän kuvan yrityksen tilanteesta. Hän on saattanut muokata tilinpäätöstä niin, että se mairittelee yrityksen taloudellista tilannetta. Tässä ostajan tulee olla varovainen ja arvioida kriittisesti myyjän esittämiä lukuja. (Kettunen 2008.)

Yrityksen substanssiarvo on yrityksen omaisuuden markkina-arvo vähennettynä yrityksen veloilla. Kirjanpidollisesti tämä on usein lähes sama kuin oma pääoma plus varaukset, jos omaisuuserien todellinen arvo vastaa tasearvoja. Tätä menetelmää ei juurikaan käytetä toiminnallisten yritysten arvioinnissa, vaan se on kiinnostavampi hallintoa harjoittavissa yrityksissä. Usein pk-yrityksen vähemmistöosuuden myynnissä osakkeen hinta on selkeästi lähempänä substanssiarvoa kuin tuottoarvoa. Vähemmistöomistaja hyötyy yleensä tuottoarvosta vain, jos yrityksen koko osakekanta myydään samalla. Substanssiarvo on usein yrityksen minimihinta. (Wikholm 2002.)

Kettusen (2008) mukaan yksi arvonmäärityksen keino on etsiä sopiva vertailuryhmä samalta toimialalta, joiden arvoja ja taloudellista tilannetta vertaillaan ostettavaan yritykseen. Tästä voi huomata, kuinka paljon esimerkiksi yrityksen pyyntihinta eroaa toimialan muiden yritysten arvostuksesta. On kannattavaa on tutustua niiden P/E-(price to earnings) ja EBIT(earnings before intrests and taxes) -lukuihin. (P/E-luku on tunnusluku, joka ilmaisee osakeyhtiön markkinahinnan ja nettotuloksen suhdetta sekä EBIT-luku tarkoittaa yrityksen liiketulosta.) On hyvä tutustua siihen, miten ne poikkeavat ostettavan yrityksen luvuista ja miksi. Onko tämä riski ja mikä on ostettavan yrityksen kannattavuus. Lisäksi yksi tapa on muuttaa omaisuus ja tase muutenkin markkina-arvoiseksi. Samoin lasketaan substanssiarvo. Tästä pystytään jo päättelemään, mikä olisi yrityksen arvo. Arvoa voi myös määrittää yrityksen tulevaisuuden tuotto-odotukset huomioiden, joita ovat kassavirrat ja osingot. Tätä voidaan arvioida ja laskea diskonttaamalla haluttu erä. Ostajan pitää muistaa, että riski ja tuotto kulkevat käsi kädessä. Olennainen tekijä arvonmäärityksessä on tuottovaatimus.

Jos ostajalla on vahva ”näppituntuma” omaan yritykseensä ja sen arvoon, hän huomaa helposti, onko pyyntihinta liian kova. Jos ostaja on kokenut yrityskaupantekijä, voi hän vertailla pyyntihintaa tekemiensä aiempien kauppojen hintaan. Yrityksen arvon määrittämiseen liittyy olennaisesti substanssiarvon lisäksi sen omaisuus ja sen markkina-arvo, tulevaisuuden tuotto-odotukset, markkinatilanne, miten yritys on arvostettu ja kilpailutilanne sekä tavoiteltavat

synergiaedut. Näihin saa parhaan tuntuman tutustumalla esimerkiksi Due Diligencen avulla yrityksen toimintoihin sekä tarkkailemalla toimialaa ja tutustumalla tehtyihin markkinatutkimuksiin. Samoin tilinpäätöstä voi tutkia trendianalyysin avulla. (Kettunen 2008.) Due Diligence esitellään tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

P/E -luku on yksi käytetyimmistä tunnusluvuista arvonmäärityksessä. Tämä luku on tunnusluku, jolla voidaan arvioida yrityksen markkinahintaa suhteutettuna nettotulokseen. Markkina-arvo on esimerkiksi pörssissä noteerattu arvo tai pääoman arvo, eli substanssiarvo. Tunnusluku kertoo, kuinka monessa vuodessa tulevat voitot kattavat osakkeen markkina-arvon. Tämä luku kertoo siis markkina-arvoperusteisesti yrityksen arvon. Se ei kuitenkaan loppujen lopuksi kerro, kuinka arvokas yritys todellisuudessa on, vaan vain sen, miten sijoittajat sitä arvostavat. P/E-luku on pieni matalariskisellä, tasaisesti kehittyvällä ja markkinoilla asemansa vakiinnuttaneella yrityksillä. P/E-luvun selvin heikkous on se, että sen laskutavassa ei ole otettu huomioon tuloksen kasvua eikä yrityksen riskiä. Jos yrityksen voittojen kasvumahdollisuudet ovat korkeat, on sen P/E-luvun oltava selvästi korkeampi kuin matalan kasvun yrityksellä. (Kallunki 2000; Kettunen 2008.)

Kassavirtaperusteisessa mallissa koko yrityksen arvo saadaan diskonttaamalla koko yrityksen odotetut kassavirrat nykyhetkeen pääoman keskikustannuksella. Lähtökohtana on yrityksen liikevoitto, joka on olennainen toiminnan tulorahoitusta kuvaava luku. Tässä mallissa seurataan pelkästään rahan liikkeitä. Mallin etuja verrattuna tilinpäätökseen ovat ne, ettei siihen vaikuta mahdolliset tuloksenmuotoilut ja sillä voidaan tarkastella yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöitä ja tulevan tuloskehityksen edellytyksiä. Yrityksen arvo on jäljelle jäävä ”free cashflow” eli osakkeenomistajille kuuluva virta kaikkien liiketoiminnan kulujen jälkeen. Tärkeää kassavirtalaskelmien käytössä on se, että lasketaan aina samalla tavalla, jotta vertailtavuus säilyy. (Kettunen 2008.)

Kassavirtalaskelmien käyttöä yrityksen arvonmäärityksessä perustellaan sillä, etteivät tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet vaikuta kassavirtoihin. Kun virallisessa tilinpäätöksessä tilikauden tulokseen vaikuttaa menojen ja tulojen jaksottaminen eri tilikausille, erilaiset tilinpäätöskäytännöt, yritysjohton mahdollinen tuloksenjärjestely sekä muut tilinpäätöksen joustokohdat, vaikuttaa kassavirtalaskelmissa pelkästään rahan liikkeet, eli tilikauden aikaiset kassaan ja kassasta maksut. Kassavirtaperusteisen arvonmääritysmallin etuihin kuuluu myös, että sillä voidaan tarkastella yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöitä ja tulevan tuloskehityksen edellytyksiä. (Kettunen 2008.)

Yleisimmin käytetty kassavirtaperusteinen arvonmääritysmalli on vapaan kassavirran (FCF, free cashflow) malli. Vapaata kassavirtaa määritettäessä yrityksen pääomarakenne oletetaan velattomaksi, jolloin yrityksellä ei ole korkomaksuja, eikä korkomaksujen verovähennysoikeus

pienennä verojen määrää. Substanssiin suhteutetut tunnusluvut ovat myös yksi tapa. Tässä tunnusluvussa verrataan osakkeen kirja-arvoa markkina-arvon tuottavaan hintaan. Esimerkiksi jos yrityksessä on tapahtunut kasvua ja kannattavuus on lisääntynyt, pitäisi luvun kasvaa. Jos luku on 1, ei yritykseen liity suuria kasvuodotuksia. Kaikki yli yhden on tulevaisuuden odotukseen liittyvää arvoa. Tässä saman toimialan yritysten vertailu tulee oleelliseksi. Tässä ongelmaksi voi osoittautua oikein arvostaminen ja tuottoarvon oikeanlainen ennakointi. EV/EBIT-luvussa (enterprise value / earnings before interests and taxes) taas suhteutetaan yrityksen oman ja vieraan pääoman arvo yrityksen liikevoittoon. Mallissa lasketaan yritysarvo, joka on yrityksen velaton markkina-arvo. Tämä tunnusluku ottaa P/E-lukua paremmin huomioon velat, mutta liikkuu samassa suhteessa sen kanssa. Velkojen huomioon otto on hyvä, koska yritysjohdaja joutuu vastaamaan ja huolehtimaan ostettavan yhtiön veloista. Vertailuryhmän käyttö on tässä suotavaa. Osinkoperusteinen malli on paljon käytetty ja se olettaa, että osakkeiden arvo on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen nykyarvo. Tässä tulevat osingot diskontataan nykyhetkeen ostajan tuottovaatimuksella. Mallin suurimmat ongelmat aiheutuvat siitä, että yrityksillä on varsin erilaiset osinkopolitiikat ja voi olla, että nopeasti kasvavien yritysten maksamat osingot ovat pieniä lähitulevaisuudessa suhteessa osakkeen arvoon. Osinkoperusteisen mallin käytännön soveltaminen tapahtuu usein siten, että diskontattavien osinkojen määrästä tehdään ennusteet joka vuodelle erikseen muutamaksi vuodeksi. Seuraavaksi tehdään oletus, että osingot kasvavat vakionopeudella esimerkiksi viiden vuoden kuluttua äärettömän kauan. Tällä tavoin ensimmäisille vuosille saadaan tarkemmat ennusteet ja kaukaisemmille osingoille tarvitaan vain osinkojen kasvunopeus, jonka voidaan olettaa olevan esimerkiksi samansuuruinen kuin vuotuinen bruttokansantuotteen muutos. (Kallunki & Niemelä 2004, 79-82; Kettunen 2008.)

Liikevaihtoon suhteutettuja tunnuslukuja käytetään erityisesti silloin, kun yritys on julkisesti noteeraamaton ja siitä on saatavilla vain vähän tietoja. Näillä tunnusluvuilla pyritään saamaan karkea käsitys yrityksen arvostuksesta. Tällöin pyritään siis laskemaan ainakin liikevaihtoon suhteutetut tunnusluvut. Näin tehdään etenkin silloin, kun yrityksen tulos on ollut tappiollinen ja tällöin esimerkiksi P/E-luvun käyttö on ongelmallista. Yleisimmät tällaiset luvut ovat P/S- ja EV/S-luvut. P/S-luku kertoo yrityksen oman pääoman arvon suhteessa tietyn vuoden liikevaihtoon ja EV/S-luku kuvaa yritysarvoa suhteessa liikevaihtoon. Nämä luvut ovat usein saman toimialan sisällä hyvin lähellä toisiaan, mutta toimialoittain keskimääräiset luvut poikkeavat toisistaan hyvinkin paljon. (Kallunki & Niemelä 2004, 90.)

Kaikilla malleilla on hyviä puolia ja ne ovat erinomaisia varsinkin yhdessä käytettäessä. Ne saattavat korostaa eri osa-alueita, mutta yhdessä käytettynä ne muodostavat tarkan kokonaisuuden yrityksen arvosta. On tarpeen miettiä, mitä halutaan tietää ja käyttää halutun tiedon mukaisia menetelmiä ja malleja. Yleisenä seikkana voi sanoa, että varsinkin tunnusluvut korostavat vain muutamaa osa-aluetta eivätkä anna kuvaa esimerkiksi yrityksen pehmeästä pää-

omasta. Tämänkään vuoksi ei ole ehkä järkevää keskittyä vain yhden mallin tai laskentatavan käyttöön. Vaikka yrityksen arvoa lasketaan ennen kaikkea sen taloudellinen tila ensisijaisena tarkastelukohteena, ei myöskään voi unohtaa sen osajia.

### 3.3.2 Due Diligence

Kaupan onnistumisen varmistamiseksi on ulkomailla kehittyneiden kauppakäytäntöjen mukaisesti Suomessakin yleistynyt käytäntö, jossa kaupan kohteena oleva yritys tutkitaan kauttaaltaan (Immonen 2002, 516). Näin ollen ostaja tekee esisopimuksen allekirjoittamisen jälkeen tutkimuksen, eli Due Diligencen, joka on tärkeä osa-alue yrityksen ostoprosessissa. Se tarkoittaa ostokohteen tarkistamista kaupan yhteydessä. Näkökulmana tarkastelussa on tyypillisesti ostajan näkökulma. Tarkoituksena Due Diligencessä on, että kohdetta tarkastellaan monipuolisesti. Tässä on hyvä käyttää ulkopuolisia henkilöitä varsinkin, jos ostettavan yrityksen toimiala ei ole tuttu. Toimialan ja liiketoiminnan tunteva henkilö voi oikeilla kysymyksillä haastatella ja selvittää ostettavan yrityksen toimintatapoja. Due Diligenceen liittyy olennaisesti myös ostettavan yrityksen rahoitus- ja kannattavuustilanteen selvittäminen, henkisten resursien tilanne sekä yritystä koskevien juridisten seikkojen läpikäyminen. (Tenhunen & Werner 2000, 42.)

Prosessissa selvitetään myös sopimusriskejä, yhtiölainsäädäntöä, vastuita, teknologiaa, arvopaperimarkkinalainsäädäntöä, immateriaalioikeuksia, verotusta, rahoitusta, taloushallintoa, operatiivista toimintaa ja kilpailuoikeudellisia olosuhteita (Immonen 2002, 516; Manninen 2001, 239.)

Due Diligence suoritetaan siinä tilanteessa, kun tutkittava yritys on valittu tarkemman tarkastelun kohteeksi. Tavoitteena on kartoittaa yrityksen liiketoiminnallinen, taloudellinen, tuloksellinen ja laillinen tilanne, sekä selvittää mahdolliset kaupan esteet. Lisäksi Due Diligencen perusteella määritellään esimerkiksi tavoiteltava kauppahinta. On tärkeää käydä hyvissä ajoin Due Diligencen kulku ja tavoitteet läpi johtoryhmän ja ohjausryhmän kanssa. Sekä antaa myös toimeksiannot ulkopuolisille asiantuntijoille. Koko prosessi kestää usein neljästä - seitsemään viikkoon, ainakin suurimmissa yrityksissä, jonka jälkeen neuvotellaan tarkemmin hinnasta. Due Diligencen tekoon on koottu henkilöitä, jotka keskittyvät vain siihen prosessiin. (Mäkelä 2008).

Due Diligenceen käytetään yleensä ulkopuolisia asiantuntijoita, jotta saadaan oikea ja luotettava tieto ostettavasta yrityksestä. Asiantuntijoina voidaan käyttää esimerkiksi tilintarkastajia, vero- ja lakiasiantuntijoita sekä ostettavan yrityksen toimialan konsultteja. Myös sijoitusyhtiöitä voi käyttää tarvittaessa apuna. On kuitenkin tärkeää pitää prosessin kulut mahdolli-

simman pieninä, ettei tule turhia maksuja jos yrityskauppa syystä tai toisesta kaatuu. (Kettunen 2008.)

Myyjän osalta prosessi merkitsee sitoutumista oikeiden ja riittävien tietojen antamiseen, mutta myös riittävän tiedon saamista ostajan taloudellisesta asemasta. Tällä myyjä voi varmistaa, että ostaja suoriutuu kaupan tuomista velvoitteista. (Immonen 2002, 516.)

Ostokohteen kokonaisvaltaisen tutkimisen lisäksi Due Diligencen tarkoituksena on tunnistaa ostajan kannalta kauppahintaan ja muihin tekijöihin vaikuttavat tekijät, kuten taloudelliseen ja oikeudelliseen turvallisuuteen. Tämän lisäksi täytyy myös hallita niihin liittyvät riskit siten, ettei kaupan jälkeen tule yllätyksiä. Ostaja vastaa itse huolimattomasta perehtymisestään ostokohteeseen. Jos myyjä on esimerkiksi antanut jonkin kohdetta koskevan epäedullisen tiedon, ostaja ei yleensä voi vedota tällaiseen seikkaan esimerkiksi vaatimalla hintaa alemmaksi. (Immonen 2002, 516.)

Laakson (2008, 22) mukaan Due Diligencen tavoitteet voidaan jakaa seuraaviin selvitettäviin asioihin:

- Asiat, jotka voivat kaataa koko kaupan (deal breakers)
- Asianhaarat, jotka vaikuttavat hintaan (pricing issues)
- Asiat, jotka vaikuttavat kaupan rakenteeseen (structuring issue)
- Asiat, jotka vaikuttavat itse kauppakirjoihin (acquisition agreement issues)
- Asiat, jotka on syytä huomioida yrityskaupan toteuttamisen jälkeen (post-closing issues).

Due Diligence jaetaan usein neljään osaan. Näitä ovat business-, legal-, financial- sekä muiden osa-alueiden Due Diligence. (Manninen 2001, 240.)

Business Due Diligencen tarkoituksena on selvittää, vastaako tarkastuksen kohteena oleva yritys niitä strategisia ja kaupallisia tavoitteita, joita yrityskaupan osapuolella siitä on. Se analysoi yrityksen liiketoiminnan faktojen valossa, mutta pyrkii huomioimaan myös yrityksen arvoon vaikuttavia trendejä, ympäristömuutoksia ja heikkoja signaaleja. (Business Due Diligence.) Tässä halutaan myös selvittää, liittyykö liiketoiminnan edellytyksiin riskejä, jotka vaikuttavat kaupan kannattavuuteen sekä voidaanko toimintaa jatkaa häiriöttä ja keskeytyksittä kaupan jälkeen. (Immonen 2002, 517.)

Business Due Diligenceen saattaa vielä sisältyä sen mission, tavoitteiden sekä arvojen selvittäminen. Samoin selvityslistalla saattaa olla yrityksen strategioiden toteutumisen ja liiketoimintasuunnitelmien realismin sekä yrityksen avainhenkilöiden taustojen, osaamisalueiden ja

kannustimien selvittäminen. Prosessiin kuuluu lisäksi markkinoinnin ja yrityksen liiketoimintojen olosuhteiden selvittäminen, sekä varaston ja sen arvon määrittäminen. Business Due Diligencessä voidaan käyttää hyödyksi tehtyjä markkinatutkimuksia, joiden avulla saadaan selvyttä yrityksen markkinatilanteesta. Samoin varovaisesti voi haastatella yrityksen sidosryhmäläisiä, jonka avulla saadaan tietoa yrityksen toimintatavoista ja suhteista. Lisäksi Business Due Diligenceen kuuluu olennaisesti riskien kartoittaminen ja arviointi. Näitä riskejä voi olla taloudelliset, kuten rahoituksen riskit jotka liittyvät likviditeettiin, sijoituksiin, ja luottoihin sekä markkinoihin. Myös kilpailijat ovat riski. Samoin jos yritys toimii ulkomailla, saattavat poliittiset ja valuuttariskit ja sitä kautta valuuttajohdannaisiin liittyvä epävarmuus tulla kysymykseen. (Kettunen 2008.)

Legal Due Diligencen tarkoituksena on selvittää ostettavan yrityksen liiketoiminnan oikeudelliset olosuhteet, eli yrityksestä tulisi löytää kaikki sen oikeudelliset riskit. Legal Due Diligencellä selvitetään siis ostettavan yrityksen vastuut, jotka eivät käy ilmi taseesta tai sen liitteistä. Legal DD:tä suorittamaan on hyvä palkata yrityskauppoihin erikoistunut ulkopuolinen ammattilainen, usein asianajotoimisto. Prosessin tarkoituksena on selvittää tarkasti, minkälaisia sopimuksia yrityksellä on ja miten ne vaikuttavat yrityksen liiketoimintaan. On siis tutkittava tarkoin yrityksen koko sopimushistoria, jotta saadaan kartoitettua riskit myös vanhoista sopimuksista. Erityisesti tulee huomioida yrityksen voimassa olevat sopimuksen ja niiden aiheuttamat riskit. Jos kyse on esimerkiksi ohjelmistoyrityksestä, on huomioitava lisenssioikeudet. Liiketoiminnassa kaikkiin toimintoihin liittyy jokin sopimus jollain tavalla, joten sopimusten läpikäynti on erittäin tärkeää. Yrityksellä saattaa olla esimerkiksi sopimuksia, jotka liittyvät asiakkaisiin, henkilökuntaan tai muihin sidosryhmäläisiin, jotka ovat luonteeltaan esimerkiksi vakiintuneita käytäntöjä. Näiden laillinen peruste jatkumiselle on myös selvitettävä. (Kettunen 2008.)

Legal Due Diligencessä selvitetään myös se, onko myyjä sitoutunut antamaan kaikki oikeat ja riittävät tiedot kaupan kohteesta. Sekä voidaanko niitä pitää luotettavina ja ovatko ne todennettu ja dokumentoitu. Lisäksi selvitetään, onko ostaja saanut tarkistaa kaupan kohteen siten, miten on tarkoitettu. (Immonen 2002, 517.)

Financial Due Diligence on yksi tärkeimmistä vaiheista tarkastelun aikana. Siinä pitää ottaa huomioon yrityksen kokonainen tulo- ja menopolitiikka. Toimenpiteen tarkoituksena on selvittää yrityksen laskentatoimeen ja verotukseen liittyvät asiat. Varsinkin kirjanpitoa ja mahdollisia eroavaisuuksia vuosien välisissä kirjauksissa on tärkeää selvittää. Tämä siksi, koska myyjä saattaa haluta näyttää ostajalle parempaa tulosta kuin yritys on oikeasti tehnyt. Tässä esimerkiksi toimialan tuntevan tilitoimiston asiantuntijoiden tai tilintarkastajan palkkaaminen on järkevää. He voivat arvioida yrityksen tulevaisuuden taloutta, liikearvojen arvostusta ja kilpailijoita. (Kettunen 2008.)

Tarkastuksella varmistutaan siitä, että muodostunut käsitys kohdeyhtiön toiminnan tuloksellisuudesta, taloudellisesta tilasta, varallisuudesta ja vastuista pitää paikkansa. Tässä pyritään varmistamaan rahoitus- ja taloussuunnitelmien oikeellisuudesta ja realistisuudesta. Toiminnan tuloksellisuus erityisenä kiinnostuksen kohteena, koska usein kohdeyhtiön arvostamisessa käytetään tuottopohjaisia arvonmäärityskertoimia. Financial Due Diligencen laajuus poikkeaa tapauskohtaisesti. Ostettavan yrityksen koko ja rakenne, ulkomaan toiminnot, historia, yrityksen sisäinen kontrolli ja tilintarkastus, sisäinen kontrolli sekä Due Diligencen suorittamisajankohta ovat tärkeitä. (Savusalo & Silvennoinen 2008, 29-30.)

Läpikäytäviä asioita ja asiakirjoja financial Due Diligencessä ovat muun muassa tasekirjat liitetietoineen, kirjanpidon raportit, tilintarkastusmuistiot ja -kertomukset, osavuosisraportit, budjetit, kassavirtalaskelmat ja sisäinen kontrolli. Muita läpikäytäviä asioita ovat muun liike-toiminnan erät, satunnaiset erät, pantattu omaisuus jos on sellaista, takaukset ja vakuudet, ennenaikaisesti päätettävät sopimukset, saatavat, vaihto-omaisuus ja käyttöomaisuus. Tarkastelun yhteydessä olennaiset asiat ovat lasketut tunnusluvut ja niiden oikeellisuus sekä yrityksen kannattavuus, vakavaraisuus ja maksuvalmius. Tarkastelun kohteena ovat myös rahoitussopimukset ja instrumentit. Näitä ovat esimerkiksi tehdyt lainasopimukset, investoinnit ja investointien rahoitus-, osamaksu- ja leasing -sopimukset, joissa toisena osapuolena on yhtiön lähipiiriin kuuluva. Lisäksi tärkeitä on tarkastella yrityksen mahdolliset omistajavaihdokset, poikkeusluvut, konserniyritysten, osakkuusyritysten ja yhtiön lähipiiriläisten hallinnassa olevien yhtiöiden kanssa tehdyt sopimukset. (Kettunen 2008.)

Financial Due Diligencen kuuluu vero-oikeudellinen näkökulma, jossa pyritään selvittämään mahdollisimman tarkasti yrityksen verosuunnittelumahdollisuuksia ja veroriskejä. Tässä on tarkoituksena selvittää, noudattaako yritys verolainsäädäntöä ja onko kaikki verot maksettu ajallaan sekä miten verosuunnittelumahdollisuuksia on käytetty. Samalla selvitetään niiden riskialttius. Yrityksen verotarkastuskertomukset, veroilmoitukset viideltä vuodelta, saadut ennakkokannanotot sekä mahdolliset sisäiset tapahtumat ja oikeustoimet tutkitaan myös. Verotusta tutkittaessa yritetään tarkastella asiaa myös ostajan kannalta, koska verotuksella saattaa olla merkittävä rooli yrityskaupan toteutustavassa. Ostajan kannalta on tärkeää pystyä identifioimaan verosuunnittelukohteita sekä riskejä. Näitä ovat mahdollinen rahoituskulujen vähentäminen ja goodwill-arvo. Lisäksi on tärkeää selvittää, onko yrityksellä ja siirtyvätkö uudelle omistajalle mahdolliset tappioiden käyttöoikeudet, veroylijäämät ja käyttämättömät hyvitykset. Ostajalle on merkitystä myös omaisuuden poistopohjalla. (Manninen 2001, 240-241.)

Due Diligencessä on mahdollista tarkastella myös muita osa-alueita. Näitä ovat muun muassa tekniikka ja henkilöstö-asiat. Ostettavan yrityksen teknistä tasoa tarkasteltaessa kannattaa huomioida yrityksen tuotannollisuus sekä koneiden ja laitteiden kunto. Tällä voidaan varautua

mahdollisiin uusiin koneiden ja laitteiden hankintoihin. Henkilöstöpolitiikka ja henkilöstön koulutus sekä edut ja kannustinjärjestelmät ovat muun muassa selvitettävien listalla. Henkilöstöön liittyvät seikat voivat olla HR-asiantuntijan hoidettavana apunaan taloushallinnon ammattilainen. On hyvä selvittää, miten henkilöstöä kannustetaan ja miten heille maksetaan palkkaa, jotta voidaan varautua heidän vaatimien etujen jäämiseen. Samoin kannattaa selvittää, onko heille annettu esimerkiksi optio-oikeuksia, jotta voidaan varautua mahdollisiin uusiin osakkaisiin. Henkilöstö saattaa aiheuttaa myös riskejä, mikäli suurin osa heistä päättäisi sanoa itsensä irti yrityskaupan toteuduttua. Tärkeää yrityskaupassa on sitouttaa yrityksen avainhenkilöt toteutuvaan yrityskauppaan, jotta liiketoimintaa pystytään jatkamaan normaalisti. (Kettunen 2008.)

Tenhusen ja Wernerin (2000, 42) mukaan asiantuntijan laatima Due Diligence -raportin sisällysluettelo voisi näyttää seuraavalta:

- Yritys ja sen omistus
- Yrityksen liiketoimintakonsepti ja liiketoiminta-alueet
- Organisaatio ja keskeiset resurssit
- Yrityksen talouden ohjaus ja talousjärjestelmät
- Yrityksen suunnittelujärjestelmät
- Teknologian taso ja kehittämissuunnitelmat
- Kansainväliset toiminnot
- Verotus ja juridiikka
- Sisäinen kontrolli ja tilintarkastus
- Laatu- ja miljöasiat.

### 3.3.3 Pehmoanalyysit

Yrityskauppaan saattaa kuulua myös niin sanotut pehmoanalyysit, jotka täydentävät jo edellä mainittuja arvonmäärittymenetelmiä. Pehmoanalyysit saattavat tuoda ostajalle toisenlaista tärkeää tietoa yrityksen tilanteesta. Analyysiin kuuluu ostettavan yrityksen aiempien yritys-analyysien seulonta, kulttuuripiirteiden hahmottaminen, henkilökunnan voimavarojen kartoittaminen sekä uuden toimintamallin määrittäminen. Analyyseissä on joitakin samoja piirteitä kuin Due Diligencessäkin, mutta se ottaa enemmän kantaa niin sanottuihin yrityksen pehmeisiin tekijöihin. Pehmoanalyysin tuottama tieto on myös tärkeää informaatiota yrityksen tilasta, eikä sitä kannata ohittaa.

Yrityskauppatilanteessa myyjä tuntee yrityksensä yleensä erittäin hyvin, mutta ostajan tietous on usein hyvinkin pieni. Myyjä on saattanut tehdä yrityksestään analyyskejä esimerkiksi rahoittajien tai konsulttien kanssa eri tarkoituksia varten. Nämä analyysit ovat erityisen tärkeää



tietoa ostajalle. Nimittäin usein pyritään yrityskaupoissa niin sanottuun matalan profiilin toimintatapaan eikä tässä tilanteessa voida tehdä analyysyjä, jotka tekisivät kauppahankkeen julkiseksi esimerkiksi henkilökunnalle ja asiakkaille. (Tenhunen & Werner 2000, 48.)

Yrityksen kulttuuripiirteiden hahmottaminen on myös tärkeää. Eri paikkakunnilla sijaitsevilla yrityksissä voi olla erilaiset kulttuurit jo pelkästään maantieteellisistä syistä. Samoin ulkomailla kulttuurierot voivat poiketa suurestikin suomalaiseseen toimintatapaan verrattuna. (Tenhunen & Werner 2000, 48-49.)

Niin ostettavassa kuin ostavassakin organisaatiossa voi olla piilevää byrokratiaa. Tämän kaltaisessa organisaatiossa saattaa kuluu tunteja enemmän tai vähemmän tärkeisiin työtehtäviin. Tällaisia aikavarkaita voivat olla esimerkiksi käytössä olevien toimintamallien mukaiset rutit, kuten vaaditussa muodossa olevien raporttien työstäminen ajallaan. Toki raporttien teko on tärkeää, mutta yritysostajan on hyvä luoda käsitys siitä, minkälainen ”byrokratia” yrityksessä vallitsee. Esimerkiksi jos yritys on tottunut raskaaseen byrokratiaan, vaatii se selvät ohjeet siitä, miten jatkossa toimitaan. Muuten organisaatio saattaa kokea olevansa kuin ”varsa kesäisellä niityllä”. Vastaavasti pienen organisaation pakottaminen ostavan yrityksen byrokraattiseen toimintatapaan tuo varmasti vastarintaa. (Tenhunen & Werner 2000, 49-50.)

Samoin organisaatiossa saattaa olla niin sanottuja korvaamattomia henkilöitä, joiden jatkaminen yrityksen palveluksessa saattaa olla toiminnan kannattavan jatkumisen kannalta välttämätöntä. Tällainen ihminen voi olla esimerkiksi yrittäjä itse, joka on aktiivisesti osallistunut yrityksen toimintaan. Yritysostajan on välttämätöntä suunnitella tapa, jolla yritys selviytyy jatkossa. Ratkaisumalleina voi olla esimerkiksi yrittäjän jatkaminen määräajan palkkajohtajana yrityksessä tai että määrätään henkilö, joka opettelee ostettavan yrityksen toimintatapoja. Kolmas tapa on se, että mukautetaan toimintaa vähitellen ostettavaan yritykseen siten, että toimintamalli opetetaan nopeasti suuremmalle ihmisjoukolle. Yrityksessä voi olla myös negatiivisissa mielessä olevia korvaamattomia henkilöitä. Nämä henkilöt ovat usein mielistelijöitä ja ovat muodostaneet työyhteisöön klikkejä. Tällaiset ryhmittyvät pyrkivät suojaamaan asemiaan keskittämällä päätöksentekoa omaan ryhmäänsä. He usein muokkaavat työilmapiiriä heikkoon suuntaan ja ovat sitä kautta resurssien tuhlausta. Näitä klikkejä on yritysostajan vaikea tunnistaa ennen kauppaa, mutta niiden mahdollinen olemassaolo on hyvä tunnistaa ja puuttua niihin heti, kun ne tulevat ilmi. Samoin niin sanottu pomottaminen on usein henkilös-  
töresurssien hukkaan heittoa. Yritysostaja saattaa jo johtoa haastatteleamalla saada selville, miten he alaisiaan arvostavat ja kuinka paljon he antavat heidän käyttää luovuuttaan työnteossa. Ostajan onkin hyvä ajoin päätettävä, vastaako yrityksen nykyjohto uuden omistajan vaatimuksia vai tuleeko johto vaihtumaan. Johtoon liittyy myös johtamistapa. Se, onko johtamistapa esimerkiksi tuloskeskeistä tai tulosjohtamista, on hyvä tiedostaa jo yrityskauppa-

vaiheessa. Johtamiskulttuuri saattaa olla niin voimakasta, että sen muuttaminen toisenlaiseksi voi osoittautua monimutkaiseksi. (Tenhunen & Werner 2000, 50-52.)

Tenhusen ja Wernerin (2000, 56-57) mukaan pehmoanalyysihin lukeutuu olennaisesti henkilökunnan voimavarat. Tähän liittyy muun muassa henkilökunnan rekrytointitarpeet, ikä- ja kauman arviointi sekä eläkejärjestelyiden selvittäminen. Lisäksi on järkevää selvittää mahdollisen henkilökunnan vaihtuvuuden syitä. Henkilökunnan voimavaroihin liittyy olennaisesti myös työntekijöiden motivaatio. Ihmiset usein motivoituvat erilaisista asioista, mutta pääpiirteittäin yrityksessä, jossa motivaatio on korkealla, on kyetty poistamaan monia sitä heikentäviä tekijöitä. Näitä ovat esimerkiksi huono palkkaus, epämukavat työolosuhteet, sisäinen juonittelu ja tyly valvonta. Työntekijöiden tehokkuus lisääntyy motivaation ollessa korkealla ja tämä heijastuu yrityksen kannattavuuteen.

### 3.3.4 Liikearvo

Kauppan hintaan saattaa liittyä myös liikearvoa, toisin sanoen goodwill-arvoa. Liikearvoa syntyy yleensä yrityskaupoissa, joissa ostaja maksaa ostettavasta yrityksestä sen substanssiarvoa eli varojen ja velkojen erotusta enemmän. Ostaja voi maksaa ylihintaa esimerkiksi tunnetusta tuotemerkistä, osaavasta henkilökunnasta tai laajasta asiakaskunnasta. Yhtiön taseessa esiintyvä liikearvo voi olla joko konserniliikearvoa tai liikearvoa. Jos kyseessä on konserni, sen taseen vastaavaa -puolelle syntyy konserniliikearvoa, kun konserni esimerkiksi ostaa tällaisessa tilanteessa osakeyhtiön. Mikäli osakkeista maksettu hinta ylittää ostetun yhtiön oman pääoman, syntyy oman pääoman ja osakkeiden hankintahinnan erotuksena niin sanottua konserniaktiivaa. Se tulisi kohdistaa niille ostetun yhtiön omaisuuserille, joista ylihinnan on katsottu johtuvan. Mikäli erotusta ei kokonaisuudessaan voida kohdistaa omaisuuseriin, muodostuu jäljelle jäävästä osasta ostajalle konserniliikearvoa. Yhtiö puolestaan voi joutua kirjaamaan taseen vastaavaa-puolelle liikearvoa ostaessaan esimerkiksi liiketoimintaa. (Kynäräinen 2002.)

Liikearvo on poistettava enintään viiden vuoden kuluessa suunnitelman mukaan tai jos sen vaikutusaika on tätä pidempi, on se poistettava enintään 20 vuoden kuluessa (Blummé, Pitkänen, Raunio & Äärilä 2008, 114). Liikearvon poisto ”syö” yrityksen tulosta, jos tilinpäätös tehdään suomalaisen kirjanpito-tavan mukaan. Ostajan tulee näin huomioida liikearvo ja sen järkevä määrä kauppasuunnitelmia tehtäessä. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Jos kyseessä on esimerkiksi pörssi-yhtiö, on kansainvälisen tilinpäätös-standardien (IFRS) mukaan liikearvopoistoista luovuttu ja sen tilalle on tullut normisto, jonka mukaan liikearvolle on tehtävä arvonalentumistesti vuosittain. Sen avulla pyritään selvittämään, tulisiko sen rahavirtaa tuottavan yksikön kirjanpitoarvoa alentaa, johon liikearvo liittyy. Jos arvoa alennetaan,

on kirjattava arvonalentumistappiota. (IFRS tilinpäätöksen keskeiset periaatteet.) Liikearvo-poistoista luopuminen vaikuttaa erityisesti niiden yhtiöiden tilinpäätöksiin ja tunnuslukuihin, jotka ovat kasvaneet yritystoin ja tekevät IFRS-muotoisen tilinpäätöksen (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 183).

Kaikkien EU-alueen pörssiyritysten on laadittava konsernitalinpäätöksensä käyttäen IFRS-standardeja (Leppiniemi & Leppiniemi 2006, 181). IFRS-tilinpäätös koskee siis ensisijaisesti konsernimuotoisia yrityskokonaisuuksia. Muutkin kuin pörssiyritykset saavat laatia tilinpäätöksensä käyttäen IFRS:ää. Edellytyksenä on kuitenkin, että tilintarkastajana toimii hyväksytty tilintarkastaja. (Tomperi 2007a, 221.)

IFRS-normisto on laadittu sijoittajan näkökulmasta ja tämä vaikuttaa siksi arvostussääntöksiin. Pääomamarkkinoilla tilinpäätöksen perusteella taloudellisia päätöksiä tekevien sijoittajien ja rahoittajien näkökulmasta on oleellista, miten yrityksen taseeseen kirjatut omaisuuserät on arvostettu. Näin ollen taseen ja liitetietojen perusteella voidaan tehdä päätelmiä tilinpäätöspäivän taloudellisesta asemasta. (Tomperi 2007a, 221, 233.)

### 3.3.5 Yrityskaupan päättäminen

Nettovarallisuuden, historiallisen tuotto- ja liikevaihtolukujen perusteella määritellään usein kiinteä kauppahinnan osuus, joka maksetaan myyjälle heti kaupanteon yhteydessä tai ainakin pikaisesti sen jälkeen. Lisäkauppahintaerät määritetään ostettavan yrityksen tulevan menestyksen perusteella. Tähän käytettävien mittarien tulisi olla siten valittuja, ettei ostaja voi mielivaltaisesti toiminnallaan vaikuttaa siihen, minkä kokoinen mahdollinen lisäkauppahinta tulee olemaan. Yksi tapa varmistaa asia on taata myyjälle melko laaja vaikutusvalta myydyn yrityksen toimintaan tietyksi siirtymäajaksi, jonka aikana summa määräytyy. (Hannula & Kari 2004, 83.)

On monta tapaa sopia kauppahinta. Käytetyin tapa on muuttuvan ja kiinteän hinnan yhdistelmä. Olennaisinta hintaa sovittaessa on löytää malli, joka on selkeä ja eikä sisällä tulkinnanvaraisuuksia tai manipulointimahdollisuuksia oman edun maksimoimiseksi. Lisäksi on syytä sopia miten mahdollinen kauppahinnan alennus tai palautus tapahtuu, jos kohteessa esiintyy virheitä tai ilmenee, että myyjän olisi pitänyt tietää ja kertoa joistakin kauppahintaan vaikuttavista seikoista. (Hannula & Kari 2004, 84.)

Kauppa päättyy pääsääntöisesti siihen, kun integrointi on valmis (Mäkelä 2008). Tätä edeltää kuitenkin laaja kirjo tämän tutkimuksen esittämiä prosesseja sekä lisäksi tapahtumia, jotka ovat yksilöllisiä ja mahdollisesti ennalta arvaamattomia.

Yleensä parhaan hinnan voi maksaa ostaja, joka pystyy hyödyntämään yrityksessä olevia synergiahyötyjä toiminnassaan. Yritysmyyntin avainasia onkin löytää se ostaja, joka hyötyy strategisesti ja taloudellisesti eniten myytävästä yrityksestä. (Wikholm 2003.)

Todennäköisesti yhä useammassa yrityskaupassa käytetään hintasiltana erilaisia niin sanottuja earn-out-rakenteita, joissa osa kauppahinnasta riippuu tulevien vuosien liiketoiminnan kannattavuudesta. Toisin sanoen jos yrityksellä menee hyvin, saa myyjä enemmän ja jos yrityksellä menee huonommin, myyjä saa vähemmän. (Wikholm 2008,2.) Tällainen sopimus on erittäin looginen, mutta se sitoo myyjän jatkamaan yrityksessä ja samalla saattaa vaikeuttaa ostajan suunnittelemaa synergiahyötyjä (Onko nyt oikea aika myydä yritys? 2008, 6-7). Earn-out-menetelmää käytettäessä on olennaista varmistaa, ettei ostaja pääse manipuloimaan tuottoja todellista pienemmäksi (Hannula & Kari 2004, 84).

Kaupoista laaditaan aina kauppakirja ja sen laajuus on Wikholmin (2002) mukaan usein noin 10-15 sivua ja sen laatimisessa kannattaa aina käyttää yrityskauppaan erikoistunutta asiantuntijaa. Yrityskaupassa siirtyvät vastuut vaihtelevat huomattavasti riippuen siitä, onko kysymyksessä liiketoiminta- vai osakekauppa. Osakekaupassa ostajalla on teoreettisesti suurempi riski, joten hän joutuu sopimuksellisesti minimoimaan näitä riskejä eli vaatimaan riittävästi vakuutuksia myyjältä. Myyjälle olisi kohtalokasta jos tieto mahdollisesta myynnistä menisi henkilökunnalle, asiakkaille tai muille tärkeille sidosryhmäläisille liian aikaisin. Siksi myyjä harvoin päästää ostajaa esimerkiksi haastattelemaan yrityksen avainhenkilöitä tai tutkimaan yksityiskohtaisia tietoja ennen kuin on tehty esisopimus tai allekirjoitettu kauppakirja. Ostaja joutuu sopimusvaiheessa turvautumaan siihen tietoon, jonka hän myyjältä saa. Tämän vuoksi myyjä joutuu sopimuksessa takaamaan paljon asioita. Mikäli myöhemmin yksityiskohtaisessa tarkastelussa ilmenee, että takaamiset eivät pitäneet paikkaansa saattaa lopputuloksena pahimmillaan olla kaupan purku tai hinnan alennus. Yrityskauppaa allekirjoitettaessa myyjä tuntee kaupan kohteena olevan yrityksen ja ostaja puolestaan ei. Täten myyjä joutuu kauppakirjassa vakuuttamaan lukemattoman määrän asioita, kun taas ostaja vastaa karkeasti vain siitä, että hän maksaa kauppahinnan. Myyjän kannattaa myös varautua siihen, että ostaja todennäköisesti vaatii, että myyjä jää ylimenoajaksi yritykseen. Samoin usein ostaja vaatii noin 3-5 vuoden kilpailukieltoa.

Kun myyjä luovuttaa yrityksen ja ostaja ottaa sen haltuun luovutuspäivänä, on syytä käydä tarkasti läpi, että kaikki muodollisuudet on hoidettu sekä vastuut ja mahdolliset vakuudet ovat siirretty. Myyjälle saattaa muuten jäädä vastuuta yrityksestä, vaikka omistaja ja asioista päättäjät ovat vaihtuneet. Tällaisesta on paljon traagisia esimerkkejä. Valitettavan usein ostaja on suunnitellut haltuunoton ja omat resurssitarpeensa heikosti. Siksi ei ole yllättävää, että moni yrityskauppa epäonnistuu useista synergiaeduista huolimatta. Merkittävänä syynä tähän on, että kaupan tekee yritysjohto ja toteuttamisen puolestaan hoitaa keskijohto, jolle

ei välttämättä ole selvitetty yrityskaupan syitä ja tavoitteita tarpeeksi hyvin tai heillä ei ole resursseja haltuunoton toteuttamiseen. Yrityskaupan sulattaminen merkitsee entisten tehtävien päälle tulevaa lisätyötä. (Wikholm 2003.)

Karkeasti yrityskauppa voidaan jakaa suunnitteluvaiheeseen, toteuttamisvaiheeseen sekä sopeuttamisvaiheeseen. Sopeuttamisvaihe on erityisen herkkä yrityskaupoissa, eivätkä kokemukset tästä ole pelkästään myönteisiä. Mukautettavia osa-alueita ovat muun muassa ostetun yrityksen toiminnalliset resurssit, tuotantoprosessit, organisaatiot, laskenta- ja informaatiojärjestelmät sekä sosiaalinen ja taloudellinen integrointi. (Immonen 2002, 515.)

Kaupan jälkeen uudella omistajalla ja johdolla on niin sanottu lyhyt "kuherrus-kuukausi", jolloin haltuunotto pitää saada toimimaan. Usein kaupan ehtona on, että vanha omistaja jää ylimenoajaksi yritykseen. Tästä on hyötyä ajatellen yrityksen toiminnan jatkuvuutta, mutta samalla järjestelyssä piilee riski pidemmällä aikavälillä. Entisen omistajan motivaatio laskee ajan myötä, koska hän on todennäköisesti taloudellisesti riippumaton, ellei käytetä niin sanottua earn out -menetelmää. Toiseksi, entinen omistaja kokee usein kritiikiksi tai jopa virheiksi ne uudistukset, joita ostaja tekee toteuttaakseen omaa strategiaansa. Näin riskinä on, että hänestä jollakin aikavälillä tulee uudistusten pullonkaula tai este. Siksi ylimenoaika ei saisi olla liian pitkä. (Wikholm 2003.)

Tenhusen ja Wernerin (2000, 43,44) mukaan yritystoston onnistuminen riippuu paljolti siitä, miten hyvin synergia potentiaalia kyetään vapauttamaan. Toisin sanoen jos ostokohteen sopeuttaminen onnistuu hyvin, saadaan käyttöön mahdollisimman paljon synergia potentiaalia ja tuloksia. Sopeuttaminen ja sen aikaansaaminen on tyypillinen liikkeenjohdon ongelma. Ostokohteen strategian muuttaminen onnistuu ehdottomasti parhaiten silloin, kun yrityksen koko tai osa johdosta vaihdetaan. Tämä saattaa tosin olla riski varsinkin silloin kun toimitaan erikoistuneilla markkinoilla tai jos asiakkaat ovat henkilökohtaisesti sitoutuneita johtoon. Tämä tosin rajoittaa esimerkiksi earn out -menetelmän käyttöä kauppahinnan maksamisena. Yritysjohdon tulee tietoisesti eliminoida niitä riskejä, joita se kykenee ennakoimaan. Tuleva toimintasuunnitelma, budjetti sekä pidemmän aikavälin strateginen kehittämissuunnitelma ovat keskeisiä lähtökohtia yrityskaupan jälkeistä sopeutussuunnitelmaa laadittaessa. Parhaiten sopeuttamissuunnitelma toimii silloin, kun siihen sitoutuu ne henkilöt, joita se koskee. Sitoutumisen onnistuminen tai onnistumattomuus on tärkeä indikaatio yrityksen ostajalle siitä, sisältyykö yritystoston arvaamattomia epäonnistumisen riskejä. Tavanomaista kuitenkin usein on se, etteivät kaikki avainhenkilöt sitoudu uuteen tapaan toimia ja ostajan on tehtävä valittuja henkilöjärjestelyjä. Henkilöjärjestelyjen riskinä on, että sillä menetetään osaamista, jonka varassa ostettu yritys on toiminut vuosia. Toisaalta uusien työntekijöiden hankinta voi parantaa yrityksen tulevaa menestymistä. Vaihtoehtona on myös henkilöstön siirto eri tehtä-

viin. Henkilöstövaihdokset ovat usein avain sille, että yrityksen ostaja voi varmemmin luottaa oman toiminta- ja sopeuttamissuunnitelmansa toteutumiseen.

#### 3.4 KONE Oyj:n pelkistetty yritysostoprosessi

KONE on suomalainen, hyvin kansainvälisesti menestynyt ja yksi maailman johtavista hissi- ja liukuporrasyhtiöistä. Se tarjoaa ratkaisuja, jotka mahdollistavat ihmisten liikkumisen paikasta toiseen. KONE tarjoaa edistyksellisiä hissejä ja liukuportaita sekä monipuolisia ratkaisuja niiden huoltoon ja modernisointiin. Yritys myös huoltaa rakennusten ovilaitteita. (KONE yrityksenä.)

KONE tekee ostoja ympäri maailman noin 20-30 vuodessa. Ostot ovat pääsääntöisesti pieniä ja keskittyvät yleensä hissien huolto- ja kunnossapitoyrityksiin. Pienet yrityskaupat tehdään useimmiten yrityksen omalla rahalla. (Mäkelä 2008.)

KONE:en yritysostoprosessi tuo yrityskauppojen kuvaamiseen käytännön näkökulman vaikka KONE Oyj:n yritysostot tehdään pääsääntöisesti omalla rahalla eikä rahoitusyhtiöiden tarjoamilla lainoilla tai Finnveran takauksella. KONE Oyj ei myöskään käytä ammattimaisia yrityskauppiaita ostoissaan vaan hyödyntää omaa henkilöstöään. Yritysostoprosessin kuvaamisen vuoksi tämä esimerkki on valittu osaksi tätä tutkimusta.

KONE:en yritysostoprosessi koostuu kymmenestä kohdasta. Projekti käynnistetään markkina-tutkimuksella (a market survey/relationship management), jonka laativat kyseisen maan ”frontline”, eli henkilö KONE:en toimipisteestä ulkomailla tai Suomessa riippuen maasta. ”Frontlinen” laatimassa listassa on tietoa kilpailijoista sekä potentiaalisista ostettavista yrityksistä. Jos kiinnostava kohde löytyy ulkomailta, valitaan henkilö kyseisen maan KONE:en toimipisteestä, joka on yhteydessä mahdolliseen myyjään. Näin rakennetaan suhdetta. Usein myyjät ovat yrittäjiä, jotka ovat jäämässä eläkkeelle ja sopivaa jatkajaa ei ole löytynyt. Suhteen ja luottamuksen rakentaminen on tärkeää ja yleensä myyjällä on huoli henkilökunnastaan. KONE pyrkii säilyttämään yrityksen ennallaan mahdollisimman pitkälti yrityskaupan jälkeen. (Mäkelä 2008.)

Mäkelän (2008) mukaan seuraava kohta on salassapitosopimus (confidentiality and exclusivity agreement), joka allekirjoitetaan molempien osapuolien turvaksi. Myyjä lupautuu olemaan neuvottelematta kaupoista samaan aikaan toisen mahdollisen ostajan kanssa sekä ostaja lupaa olla käyttämättä saamiaan tietoja väärin. (Mäkelä 2008.)

Kolmas kohta on arvonmääritys ja sopimuksen rakenteen arvioiminen (valuation and assessment of deal structure). Tässä arvioidaan yrityksen arvoa, synergiaetuja ja sopimustapaa. Tähän liittyy arviointi siitä, onko kauppa osake- vai liiketoimintakauppa. (Mäkelä 2008.)

Neljäs kohta on ostolupa (internal approval). Tässä pyydetään ostolupaa KONE:en johtoportaalta. Viides kohta on aiesopimus (non-binding offer). Tässä esimerkiksi sovitaan kaupan ehdoista. (Mäkelä 2008.)

Seuraavaksi tulee Due Diligence. KONE käyttää legal-, business- sekä finance Due Diligenceä. Legal DD:ssä on usein mukana paikallinen asianajotoimisto, joka tuntee alueen ja maan lainsäädännön. He toimittavat raportin KONE:elle. Business DD:ssä on mukana Suomen KONE:en yrityskauppaosasto, juristi sekä ulkomaan kaupan kyseessä ollessa KONE:en paikallinen toimitusjohtaja ja controller. He arvioivat muun muassa miten mahdollisesti ostettavan yrityksen toimintatavat sopivat KONE:en konseptiin. Finance DD:ssä puolestaan on mukana ulkopuoliset tilintarkastajat, jotka toimittavat raportin KONE:elle. Jos Due Diligencessä ei ole tullut esille ylitse pääsemättömiä esteitä kaupan syntymiselle, on seuraava vaihe ostosopimus (share or asset purchase agreement). Tässä kohdassa tehdään kauppasopimus, joko osake- tai liiketoimintakaupasta. (Mäkelä 2008.)

Seuraava kohta on sopimuksen allekirjoittaminen ja lopetus (signing or assett). Tässä voidaan sopia myös, että kauppa astuu voimaan, kun tietyt edellytykset ja muutokset tapahtuvat. Tällainen edellytys voi olla esimerkiksi että KONE saa jatkaa kaupan jälkeenkin ostettavan yrityksen asiakkaiden ensisijainen toimittaja tai saa jatkaa rakennusten hissien korjaajana. Kun ehdot (conditions precedent) ovat täyttyneet, on sopimus voimassa ja rahat siirretään myyjälle sekä osakkeet tai liiketoiminta ostajalle. Jos ehtoja ei saada täytettyä, voi kauppa peruuntua. (Mäkelä 2008.)

Yhdeksäs kohta on mukauttaminen (adjustment). Sekä viimeinen on integrointi (integration). Tässä integroidaan ostettu yritys muun muassa KONE:en tietokantoihin. Kauppahinnan viimeistelyyn liittyy myös täsmäyttäminen. Esimerkiksi kun ostettavan yrityksen oman pääoman lopullinen arvo selviää, voi olla, että kauppahintaa lasketaan tai puolestaan ostaja joutuu maksamaan lisää. Usein kuitenkin kauppahinta on se, mitä ostaja ja myyjä sopivat. (Mäkelä 2008.)

### 3.5 Ostajan verotus

Yrityskauppoihin liittyy monenlaisia verotuskysymyksiä. Nämä liittyvät tyypillisesti siihen, minkälaisia veroseuraamuksia kaupasta aiheutuu yritystoimintaa myyvälle ja ostavalle yhtiölle tai järjestelyn kohteena olevalle yhtiölle. Kauppatilanteessa ryhmien verosuunnittelulliset

tavoitteet ovat erilaisia, koska myyjä tavoittelee mahdollisimman kevyttä myyntivoittoverotusta. Ostaja puolestaan on kiinnostunut siitä, miten rahoituskulut ja kauppahinta saadaan verotuksessa verovähennyskelpoiseksi ja miten kaupan kohde integroidaan ostajan juridisiin ja kaupallisiin rakenteisiin verotehokkaasti. Ostaja saattaa joskus edellyttää, että myyjä kevennä ostettavan yhtiön tasetta osingonjaolla ennen kauppaa, jolloin ostajan rahoitustarve pienenee. (Blummé ym. 2008, 135, 152.)

Ostajan veroseuraamukset ulottuvat joskus vuosien päähän. Usein muuttuvan verolainsäädännön ja oikeuskäytännön kehittymisen vuoksi verotussuunnittelu on usein hankalaa. Ostajan kannalta nettotulokseen perustuvassa verotuksessa kuluvarastolla on tärkeä ja keskeinen osuus. Kauppahintaa määrittäessään ostajan on tärkeää ottaa yhtenä seikkana mukaan veronäkökohdat. Jos kauppa tehdään lainarahalla, saa tästä myös verohyötyä, sillä tuloverolain mukaan ”verovelvollisella on oikeus vähentää pääomatulosta velkojensa korot”. (Tenhunen & Werner 2000, 81-82, 90.)

Yrityskaupat voidaan jakaa kahteen osaan, substanssi- eli liiketoiminnan kauppaan tai osakekauppaan. Substanssikaupan kauppahinnan allokointi on usein ostajan intressissä, koska allokoinnilla on useimmiten merkitys ostajan verotukseen ja tuloslaskentaan. Siltä osin kauppahinta kohdistuu EVL:n ja kirjanpitolain mukaisesti poistokelpoiseen omaisuuteen, ostaja saa edukseen vähennyskelpoista poistopohjaa sekä sitä vastaavan verohyödyn. Vastaavasti, jos kauppahinta kohdistuu poistokelvottomiin omaisuseriin, kuten osakkeisiin ja maa-alueisiin, ei ostaja saa poistojen verohyötyä. Näiden erien hankintamenot saa vähentää useimmiten vasta edelleen luovutettaessa, ellei ostaja voi kirjata hankintamenoja verovaikutteisesti alas jonkin erityissäännöksen nojalla. Ostajan verotuksen kannalta on tärkeä muistaa, että tämä saa poisto-oikeuden vasta kun hankitut omaisuserät on otettu käyttöön. Kauppahinnan kohdentamisesta eri omaisuserille on hyvä sopia riittävän yksityiskohtaisesti. Näin kaupan osapuolet varmistavat, että substanssikaupan veroseuraamukset vastaavat molemmin puolin ennakko-odotuksia. (Blummé ym. 2008, 135,138-139.)

Blummén ym. (2008, 138) mukaan substanssikauppaan usein kuuluu liikearvoa, eli goodwilliä. Jos liikearvo muodostuu puhtaasti myyjäyhtiön kehittämästä liikearvosta, tuloutuu tämä arvo myyjälle kokonaisuudessaan. Ostaja puolestaan saa liikearvosta poistokelpoisen omaisuserän taseeseensa, jolloin tämä voidaan poistaa EVL 24 §:n mukaisesti tasapoistoina taloudellisena käyttöaikanaan, kuitenkin maksimissaan kymmenen vuoden sisällä.

Suomessa arvopapereiden ja kiinteistöjen luovutuksesta peritään varainsiirtoveroa. Ostaja on vastuussa veron suorittamisesta, jos kauppaan sisältyy kiinteistöjä ja toimitilaosakkeita. Toisaalta myös osakekannan koko kauppahinnasta menee varainsiirtovero, kylläkin huomattavasti pienemmällä veroprosentilla. Kaupan osapuolet saavat kuitenkin keskenään vapaasti sopia



siitä, kumpi veron lopuksi maksaa. (Blummé ym. 2008, 140-141; Tenhunen & Werner 2000, 89.)

Osakekaupassa myynti-/luovutusvoittoverotus realisoituu osakkaiden tasolla. Vuonna 2004 toteutettu yritysverouudistus muutti merkittävästi osakeyhtiöiden osakeluovutusten verokohdetta. Kyseisessä uudistuksessa käyttöomaisuuteen kuuluvien suorasijoitusosakkeiden luovutushinta säädettiin verovapaaksi ja vastaavasti hankintameno vähennyskelvottomaksi. Tämä säännös on ollut voimassa useassa maassa jo aiemmin ja vastaaminen kansainväliseen verokilpailuun olikin tärkeä peruste tältä osin. (Blummé ym. 2008, 143.)

### 3.6 Yrityskauppavalvonta

Yrityskauppoihin liittyy myös valvontaa lainsäädännön mukaisesti. Suomen kilpailulainsäädännön tavoitteena on terveen ja toimivan taloudellisen kilpailun turvaaminen vahingollisilta kilpailunrajoituksilta ja sitä sovellettaessa on erityisesti otettava huomioon kuluttajien etu sekä elinkeinotoiminnan harjoittamisen vapauden turvaaminen perusteettomilta esteiltä ja rajoituksilta. (Hiltunen, Tammivuori & Wallin 1998, 19.)

Yrityskauppavalvonnan tavoitteena puolestaan on turvata markkinoiden kilpailullinen rakenne puuttumalla tarvittaessa etukäteen kilpailua merkittävästi estäviin tai haittaaviin määrääviin markkina-asemaan johtaviin yrityskauppoihin. Yrityskauppojen valvonta Suomessa alkoi vuonna 1998. Säännökset asiasta sisältyvät kilpailunrajoituslain 3 a -lukuun (318/2004). (Yrityskauppavalvonta.)

Yrityskauppa ilmoitetaan Kilpailuvirastolle kilpailurajoituslain säännösten perusteella, jos yrityskaupan osapuolten yhteenlaskettu liikevaihto ylittää 350 miljoonaa euroa ja jos vähintään kahden yrityskaupan osapuolen Suomesta kertynyt liikevaihto ylittää 20 miljoonaa euroa. Kauppaa ei saa panna täytäntöön ennen viraston asiassa tekemää päätöstä. Kilpailuvirasto puuttuu yrityskauppaan, jos sen seurauksena syntyy tai vahvistuu sellainen määräävä markkina-asema, joka estää merkittävästi kilpailua Suomessa. Arvioinnissa otetaan huomioon myös markkinoiden tuleva kehitys. Jos kaupassa ilmenee ongelmia, on ensisijainen tapa kaupan kielteisten kilpailuvaikutusten estämiseksi asettaa sille ehtoja, esimerkiksi velvoite jonkin liiketoiminnan myymiseen. Kauppa voidaan myös kokonaan kieltää, jos ehtojen määräämisellä ei päästä tyydyttävään lopputulokseen. Kaupan voi kieltää markkinaoikeus Kilpailuviraston esityksestä. Yrityskauppavalvonta poikkeaa muusta kilpailuvalvonnasta. Muussa kilpailuvalvonnassa puututaan tarvittaessa jälkikäteen yritysten käyttäytymiseen markkinoilla. Yrityskauppavalvonnassa huomion kohteena on markkinoiden rakenne. Valvonta puolestaan on luonteeltaan ennaltaehkäisevää eikä jälkikäteen tapahtuvaa. (Yrityskauppavalvonta.)

### 3.7 Ammattimainen yrityskauppias mukana yrityskaupoissa

Kauppaprosesseissa voi olla mukana myös ammattimaisia yrityskauppiaita, kuten ProMan Oy, joka on erikoistunut yrityskauppoihin. ProMan Oy:n liikevaihdosta 80 % muodostuu myyntitointimeksiannoista, mutta ostajatkin ovat lähestyneet tiedustellen mahdollisia ostettavia yrityksiä. (Wikholm 2009.)

Esimerkiksi Pohjoismaissa ja Baltiassa toimiva IT-alan infrastruktuuritoimittaja Ementorilla on tahtotilana kasvaa jyrkästi vuoteen 2010 mennessä. Tähän tarvitaan voimakasta kasvua myös Suomen tytäryhtiö Atealta. Tavoitteeseen päästään orgaanisen kasvun lisäksi yritysostoin. Kasvuprosessi alkoi, kun Atea listasi itse kiinnostavimmat ehdokasyritykset. Tämän jälkeen ProMan sai tehtäväkseen viedä prosessia eteenpäin. Atean silloisen toimitusjohtaja Högströmin mukaan Atea halusi ostaa IT-alan yrityksiä, jotka osaavat palveluliiketoimintaa ja siinä tarvittavat prosessit. Atea kääntyi ammattimaisen yrityskauppiaan puoleen siksi, että emoyhtiö Ementorilla ei ole tuntemusta Suomen markkinoista eikä resursseja paneutua yksin yritysostoprosessiin. He halusivat mukaan kumppanin, joka tutustuu huolellisesti valittuihin yrityksiin ja auttaa löytämään sopivan yrityksen tai useammankin. Näin ollen ProMan ryhtyi analysoimaan Atean listaamien yritysten tilinpäätöstietoja, tekemään alustavia arvonnäilyksiä ja tarjouksia sekä selvittämään myyntikiinnostusta. Samoin ProMan toimi apuna sopimusneuvotteluissa. Atean mukaan yritysten omistajat hinnoittelevat yrityksensä liian korkeaksi eikä heillä ei ole realistista kuvaa yrityksensä arvosta. Vaikka Atealla on vahva tase, he eivät olleet valmiita maksamaan ylihintaa. Laajan pohjatyon jälkeen listalle jäi kuusi yritystä, jonka kanssa neuvoteltiin salassapitosopimuksen alaisena jatkosta. Lopputuloksena Atea päätti ostaa Joensuun Datalaite Oy:n, jonka seurauksena sen maantieteellinen kannattavuuskin parani. Ostoprosessi kesti puoli vuotta. Kaupantekoa hidasti muun muassa Elisa-konsernin vähemmistöisuus yhtiössä. Atea etsii jatkossakin omistukseensa uusia yrityksiä. (ProManille uusi asiakas kun Atea halusi ostaa yrityksiä 2008, 8.)

Sekä ostajat että myyjät kääntyvät ammattimaisen yrityskauppiaan puoleen muun muassa siksi, että he saavat tällöin avuksi laajan kontaktiverkoston, osaamisen ja yrittäjien henkimaailman tuntemuksen sekä neuvottelukykyisen asiantuntijan. Joskus ostaja ja myyjä saattavat neuvotella keskenään vuosia heidän välisestä yrityskaupasta pääsemättä yhteisymmärryksen esimerkiksi hinnasta tai muusta kauppaan liittyvästä seikasta. Tällaisessa tilanteessa on järkevää ottaa kolmas osapuoli, kuten ammattimainen yrityskauppias, mukaan neuvotteluihin. Yhteistyö voi käynnistyä esimerkiksi ostajan tai myyjän pankin ehdotuksesta, ”puskaradion” kautta tai mainonnan välityksellä. (Wikholm, 2009.)

ProMan Oy:n toimitusjohtaja Wikholmin (2009) mukaan perinteinen myyjälähtöinen prosessi menee pääpiirteittäin niin, että myyjä antaa toimeksiantosopimuksen, jonka jälkeen tehdään

analyysi yrityksestä, arvonmääritys sekä markkinointiaineisto. Tämän jälkeen tehdään markkinointi- ja myyntisuunnitelma sekä pohditaan, minkälaisille mahdollisille potentiaalisille ostajille kyseistä yritystä lähdetään markkinoimaan. Seuraavaksi aletaan ottaa yhteyttä potentiaaliin ostajiin. Ostaja voi löytyä niin saman kuin eri toimialankin yrityksestä tai esimerkiksi pääomasijoittajista. Kun tällainen löytyy, tehdään salassapitosopimus ostajaehdokkaan kanssa, jolloin kerrotaan tarkemmin, mistä myytävänä olevasta yrityksestä on kyse. Tämän jälkeen yritystä aletaan esitellä potentiaaliselle ostajalle. Jos ostaja on kiinnostunut yrityksestä, aloitetaan neuvottelut mahdollisesta kaupasta. Sitten ostaja tekee Due Diligencen, jossa ProMan on mukana näin sovittaessa. Tähän vaikuttaa ostajan oma osaaminen ja käytettävissä olevat resurssit. Kun Due Diligence on tehty, neuvotellaan lopullisesta hinnasta, maksettavasta ja muista kauppaan liittyvistä seikoista. Tämän jälkeen yritys luovutetaan uudelle omistajalle. ProMan on mukana koko prosessissa.

Tutkimuksen aikana oli eräs tilaisuus, jossa ammattimainen yrityskauppias haastatteli yrittäjää, joka oli päättänyt myydä yrityksensä. Mukana oli myös Pankki X:n edustaja, joka oli ehdottanut myyjälle ammattimaisen yrityskauppiaan käyttöä kaupassa. Myyjän näkökulma on tärkeä siksi, että hänellä saattaa olla oma näkemys parhaasta ostajasta yritykselleen. Syy yrityksen myyntiin laittoon oli se, että yrittäjä oli kyllästynyt siihen, että oli jo useita kymmeniä vuosia ollut ”naimisissa” yrityksensä kanssa. Tapaaminen oli niin sanottu alkuselvitys siitä, mitä yritykselle kuuluu ja mikä on sen liiketoiminnan kokonaisuus. Tilaisuudesta selvisi, kuinka tärkeä yrittäjä oli yrityksen toiminnalle, eli toisin sanoen yritys oli henkilöitynyt yrittäjään. Tällainen tilanne saattaa luoda haasteita ostajalle. Myyjä oli itse pohtinut, kuka tai minkälainen yritys olisi hyvä ostaja hänen yritykselleen. Liiketoiminta oli yrittäjälle ilmeisen tärkeä, joten hän toivoi, että yritys päätyisi hyvälle jatkajalle. Ammattimainen yrityskauppias kertoi myyjälle, kuinka tärkeää olisi, että hän jatkaisi edes muutaman kuukauden, mieluiten puoli vuotta, kaupan jälkeen yrityksessä, jotta toimintatapa ja asiakassuhteet saataisiin siirrettyä uudelle yrittäjälle. Samoin hän selvitti, kuinka hankalaa tässä markkinatilanteessa on saada ostajaa yritykselle, varsinkin siksi, että pankit eivät helposti myönnä lainaa yrityskaupoihin juuri nyt. Vaikka rahoitus onnistuisikin, voi olla, että yritystä ei kuitenkaan saada myytyä myyjän toivomaan hintaluokkaan.

#### 4 YRITYSKAUPAN RAHOITUS

Rahoitus ei ole irrallinen osio yrityksen varsinaisesta liiketoiminnasta, koska periaatteessa yrityksen investointi- ja rahoituskysymykset kulkevat käsi kädessä. Samoin investointien tuotot realisoituvat vasta tulevaisuudessa, jonka vuoksi niihin liittyy epävarmuutta. Rahoittajat ottavat juuri tämän epävarmuuden huomioon rahan hinnassa. Mitä epävarmempi investointi on kyseessä, sitä korkeampi on rahan hinta, koska rahoittaja haluaa kompensaaottamallaan riskille. (Knüpfer & Puttonen 2004, 11.)

Yritys voi rahoittaa toimintaansa monella eri tavalla, jos tulorahoitus ei yksi riitä investoinnin suorittamiseen. Omaa pääomaa voidaan korottaa osakeannilla ja vierasta pääomaa hankkia erilaisina luottoina ja lainoina. (Hannula & Kari 2004, 273.)

Useimmiten ostava yritys kuitenkin tarvitsee tai haluaa käyttää ulkopuolista rahoitusta yrityskauppaan. Rahoitukseen on useita eri tapoja, kuitenkin pankkilaina on yritysten ehkä yleisimmistä tavoista hankkia vierasta pääomaa. Kun laina nostetaan pankista, siitä laaditaan velkakirja ja pankki sekä asiakas sopivat lainan määrästä ja laina-ajasta, koroista, takaisinmaksuajasta ja kuluista sekä vakuuksista. (Hannula & Kari 2004, 283.)

Rahoituspäätöksen saantiin liittyy yrityksen oma arvio lainan takaisinmaksuun (Kuusela 2008; Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008). Tähän liittyy myös riskinäkökulma, koska yrityksen taloudellinen tilanne vaikuttaa sen riskinkantokykyyn. Riskinkantokyvystä riippuu, kuinka rohkeasti yrityksen on hyvä uudistua ja voiko yritys tavoitella kasvua vai ainoastaan kannattavuutta. Samoin yrityksen on järkevää ennakoita ja hallita mahdollisia rahoitusriskejä, kuten korkojen nousua. (Juvonen, Korhonen, Ojala, Salonen & Vuori 2005, 147-148.)

Yritys voi päättää, haluaako käyttää lainassaan suojauksia. Käytettävissä olevia suojauskeinoja on muun muassa korkotermiini, jonka avulla yritys voi varmistaa noin vuoden ajan luoton hinnan. Yhtenä vaihtoehtona on myös korkoswap, joka on kahden osapuolen samassa valuutassa tekemä koronvaihtosopimus, jossa kiinteä korko vaihdetaan vaihtuvakorkoiseksi tai päinvastoin. (Rekonen 1997, 63.)

##### 4.1 Luottokelpoisuuden arvioiminen

Yrityksen taloudellisen tilanteen arviointiin tarvitaan tilinpäätösanalyysia. Vain siten voidaan tehdä kannattavia rahoitusratkaisuja. Yritysten luototus perustuu yrityksen taloudellisen tilanteen ymmärtämiselle. Yrityksen maksuvaikeudet, kuten korkojenmaksuviivästykset ja lainojen maksujen ongelmat aiheuttavat luotonantajille lisäkustannuksia. Hankalimmissa tapa-

uksissa yrityksen konkurssi aiheuttaa luotonantajalle luottotappiota. Luotonantajat voivat käyttää luottotietoja ja -analyyskejä myyvien yritysten arvioita tietyn yrityksen luottoriskistä lisänä omalle analyysilleen. Luottokelpoisuusanalyysien pääasiallisena tarkoituksena on selvittää, kuinka suurella todennäköisyydellä yritys pystyy huolehtimaan koroista ja lainan takaisinmaksusta. Tarkastelun kohteena olevan yrityksen taloudellista tilannetta verrataan muihin samalla toimialalla toimivien yritysten tilanteisiin. Luottokelpoisuusanalyysin tekijä antaa vertailun tuloksena suosituksen luoton määrään ja keston. Luottotietoja ja -analyyskejä myyvien yritysten käyttö on järkevää myös siksi, että heillä saattaa olla sellaista tietoa yrityksestä, jota ei ole näkyvissä vain pelkästä tilinpäätöksestä. Tietoja myyvät yritykset tiivistävät arvionsa avainlukuiksi. Nämä luvut määritetään yleensä analysoimalla usean yrityksen aikaisempien vuosien tilinpäätöstunnuslukuja tilastollisilla malleilla. Mallien kautta tutkitaan tunnuslukujen eroavaisuuksia konkurssi- ja selviytyneiden yritysten tai korkean ja matalan luottoriskin yritysten välillä. Eroavaisuuksia voidaan hyväksikäyttää luottokelpoisuuden määrittämisessä. Voimakas velkaantuminen ja heikko maksuvalmius ovat riskiyrityksen tyypillisiä tunnusmerkkejä. Juuri arvioimalla velkaantumista ja likviditeettiä suhteessa muihin samalla toimialalla olevien yritysten tilanteeseen voidaan päätellä, mikä on kyseessä olevan yrityksen luottokelpoisuus. (Kallunki, Kytönen & Martikainen 1999, 180.)

#### 4.2 Vakuudet

Pankkilainaan tarvitaan aina vakuudet. Käytännössä pankit ovat vaatineet yritysasiakkailtaan laina-ajan kestäessä lisää vakuuksia, kun pantteina olevien asunto- tai pörssiosakkeiden arvot ovat laskeneet lainakauden kestäessä. Esimerkiksi yrityskiinnitys kelpaa tavallisesti vähintäänkin osaksi lainaan tarvittavaa vakuutta. (Hannula & Kari 2004, 283.)

Vakuudet voidaan jakaa takauksiin ja reaalivakuuksiin. Takaus tarkoittaa toisen puolesta annettua lupausta vastata velasta sopimuksen mukaisesti toisen puolesta. Reaalivakuudet tarkoittavat puolestaan velallisen tai ulkopuolisen asettamaa kiinteään tai irtaimeen omaisuuteen perustuvaa vakuutta. Vakuus voi olla myös niin sanottua erityis- tai yleisvakuutta. Yleisvakuus vastaa kaikista velallisen vakuutta annettaessa olevista ja myöhemmin mahdollisesti tulevista vastuista panttauksen saavalle velkojalle. Yleisvakuudesta on kuitenkin sovittava samalla vakuuden voimassaoloaika ja enimmäismäärä. Erityisvakuus puolestaan, olipa se panttaus tai takaus, koskee vain sovittua ja yksilöityä velkaa. (Hannula & Kari 2004, 307.)

Tässä markkinatilanteessa rahoituksen saaminen on hankalaa ja vakuuksien arvot aliarvioidaan, joten yrityskauppoja ei tehdä samaan tahtiin kuin aiemmin. Maailman taloudellisen tilan vuoksi myös ostajia on vähän ja se näkyy esimerkiksi myyntihintojen laskuna ja myyntiaikojen pidentymisinä. (Wikholm 2009.)

#### 4.3 Pankki X yrityskaupan rahoittajana

Yleisin tapa yrityskaupan rahoittamiseen on pankkilaina. Isoissa yritysjärjestelyissä voidaan järjestää rahoituksen yhteistyössä useamman rahoittajan kanssa. Pankki tarjoaa ostajalle muun muassa asiantuntevaa tukea rahoituksen suunnitteluun ja kokoaa rahoituspaketin yhteistyössä muiden rahoittajien kanssa, kuten esimerkiksi Finnveran kanssa. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Seuraavassa käydään läpi kuvitteellisen aikajanan muodossa yrityskaupan rahoitusprosessia. Rahoitusprosessi kestää yleensä useita kuukausia. Joskus prosessiin voi mennä vuosikin (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008).

Yrityskauppa lähtee liikkeelle siitä, kun ostaja havaitsee yritysostotarpeen. Ostaja on saattanut jo pitkään suunnitella yrityskauppaa ja hän on voinut seurata jo pitkäänkin tietyn yrityksen kehittymistä ja ostomahdollisuutta. Joskus taas myyjä voi tarjota esimerkiksi yhteistyökumppanilleen yritystään, jolloin tästä saattaa tulla yllättäen ostaja. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Ensimmäisessä tapaamisessa rahoittajan kanssa käydään läpi alustavia suunnitelmia. Pankki haluaa tietää, mistä ostettavasta yrityksestä on kyse ja mistä koostuu sen johto, mitkä ovat oston motiivit ja mahdolliset synergiaedut sekä onko ostaja ymmärtänyt kokonaistilanteen. Samoin mahdollisen liikearvon koostumus selvitetään. Tapaamisessa kerrotaan alustavasti rahoitusmahdollisuuksista ja niiden ehdoista. Pankki haluaa selvityksen ostajan taloudellisesta tilanteesta esimerkiksi välitilinpäätöksen tai kirjanpito-otteen. Samoin kehoitetaan ostajaa tekemään laskelmia yrityskaupasta ja tulevaisuuden tuotoista. Laskelmia kannattaa tehdä esimerkiksi henkilöstöstä ja siitä, voidaanko kauppaan otettua lainaa maksaa tulevilla kassavirralla. Tämä myös siksi, että ostaja joutuu todella pohtimaan yrityskaupan järjestyttä ja kannattavuutta. Tässä hän voi käyttää apunaan esimerkiksi tilitoimistoa. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Ennen seuraavaa tapaamista ostaja usein kerää materiaalia ja tekee laskelmia sekä suunnitelmia kauppaan liittyen. Pankki puolestaan tekee laskelmia ja kannattavuusarvioita ostettavasta yrityksestä sekä ostavasta osapuolesta. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Seuraavassa tapaamisessa vertaillaan ostajan ja pankin tekemiä laskelmia. Tässä myös pohditaan sitä, miksi laskelmat mahdollisesti eroavat toisistaan ja annetaan perustelut eriäville näkemyksille. Pankki haluaa myös tietää, jos ostaja on saanut selville jotakin erityistä ostettavasta yrityksestä. Tämä voi vaikuttaa rahoituspäätökseen. Samoin pankki tutustuu huolellisesti ostajan taloudelliseen tilanteeseen. Ostaja saattaa usein kysyä pankin mielipidettä alus-

tavaan kauppahintaan. Pankin edustaja ei kuitenkaan voi kertoa omaa näkemystään hinnasta. Hän kuitenkin voi neuvoa pohtimaan hintaa esimerkiksi vaihto-omaisuuden arvoa tai julkista menestystä silmälläpitäen. Ainoastaan rahoituksen kautta ja siinä tilanteessa, jos ilmenee vakuusvajetta, voidaan varovaisesti ohjata ostajaa järkevämmän hinnan suuntaan. Tässä tapaamisessa voidaan keskustella jo alustavasta varsinaisesta kaupan rahoituksesta. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Pankki X:n asiakasvastuullisen johtajan (2008) mukaan rahoitus voi olla myös sekoitus usean eri rahoittajan myöntämää lainaa. Näitä voi olla esimerkiksi vakuutusyhtiöiden lainat ja TEL-takaisinlainaus. Jos kyse on kuitenkin esimerkiksi pelkästä pankkilainasta ja investointiin tarvitaan vakuutta, otetaan tähän usein mukaan Finnvera. Yleensä ostajat eivät itse ole suunnitelleet Finnveraa mukaan, koska se tuntuu usein heistä vieraalta. Näin ollen aloitteen tekee pankki. Finnvera tarjoaa usean toimialan tuntijan palveluita, joten näistä valitaan se asiantuntija, joka on lähinnä kaupan kohteena olevan yrityksen toimialaa. Seuraava tapaaminen onkin näin ollen Finnveran kanssa, jos ostaja valitsee sen yhteistyökumppaniksi kaupan rahoitukseen. Finnvera vaatii myös laskelmat kaupan kannattavuudesta.

Pankki tapaa usein myyjän. Tässä tapaamisessa haastatellaan myyjää ja selvitetään kaupan syitä. On järkevää kaikkien kannalta tehdä perusteellista selvitystyötä, jotta sudenkuopat tulee selvitettyä mahdollisimman tarkasti. Myyjän tapaaminen on tehtävä varoen varsinkin silloin, jos henkilökunta ei ole tietoinen mahdollisesta kaupasta. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Jos on kyse suuremmasta kaupasta kuin esimerkiksi ”nakkikioskin” ostamisesta ja ostaja on tehnyt Due Diligencen, haluaa pankki sen nähdä. Rahoittajalle on luonnollisesti tärkeää muun muassa lainan takaisinmaksun vuoksi, että ostettava yritys on tutkittu mahdollisimman hyvin ja että investointi on osoittautunut sitä kautta kannattavaksi. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Pankki X:n asiakasvastuullisen johtajan (2008) mukaan pankki vaatii vakuutta lainalle, joka usein muodostuu ostavan yhtiön kiinteästä omaisuudesta tai jopa ostajan henkilökohtaisesta omaisuudesta. Tässä apuna toimii toki mahdollisesti myös Finnvera.

Seuraavaksi pankki tekee laskelmia kaupan rahoituksesta ja sen kannattavuudesta ja kokoaa vastuuesityksen, jonka pohjalta laina mahdollisesti myönnetään. Samoin sen ehdot rakennetaan. Näin laitetaan rahoitus valmiiksi. Jos laina myönnetään, solmitaan lainasopimus seuraavassa tapaamisessa. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Lähes kolmasosa suunnitelluista kaupoista jää toteutumatta. Tähän on syynä esimerkiksi se, että rahoitusta on hankala saada ja rahoittajat vaativat yhä enemmän vakuutta myöntämälleen lainalle, jota ostaja ei välttämättä pysty hankkimaan. Syynä voi olla myös se, ettei ostettava yritys ole rahoittajan mielestä kannattava investointikohde. Samoin joskus koko kauppaprosessi voi olla niin pitkä, että joko ostajan tai myyjän mielenkiinto lakkaa tai he löytävät paremman kohteen kaupalle. Samoin kauppahinnat laskevat tämän hetkisen markkinatilanteen vuoksi. Kaupanmaksutapana käytetään tällaisessa markkinatilanteessa usein niin sanottua earn-out -tapaa, jossa hinta on sidottu ostettavan yrityksen tulevaisuuden tuottoihin. Tässä tavassa ostajalla on maksuaikaa, eli myyjälle maksetaan vähitellen. (Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008.)

Pankki X:n asiakasvastuullisen johtajan (2009) mielestä ammattimaisen yrityskauppiaan käyttö yrityskaupassa tuo tietynlaista jämäkkyyttä ja varmuutta. Kun ammattilainen tekee laskelmia ja vie prosessia eteenpäin on rahoittajaosapuolellakin varmempi olo. Varsinkin jos kaupan osapuolet eivät itse hallitse prosessin osa-alueita, on ammattimaisen yrityskauppiaan käyttö enemmän kuin suotavaa, koska hän tuo mukanaan myös kokemusta niin hinnoittelusta kuin käytännön asioista. Lisäksi yritysostoprosessistakin tulee useimmin kokonaisvaltainen. Yhteistyötä tehdään niin Suomen yrityskauppiaiden kuin esimerkiksi ProManinkin kanssa.

#### 4.4 Finnvera yrityskaupan rahoittajana

Finnvera Oyj on Suomen valtion omistama erityisrahoitusyhtiö. Se tarjoaa asiakkailleen lainoja, takauksia, pääomasijoituksia ja vientitakuita. Yhtiö rahoittaa hyvään liikeideaan perustuvaa ja kannattavan liiketoiminnan edellytykset täyttävää yritystoimintaa silloin, kun yrityksen omat resurssit tai vakuudet eivät ole riittävät rahoituksen hankkimiseen kaupallisilta markkinoilta. Finnveran toimintaa ohjataan valtion asettamilla elinkeino- ja omistajapoliittisilla tavoitteilla. Niitä ovat esimerkiksi aloittavan yritystoiminnan lisääminen, pienten ja keskisuurien yritysten muutostilanteiden rahoituksen mahdollistaminen ja yritysten kasvun, kansainvälistymisen ja viennin edistäminen. Yhtiön toiminnalta edellytetään itsekannattavuutta. Finnvera hankkii pk-yritysten luototukseen tarvitsemansa varat rahoitusmarkkinoilta. Euroopan investointipankki on yksi merkittävimmistä lainoittajista. Valtio osallistuu Finnveran luotto- ja takaustappioiden kattamiseen, minkä vuoksi yhtiö pystyy ottamaan enemmän riskiä ja osallistumaan riskien jakamiseen muiden rahoittajien kanssa. (Finnvera lyhyesti.)

Finnveran toimintaa ohjaa yrityskaupoissa luonnollisesti laki ja asetukset sekä sille myönnetty budjetti. Yleensä yrityskaupoissa ei ole muita kuin edellä mainittuja valtion antamia toimintaohjeita. Finnveralle on annettu myös erityisiä välineitä esimerkiksi sukupolven vaihdosten rahoittamiselle. (Kuusela 2008.)



Finnvera toimii pääasiallisesti täydentävänä rahoittajana. Sen tuotteita yrityskauppaa varten on takaus, laina sekä pääomalaina. Tuotteen sopivuus kuhunkin tilanteeseen arvioidaan hankkeen luonteen mukaan. Erityistapauksissa on mahdollista saada sataprosenttinen laina, mutta tällainen järjestely onnistuu vain harvoin. Useimmiten vaaditaan 10-20 %:n omarahoitusosuus. Tällaisen järjestäminen osoittaa ostajalta myös sitoutumista investointiin. Tarkoituksena on tehdä sellainen rahoituskokonaisuus, joka sopii kyseiseen hankkeeseen tapauskohtaisesti. Yli kymmenen vuoden rahoitukseen ei lähdetä. Kuusi- kahdeksan vuotta on tavallisin aika. Jos rahoitusaika menisi yli kymmeneen vuoteen, on aiotussa investoinnissa usein jotain vikaa. Finnvera saattaa myöntää niin sanottua käynnistämisaikaa eli takaisinmaksuaikaa. Tähän voi liittyä lisäksi lyhennysvapaita kuukausia. Kuitenkin takauksen määrä on noin 70 % kaikista rahoitustarpeista. Usein vakuuksina ovat samat vakuudet kanssarahojittajien kanssa. Vakuutena pyritään saamaan yhtiössä olevaa omaisuutta. Yleisin on yrityskiinnitys. Juuri voimaan astuneen lain mukaan ostajan on tehtävä kirjallinen hakemus lainaa ja vakuutta varten. (Kuusela 2008.)

Jokaisesta tapauksesta tehdään arvio takaisinmaksukyvyistä ja siihen liittyvä yritystutkimus, jossa tutkitaan muun muassa lainaa tai takausta hakevan yrityksen tilinpäätökset kolmen vuoden ajalta. Finnveralla on omat tietokoneohjelmat yritystutkimuksen tekoon. Nämä dokumentoidaan ja tallennetaan. Samoin ostaja tekee omat arviot kolmeksi vuodeksi eteenpäin siitä, miten ostettava yritys menestyy ja minkälaista kassavirtaa kulkee sisään ja ulos sekä lisäksi se, siirtykö ostettavan yrityksen vanhat velvoitteet uudelle omistajalle. Lisäksi tähän liittyy johtamis- ja ajankäytönarvio. Ostajalta pyydetään arvio myös siksi, että hän joutuu itse pohtimaan investoinnin kannattavuutta. Tässä arvioidaan hänen omaa osaamista, koulutusta ja toimialan tuntemusta. Finnvera edellyttää perustelut näille arvioille. Yritystutkimuksessa arvioidaan myös yrityksen tulevat rahoitustarpeet. Finnvera ei anna hinnoitteluneuvoja eikä kerro omaa mielipidettään kaupan hinnasta. Jos hinta on liian kova, ei sitä lähdetä rahoittamaan. Jos ostaja maksaa paljon ylihintaa, tulee hänen osoittaa sen tarkoituksenmukaisuus, esimerkiksi sillä, että tulevat synergiaedut ovat suhteessa maksettavaan ylihintaan. (Kuusela 2008.)

Kuuselan (2008) mukaan Finnvera ei ota rahoitusriskiä ilman tutkintaa, vaan sen myöntämät etuudet ja avustukset vaativat aina yritystutkimuksen tekoa. Sillä selvitetään yrityksen edellytykset kannattavaan liiketoimintaan. He arvioivat yrityksen tavoitteita, strategioita, markkinatilannetta ja kehittämissuunnitelmia. Tavoitteena on lisäksi kartoittaa yrityksen kokonaisrahoitustarpeet myös pidemmällä aikavälillä ja tarjota niihin sopivia rahoitus- ja vakuusratkaisuja yhteistyössä muiden rahoittajien kanssa.

Finnveran myöntämät takaukset ja takuut tuovat siis yritykselle lisää reaalivakuuksia, joka mahdollistaa yrityksen omia vakuuksia suuremman rahoituksen. Rahoituspäätöstä edeltävät

aina ostavan yrityksen tekemä rahoitussuunnitelma ja vakuussuunnitelma sekä Finnveran tekemä yritystutkimus. Rahoitukselle Finnvera edellyttää pääsääntöisesti vastavakuudeksi yrityskiinnityksiä tai kiinnityksiä yrityksen omistamaan kiinteistöön. Samoin edellytetään omistajien euromääräisesti rajattua omavelkaista takausta. Haettavat vastavakuudet jaetaan rahoitajaosapuolten kesken. (Ennen rahoituspäätöstä.)

Kuuselan (2008) mukaan Finnvera kehottaa varsinkin suuremmissa kaupoissa käyttämään ulkopuolisia asiantuntijoita. Näin ostaja saa puolueettoman kolmannen näkökulman kauppaan ja sen kannattavuuteen. Esimerkiksi TE-keskus tarjoaa erittäin edullisesti asiantuntijapalveluita edellä mainittuihin asioihin sekä esimerkiksi mahdollisen fuusion kannattavuuteen, verokysymyksiin ja tulevaisuuden suunnitelmiin liittyen.

Jos kyse suuresta yrityskaupasta, kuten yli 200 tuhannen euron, on Due Diligencen esittäminen ja tekeminen ehdottoman tärkeää. Pienemmissä yrityskaupoissa sitä ei vaadita esitettäväksi Finnveralle, mutta jos se on tehty, on se suotavaa esittää. Samoin muut prosessiin liittyvät dokumentit on myös tarpeellista esittää. (Kuusela 2008.)

Finnveralla on erityisiä toimialatuntijoita. He ovat perillä tietyistä toimialoista ja niiden erityispiirteistä. Heidän on helppo osallistua tietyn toimialan rahoittamiseen, koska he tuntevat alan hinnoittelun ja markkinatilanteen. Toimialatuntemusta pidetään yllä esimerkiksi tutkimalla rahoitettujen yritysten vuosittaisia raportteja ja pysymällä ajan tasalla median tarjoaman informaation kautta. Finnvera on myös fyysisesti yhteydessä ostettavaan yritykseen. Rahoituslaitoksen edustaja käy yrityksessä vierailulla ja keskustelee kaupasta myyjän kanssa. Yrityksen kunto tarkastetaan ja pohditaan kaupan kannattavuutta ja sitä, kuinka paljon siitä kannattaisi maksaa sekä miten kauppa rahoitettaisiin. Finnvera osallistuu kuitenkin kauppatilaisuuteen vain silloin, kun se on toiminut lainan antajana. Jos kyse on ollut takauksen antosta, ilmoitetaan vain sen voimassaolosta ostajalle. (Kuusela 2008.)

Pankkien kanssa tehtävä yhteistyö alkaa useimmiten niin, että pankista ollaan yhteydessä Finnveraan. Aluksi pankin edustaja soittaa ja kysyy Finnveran kiinnostusta lähteä mukaan tiettyyn kauppaan kanssa rahoittajana. Ostajan henkilöllisyys pidetään tässä vielä salassa. Jos vastaus on myönteinen, pyytää pankin edustaja luvan ostajalta käyttää tämän tietoja keskusteluun Finnveran kanssa. Tämän jälkeen pankin- ja Finnveran edustaja tapaavat yhdessä rahoituksen tarvitsijan. Joskus puolestaan ostaja on yhteydessä ensin Finnveraan. Useimmiten häntä neuvotaan kuitenkin kääntymään myös oman pankin puoleen rahoitusratkaisun kokonaisuutta varten. Rahoituksessa pyritään siihen, että riski jaetaan. Kuitenkin Finnveran osuus riskistä on yleensä aina suurempi ja niin kuuluukin olla. Tällä hetkellä pankit ja muut kanssa rahoittajat ovat varovaisia lainan myöntämisessä ja lainan saantiin vaaditaan enemmän vakuutta. Osa suunnitelluista kaupoista kaatuukin rahoituksen puuttumisen vuoksi. Toteutuneis-

sa kaupoissa Finnveran osuus on suuri ja omarahoitusosuus on kasvanut. Samoin hinnat ovat korkealla, joten yritykset eivät mene kaupaksi helposti. Jotkut ostajat ja myyjät haluavat odottaa parempia aikoja, mutta optimaalisen ajan löytäminen on hankalaa. Finnverassa ei ole näkynyt markkinatilanteen huononeminen juurikaan muulla tavoin. Muun muassa julkisuuden antama kuva Finnveran hyvinvoinnista on edesauttanut kysynnän ylläpitämistä. (Kuusela 2008.)

Rahoituksessa ja takauksessa on merkittävää kaupan laatu. Onko kyseessä siis osake- vai liiketoimintakauppa. Tämä sovitaan ja rahoituskokonaisuus rakennetaan sen mukaisesti. Kuitenkaan bullet-muotoisia lainoja ei lähdetä rahoittamaan ollenkaan. Varsinaisella maksutavalla ei ole merkitystä. (Kuusela 2008.) Bullet-laina eli kertalyhenteinen laina on muodoltaan sellainen, jonka pääoma maksetaan takaisin kerralla juoksuajan lopussa, mutta korkoja maksetaan yleensä kuitenkin normaalisti (Niskanen & Niskanen 2007, 431).

Yrityskaupan yhteydessä rahoitustarpeet liittyvät usein kauppahinnan tai veroseuraamusten maksamiseen. Samoin tähän usein liittyy, että liiketoiminnan siirron jälkeen tapahtuva yrityksen kehittäminen edellyttää ulkopuolista rahoitusta. Omistajanvaihdosten rahoituksessa käytetään yleensä ostajien omaa rahoitusta sekä vakuuksia tai pankkien ja/tai vakuutusyhtiöiden myöntämiä lainoja tai Finnveran rahoitusta tai vaihtoehtoisesti pääomasijoittajien rahoitusta. Finnvera tarjoaa kahdenlaista etuutta yrityskauppoihin liittyen. Näitä ovat Finnvera-takaus ja pääomalaina. Näillä voidaan rahoittaa kaikkia toimialoja lukuun ottamatta varsinaista maataloutta sekä metsätaloutta. Finnvera tarjoaa myös muita rahoitusetusratkaisuja, joilla voidaan muun kehittämisen ja investointien ohella tehdä erilaisia yritysjärjestelyjä. Näitä ovat yrittäjälaina sekä investointi- ja käyttöpääomalaina. (Yritysjärjestelyt.)

Finnvera-takaus on tarkoitettu vakuudeksi erilaisiin pienten- ja keskisuurien yritysten kotimaisiin rahoitustarpeisiin kuten esimerkiksi yrityskauppojen vaatimaan rahoitukseen. Takaus sopii pankin, rahoitusyhtiön tai vakuutusyhtiön antamien lainojen tai pankkitakausten vakuudeksi esimerkiksi velkakirjaluotossa, luottolimiitissä ja pankkitakauksessa. Rahoittaja ja Finnvera jakavat rahoitukseen liittyvää riskiä. Finnvera-takaus on enintään 80 % luoton tai muun rahoitussitoumuksen määrästä. (Finnvera-takaus.)

Pääomalaina on tarkoitettu yrityskauppoihin ja kasvun rahoitukseen osana Finnveran ja kyseisen hankkeen muuta rahoitusta. Se sopii erityisesti nopeasti kehittyvien, kasvavien ja kansainvälistyvien yritysten rahoitukseen. Tämä lainamuoto on tarkoitettu ensisijaisesti keskisuurille osakeyhtiömuotoisille yrityksille ja suurille yrityksille erityisin perustein. Pääomalaina on vieraan pääomanehtoinen laina, jolla on muita velkoja huonompi etuoikeusasema. Lainaa on yleensä vakuudeton, mutta sillä voi olla emo- ja sisaryrityksen antama vakuus. Myös ulkopuo-

lisen tahon antama vakuus on mahdollinen. Laina-aika on pääsääntöisesti enintään kymmenen vuotta. (Pääomalaina.)

Yrityskaupan jälkeen ostajan on esitettävä tilinpäätös vuosittain. Samoin häneen ollaan yhteydessä ja pyydetään selvitystä hankkeen toimivuudesta. Tämä on osa Finnveran riskienhallintaa. Samoin tällä tavoin saadaan informaatiota toimialalta. (Kuusela, 2008.)

Finnveran Helsingin aluekonttorin johtaja Kari Villikan mukaan Finnverassa ei ole tämän markkinatilanteen vaikutukset näkyneet yritysrahoituksessa tilannetta heikentävästi. Hänen mukaansa jopa pienten yritysten omistusjärjestelyt ovat jopa kasvaneet. Esimerkiksi korkojen vaihtelu ei vähennä Finnveran takausten määrää vaan pikemminkin lisää niitä, kun pankit käyvät varovaisemmiksi ja jakaa rahoituksen riskejä. Finnveran tyypillinen riskikantosuhte on pankin kanssa summan jakaminen puoliksi. Villikan mukaan esimerkiksi jos korot nousevat, keskittää Finnveran katseen entistä tiukemmin siihen, onko yrityskaupan hinta järkevä ja miten ostaja pystyy jatkossa hoitamaan raha-asiansa. Samoin omaa rahoitusta tulee olla riittävästi tällaisessa tilanteessa, koska mitä suurempi omarahoitus, sitä vähemmän tarvitaan ulkopuolista lainarahoitusta ja sitä kautta lainanhoitokulut ovat pienemmät. Lisäksi Finnvera arvostaa myös kokenutta johtoa sekä lisäksi sitä, että yritys on hyvässä kunnossa. Nykyinen markkinatilanne ei ennusta Villikan mukaan myöskään takausten määrän romahtamista, vaikka pankit käyvätkin varovaisemmiksi. Lisäksi Finnveran käyttämät vakuusarvonmäärittämismallit ovat pysyneet lähes muuttumattomina jo pitkään, eikä niitä jatkossakaan muuteta valtion erityisrahoituslaitoksen tehtävän luonteen mukaisesti. (Onko nyt oikea aika myydä yritys? 2008, 6-7.)

## 5 POHDINTA JA YHTEENVETO

Yritystostoprosesseja voi olla monenlaisia. Tässä opinnäytetyössä ajatellaan prosessin käynnistyvän tarpeesta, joka voi syntyä niin ulkoisista kuin sisäisistäkin vaikutteista. Tarpeen mahdollinen toteuttaminen arvioidaan alustavien investointilaskelmien avulla. Tämän jälkeen pohditaan, mikä kohde olisi järkevää hankkia. Kohde saattaa olla tiedossa jo aiemminkin tai sen etsimiseen saatetaan ottaa mukaan ammattimainen yrityskauppias. Kun potentiaalinen kohde on löytynyt, tehdään arvonmääritys sekä useimmiten myös Due Diligence, mahdollisesti apuna käyttäen ammattimaista yrityskauppiasta. Ostoprosessin ja siihen liittyvän tutkimuksen läpikäyminen on tärkeää, jotta kauppa onnistuu. Rahoittajat haluavat, että ostaja tutkii ostettavan yrityksen läpikotaisin ja pohtii kannattavuutta ja maksuvalmiutta, jotta kaupalle myönnetään rahoitus. Mitä suurempi kauppa on kyseessä, sitä tarkempia laskelmia ja dokumentteja vaaditaan.

Ostava yritys on useimmiten Pankki X:n asiakasvastaavien johtajan (2008) ja Kuuselan (2008) mukaan keskustellut pankkinsa kanssa alustavasti yrityskaupan rahoituksesta jo prosessin alussa. Pankki saattaa ehdottaa Finnveraa kaupan kanssarahoitajaksi. Prosessin kulkiessa ostaja joutuu pohtimaan pankin ja mahdollisesti mukana olevan Finnveran toimesta investointinsa kannattavuutta sekä tekemään laskelmia tulevaisuutta varten. Rahoituslaitokset tekevät omat selvitystyönsä kaupan ja rahoituksen kannattavuudesta. Lisäksi he vaativat vakuuksia myöntämilleen lainoille.

Jos ostettava yritys osoittautuu järkeväksi investointikohteeksi, ryhdytään keskustelemaan hinnasta ja maksutavasta. Ammattimainen yrityskauppias on mukana tarvittaessa myös tässä prosessin vaiheessa. Rahoituslaitokset eivät anna näkemyksiään omista ostettavan yrityksen arvonmäärittämisestä, mutta voivat vaikuttaa kauppahintaan sillä, että eivät myönnä rahoitusta liian kalliiseen investointiin. Kun hinnasta, maksutavasta ja rahoituksesta on päästy sopuun, päätetään kauppa. Viimeinen vaihe on integrointi. Tämä vaihe on haasteellinen, koska väärin tehty integrointi voi pilata koko kaupan, jolloin haettuja synergiaetuja ei saada valjastettua kunnolla. Tällaisia tilanteita voi olla esimerkiksi henkilöstön sitoutumattomuus uusiin toimintatapoihin tai väärin tehty sopeutussuunnitelma. Finnvera vaatii ostajalta kaupan jälkeen tilinpäätöksen vuosittain ja selvityksen hankkeen toimivuudesta. Lisäksi molemmat rahoituslaitokset luonnollisesti odottavat lainan takaisinmaksua ajallaan.

Rahoituskysymykset ovat erityinen haaste kauppaa suunniteltaessa ja tehdessä. Kauppaa voi rahoittaa omalla tai vieraalla rahalla tai niiden yhdistelmällä. Tähän tutkimukseen on rajattu rahoitusmuodot Pankki X:n ja Finnveran tarjoamiin vaihtoehtoihin. Tässä markkinatilanteessa varsinkin pankeista on haasteellista saada rahoitusta ja kauppia ei synny asiantuntijoiden mukaan yhtä paljon kuin aiemmin. Tämä velvoittaa ostajat pohtimaan investointinsa kannattavuutta ja järkevyyttä tarkasti. Pankki X ja Finnvera tekevät entistä tarkempaa työtä arvioimassa kaupan ja rahoituksen kannattavuutta. Vaikka korot ovat alhaalla juuri nyt, ovat ostajat varovaisempia hankinnoissaan. Kauppia rajoittaa myös ostajaa ja myyjää tyydyttävän hinnan löytämisen haasteellisuus, kuten työni osoitti.

Tämä opinnäytetyö osoitti, että yrityskaupat ovat monitahoinen prosessi. Sen onnistumisprosentti on melko alhainen, koska prosessi sisältää useita epäonnistumisen mahdollisuuksia. Yrityskauppaa voi tehdä monella eri tavalla. Tutkimukseni mukaan sen tekoon kannattaa kuitenkin käyttää paljon aikaa ja esimerkiksi ulkopuolisen asiantuntijan apua, jos oma osaaminen ei riitä. Näin ostaja saa avun lisäksi mahdollisesti puolueettoman kolmannen näkökulman kauppaan ja sen kannattavuuteen.

Opinnäytetyön tekeminen oli pitkä prosessi. Idea yrityskauppiin ja sen rahoitusnäkökulmaan tuli haastatellulta Pankki X:n edustajalta. Samaan aikaan opintoni käsittelivät

yrittäjäkauppaan liittyvää teoriaa pitkälti myyjän ja ostajan näkökulmasta, joten rahoituksen osa-alueen liittäminen tuntui mielekkäältä. Tähän työhön on ollut hienoa haastatella oman alansa ammattilaisia tähän tutkimukseen, jotka kertoivat yrittäjäkauppojen haasteellisuudesta huomioiden taantuman. Prosessin aikana maailman talous on muuttunut yhä hälyttävään suuntaan. Rahoituksen saantia tiukennetaan yhä ja ostajat ovat vieläkin varovaisempia hankinnoissaan. Kuitenkin yrityksen pitää kasvaa, jos se haluaa menestyä markkinoilla ja kehittyä sekä laajentaa tarjoamaansa. Vaikka työssä ei otettu kantaa sukupolvenvaihdoksiin, on markkinoilla haastatteleminen asiantuntijoiden mukaan tarjolla tälläkin hetkellä useita ikääntyneitä yritysten omistajia, jotka odottavat uutta ostajaa yritykselleen. Kuitenkin, jos ostaja on havainnut erityisen tarpeen yritysostolle ja talous on kunnossa, kannattaa kauppa ehkä toteuttaa silloin, kun erinomainen kohde olisi saatavilla. Varsinkin jos suunnitellut synergiaedut tuovat kannattavuutta tulevaisuudessa. Jos yritys päätetään ostaa, tulee synergiaedut valjastaa käyttöön tehokkaasti.

Tämä opinnäytetyö on opettanut valtavasti uutta yrittäjäkaupoista ja siihen liittyvistä prosesseista. On yllättävää, kuinka monitahoinen ostoprosessi on kokonaisuudessaan. Rajauksien vuoksi tässä työssä ei ole voitu esittää kaikkia yrittäjäkauppaan liittyviä näkökulmia eikä otettu kantaa henkilöyhtiömuotoisten yritysten kauppoihin. Jokainen kauppa on asiantuntijoiden mukaan erityinen, joten kaikkia osa-alueita on mahdotonta huomioida, koska ne voivat olla ainutkertaisia.

Opinnäytetyö soveltuu mielestäni hyvin käsikirjaksi yritysostoa suunnittelevalle. Tässä työssä yhdistyvät rahoitusnäkökulma ja yritysostoprosessi, joten tärkeimmät seikat tulevat esitetyksi. Samoin Pankki X ja Finnvera saavat tietoa tiiviissä muodossa yhteistyöstään ja yritysostoprosessista ja sen rahoittamisesta. Tässä markkinatilanteessa heidän yhteistyönsä on korostunut. Opinnäytetyö on tällä hetkellä ajankohtainen, mutta markkinatilanteen parannuttua työ vaatisi päivittämistä, mutta suurin osa tekstistä on kuitenkin maailman taloudellisesta tilanteesta riippumatta hyödynnettävissä sellaisenaan.

Mielestäni työ on onnistunut hyvin ja teoriaksi valitut lähteet ja asiantuntijoiden haastattelut muodostavat toimivan kokonaisuuden. Jos voisin tehdä jotakin toisin, tekisin opinnäytetyön nopeammin ilman pitkiä taukoja, jotka johtuivat töistäni ja opinnoistani. Näin työ olisi valmistunut aiemmin ja kokonaisuus olisi pysynyt hallinnassa paremmin.

Oma osaamiseni on kehittynyt huomattavasti opinnäytetyötä tehdessä. Tiedän nyt enemmän yrittäjäkaupoista ja niihin liittyvistä rahoitusnäkökulmista. Työn tekeminen kehitti asiantuntevasta rahoituksesta sekä antoi uusia näkökulmia myös yrityksen yritysostoprosessin riskienhallintaan. Samoin haastattelujen järjestäminen ja tekeminen opettivat minulle valtavasti myös käyttämästäni tutkimusmenetelmästä.

## LÄHTEET

- Blummé, N., Pitkänen, T. Raunio, M & Äärilä, L. 2008. Yritystoiminnan uudelleen järjestely. KHT-media Oy. Keuruu: Otavan Kirjapaino.
- Finnvera. Finnvera lyhyesti. Viitattu 16.11.2008.  
<http://www.finnvera.fi/fin/Finnveran-yritysesittely/Finnvera-lyhyesti>
- Finnvera. Finnvera-takaus. Viitattu 16.11.2008.  
<http://www.finnvera.fi/fin/Kasvu/Rahoitusratkaisut/Yritysjarjestelyt#pop186>
- Finnvera. Ennen rahoituspäätöstä. Viitattu 16.11.2008.  
<http://www.finnvera.fi/fin/Kasvu/Ennen-rahoituspaeatoestae>
- Finnvera. Pääomalaina. Viitattu 18.11.2008.  
<http://www.finnvera.fi/fin/Kasvu/Rahoitusratkaisut/Yritysjarjestelyt#pop182>
- Finnvera. Yritysjärjestelyt. Viitattu 18.11.2008.  
<http://www.finnvera.fi/fin/Kasvu/Rahoitusratkaisut/Yritysjarjestelyt#pop184>
- Hannula, A. & Kari, M. 2004. Yrityksen käytännön lakiasiat. Helsinki: WSOY.
- Hiltunen, S., Tammivuori, K. & Wallin, C-H. 1998. Yrityskauppavalvonta. Porvoo: WSOY.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2000. Tutki ja kirjoita. 6. painos. Helsinki: Tammi.
- Immonen, R. 2002. Yritysmuodot ja liiketoiminta. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Juvonen, M., Korhonen, H., Ojala, V M., Salonen, T. & Vuori, H. 2005. Yrityksen riskienhallinta. Helsinki: Yliopistopaino.
- Kallunki, J-P. 2000. Tilinpäätösinformaation käyttö yrityksen arvonmäärityksessä. Viitattu 21.11.2008. [http://lta.hse.fi/2000/4/lta\\_2000\\_04\\_s7.pdf](http://lta.hse.fi/2000/4/lta_2000_04_s7.pdf)
- Kallunki, J-P., Kytönen, E. & Martikainen, T. 1999. Uusi tilinpäätösanalyysi. Kauppakaari Oyj. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.
- Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2004. Uusi yrityksen arvonmääritys. Talentum. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.
- Kettunen, A-P. 2008. Yrityskaupat ja arvon määrittäminen -luennot ajalla 29.10.-20.11.2008. Laurea-ammattikorkeakoulu Leppävaara.
- Kilpailuvirasto. Yrityskauppavalvonta. Viitattu 24.11.2008.  
<http://www.kilpailuvirasto.fi/cgi-bin/suomi.cgi?luku=yrityskauppavalvonta&sivu=yrityskauppavalvonta>
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2004. Moderni rahoitus. Helsinki: WSOY.
- KONE. KONE yrityksenä. Viitattu 22.11.2008.  
[http://www.kone.com/countries/fi\\_FI/tietoaKONEesta/Pages/default.aspx](http://www.kone.com/countries/fi_FI/tietoaKONEesta/Pages/default.aspx)
- Kynnäräinen, T. 2002. Liikearvo. Viitattu: 21.12.2008.  
<http://www.taloussanomat.fi/arkisto/2002/09/27/liikearvo/200220730/12>
- Leppiniemi, J. & Leppiniemi, R. 2006. Tilinpäätöksen tulkinta. 4. painos. Juva: WS Bookwell.
- Leppiniemi, J. & Puttonen, V. 1996. Yrityksen rahoitus. Porvoo: WSOY.

Manninen, P. 2001. Yritys vaihtaa omistajaa - sukupolvenvaihdos ja yrityskauppa käytännössä. Porvoo: WS Bookwell.

Mykkänen, J. Tutkimusongelma ja tutkimuskysymys. Viitattu 22.2.2009.  
<http://www.valt.helsinki.fi/staff/jmykkane/tutkielma/Tutkimusongelma.html>

Mäkelä, L. KONE Oyj:n yrityskaupat-luento 19.11.2008. Laurea-ammattikorkeakoulu, Laurea Leppävaara.

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2007. Yritysrahoitus. 5. painos. Helsinki: Edita.

Onko nyt oikea aika myydä yritys? Dealmaker - yrityskauppoihin erikoistuneen ProMan Oy:n julkaisu 11/2008.

Palmén & Charpentier. Business Due Diligence. Viitattu 3.12.2008.  
<http://www.palmencharpentier.com/duediligence/businessdd>

ProManille uusi asiakas kun Atea halusi ostaa yrityksiä. Dealmaker -yrityskauppoihin erikoistuneen ProMan Oy:n julkaisu 5/2008.

ProMan. Suomen yrityskauppa - yritysesittely. Viitattu 18.11.2008.  
<http://www.proman.fi/yritysesittely.html>

Rantanen, E. 2008. Syksy hyydytti yrityskaupat. Talouselämä 14.11.2008, 18.

Rekonen, S. 1997. Yksityisen rahan lähteet. Teoksessa: Jauhiainen, P. (toim.) Yrityksen rahoitusopas. Helsinki: Tietosykli (Hakapaino).

Ruusuvuori, J. & Tiittula L. 2005a. Johdanto. Teoksessa: Ruusuvuori, J. & Tiittula, L. (toim.) Haastattelu - tutkimus, tilanteet ja vuorovaikutus. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.

Ruusuvuori, J. & Tiittula, L. 2005b. Tutkimushaastattelu ja vuorovaikutus. Teoksessa: Ruusuvuori, J. & Tiittula, L. (toim.) Haastattelu - tutkimus, tilanteet ja vuorovaikutus. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.

Tenhunen, L. & Werner, R. 2000. Yrityskaupan käsikirja. 3. painos. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.

Tomperi, S. 2007a. Kehittyvä kirjanpito. 10.-11. painos. Helsinki: Edita.

Tomperi, S. 2007b. Käytännön kirjanpito. 14.-16. painos. Helsinki: Edita.

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2002. Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino.

Wikholm, L. 2002. Arvon sekin ansaitsee. Viitattu 26.11.2008.  
[http://www.proman.fi/uutinen\\_2002\\_9.html](http://www.proman.fi/uutinen_2002_9.html)

Wikholm, L. 2003. Mistä löytyy se oikea? Viitattu 26.11.2008.  
[http://www.proman.fi/uutinen\\_2003\\_1.html](http://www.proman.fi/uutinen_2003_1.html)

Wikholm, L. 2008. Hyvä lukija. Dealmaker - yrityskauppoihin erikoistuneen ProMan Oy:n julkaisu. 11/2008, 2.

Yritystutkimusneuvottelukunta 2006. IFRS tilinpäätöksen tulkinta. Viitattu 21.12.2008.  
<http://www.yritystutkimusneuvottelukunta.fi/?file=27>



Julkaisemattomat lähteet:

Anttila, U. 2006. Tapaustutkimus horisontaalisesta ja vertikaalisesta yritysostostrategiasta. Kansainvälisen johtamisen pro gradu- tutkielma. Vaasan yliopisto. Viitattu: 15.12.2008.  
[http://www.tritonia.fi/fi/kokoelmat/gradu\\_lista.php?laitos=Johtamisen%20laitos&vuosi=2006&tiedekunta=Kauppateieteellinen%20tiedekunta](http://www.tritonia.fi/fi/kokoelmat/gradu_lista.php?laitos=Johtamisen%20laitos&vuosi=2006&tiedekunta=Kauppateieteellinen%20tiedekunta)

Kuusela, T. 2008. Henkilökohtainen tiedonanto 15.12.2008. Rahoituspäällikkö. Finnvera.

Laakso, S. 2008. Pk-yrityksen arvonmääritys yrityskauppatilanteessa. Laskentatoimen Pro gradu -tutkielma. Jyväskylän yliopisto. Viitattu: 20.12.2009.  
[https://jyx.jyu.fi/dspace/bitstream/handle/123456789/18983/URN\\_NBN\\_fi\\_jyu-200810075789.pdf?sequence=1](https://jyx.jyu.fi/dspace/bitstream/handle/123456789/18983/URN_NBN_fi_jyu-200810075789.pdf?sequence=1)

Savusalo, M. & Silvennoinen, J. 2008. Yritysosto ja sen onnistumisen mittaaminen. Kandidaatintyö ja seminaari. Lappeenrannan teknillinen yliopisto. Viitattu 19.12.2008.  
<https://oa.doria.fi/bitstream/handle/10024/37696/Yritysosto%20ja%20sen%20onnistumisen%20mittaaminen.pdf?sequence=1>

Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2008. Henkilökohtainen tiedonanto 11.12.2008.

Pankki X:n asiakasvastuullinen johtaja 2009. Henkilökohtainen tiedonanto 27.3.2009

Wikholm, L. 2009. Henkilökohtainen tiedonanto 7.1.2009. Toimitusjohtaja. ProMan Oy.

## LIITTEET

LIITE 1: AVUSTAVA HAASTATTELURUNKO PANKKI X:N EDUSTAJAN HAASTATTELUUN.....	51
LIITE 2: AVUSTAVA HAASTATTELURUNKO FINNVERAN EDUSTAJAN HAASTATTELUUN.....	52
LIITE 3: AVUSTAVA HAASTATTELURUNKO YRITYSKAUPPIAAN HAASTATTELUUN .....	53

## LIITE 1: Avustava haastattelurunko Pankki X:n edustajan haastatteluun L

Minkälaisia kauppoja rahoitatte?

Mitä odotatte ostajalta?

Miten rahoitusprosessi rakentuu, mitä siinä tapahtuu?

Kuinka kauan prosessi kestää?

Mitä pankin näkökulmasta prosessissa tapahtuu?

Onko teillä käytettävissä yhteistyökumppaneita?

Jos on, kuinka hyödynnätte yhteistyön?

Mitä haluatte tietää myyjästä? Tapaatteko hänet?

Voitteko vaikuttaa myyntihintaan?

Jos voitte vaikuttaa hintaan, miten teette sen?

Vaaditteko mahdollisesti tehdyn Due Diligencen nähtäväksi?

Jos vaaditte, mihin erityisesti kiinnitätte huomiota?

Minkälaisia vakuuksia käytetään yrityskaupoissa?

Miten nykyinen markkinatilanne vaikuttaa rahoituksen saantiin ja yrityskauppoihin?

Kerro jotakin erityistä tekemistäsi yrityskaupoista.

## LIITE 2: Avustava haastattelurunko Finnveran edustajan haastatteluun

Millä tavalla Finnvera on mukana yrityskaupoissa?

Onko valtio määrittämässä kauppojen rahoitusta?

Miten prosessi rakentuu?

Kuinka kauan prosessi kestää?

Mitä odotatte ostajalta?

Millä tavoin arvioitte rahoituksen ja/tai takauksen kannattavuutta?

Minkälaista yritystutkimusta teette ostajasta?

Miten kaupanlaatu (substanssi- vai osakekauppa) vaikuttaa rahoituksen rakentamiseen?

Minkälaisia välineitä Finnveralla on yrityskaupan rahoittamiseen?

Minkälaisia ovat Finnvera-takaus ja pääomalaina?

Voitteko vaikuttaa kauppahintaan?

Jos voitte, miten?

Kuinka pitkä on myöntämänne laina-aika?

Vaaditteko Due Diligencen esittämistä?

Jos vaaditte, mihin kohtiin kiinnitätte erityistä huomiota?

Miten tämänhetkinen markkinatilanne vaikuttaa Finnveran myöntämiin rahoituksiin ja takauksiin?

Miten tämänhetkinen markkinatilanne vaikuttaa yrityskauppoihin Finnveran näkökulmasta?

Minkälaista yhteistyötä teette pankin kanssa?

Miten yhteistyö tyypillisesti alkaa?

Miten tyypillisessä yrityskauppaprosessissa tapahtuu Finnveran kannalta?

Mitä erityiskysymyksiä siihen liittyy?

Oletteko yhteydessä myyjään?

Mitä tapahtuu kaupan jälkeen?

LIITE 3: Avustava haastattelurunko yrityskauppiaan haastatteluun

Mitä kuuluu ammattimaisen yrityskauppiaan tehtäviin?

Millä tavalla voitte voi olla apuna ostajalle?

Miten yrityskauppaprosessi muotoutuu teidän näkökulmasta?

Kuinka kauan prosessi keskimäärin kestää?

Minkälaisia erityiskysymyksiä prosessiin liittyy?

Miten tämän hetkinen markkinatilanne vaikuttaa näkemyksenne mukaan yrityskauppoihin?

Onko nyt hyvä aika ostaa yritys?

Jos mielestänne on, miksi?