

ANTTI LIIMATAINEN  
LAURI LÄHTEENMAA

# KASVUUN YRITYS- OSTOLLA

ONNISTU YRITYSKAUPASSA

Copyright © 2020 Alma Talent Oy ja tekijät

ISBN: 978-952-14-3885-1

ISBN: 978-952-14-3886-8 (e-kirja)

ISBN: 978-952-14-3887-5 (verkkokirja)

Kansi: Laura Laamanen

Taitto: Taru Tarvainen

Paino: BALTO print, Liettua 2020

Anna palautetta kirjasta: *kustannustoimitus@almatalent.fi*

Tilaa Kasvuun yritysostolla -kirja Alma Talent Shopista:  
[shop.almatalent.fi](http://shop.almatalent.fi)

# SISÄLLYS

<b>Esipuhe</b> .....	11
<b>Johdanto</b> .....	15
<b>1. Epäonnistuminen yritysostossa</b> .....	19
”Älä osta” .....	19
Mitä epäonnistuminen tarkoittaa? .....	21
Yritysosto on investointi .....	23
Taloudellinen ja strateginen näkökulma .....	25
Tavoitteen asettaminen on edellytys onnistumisen arvioinnille.....	27
Onnistumisen ja epäonnistumisen mittaaminen.....	29
Päättykö yli puolet yritysostoista täydelliseen katastrofiin?.....	32
Onnistunut yritysosto luo omistaja-arvoa.....	34
<b>2. Epäonnistumisen riskitekijät</b> .....	39
Ovatko kaikki yritysostot yhtä riskipitoisia? .....	39
Yritysostojen erilaiset riskiprofiilit .....	44

Subjektiiiset eli ostajaan liittyvät riskitekijät.....	47
Objektiiiset eli ostokohteeseen liittyvät riskitekijät....	49
Turnaround-yritysostoihin liittyvät riskit.....	53
Kansainvälisiin yritysostoihin liittyvät riskit.....	54
Onnistuminen on aina ostajan käsissä.....	57
<b>3. Epäonnistumiseen johtavia virheitä .....</b>	<b>59</b>
Missä virheitä syntyy? .....	62
Omistamisen osaaminen .....	65
Strategiset virheet .....	68
Taktiset virheet .....	77
Deal break -tyyppiset virheet.....	79
Deal made -tyyppiset virheet .....	89
Pre-merger -virheet .....	89
Post-merger -virheet .....	103
<b>4. ”Soft things make M&amp;A hard” .....</b>	<b>109</b>
Yritysosto on moniottelu.....	109
Yritysosto ostokohteen henkilöstön näkökulmasta.....	114
Yrityskulttuurin merkitys.....	119
Human due diligence.....	132
Kulttuuri due diligence .....	134
Yritysosto ostajan oman henkilöstön näkökulmasta ...	148

<b>5. Päätöksenteon vinoumat M&amp;A:ssa</b> .....	151
Päätöksentekijät kaupan takana .....	153
Tunne vinoumasi .....	157
”Think the opposite” .....	183
<b>6. Kasvustrategia</b> .....	187
Kasvun merkitys .....	187
Pääomasijoittaja kasvun tukena .....	190
Miten kasvun lasikatot voidaan läpäistä? .....	194
Kasvustrategian kivijalka .....	196
Omistajan tahto .....	200
Taloudellinen raami .....	202
Strateginen raami .....	205
<b>7. Kasvuinvestoinnit</b> .....	213
Tuloslaskelma ei kerro kaikkea .....	214
Mikä on riittävä tuotto pääomalle? .....	219
Velkavivun käyttäminen .....	223
Oman ja vieraan pääoman painotettu kustannus (WACC) .....	232
Omistaja-arvoa luovat investoinnit .....	235
Taloudellinen lisäarvo .....	246
Miten taloudellista lisäarvoa voidaan kasvattaa? .....	248

<b>8. M&amp;A-strategia</b> .....	255
Toimiala- ja markkina-analyysi.....	255
M&A-strategian arkkityypit .....	258
M&A-strategia ja sen toteuttamisen edellytykset .....	261
M&A-strategian merkitys.....	264
Potentiaalisten ostokohteiden identifiointi .....	268
Case Plan .....	271
Yrityksen M&A-pipeline.....	274
M&A-strategian toteuttamisen edellytykset.....	276
Riittävät osaamisresurssit.....	277
M&A-tiimin rakentaminen .....	282
Hallituksen rooli .....	286
Tavoitteiden asettaminen .....	293
<b>9. Yrityskaupan arvo, strukturointi ja rahoitus</b> .....	299
Yrityksen arvonmäärittäminen .....	301
Yrityskaupan arvo .....	305
Muut transaktion arvoon vaikuttavat tekijät .....	308
Kenelle synergiat kuuluvat? .....	310
Kaupan strukturi ja sen merkitys .....	314
Kauppahintamekanismit ja markkinakäytännöt .....	319
Nettokäyttöpääoman oikaisu.....	321
Kaupan rahoitus.....	325

<b>10. Taktinen ulottuvuus</b> .....	331
Järjestelyn taito.....	333
Yritystostoprosessin vaiheet .....	336
Milloin diili pitää kaataa? .....	382
<b>11. Integraatio ja haltuunotto</b> .....	387
Mitä haltuunotto todella tarkoittaa?.....	389
Integraation suunnittelu.....	390
Integraation onnistumisen merkitys.....	398
Integraatiotiimi.....	402
Integraation tavoitteet .....	405
<b>12. M&amp;A-viestintä</b> .....	409
Viestinnän suunnittelu ja toteutus .....	410
Viestintä ei pääty kaupasta tiedottamiseen.....	426
Lopuksi .....	429
Liite: Case Plan.....	431
Inspiroivat lähteet.....	435



”

Jos yhtiön ambitiona  
on kasvaa ja  
luoda lisäarvoa,  
kysymys ei ole siitä,  
pitäisikö epäorgaanisen  
kasvun olla  
keinovalikoimassa.  
Sen on pakko olla.

CASPER VON KOSKULL





# ESIPUHE

Tämä kirja sai alkunsa saunan lauteilla kahden kollegan jäädessä kesälomalle yhden kaikkien aikojen vilkkaimman yrityskauppaväen jälkeen kesällä 2018. Edessä hämmöttävästä lomasta huolimatta keskustelut liikkuivat päättyneissä projekteissa, joiden vaiheita kertosimme toinen toisillemme. Keskustellessamme tulimme vakuuttuneeksi siitä, että epäonnistuneen yritystoston ratkaisevat syyt piilevät usein muualla kuin kovaksi ytimeksi tyypillisesti miellettyillä osa-alueilla: juridiikassa, arvonmäärityksessä tai due diligence -tarkastuksessa. Teknisten osa-alueiden sijaan haasteet kumpusivat useissa tapauksissa ostajan puutteellisesta yritystosto-osaamisesta sekä kyvyttömyydestä viedä yrityskauppaprosessi hallitusti läpi.

Olemme jo pitkään olleet kyllästyneitä tapaan, jolla yrityskauppoja käsitellään suomalaisessa ammattikirjallisuudessa. Teokset on lähes poikkeuksetta suunnattu yrityskauppojen teknisille asiantuntijoille, kuten tilintarkastajille, juristeille ja taloudellisille neuvonantajille. Yrityskauppaseminaarien otsikot – Yrityskaupan vaihtoehdot: osakekauppa vai liiketoimintakauppa? – eivät myöskään ole omiaan herättämään liikkeenjohdon ja omistajien mielenkiintoa.

Näkemyksemme mukaan yksi syy puisevaan otteeseen on se, että yrityskauppojen asiantuntijoiksi ovat profiloituneet suomalaisessa mediassa juristit ja tilintarkastajat. He astuvat kuitenkin kuvaan usein vasta yrityskaupan loppumetreillä. Heitä haastattelemalla emme saa tietää:

- Miksi yritys halusi kasvaa yritysostolla?
- Miten yrityskauppa syntyi?
- Mitkä tekijät johtivat onnistuneeseen yrityskauppaan?
- Mitä tapahtui kaupan jälkeen?
- Mitä voimme oppia osapuolten kokemuksista?

Olemme arvioineet, että yrityskaupan onnistumisesta vain noin 10–20 % liittyy *tekniseen osaamiseen*, kuten sopimusjuridiikkaan, yhtiörakenteiden suunnitteluun ja verokysymyksiin. Loppuosa liittyy *muihin kaupanteon osaamisalueisiin*, joissa korostuvat neuvottelu- ja viestintätaidot, psykologinen ulottuvuus sekä ostokohteen haltuunoton osaaminen.

Yritysrahoitusta mystifoidaan usein – toisinaan myös tarkoituksellisesti. Tämän vuoksi teema saattaa näyttäytyä siihen tarkemmin perehtymättömille luotaantyöntävältä, vaikeaselkoiselta ja toisinaan pelottavaltakin. Ottaessamme huomioon yrityskaupan eri näkökulmat emme voi vältellä yritysrahoituksesta puhumista. Pyrimme kuitenkin johdattamaan lukijan aihepiiriin selkokielisesti. *Siltä osin kuin se on välttämätöntä, jotta yritysjohto voi kasvattaa hallitusti omistaja-arvoa.* Tässä teoksessa käsittelemme erityisesti niitä rahoituksen osa-alueita, jotka koemme sisältyvän välttämättömään liiketoimintaosaamiseen kenelle tahansa urallaan eteenpäin pyrkivälle henkilölle.

Yritysten kasvusta on kirjoitettu hyllymetreittäin kirjoja, mutta ne käsittelevät pääsääntöisesti orgaanista kasvua. Käsissäsä oleva teos on ensimmäinen suomalainen epäorgaanista kasvua kokonaisvaltaisesta näkökulmasta käsittelevä kirja. Kirjassa yritysosto-osaminen nähdään sekä ”kovat” että ”pehmeät lajit” yhdistävänä monitotteluna. Epäorgaaninen kasvu, eli kasvu yritysostoin, on keskeinen osa monen yrityksen kasvustrategiaa. Erityisesti pääomasijoittajat ja pörssiyritykset ovat nähneet yritysostot houkuttelevana, menestyksekkäänä ja usein jopa välttämättömänä tapana kasvattaa omistaja-arvoa orgaanisen kasvun rinnalla.

## YRITYSKAUPAT EIVÄT OLE KOSKAAN OLLEET AJANKOHTAISEMPIA KUIN NYT

Viime aikoina on puhuttu paljon siitä, miten voimistuva digitalisaatio vaikuttaa ihmisten ja yritysten toimintaympäristöön. Esimerkiksi tekoälyn ja koneoppimisen kehittyminen tuo mukanaan uusia liiketoimintamalleja, jotka ravistelevat kokonaisia toimialoja. Yritykset kohtaavat globaalin kilpailun, jossa suurimmatkin instituutiot joutuvat luomaan nahkansa uudelleen pysyäkseen vauhdissa mukana. Yritysjohdolta edellytetään uudenlaista ajattelutapaa. Jos yritysostot eivät ole keinovalikoimassa, yritys rajaa itseltään huomattavan osan vaihtoehtoisista poluista toteuttaa strategiaansa.

Kirjan tavoitteena on rohkaista suomalaisia kasvuyhtiöitä ottamaan kasvun askeleita hallituin yritysostoin. Epäorgaaninen kasvu auttaa yrityksiä pärjäämään globaalissa kilpailussa. Haluamme tarjota kasvua hakeville yrittäjille ja yritysjohdolle käytännönläheisen kirjan kasvusta yritysostoin. Haluamme myös siirtää liike-elämässä meritoituneiden johtajien ja omistajien sekä yrityskaupan ammattilaisten hiljaista tietoa yrityskauppojen sudenkuopista kasvuyhtiöille. Uskomme, että tämän hiljaisen tiedon avulla riskien minimoimisen mahdollisuudet paranevat.

Jokainen omistaja luopuu yrityksestään ennemmin tai myöhemmin – hallitusti tai hallitsemattomasti. Tästä kirjasta on siten varmasti hyötyä myös jokaiselle omistajalle. Yrityksensä myyntiin valmistautuva omistaja saa kirjasta arvokasta tietoa ammattimaisen yritysostajan tavasta lähestyä yrityskauppaprosessia. Jos et tiedä, miten vastapuoli ajattelee, kauppaneuvottelut ovat vaarassa joutua jonkin muun kuin itsesi johtamaksi.

Kestävää kasvua ei ole mahdollista saavuttaa ajopuun lailla ajeltavana tukkina. Kasvajan rooli on valinta. Kilpailu on kovaa nyt ja tulevaisuudessa, eikä orgaaninen kasvu enää yksin riitä. Ilman epäorgaanisen kasvun mahdollisuuksien tunnistamista ja päätöstä kasvaa yritysostoin, olet todennäköisesti osa jonkin toisen yrityksen kasvustrategiaa potentiaalisena yritysostokohteena.

Tämä kirja tarjoaa kaikille kasvuhakuisille yrityksille työkaluja hallittuun omistaja-arvon kasvattamiseen sekä orgaanisin että epä-  
orgaanisin keinoin yrityskoosta riippumatta.

**”Osta tai tule ostetuksi”**

*Viitasaarella, Linnean päivänä 3. elokuuta 2019*

ANTTI LIIMATAINEN  
KTM

LAURI LÄHTEENMAA  
KHT, KTM

# JOHDANTO

Olemme toimineet työssämme yli sadassa yrityskaupassa joko ostajan tai myyjän kaupallisena (deal advisor) tai taloudellisena (financial advisor) neuvonantajana sekä avustaneet ostokohteiden haltuunotoissa.

Kirjamme liikkeellepaneva voima oli kesäkuun 30. päivänä 2018 saunassa käymämme keskustelu. Keskustelimme yritysostoista, joissa olimme viimevuosina toimineet neuvonantajan roolissa. Arvioimme yritysostojen onnistumista kaupan jälkeen saamiemme tietojen valossa. Tunnistimme ilmiön, jossa kasvuyritys oli tehnyt sarjan perättäisiä yritysostoja, epäonnistunut ja hylännyt epäorgaanisen kasvutavan tämän seurauksena. Mietimme, miksi kyseiset yritykset toistivat samaa epäonnistumisen kaavaa yritysostoissaan. Miksei virheistä otettu opiksi? Vai salliiko yrityskulttuuri ylipäättään avoimen keskustelun epäonnistumisista yritysosto-osaamisen kehittämiseksi?

Huomattava osa yritysostoista tutkitusti epäonnistuu. Halusimme lähteä matkalle selvittämään, missä yritysostojen sudenkuopat tosiasiallisesti piilevät ja tuomaan yleisesti nähtäville sitä hiljaista tietoa, jota kokeneet yrityskauppojen taitajat ovat menestyksekkäällä tyourillaan kerryttäneet. Tämä matka on tiivistetty tähän kirjaan. Tavoitteenamme on, että kasvuyritykset yritysostoista riippumatta voivat hyödyntää sitä kasvustrategiassaan, joka huomioi sekä orgaaniset että epäorgaaniset kasvumahdollisuudet. Kirja tarjoaa myös koeteltuja ja hyväksi havaittuja lähestymistapoja niihin haasteisiin, joita yritysostojen tiellä tyypillisesti kohdataan.

Ennen kuin ryntäämme neuvottelupöytään ja ostokohdetta integroimaan, meidän tulee tutustua niihin yritysostojen fundamentteihin, jotka kasvuyritysten tulee hahmottaa ennen epäorgaanisen kasvun tielle lähtemistä. Lisäämme näitä valmiuksia kirjan luvuissa 1–5.

- Jotta voimme tavoitella onnistunutta yritysostoa, meidän tulee ensin määritellä, mitä onnistuminen tai epäonnistuminen tarkoittavat. Tätä käsittelemme kirjan luvussa 1. *Epäonnistuminen yritysostossa.*
- Kaikki yritysostot eivät epäonnistu yhtä todennäköisesti. Yritystoston riskitekijöitä kuvaamme luvussa 2. *Epäonnistumisen riskitekijät.*
- Epäonnistuneiden yritysostojen taustalta on tunnistettavissa yhteisiä, usein toistuvia virheitä. Näistä kerromme luvussa 3. *Epäonnistumiseen johtavia virheitä.*
- Luvussa 4. *Soft things make M&A hard* tuomme esiin yritysostojen yrityskulttuuriin, ihmisiin ja viestintään liittyvän ”pehmeän puolen”, josta harvemmin kirjoitetaan yritysostojen yhteydessä.
- Yritysostoja eivät tee algoritmit vaan ihmiset. Objektiiivisen päätöksenteon vaarantavista ajattelun vinoumista kerromme kirjan luvussa 5. *Päätöksenteon vinoumat M&A:ssa.*

Kun olemme hankkineet riittävät pohjatiedot, olemme valmiita käsittelemään yritysostojen käytännön toteutukseen liittyviä teemoja. Näitä teemoja käsittelemme kirjan luvuissa 6–10.

- *Luku 6. Kasvustrategia*
- *Luku 7. Kasvuinvestoinnit*
- *Luku 8. M&A-strategia*
- *Luku 9. Yrityskaupan arvo, strukturointi ja rahoitus*
- *Luku 10. Taktinen ulottuvuus*

Yritystostoprosessi ei suinkaan pääty kauppakirjojen allekirjoittamiseen. Yritystoston onnistumisen kannalta yhtä tärkeää – ellei jopa tärkeämpää – on kaikki se, mitä tapahtuu tämän jälkeen. Näitä asioita kuvaamme kirjan luvuissa 11. *Integraatio ja haltuunotto* sekä 12. *M&A-viestintä*. Epäonnistuminen ostokohteen haltuunotossa ja integroinnissa tai yrityskauppaviestinnässä voi tehdä tyhjäksi siihenastisen, paljon aikaa ja rahaa vaatineen työn.

Olemme haastatelleet tätä kirjaa varten liike-elämässä, yritysostoissa ja yrityskaupalle tärkeissä toimenkuviissa meritoituneita johtajia ja asiantuntijoita. Haastateltavaksi pyytämämme naisten ja miesten joukosta saimme etuoikeuden haastatella seuraavia henkilöitä:

- **Jorma Eloranta** (hallituksen puheenjohtaja, Stora Enso)
- **Kaija Katariina Erkkilä** (perustaja, Midaxo)
- **Joakim Frimodig** (toimitusjohtaja, CapMan)
- **Timo Kokkila** (toimitusjohtaja, Pontos)
- **Casper von Koskull** (konsernijohtaja, Nordea)
- **Mikko Kuitunen** (perustaja, Vincit)
- **Tero Luoma** (sijoitusjohtaja, Taaleri Pääomarahastot)
- **Mikael Nederström** (tutkimusjohtaja, Psycon)
- **Timo Ritakallio** (pääjohtaja, OP)
- **Ari-Pekka Salovaara** (toimitusjohtaja, Visma Solutions)
- **Jan Sasse** (toimitusjohtaja, Teollisuussijoitus)
- **Harri Saukkomaa** (perustaja, Tekir)
- **Asko Schrey** (perustaja, Accountor)
- **Pekka Tammela** (partneri, Korona Invest)
- **Harri Tolppanen** (hallituksen puheenjohtaja, Eversheds Sutherland)
- **Juha Tukiainen** (partneri, MB Rahastot)

Kiitämme kaikkia haastateltaviamme heidän kanssaan käymistämme mitä inspiroivimmista keskusteluista. Tähän kirjaan sitaatteineen tiivistyy osa siitä hiljaisesta tiedosta, jota saimme heiltä ammentaa.

On aika aloittaa matka. Teemme sen yhdessä haastateltaviemme kanssa. Kiinnitä vyöt. Matka alkaa.

”

Ei minulla ole  
antaa statistiikkaa,  
mutta sanoisin,  
että huomattava osa  
yrityksistä epäonnistuu.  
Tiedän monia hankkeita,  
jotka ovat epäonnistuneet.

JUHA TUKIAINEN

