



OULUN YLIOPISTO
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

AKSELI PALLONEN

MYYJÄN DUE DILIGENCE – TYÖKALU YRITYSMYYNNIN ONNISTUMISEKSI

Kandidaatintutkielma
Kauppatieteiden kandidaatti
Huhtikuu 2018

SISÄLLYS

1. JOHDANTO	4
2. YRITYSKAUPPOJEN ONNISTUMINEN JA EPÄONNISTUMINEN	7
2.1 YRITYSKAUPPOJEN EPÄONNISTUMINEN.....	9
2.2 DUE DILIGENCE.....	10
2.2.1 Due diligencestä yleisesti.....	10
2.2.2 Due diligencen tärkeys ja hyödyt.....	11
3. YRITYSKAUPPA MYYJÄN NÄKÖKULMASTA	13
3.1 KAUPPATAVAT	13
3.2 TAVOITTEET YRITYSMYYNNISSÄ.....	16
3.3 EPÄONNISTUNUT JA ONNISTUNUT YRITYSMYyntI	17
4. MYYJÄN DUE DILIGENCE	18
4.1 YLEISYYS	18
4.2 MYYJÄN DUE DILIGENCE KÄYTÄNNÖSSÄ	19
4.3 MYYJÄN DUE DILIGENCEN TUOMAT HYÖDYT	19
5. YHTEENVETO	22
LÄHTEET	24

KUVIOT

Kuvio 1. Yrityskauppaprosessi	8
Kuvio 2. Huutokauppamenetelmä	15

1. JOHDANTO

Yrityskauppojen määrä on kasvussa siitä huolimatta, että kauppojen epäonnistuminen on tilastollisesti erittäin todennäköistä. Varamäki, Tall, Sorama, ja Katajavirta (2012) selvittivät kansallisessa omistajanvaihdosbarometrissa, että seuraavan kymmenen vuoden aikana Suomessa on tulossa 28 000 yritystä myyntiin. Ratkaisuja yrityskauppojen onnistumiseksi yritetään kehitellä jatkuvasti, jotta sekä myyjät että ostajat osaisivat toimia oikealla tavalla varmistaakseen haluamiensa kauppojen onnistumisen. Due diligence eli selvitystyö on suuri osa yrityskauppaprosessia ja yhä enenevässä määrin sen tekemiseen hankitaan ulkopuolista apua (Kauppalehti, 29.8.2017).

Yrityskaupoista tehdyissä tutkimuksissa tunnutaan keskittyvän yleisimmin ostajan näkökulmaan. Sen vuoksi tässä kandidaatintutkielmassa tarkoituksena on pitäytyä myyjän näkökulmassa ja ymmärtää yrityskauppoja juurikin myyjän puolelta; mitä yritysmyyntillä halutaan saavuttaa ja miten kauppojen onnistumiseen pyritään vaikuttamaan?

Myyjän due diligence (vendor due diligence) on myyjän tavoitteiden saavuttamiseksi tehty työkalu, jossa myyjä valmistautuu neuvotteluihin ostajan kanssa teettämällä itse objektiivisen selvitystyön kauppojen kohteena olevasta yrityksestä saadakseen lisää kontrollia kauppoihin (Donnelley Financial Solutions & Mergermarket, 2016a). Myyjän due diligence on kasvattanut suosiotaan tällä vuosituhannella, sillä sen avulla myyjä pystyy valmistautumaan yrityksen myyntiin paremmin ja tarjoamaan potentiaalisille ostajille heidän tarvitsemansa tiedon jo kauppaprosessin alkuvaiheessa uudelleen (Brady, 2011; Caruso, 2012; Cohen, Kwestel & Finkle, 2010; Kamman, Sulman & Sorel, 2006; Potter, 2011). Tutkielman tavoitteena on selvittää myyjän due diligencen roolia yritysmyyntiprosessissa, sekä sitä, mitä lisäarvoa sen tekeminen myyjälle voi tuoda.

Tutkijoita on kiinnostanut jo pitkään yrityskaupat tutkimusten kohteena ja kirjallisuutta aiheesta on varsin runsaasti. Liike-elämän puolelta suuret tilintarkastusyhteisöt, konsultointitoimistot, lakifirmat sekä investointipankit tekevät paljon selvityksiä ja tutkimuksia yrityskauppoihin liittyen. On myös olemassa yrityskauppoihin liittyvän tiedon tuottamiseen keskittyneitä yhteisöjä, kuten Corporate Finance in Europe ja Mergermarket. Näiden asiantuntijaorganisaatioiden avainhenkilöt kirjoittavat raportteja oman kokemuksensa ja osaamisensa pohjalta, sekä eri yritysten johtajia haastatellen. Vaikka yrityskaupoista on sekä akateemista tutkimusta että liike-elämä -lähtöistä tietoa erittäin paljon, ei myyjän due diligencestä ole vielä kovin suurta määrää tutkimuksia tehty. Myyjän due diligenceen perehtyessä onkin hyvä pohtia, olisiko sen suhteen aihetta akateemiselle jatkotutkimukselle?

Tämän tutkielman tarkoituksena ei ole keskittyä minkään tietyn (myyjän) due diligencen osa-alueen tuomiin hyötyihin tai itse prosessiin yksityiskohtaisesti, vaan kokonaisuuteen, sillä on erittäin tilannekohtaista, kuinka paljon mihinkin osa-alueeseen erilaisissa yrityskaupoissa on tarve panostaa. Tutkimuskysymys onkin melko yleisluontoinen: millä tavoin myyjän due diligence voi tukea yrityskauppojen onnistumista myyjän näkökulmasta?

Kirjallisuuskatsauksessa tarkoituksena on paneutua yrityskauppojen epäonnistumiseen yleisellä tasolla ja tarkemmin myyjän näkökulmasta, tarkastella myyjän due diligenceä yleisesti, sekä selvittää, mitä mahdollisia hyötyjä myyjän due diligencellä voidaan saavuttaa ja miten nämä hyödyt vastaavat yritysmyynneissä esille nouseviin yleisimpiin epäonnistumisen syihin. Akateemista kirjallisuutta löytyy kirjojen, tutkimusten sekä artikkeleiden muodossa due diligencestä ja yrityskauppojen epäonnistumisesta sekä onnistumiseen vaikuttavista tekijöistä. Teoreettinen viitekehys muodostuukin yrityskauppaprosessin avaamisesta, epäonnistumisen määrittelystä, sen syistä sekä vaikutuksista, ja due diligencen roolista yhtenä kriittisenä tekijänä kauppojen onnistumiselle. Näiden osa-alueiden ymmärtämisen jälkeen voi hahmottaa paremmin myyjän due diligencen funktion sekä sen liittymistä perinteiseen, ostajan näkökulmasta ajateltuun yrityskauppaprosessiin.

Tutkielman luvussa kaksi käsitellään yrityskauppoja yleisesti sekä syitä ja seurauksia niiden epäonnistumiselle. Luvussa käydään läpi yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavia asioita ja nostetaan esille due diligencen rooli yhtenä onnistumiseen vaikuttavana tekijänä. Luvussa kolme tarkastellaan yritysmyyntiä eli vertaillaan yrityskauppoja ja onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä yrityksen myynnin näkökulmasta. Myös yritysmyyntin syitä sekä tavoitteita analysoidaan, jotta epäonnistuminen (ja onnistuminen) voidaan määritellä ja epäonnistumisen seurauksia tarkastella. Neljännessä luvussa käsitellään myyjän due diligenceä yleisesti, sekä sitä verrataan perinteiseen due diligenceseen ja tarkastellaan sen suorittamisen yleisyyttä. Myyjän due diligencen tuomia hyötyjä tuodaan ilmi ja näitä hyötyjä verrataan luvussa kolme esille nousseisiin yritysmyyntin kannalta olennaisiin epäonnistumisen syihin.

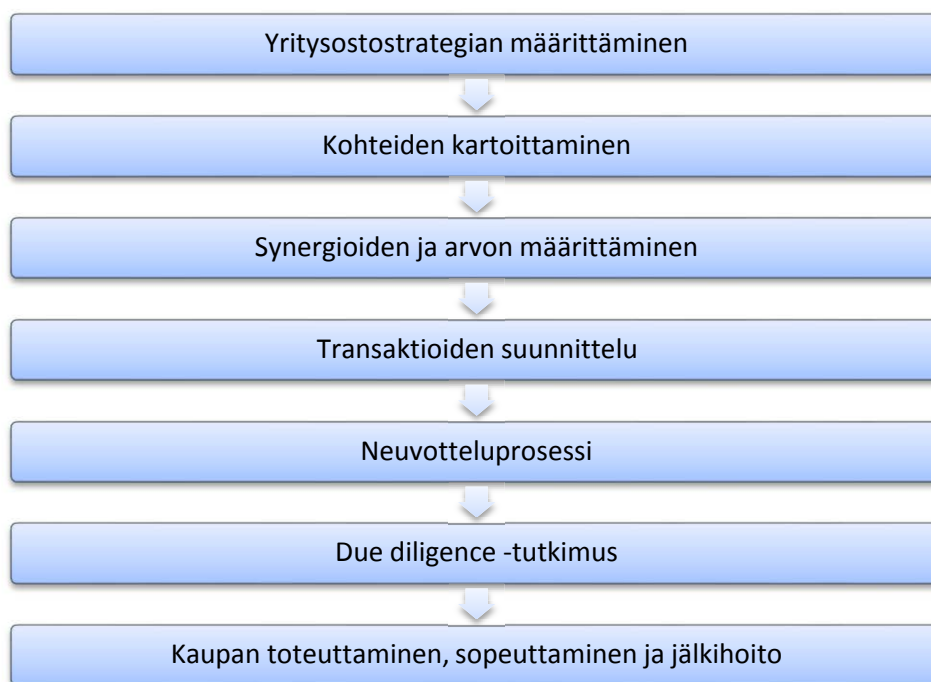
2. YRITYSKAUPPOJEN ONNISTUMINEN JA EPÄONNISTUMINEN

Yrityskaupoilla tarkoitetaan tilannetta, jossa yritys (ostaja) ostaa toisen yrityksen (myyjän) liiketoiminnan tai osakkeet, osittain tai kokonaan. Osakeyhtiön liiketoiminta- eli substanssikaupassa myyjänä on osakeyhtiö ja kaupan kohteena on liikeomaisuus kuten koneet, laitteet ja varasto, sekä tähän liikeomaisuuteen liittyvä toiminta. Omaisuuskaupassa osakeyhtiön kohdalla myyjänä toimii osakkeenomistajat ja myynnissä on yrityksen osakkeet. Nämä kaksi eri kauppatapaa eroavat toisistaan monella tapaa eikä voida yksiselitteisesti sanoa, että toinen olisi parempi vaihtoehto. (Immonen 2015, s. 40.)

Yritysten ostajat voidaan jaotella teollisiin eli synergistisiin ostajiin sekä pääomasijoittajiin. Näiden kahden eri ostajatyypin tavoitteet ja syyt yrityskaupoille poikkeavat toisistaan. Teollinen ostaja toimii yleensä samalla toimialalla kuin ostettava yritys. Tällaisen ostajan tavoitteena yrityskaupoissa on pääosin synergiahyötyjen ja mittakaavaetujen saavuttaminen, markkinaosuuden kasvattaminen sekä yleisen kannattavuuden parantaminen. Synergiaeduilla tarkoitetaan tilannetta, jossa liiketoimintojen yhdistämisen jälkeen yrityksen tulos olisi suurempi kuin yhdistettävien yritysten tulokset olisivat yhteenlaskettuna niiden toimiessa erillään – tätä voi havainnollistaa $2+2=5$ yhtälöllä. Vaikka pääomasijoittajat kilpailevat teollisten sijoittajien kanssa yrityskauppamarkkinoilla myytävänä olevista yrityksistä, ne eivät niinkään tavoittele synergiaetuja, vaan ostettavaa yritystä ajatellaan täysin sijoituskohteena. Pääomasijoittajilla on yleensä teollista ostajaa enemmän osaamista yrityskauppojen suhteen, paremmat lähtökohdat rahoituksen järjestämiseen ja täten myös suuremman kauppahinnan maksamiseen. (Katramo ym. 2013, s. 20-34.)

Immosen (2015, s. 30) mukaan mahdollisia yrityskauppoja pitäisi miettiä aina liiketoimintaa tukevasta näkökulmasta, eikä yrityskauppojen tulisi olla tarkoitus itsessään. Immosen mukaan yrityskauppoihin vaikuttavat useat lait, eikä haluttu lopputulos ole itsestäänselvyys, vaikka juridinen puoli onnistuisikin. Suunnittelulla on siis erittäin suuri rooli yrityskaupoissa, minkä vuoksi kauppoihin halutaan panostaa runsaasti, oli kyseessä sitten pääomasijoittaja tai teollinen ostaja.

Yleensä yrityskaupat ovat laajamittaisia prosesseja ja vaativat monien asiantuntijoiden työpanosta onnistuakseen. Tilanteesta riippuen yrityskauppa voi sisältää monia eri vaiheita ja näiden vaiheiden kronologinen järjestys voi vaihdella. Esimerkiksi Katramo ym. (2013, s. 39) kuvaavat yritysostoprosessia ostajan näkökulmasta yleisesti alla olevan kaavion mukaiseksi.



Kuvio 1. Yrityskauppaprosessi

Yrityskauppojen määrä on ollut kasvussa viime vuosina Suomessa ja PricewaterhouseCoopersin partnerin Kauko Storbackan mukaan yritykset hankkivat yhä useammin ulkopuolisia asiantuntijoita tueksi kauppojen toteuttamiseen (Kauppalehti 29.8.2017, s. 7). Ulkopuolisten asiantuntijoiden tarjoamia neuvontapalveluita tulee hankkia tarpeen mukaan ja niitä pitää käyttää oikein. Eri asiantuntijoiden, kuten lakimiesten, verokonsulttien ja taloudellisten neuvonantajien välisestä vastuunjaosta tulee sopia huolellisesti. Ostajan on myös erittäin tärkeää pitää huolta siitä, että ulkopuoliset neuvonantajat ovat samalla ajatuksen tasolla ja ymmärtävät ostajan tavoitteet sekä tarpeet yrityskaupan suhteen. Yrityksen sisäisten resurssien (kokeneet henkilöt yrityksen johdossa) sekä ulkoisen avun välinen onnistunut kommunikaatio ja hyvä tiedonkulku tukevat vahvasti yritysostoprosessin onnistumista. (Katramo ym. 2013, s. 40-42.)

2.1 Yrityskauppojen epäonnistuminen

Godfredin (2016) määritelmän mukaan yrityskauppaa voidaan pitää epäonnistuneena kahdella eri tavalla: kvalitatiivisesti ajatellen yrityskauppa on epäonnistunut, kun kaupan suhteen asetettuihin tavoitteisiin ei päästä, ja kvantitatiivisesti ajatellen silloin, kun liiketoiminnan tulos heikkenee yrityskaupan johdosta ja täten osakkeenomistajille tuotettu arvo heikkenee.

Todennäköisyydet ja määrät yrityskauppojen epäonnistumisille vaihtelevat tutkimuksissa laajalti erinäisten muuttujien, kuten epäonnistumisen määritelmän, mukaan. Esimerkiksi asiantuntijaorganisaatio KPMG:n globaalissa kyselytutkimuksessa (1999) huomattiin, että 83% yrityskaupoista olivat epäonnistuneita siinä mielessä, etteivät ne tuottaneet ollenkaan lisäarvoa yritykseen. Keskimäärin epäonnistumisaste on kuitenkin noin 50% luokkaa (Godfred, 2016).

Syitä yrityskauppojen epäonnistumiselle on useita. Esimerkiksi Gadiesh ja Ormiston (2001) väittävät yleisimmiksi syiksi kaupan epäonnistumiselle heikkoa strategista ymmärtämistä ja kommunikaatiota, kulttuurierojen aiheuttamia ongelmia, liian korkean kauppahinnan maksamista, sekä riittämätöntä integraation suunnittelua ja sen huonoa toteutusta. On myös yleistä, että johto tekee virheitä yrityskaupan kohteen valinnan suhteen, sillä onnistuakseen sen tulisi pystyä huomioimaan sekä taloudellisesti numeroina mitattavissa olevat, että subjektiivisesti arvioitavat tekijät, kuten synergiaedut (Lubatkin, 1983). Forbes 500 yritysten (liikevaihdoltaan 500 suurinta yhdysvaltalaisista yritystä) talousjohtajat mainitsivat kyselytutkimuksessa epäonnistuneiden yrityskauppojen suurimmaksi syyksi kauppojen jälkeen yllättäen ilmenneet, kulttuuriin liittyvät, henkilöstöongelmat (Bureau of Business Research at American International College, 1996 via Smolowitz, 1996).

Myös peruuntuneita yrityskauppoja voidaan pitää epäonnistuneena. Kauppojen peruuntumisella on vaikutusta yhtiön markkina-arvoon; vaikutuksen määrä ja suunta riippuvat muun muassa siitä, kummasta osapuolesta kauppojen peruuntuminen johtui. (Davidson, 1989.)

Epäonnistuneet yrityskaupat eivät ole niin ikään ostajan kuin myöskään myyjän intressien mukaista. Mahdolliset jälkikäteen käytävät oikeudenkäynnit ovat raskaita ja kalliita seuraamuksia, eikä siihen halua lähtökohtaisesti kumpikaan osapuoli päätyä. Pahimmillaan voi käydä kuten America Onlinen ja Time Warnerin jättimäisissä yrityskaupoissa, joita voidaan pitää erittäin epäonnistuneena. Vaikka suurimpana syynä pidetään synergiaetujen yliarviointia (puutteellinen kulttuuri due diligence), oli osasyynä myös virheelliset – jopa petolliset – tiedot esimerkiksi American Onlinen liikevaihdosta (puutteellinen taloudellinen due diligence) (Healy, 2016). Yrityskauppoja tekevillä tai suunnittelevilla yrityksillä onkin suuri tarve tietää, minkälaisilla työkaluilla tämän kaltaisia katastrofeja voidaan välttää, jotta yrityskauppoja voidaan tehdä jatkossa luottavaisin mielin.

2.2 Due diligence

Kuten aiemmassa kappaleessa on mainittu, syitä yrityskauppojen epäonnistumiselle on useita. Kysymys kuuluukin, että miten epäonnistumista voidaan välttää ja mitkä ovat onnistumisen avaimet yrityskauppoja tehdessä? Yrityskauppojen onnistumisen avaimia on tutkittu runsaasti. Yksi merkittävä ja paljon keskusteltu osa yrityskauppaprosessia on due diligence.

2.2.1 Due diligencestä yleisesti

Due diligence voidaan määritellä tarkoittavan liike-elämässä ”yritysjärjestelyjen yhteydessä osapuolen asianmukaisella huolellisuudella suorittamaa yritysjärjestelyn kohteen ennakkotarkastusta”. Due diligence kuuluu siis kauppojen toteutumista eli yritysoston integrointia edeltävään vaiheeseen ja on todella tärkeä osa kaupan riskien arvioinnissa – käytännössä se sen tulisi sisältää kaiken oleellisen sekä numeerisen että ei-numeerisen tiedon huolellisen tarkastuksen. Due diligencen suorittamista ei ohjata lailla, eikä se voi kattaa kaikkea mahdollista tietotarvetta yrityskaupoissa. Due diligencen ensisijainen tavoite ei myöskään ole arvonmääritys yrityskaupoissa, vaan tarkoituksena on tuoda kauppaan liittyvät merkittävät faktat päätöksentekijän tietoon, jotta päätökset voidaan tehdä oikein ja perustellusti. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu, 2013, s. 17-26.)

Due diligenceen sisältyy monia eri osa-alueita ja näiden eri osa-alueiden selvitystyön tekemiseen on mahdollista palkata ulkopuolista neuvontaa. Suurista tilintarkastusyhteisöistä sekä suuremmista tilitoimistoista saa talous- ja vero-osaamista, juridista neuvontaa on tarjolla yrityskauppoihin erikoistuneilta asianajajilla tai lakiasiantoimistoilla, ja teknistä osaamista sekä strategista ja operatiivista asiantuntijuutta löytyy konsulttiyrityksistä. Due diligence -prosessiin kuuluukin tärkeänä osana ulkopuolisen avun hankkiminen ja heidän kanssaan prosessin suunnittelu ja läpi käyminen. Due diligence -prosessi voi kestää tavallisesti muutamista päivistä muutamiin viikkoihin, alkaen tietojen keräämisestä. Kerätty tieto tulee olla luotettavaa ja tästä sovitaankin yleensä myyjän kanssa pyytämällä halutun aineiston keräämistä kohteesta. Kun aineisto on kerätty niin sanottuun ”data roomiin” eli tietohuoneeseen, ostajalle annetaan pääsy (usein salassapitosopimusta vastaan) tietohuoneeseen keräämään tätä tietoa tietyksi ajaksi. Saatu tieto analysoidaan ja siitä tehdään johtopäätökset, jotka raportoidaan päätöksentekijöille ja saatujen havaintojen pohjalta mietitään mahdollisia jatkotoimenpiteitä. (Bäck ym., 2009, s. 39-57.)

2.2.2 Due diligencen tärkeys ja hyödyt

KPMG:n kyselytutkimuksessa (2016) haluttiin selvittää, mitä yrityskauppojen parissa toimivat henkilöt pitävät kriittisenä onnistumisen kannalta. 18% vastaajista pitivät tehokasta due diligenceä tärkeimpänä tekijänä yrityskauppojen onnistumiselle. Myös Mergermarketin ja Donnelley Financial Solutionsin (2016b) kyselytutkimuksessa oltiin samaa mieltä; vastaajista 37% (yleisin vastaus) piti due diligenceä tärkeimpänä tekijänä kaupan arvon varmistuksen kannalta.

Due diligenceen panostamiseen yrityskaupoissa on vahvoja perusteita, sillä ostaja voi hyötyä due diligencestä merkittävästi. Esimerkiksi rahoituksen ehdot paranevat ostajan näkökulmasta, kun ostettavasta kohteesta on riittävästi tietoa ja huolellinen selvitystyö on tehty hyvin. Tämä johtuu siitä, että rahoittajapankit yleensä vaativat suurempaa korkoa velkapääomalle, mikäli kohteesta ei ole riittävästi tietoa. Myös asiakas- ja alihankkijasuhteista tehty selvitys on todella tärkeää ja niihin panostaminen tukee yrityskauppojen onnistumista, etenkin kauppojen jälkeisen integraation suunnittelussa. (Bäck ym. 2013, s. 130-133.)

Vaikka due diligencen ensisijainen tavoite ei olekaan arvonmääritys, on se silti erittäin tärkeää yrityskaupan kauppahinnan muodostuksen kannalta; kohteen arvon arvioinnissa on tärkeää saada luotettavaa tietoa kohteesta analysoitavaksi, jotta sen liiketoiminta voidaan ymmärtää mahdollisimman hyvin ja täten tulevia rahavirtoja voidaan ennustaa paremmin (Very & Schweiger, 2001.) Glaister & Ahammad (2013) painottavat tätä niin sanotun ”pre-acquisition” -vaiheen, eli kauppojen toteutumista edeltävän vaiheen, tärkeyttä. Heidän mukaansa due diligence onkin kriittinen tekijä, joka on ratkaisevassa osassa yrityskauppojen onnistumisen kannalta. On siis tärkeä olla jo suunnitteluvaiheessa hyvin perillä kaikista integraatioon vaikuttavista osa-alueista.

Koska tähän kauppoja edeltävässä vaiheessa tehtävään due diligence -prosessiin tarvitaan useiden asiantuntijoiden työpanosta, on kyseessä yritykselle hintava prosessi. Yrityskaupan osapuolia kiinnostava kysymys onkin, että tuoko due diligenceen panostaminen lisäarvoa halutulla tavalla, vai palaako rahaa selvitystyöhön ilman sillä tavoitellun hyödyn saavuttamista? Ainakin KPMG:n yrityskauppojen onnistumista selvittäneen tutkimuksen (1999) mukaan due diligencen priorisoineet yritykset onnistuivat 6% keskimääräistä todennäköisemmin yrityskaupoissaan. Due diligenceen siis kannattaa panostaa, sillä se näyttäisi tuovan selkeää lisäarvoa.

3. YRITYSKAUPPA MYYJÄN NÄKÖKULMASTA

Syitä yrityksen myynnille on monia ja ne riippuvat pitkälti siitä, että millainen myyjä tai tilanne on kyseessä. Mikäli yritystä on myymässä pääomasijoittaja, on syy myynnille luonnollisesti sijoitukselle saadun tuoton realisointi (Katramo ym. 2013, s. 21). Immosen (2015, s. 30-33) mukaan perusteet myynnille voi liittyä strategiaan yritysjärjestelyihin, eli tarpeettomia tai kannattamattomia osia myydään pois resurssien vapauttamiseksi ja uudelleen kohdistamiseksi. Näin ollen myynnin syynä on yrityksen toiminnan tehostaminen ja kannattavuuden parantaminen. Etenkin pienyritysten omistajanvaihdosten kohdalla on usein kyseessä yrittäjän poistuminen liike-elämästä ja syynä poistumiselle voi olla esimerkiksi yrittäjän halu (tai tarve) saada rakentamastaan yrityksestä rahat ulos, eläköityminen tai kyseisen yrittäjän kuolema (DeTienne, 2010).

3.1 Kauppatavat

Yrityskaupoista puhuttaessa keskitytään usein ostajan näkökulmaan, mutta yrityskauppa on hieman erilainen prosessi myyjän näkökulmasta. Katramo ym. (2013, s. 61-66) mainitsevat kolme tavanomaisinta tapaa tai prosessia yrityksen myyntiin: suora neuvottelu, rajoitettu huutokauppa ja avoin huutokauppa.

Suora neuvottelu on ostajalähtöinen tapa ja ostaja lähestyykin usein ostettavaa yritystä. Myös myyjä voi aloittaa neuvottelut lähestymällä itse potentiaalista ostajaa. Myyjän näkökulmasta neuvotteluvoima on tällaisessa tilanteessa heikko, sillä kilpailutilanteen puuttuessa ostaja pystyy määrittelemään aikataulut sekä kauppahinnan suhteen ei ole tarjouskilpailua. Suorasta neuvottelusta kauppatapana kertonee jotain myös se, että yrityskauppojen ammattilaisina pidetyt pääomasijoittajat yleensä ostavat yrityksiä tällä tavoin, vaikka myynnin kohdalla pääomasijoittajat suosivat huutokaupprosessia. Suora neuvottelu onkin myyjälle järkevää lähtökohtaisesti vain sen mahdollistaessa suuremman kauppahinnan tai nopeamman myyntiprosessin. (Katramo ym. 2013, s. 61-66.)

Huutokauppa voi olla – kuten yllä mainittu – joko avoin, tai rajoitettu huutokauppa. Huutokauppanetelmässä kerätään siis ostajakandidaateilta tarjouksia ja

kilpailutetaan tarjouskilpailun avulla kauppahintaa korkeammalle. Tämä kuitenkin vaatii sen, että myytävälle yritykselle on riittävästi kysyntää. Etenkin silloin, kun yritysmyyntien määrä on kasvussa, huutokauppamenetelmä on myyjän kannalta erittäin hyvä, sillä myyjällä on suurempi kontrolli prosessissa ja tarjouskilpailu saadaan toimimaan tehokkaasti. (Katramo ym. 2013, s. 61-66.)

Avoimen huutokaupan hyvinä puolina voidaan nähdä olevan sen, että kaikki halukkaat ostajakandidaatit saadaan mukaan, sillä myyntihalukkuus ilmaistaan julkisesti. Rajoitetun huutokaupan kohdalla valitaan yleensä noin 5-20 ostajakandidaattia, joiden kesken tarjouskilpailu aloitetaan. Tässä tapauksessa voi käydä niin, että kaikkia potentiaalisia ostajia ei olekaan saatu tarjouskilpailuun mukaan ja näin paras tarjous voi jäädä saamatta. Yleensä tästä aluksi valitusta 5-20 ostajakandidaatin ryhmästä kerätään ensimmäiset tarjoukset, ja muutamat korkeimmat valitaan – näin kauppahintaa ollaan saatu nostettua. Näille muutamalle valitulle annetaan enemmän informaatiota ja prosessissa edetään, jolloin ostajakandidaatit antavat saamansa lisäinformaation perusteella uudet tarjoukset. Kauppahinta kasvaa jälleen ja korkein valitaan. Huutokauppamenetelmässä siis saadaan kilpailutettua tarjoukset erittäin tehokkaasti ja saadaan myytävästä yrityksestä mahdollisimman korkea hinta. (Katramo ym. 2013, s. 61-66.)



Kuvio 2. Huutokauppamenetelmä

Yllä olevasta kaaviosta näkee yksinkertaistetun mallin yrityskauppaprosessista myyjän näkökulmasta, kun kauppatapana on huutokauppa. Alkuvalmisteluihin sisältyy yleinen analysointi myytävästä yrityksestä sekä kaupan vaikuttavista asioista. Myyntistrategian päättämisen ja suunnittelun sekä ostajakandidaattien listaamisen jälkeen kyseiset potentiaaliset ostajat kontaktoidaan, heille tarjotaan myyntimateriaali sekä tarjouksenteko-ohjeet ja sitten kerätään ensimmäiset tarjoukset. Due diligence -tutkimukseen päästetään ensimmäisen tarjouskierroksen perusteella valitut muutama parasta tarjousta, jolloin myös tehdään yleensä salassapitosopimukset. Toisesta kierroksesta valitaan paras tarjous, ja tämän niin sanotun ensisijaisen ostajaehdokkaan kanssa aloitetaan tarkemmat neuvottelut. Mikäli molemmat osapuolet ovat tämän jälkeen halukkaita kaupan toteuttamiseen, solmitaan lopulliset sopimukset ja edetään viimeistelyvaiheeseen, mikä sisältää lopulta kauppahinnan maksamisen omistusoikeuden luovuttamista vastaan. Kesto tällaisessa prosessissa on keskimäärin kolmesta kahdeksaan kuukautta. (Katramo ym. 2013, s. 61-66.)

3.2 Tavoitteet yritysmyyntissä

Kuten aiemmin mainittu, pääomasijoittajan kohdalla yritysmyyntin syy on sijoituksen tuottojen realisointi. Tavoitteena on siis näiden tuottojen maksimointi, minkä vuoksi pääomasijoittajalle on tärkeää myyntiprosessin hoitaminen kustannustehokkaasti ja nopeasti. Kokeneina toimijoina pääomasijoittajilla myynti hoituukin suunnitellun kaavan mukaisesti. (Katramo ym. 2013, s. 21.) Myös teollisen myyjän liiketoimintastrategisista syistä tehtävä yritysmyynti – kuten esimerkiksi jonkun tietyn osan myynti pois yritysjärjestelyjen toimenpiteenä – tähtää kauppahinnan maksimointiin, sillä tarkoituksena on jo aiemmin mainittu tarve saada resursseja kohdistettua uudelleen niille osa-alueille, mihin halutaan panostaa. Tavoitteena on myös suhteellisen nopeat kaupat sopivan ostajan kanssa, jotta itse myyntiprosessiin ei kulu tarpeettoman paljon aikaa tai rahaa. (Katramo ym. 2013, s. 38; Immonen 2015, s. 30-33.) Sekä pääomasijoittajan että teollisen myyjän kohdalla myyntin ensisijaisena tavoitteena on siis saada yritys (tai osa siitä) myytyä mahdollisimman korkealla kauppahinnalla, ottaen myös huomioon yrityskauppaprosessin kulut sekä verotuksen.

Pääomasijoittajan tai teollisen myyjän näkökulmasta yrityskauppaa voidaan pitää siis epäonnistuneena, kun myyntin jälkeen paljastuu, että kauppahinta olisi voinut olla merkittävästi korkeampi. Esimerkkinä tällaisesta tilanteesta toimii 2013 tapahtunut yrityskauppa, jossa Yhdistyneet kuningaskunnat myi suurimman osan valtiomisteisesta Royal Mailista. Kaupassa neuvonantajana toiminut Lazard oli arvioinut kauppahinnan alakanttiin, sillä Royal Mailin osakkeiden arvo nousi niiden ensimmäisenä pörssipäivänä 38 prosenttia. Markkinat siis hinnoittelivat osuuden arvon paljon korkeaksi, kuin mitä Yhdistyneet kuningaskunnat kaupasta sai. (BBC News, 2013.)

Liike-elämästä poistuvan yrittäjän näkökulmasta onnistunut yritysmyynti (omistajanvaihdos) ei yleensä rajoitu pelkästään riittävän hyvän kauppahinnan saamiseen, sillä yrittäjälle on usein tärkeää, että hänen perustamansa yritys – johon hänellä on muodostunut psykologinen side – jatkaa toimintaa sopivan uuden omistajan johdolla. Toiminnan jatkumiseen voi liittyä myös esimerkiksi yrittäjän toive siitä, että kauppojen jälkeen yrityksen sen hetkiset työntekijät saavat jatkaa

yrittäjien yrityksessä. (DeTienne 2010.) Mikäli yrityskauppa keskeytyy eli myyjä ei saa myytyä yritystään, tai kauppa onnistuu mutta yrityskaupalle asetetut tavoitteet tämän jälkeen eivät toteudu, on kauppa myyjän näkökulmasta epäonnistunut. Yritysmyynti voi myös kaatua jo alussa, mikäli myyjä ei edes löydä sopivaa ostajakandidaattia, jonka kanssa aloittaa neuvottelut. (Varamäki ym. 2014, s. 11-16.) Myyjälle on usein turhauttavaa, mikäli yrityksen myynti tuntuu raskaalta prosessilta, ja lopputuloksena voikin yrittäjän ja pienen yrityksen kohdalla pahimmillaan olla koko yrityksen lopetus (Varamäki ym. 2014, s. 65.)

3.3 Epäonnistunut ja onnistunut yritysmyynti

Kuten aiemmassa kappaleessa on mainittu, liian pieneksi jäänyt kauppahinta on epäonnistuminen myyjän näkökulmasta. Kappaleessa 1.2 mainittu fakta pätee myös myyjän kohdalla; myytävän kohteen arvon tarkkaan arviointiin tulee analysoida ja ymmärtää tämän liiketoiminta sekä muut aspektit mahdollisimman hyvin, jotta tulevat kassavirrat voidaan ennustaa niin tarkasti kuin on mahdollista (Very & Schweiger, 2001).

Kauppojen peruuntuminen tai kesken jääminen aiheuttaa myyjälle turhia kuluja johtamatta kuitenkaan haluttuun lopputulokseen. Varamäki ym. (2014, s. 51) saivat selville tutkimuksessaan, että ostajien näkökulmasta erittäin selkeästi suurin syy yrityskauppojen peruuntumiselle oli myyjän liian korkea hintapyyntö. Myyvän osapuolen kannalta tämä tarkoittaa sitä, että heillä ei ole tarpeeksi ostajan näkökulmaa, kun kauppahintaa on mietitty.

Näiden yllä esitettyjen havaintojen perusteella voidaankin väittää, että epäonnistumisen välttämiseksi myyjälle on kriittistä ymmärtää mahdollisimman tarkasti ostajan näkökulmasta, mikä on realistinen – mutta tietysti mahdollisimman korkea – kauppahinta. Näin kauppojen peruuntumisen todennäköisyyttä voidaan laskea, sekä kohteesta saadaan sellainen myyntihinta, johon myyjä voi olla tyytyväinen. Tällöin yrityskauppa on myyjän näkökulmasta onnistunut.

4. MYYJÄN DUE DILIGENCE

Perinteisen, ostajan näkökulmasta - tai pikemminkin ostajan toimesta - tehdyn due diligencen lisäksi on olemassa myyjän due diligence (englanniksi ”vendor due diligence”, ”sell-side due diligence” tai ”reverse due diligence”). Myyjän due diligence -raportin tekee due diligence -tiimi ja sen tulee olla objektiivinen sekä kertoa yrityskauppaan liittyvistä merkittävistä asioista oikeellisesti, joten se hyödyttää myös ostajaehdokkaita. (Bäck ym. 2009, s. 114-115.)

Koska myyjän due diligencen suorittamiseen palkataan ulkopuolista apua, on se myyjälle kaupasta saatavaa rahamäärää pienentävä kustannus. Neuvontapalveluita tarjoavan yrityksen onkin yritettävä vakuuttaa myyjä siitä, että myyjän due diligence tuo lisäarvoa siitä aiheutuvista kustannuksista huolimatta. (Potter, 2011; Brady, 2011.)

4.1 Yleisyys

Myyjän due diligence on kasvattanut suosiotaan 2000-luvulla Euroopassa, mutta myös hitaasti Yhdysvalloissa. Euroopassa myyjän due diligencen hyödyntäminen yrityskaupoissa on siis suositumpaa kuin Yhdysvalloissa ja Meriläisen (2012) mukaan tämä johtuu eroista oikeuskäytännöissä. Euroopassa käytetty termi on ”vendor due diligence” ja Yhdysvalloissa suositaan ”sell-side due diligence” -termiä. Vaikka myyjän due diligencestä löytyy paljon tietoa konsulttiyritysten ja lakifirmojen asiantuntijoiden kirjoittamina artikkeleina, ei aiheesta jostain syystä akateemista tutkimusta löydy kovin runsaasti. Useassa artikkelissa puhutaan myyjän due diligencestä uutena ja kasvavana sekä koko ajan yleistyvänä trendinä yrityskauppojen saralla, aivan kuin pyörä olisi keksitty uudelleen (Brady, 2011; Caruso, 2012; Cohen, Kwestel & Finkle, 2010; Kamman, Sulman & Sorel, 2006; Potter, 2011). Meriläinen myös summaa tutkielmassaan asiaa näin: ”Konsulttipuolella tulevaisuus näyttää VDD:n osalta hyvältä ja se on tullut työkaluna entistä tunnetummaksi. Investointipankit ja muut yrityskaupan ympärillä toimivat ovat ymmärtäneet, miten tärkeä osa prosessia VDD voi olla ja miten sen avulla voidaan saada aikaan onnistuneempi prosessi.” Kuitenkin, Donnelley Financial Solutionsin ja Mergermarketin (2016a) teettämässä kyselytutkimuksessa myyjän due

diligencen tekeminen paljastui jo tällä hetkellä verrattain yleiseksi toimenpiteeksi. Tämän kyselytutkimuksen vastaajista 40% oli yritysten ylempää johtoa sekä 60% taloudellisten neuvonantajien (kuten investointipankit) asiantuntijoita.

4.2 Myyjän due diligence käytännössä

Bäckerin ym. (2009, s. 108-117) mukaan myyjän due diligenceen kuuluu yleensä taloudellinen, vero ja juridinen due diligence, mutta siihen voi sisällyttää myös muita osa-alueita – esimerkiksi yrityskaupan onnistumisen kannalta hyvin merkittävän henkilöstö due diligencen. Myyjän due diligence -raportti annetaan huutokaupprosessissa jonkinlaisesta alkukarsinnasta edenneille ostajakandidaateille eli kyseessä on rajoitettu huutokauppa. Myyntiprosessin edetessä myyjän due diligence -raporttia voidaan sittemmin tarkentaa ja myyjän vastuu raportin tietojen paikkansapitävyydestä kasvaa, jolloin ostaja voi luottaa raporttiin entistä varmemmin. Tästä huolimatta potentiaaliset ostajat tekevät täydennykseksi omaa due diligence -työtä, joskin tämä on paljon kevyempi versio kuin täysimittainen ostajan tekemä due diligence. (Katramo ym. 2013, s. 338-339.)

Käytännössä myyjän due diligence ei eroa suurella määrällä perinteisestä, ostajan teettämästä, due diligencestä. Tämä johtuu siitä, että myyjän due diligencen tarkoituksena onkin saada sama näkökulma, kuin mitä ostaja saa tehdessään due diligenceä. Due diligence prosessi on siis lähtökohtaisesti samanlainen, erona on vain se, että sen teettää myyjä omien tavoitteidensa saavuttamiseksi. (corporatefinanceineurope.eu.) Joitakin eroja on; esimerkiksi myyjän due diligence -raportin yleisluontoisuus, sillä sama raportti tarjotaan usealle ostajaehdokkaalle, eikä se ota huomioon ostajaehdokkaiden yksilöllisiä tarpeita (Meriläinen, 2012). Se ei tosin ole myyjän due diligencen tarkoituksenaan, sillä potentiaalisimmat ostajaehdokkaat voivat neuvotteluiden edetessä tehdä oman due diligencensä täydentämään edellä mainittua yksilöllisyyden puutetta.

4.3 Myyjän due diligencen tuomat hyödyt

Myyjän due diligence tuo lisää kontrollia myyjälle yrityskaupprosessissa. Potentiaalisille ostajille voidaan antaa enemmän ja luotettavampaa tietoa heille

annettavassa myyjän due diligence -raportissa ja näin ollen ostajaehdokkaat voivat tehdä jo aikaisemmassa vaiheessa prosessia parempia tarjouksia. Koska myyjän due diligencen myötä ostajaehdokkaiden esittämiin kysymyksiin ja kommentteihin on osattu varautua jo etukäteen, ei potentiaalisilla ostajilla ole niin paljoa mahdollisia argumentteja, joihin vedota kauppahinnan laskemiseksi. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry & PricewaterhouseCoopers, 'Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun'. 2006; Cendrowski, Petro, Martin ja Wadecki, 2012, s. 158.)

Bäckin ym. (2013, s. 50) mukaan yksi ongelma yrityskaupoissa on lyhyeksi suunnitellun due diligencen venähtäminen oletettua paljon pideämmäksi johtuen siitä, ettei myyjä ole valmistautunut näihin ostajan tietopyyntöihin. Myyjän due diligence siis myös nopeuttaa yrityskaupprosessia, sillä ostajaehdokkaiden ei tarvitse käyttää niin paljoa aikaa itse tekemäänsä due diligencen. Myyjän due diligence helpottaa prosessia ja mahdollisesti vähentää kustannuksia ostajan näkökulmasta, ja täten siitä on hyötyä myyjälle myös siltä kannalta, että parhaat ostajaehdokkaat pysyvät neuvotteluissa todennäköisemmin mukana pidempään (Meriläinen, 2012).

Yritysmyyntiä suunnitellessa myyjän due diligence tulisi ihanteellisesti tehdä jo hyvissä ajoin, kun yritysmyyntiä aletaan miettiä, jotta saadaan realistinen kuva yrityksen valmiudesta myyntiin. Due diligence -raportin ilmi tuomia havaintoja voidaan korjata ennen tarjouksien vastaanottamista, mikä voi vaikuttaa positiivisesti kauppahintaan. Myös mahdollisilta yllätyksiltä vältytään todennäköisemmin, kun due diligence on suoritettu myytävälle yritykselle ennen itse myyntiprosessin aloittamista. (Caruso, 2012.) Myyjän due diligence tehdään kerran ja raportti voidaan antaa usealle potentiaaliselle ostajalle, mikä kuormittaa myytävää kohdetta vähemmän kuin se, että jokainen ostajakandidaatti tekisi oman due diligencensä vuorollaan (Bäck ym. 2013, s. 114).

Donnelley Financial Solutionsin ja Mergermarketin (2016a) kyselytutkimuksessa myyjän due diligencen tärkeimmäksi hyödyksi nousi myytävän kohteen arvoon kriittisesti vaikuttavien tekijöiden tunnistaminen jo aikaisessa vaiheessa. Tällä tavoin myös saadaan houkuteltua suurempi joukko potentiaalisia ostajia, mikä vaikuttaa positiivisesti kauppahintaan ostajien välisen kilpailun vuoksi. Myyjän due

diligencellä siis voidaan merkittävästi nostaa kauppahintaa sekä nopeuttaa myyntiä. Tämän lisäksi vastaajat pitivät tärkeinä hyötyinä muun muassa suurempaa kontrollia myyntiprosessissa. Hyötyjen ollessa selkeitä, suurin syy myyjän due diligencen tekemättä jättämiselle oli sen kustannusten nouseminen liian korkeiksi. Caruso (2012)

Vaikka kyselytutkimusten vastaajina toimii suurten yritysten ylin johto, niin suurin osa ilmi tulleista hyödyistä on myyjän due diligence -palveluita tarjoavien konsulttiyritysten teksteistä. Herääkin siis kysymys tekstien objektiivisuudesta – onko kyseessä vain myyntipuheita, vai voidaanko olettaa, että yllä mainitut myyjän due diligencen tuomat mahdolliset hyödyt ovat todellisia? Ainakin Martin, Wathen ja Smith (2007) ylistävät myyjän due diligenceä sekä mahdollisten ongelmien välttämiseen hyvin toimivana työkaluna, että myyntihintaa mahdollisesti nostavana toimenpiteenä.

Myyjän due diligencen hyötyjä pidetään siis merkittävänä ja sen tekemiseen on ainakin teoriassa erittäin vahvat perusteet – tilanteesta riippuen. Kuitenkin, joissakin tapauksissa siitä aiheutuvat kustannukset vaikuttavat olevan liian korkeat siihen nähden, että hyötyjen määrästä ei ole takuita. Joka tapauksessa varmaa on, että myyjän due diligencestä puhutaan paljon, sitä luonnehditaan kasvavaksi trendiksi (etenkin Euroopassa) sekä useat asiantuntijat suosittelevat sitä yritysmyyntiä suunnitteleville yrityksille.

5. YHTEENVETO

Toteutuvien yrityskauppojen määrän kasvaessa myös kiinnostuksen ja tutkimuksen määrä niitä kohtaan kasvaa. Oli tarkoitus yrityskaupoille sitten pääomasijoitustoiminta, liiketoimintastrategiset syyt, tai yrittäjäyys, on osapuolilla aina tavoitteita kauppojen suhteen ja näiden tavoitteiden saavuttamiseksi pyritään tekemään jonkinlaisia toimenpiteitä. Aihe on erittäin käytännönläheinen ja sen vuoksi akateemikkojen lisäksi konsultti- ja lakifirmat, investointipankit ynnä muut asiantuntijaorganisaatiot yritysmaailmassa julkaisevat omia tutkimuksiaan ja selvityksiä yrityskaupoista. Nämä yritykset myyvät ulkopuolisia neuvonantajapalveluita, joten kyseessä olevien tutkimusten kanssa tulee muistaa lähdekriittisyys.

Due diligenceä pidetään tärkeänä yrityskauppojen onnistumisen kannalta (KPMG, 2016) ja sitä onkin sekä akateeminen maailma että yritysmaailman asiantuntijaorganisaatiot tutkineet paljon. Jostain syystä kuitenkin, myyjän due diligenceä – joka käytännössä vastaa pitkälti perinteistä due diligenceä, vaikka sen suorittamisesta antaa toimeksiannon ulkoiselle neuvonantajalle myyjä – ei ole tutkittu yleisluontoisesti tai laajemmin paljoo. Esimerkiksi Bäckin ym. (2013) kirja due diligencestä on yli kahdensadan sivun mittainen, mutta myyjän due diligencestä on tekstiä vain pari sivua. Katramon ym. (2013) kirjassa on sisältöä reilu puoli tuhatta sivua, mutta siinäkin myyjän due diligencestä ja sen vaikutuksista on ainoastaan pintaraapaisu. Empiria tuntuu siis puuttuvan kokonaan, mutta miksi? Eikö kyseessä ole tutkimisen arvoinen asia, vai keskitytäänkö yrityskauppatutkimuksessa vain niin vahvasti ostajan näkökulmaan? Ainakin Donnelley Financial Solutionsin ja Mergermarketin (2016a) kyselyn sekä useiden aihealueen asiantuntijoiden mukaan kyseessä on merkittävä asia ja toimenpide, jota hyödynnetään (tai ainakin suositellaan hyödynnettävän) yritysmyyntiä tehdessä. (Meriläinen, 2012.)

Tämä kirjallisuuskatsaus kokoaa myyjän due diligencestä saatavia oletettuja hyötyjä ja peilaa niitä yritysmyyjän näkökulmasta mahdollisiin kompastuskiviin ja epäonnistumisen syihin. Kvantitatiivista dataa olisi hyvä saada väitteen vahvistamiseksi, esimerkiksi toteutuneita yritysmyyntejä tutkimalla, tai laajemmalla akateemisella kyselytutkimuksella.

Myyjän due diligencen hyödyt näyttäisivät kuitenkin peilaavan vahvasti suurimpiin yritysmyyntissä esiin nouseviin ongelmiin. Näistä ongelmista yleisimpiä ja merkittävimpiä ovat kauppahinnan jääminen liian pieneksi, kauppojen peruuntuminen tai kesken jääminen, sekä myyjän vähäinen kontrolli kauppatilanteessa. Myyjän due diligencellä saadaan ennen tarjouskilvan aloittamista hyvä kuva myytävästä yrityksestä ja näin ollen mahdolliset yllätykset – jotka voisivat peruuttaa kaupat tai antaa ostajalle mahdollisuuden neuvotella hintaa alemmaksi – voidaan löytää ja korjata itse. Myös mahdolliset hintaan positiivisesti vaikuttavat asiat saadaan tietoon ja myyjän arvio kauppahinnasta saa varmuutta. Huutokauppaamenetelmässä myyjän due diligencen raportin tarjoaminen ostajakandidaatille myös parantaa ostajien keskeistä tarjouskilpailua sekä mahdollisesti pitää hyvien ostajaehdokkaiden mielenkiintoa yllä pidempään. Kyseessä on siis toimenpide, jonka käyttämisestä voi hyötyä sekä myyjä, että mahdollinen ostaja.

Yritysmyyntiä suunnitellessa tulisi muistaa myyjän due diligencen mahdollisuudet ja pohtia, että olisiko se juurikin kyseisen yrityskaupan kohdalla hyvä vaihtoehto, kokonaisuus huomioon ottaen. Yhteenvetona voinee sanoa, että ainakin kun yritysmyyntin tavoitteena on korkeimman mahdollisen kauppahinnan saaminen, voi myyjän due diligence olla hyödyllinen työkalu tukemaan yritysmyyntin onnistumista.

LÄHTEET

- Ahammad, Mohammad Faisal & Glaister, Keith W. (2013). The pre-acquisition evaluation of target firms and cross border acquisition performance. *International Business Review*, 22(5), 894-904. 10.1016/j.ibusrev.2013.01.001
- Brady, S. E. (2011). A growing trend; *Mergers and Acquisitions*, 46(2), 54-55.
- Bäck, J., Karsio, T., Markula, E., & Palmu, M. (2009). *Due diligence: Onnistuneen yrityskaupan edellytykset* KHT-Media.
- Bromberg, S., Cohen, C., & Shanley, M. (2014, Apr 1.). Don't sell sell-side due diligence short; in lower middle-market deals especially, the process is gaining popularity. *Mergers & Acquisitions: The Dealmaker's Journal*, 49, 52
- Caruso, James J. (2012). Business & industry. *Pennsylvania CPA Journal*, 83(3), 10-11.
- Cendrowski, H., Petro, L. W., Martin, J. P., & Wadecki, A. A. (2012). *Private equity: History, governance, and operations* (2nd edition ed.) John Wiley & Sons.
- Corporate Finance in Europe. *Vendor Due Diligence*. Haettu osoitteesta: <http://www.corporatefinanceineurope.eu/sell-business/vendor-due-diligence.htm>
- Davidson, W. N. (1989). A re-examination of the market reaction to failed mergers. *The Journal of Finance*, 44(4), 1077-1083.
- DeTienne, D. (2010). Entrepreneurial exit as a critical component of the entrepreneurial process: Theoretical development. *Journal of Business Venturing*, 25(2), 203-215.
- Donnelley Financial Solutions & Mergermarket. (2016a). *Due diligence roadmap: Optimizing the sell-side*. Haettu osoitteesta: <https://venue.dfsc.com/venue/media/DueDiligence3.pdf>
- Donnelley Financial Solutions & Mergermarket. (2016b). *Dealmakers' guide*. Haettu osoitteesta: <https://gim.dfsc.com/emea/resources/news/post/2016-dealmakers-guide-companies-looking-to-advisers-like-never-before>
- Gadiesh, O. & Ormiston, C. (2002). Six rationales to guide merger success. *Strategy & Leadership*, 30(4).

- Godfred Yaw Koi-Akrofi. (2016). Mergers and acquisitions failure rates and perspectives on why they fail. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17(1), 150.
- Healy, P. M. (2016). Reflections on M&A accounting from AOL's acquisition of time warner. *Accounting and Business Research*, 46(5), 528-541. 10.1080/00014788.2016.1182709
- Immonen, R. (2015). *Yritysjärjestelyt* (6. uud. p. ed.) Talentum.
- Kamman Ted, Sulman Jeffrey, & Sorel Arnaud. (2006). Dual track deals: Get more bang for your euro. *International Financial Law Review; London*, 1.
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J. E., Svennas, K., & Wilkman, N. (2013). *Yrityskauppa* (2. painos) Sanoma Pro.
- KPMG. (2016). *U.S. executives on M&A: Full speed ahead in 2016*. Normans Media Ltd.
- KPMG. (1999). *Unlocking Shareholder Value*. Wiesbaden: Springer Gabler. doi:10.1007/978-3-8349-4772-7
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review*, 8(2), 218-225. 10.5465/AMR.1983.4284724
- Lynam, Joe (2013). Royal mail 'underpriced, two investment banks warned'. *BBC News*. Haettu osoitteesta <http://www.bbc.com/news/uk-24592377>
- Martin, D. R., Wathen, M. M., & Smith, N. W. H. (2007). Developing an effective sell-side strategy. *Journal of Corporate Accounting & Finance* (Wiley), 18(2), 33-40.
- Meriläinen, K. (2012). *Vendor due diligence vastuun jakautumisen näkökulmasta*
- Perttu Räisänen. (2017). Yrityskauppojen vire yltyy. *Kauppalehti* 29.8.2017, (165), 6-7. Haettu osoitteesta <http://lehdet.kauppalehti.fi/f0b07e23-b24e-4b92-b773-4e2bb9ff9a41/6>
- Potter, Lee J. (2011). Vendor due diligence: Could it catch on here? *Business Law Today*, 1-2.

- Pricewaterhouse Coopers, & Suomen pääomasijoitusyhdistys ry. (2006). *Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun* Retrieved from https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf
- Smolowitz, I. (1996). Corporate culture and core competency. *Business and Economic Review*, 42(3), 29.
- Varamäki, E., Viljamaa, A., Tall, J., Heikkilä, T., Kettunen, S., & Matalamäki, M. (2014). *Kesken jääneet yrityskaupat - myyjien ja ostajien näkökulma.* (). Verkkojulkaisu: Seinäjoen ammattikorkeakoulu. Haettu osoitteesta https://www.yrittajat.fi/sites/default/files/migrated_documents/kesken_jaaneet_yrityskaupat.pdf
- Varamäki, E., Tall, J., Sorama, K. & Katajavirta, M. (2012). Valtakunnallinen omistajanvaihdosbarometri 2012. Helsinki: Omistajanvaihdosten valtakunnallinen koordinointi, TEM.
- Very, P. & Schweiger, D. (2001). The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of World Business*, 36(1), 11-31. 10.1016/S1090-9516(00)00052-3