



BUYOUT-RAHASTOT YRITYSTEN STRATEGISENA UUDISTAJANA SUOMESSA

Lappeenrannan–Lahden teknillinen yliopisto LUT

Tuotantotalouden diplomityö

2022

Otto Laasonen

Tarkastajat: Professori Timo Pihkala

KTT Tuuli Ikäheimonen

TIIVISTELMÄ

Lappeenrannan-Lahden teknillinen yliopisto LUT

LUT Teknis-luonnontieteellinen

Tuotantotalous

Otto Laasonen

Buyout-rahastot yritysten strategisena uudistajana Suomessa

Tuotantotalouden diplomityö

2022

84 sivua, 6 kuvaa, 24 taulukkoa ja 1 liite

Tarkastajat: Professori Timo Pihkala ja KTT Tuuli Ikäheimonen

Avainsanat: Buyout-rahastot, strateginen uudistuminen

Yritysten kasvu ja kehittyminen on koko Euroopassa ja Suomessa elinkeinoelämälle merkittävä asia. Tämä kehitys vaatii yrityksiltä strategista uudistumista. Omistajilla on päätösvalta vaikuttaa yhtiöiden tulevaisuuden suunnitelmiin ja mahdollisuus käynnistää uudistumisen prosessit.

Buyout-rahastot ovat pääomasijoittajien hallinnoimia rahastoja, jotka ostavat, kehittävät ja myyvät yrityksiä. Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää buyout-rahastojen keinoja ja vaikutusta suomalaisten yritysten strategiseen uudistumiseen. Tutkimusta ohjaavia kysymyksiä ovat: minkälainen buyout-rahastojen yrityskauppaprosessi on, miten sijoituskohdetta arvioidaan, vaikuttaako sijoittaja yrityksen strategiseen uudistumiseen ja miten sijoittaja vaikuttaa yhtiön strategiseen uudistumiseen. Tutkimusaineisto kerättiin puolistrukturoiduilla teemahaastatteluilla.

Tutkimus osoittaa, että buyout-rahastot arvioivat mahdollisen sijoituskohteen arvonluontimahdollisuuksia hyvin perusteellisesti juuri uudistusten ja muutosten näkökulmasta. Kaikissa tapauksissa omistajanvaihdoksen jälkeen tehtiin merkittäviä uudistuksia yhtiön resursseihin ja strategiaprosesseihin.

Tämän tutkimuksen johtopäätöksenä todettiin, että buyout-rahastot tekevät kohdeyrityksiinsä merkittäviä strategisia uudistuksia. Kaikissa tutkimuksen kohteena olevissa tapauksissa strategiatyöskentely oli uudistunut, hallituksen työskentelyä ja strategiatyöskentelyä ammattimaistettiin, yhtiö oli saanut uusia resursseja ja osaamista sekä yrityskaupat otettiin vaihtoehdoksi yhtiön strategiaan.

ABSTRACT

Lappeenranta-Lahti University of Technology LUT

School of Engineering Science

Industrial Engineering and Management

Otto Laasonen

Buyout Funds as a Facilitators of Strategic Renewal in Finland

Master's thesis

2022

84 pages, 6 figures, 24 tables and 1 appendix

Examiners: Professor Timo Pihkala and D.Sc. (Econ.) Tuuli Ikäheimonen

Keywords: Buyout-funds, Strategic Renewal

The growth and development of the companies is important for businesses in all of Europe and in Finland. The development of the companies requires strategic renewal. The shareholders of the companies have the decision-making power to influence the future plans and they have the opportunity to initiate renewal processes in the companies.

Buyout funds are managed by private equity companies. Private equity companies buy, improve and sell enterprises. The purpose of this master's thesis is to study the means and effect of buyout funds on strategic renewal of Finnish companies. The questions guiding the research are: what is the acquisition process of the buyout funds, how is the target company evaluated, does the investor influence the company's strategic renewal and how does the investor influence the company's strategic renewal.

The research shows that buyout funds evaluate the value creation possibilities of a potential target company very thoroughly, precisely from the point of view of reforms and changes. In all cases, significant reforms were made on the target company's resources and strategic processes after the acquisition of the company.

The conclusion of this study was that buyout funds make significant strategic renewals in their portfolio companies. In all cases in this study strategy work had been renewed, board of directors and strategy work methods were professionalized. The case companies had gained new resources and know-how, and acquisitions became as an alternative to the company's strategy.

ALKUSANAT

Haluan kiittää perhettäni ja ystäviäni kaikesta tuesta tämän diplomityön tekemisen aikana ja yhteistyökumppaneitani työn tekemisen mahdollistamisesta sekä hyvistä neuvoista matkan varrella. Erityinen kiitos myös työn ohjaajille.

4.12.2022

Otto Laasonen

SISÄLLYSLUETTELO

1	JOHDANTO.....	3
1.1	Työn tausta	3
1.2	Tavoitteet ja työn rajausta.....	6
1.3	Raportin rakenne.....	6
2	OMISTAMINEN, PÄÄOMASIJOTTAMINEN JA UUDISTUMINEN	8
2.1	Omistaminen ja yrityksen hallinto.....	8
2.1.1	Omistajuus.....	8
2.1.2	Valtio omistajana	9
2.1.3	Yrittäjät ja perhe omistajina	9
2.1.4	Enkelisijoittajat	11
2.1.5	Pääomasijoittajat	12
2.1.6	Joukkorahoitus	13
2.1.7	Eläkeinstituutiot	14
2.1.8	Sijoitusrahastot.....	15
2.1.9	Kotitaloudet.....	16
2.1.10	Omistajaohjaus ja hallinnointitapa.....	17
2.1.11	Yrityksen hallintojärjestelmä	20
2.1.12	Agentti- ja resurssi riippuvuusteoria	20
2.2	Pääomasijoittaminen.....	23
2.2.1	Pääomasijoitustoiminta	23
2.2.2	Pääomasijoitusrahastot ja buyout-rahaston sijoitustavat.....	24
2.2.3	Pääomarahaston hallinnon rakenne	29
2.3	Yrityskaupat.....	31
2.3.1	Yrityskaupan prosessi	31
2.3.2	Pääomasijoittajan yrityskauppaprosessi.....	35

2.3.3	Yrityskaupat uudistumisen mahdollistajina	39
2.4	Strateginen uudistuminen	41
2.4.1	Strategia ja uudistuminen	41
2.4.2	Omistajan rooli strategisessa uudistumisessa.....	45
3	METODOLOGIA.....	47
3.1	Laadullinen tutkimus	47
3.2	Tutkittavien yritysten valinta.....	50
3.3	Tiedon kerääminen	51
3.4	Tiedon analysointi	52
3.5	Tutkimuksen luotettavuus.....	52
4	EMPIRIAN KUVAUS JA ANALYYSI	54
4.1	Sijoittajan yrityskaupan prosessit osana yhtiön strategista uudistumista	54
4.1.1	Yrityskauppojen hankinta	54
4.1.2	Kaupan kohteen tarkastus	59
4.1.3	Arvonmääritys, kaupan rahoitus ja transaktio.....	60
4.2	Toimenpiteet omistamisjakson aikana.....	61
4.2.1	Yhtiön resurssit ja toimintatavat	61
4.2.2	Liiketoiminta	66
4.2.3	Strategian analysointi ja muutokset	69
4.2.4	Yrityskaupat osana strategiaa.....	72
4.2.5	Irtaantumisvaihtoehtojen etsiminen	73
5	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	74
5.1	Tulokset ja yhteenveto.....	74
5.2	Johtopäätökset ja jatkotutkimusehdotukset	79

Lähteet

Liite/Liitteet

1 JOHDANTO

Globaalissa taloudessa yritysten menestyksen edellytyksenä ovat toimintaympäristön, uusien teknologioiden, uusien liiketoimintamahdollisuuksien ja kilpailutilanteen jatkuva analysointi, ennustaminen ja seuranta. Menestyvät ja kasvavat yritykset joutuvat arvioimaan omaa strategiaansa jatkuvasti ja tekemään siihen muutoksia proaktiivisesti eikä vain reagoimalla ympäristössä tapahtuviin muutoksiin. Yritykset, jotka eivät tunnista muutostarpeita ja reagoi ennakoita tai yritykset, jotka eivät edes havaitse muutostarvetta, eivät tule menestymään markkinoilla. Omistajilla ja heidän omistajastrategiallansa on suuri vaikutus yhtiön tavoitteisiin pitkällä aikavälillä. Tässä diplomityössä käsitellään pääomasijoittajien hallinnoimien yritysten oston erikoistuneiden buyout-rahastojen vaikutusta yritysten strategiseen uudistumiseen Suomessa.

1.1 Työn tausta

Suomi on yritysraenteeltaan hyvin pirstaleinen. Tilastokeskus luokittelee yritykset Euroopan komission suosituksen mukaisesti mikroyrityksiin, pieniin yrityksiin, keskisuuriin yrityksiin ja suuryrityksiin niiden liikevaihdon, henkilöstömäärän ja taseen loppusumman mukaan. (Tilastokeskus, 2021)

Mikroyritykset ovat yrityksiä, joiden palveluksessa on vähemmän kuin 10 työntekijää, joiden liikevaihto on alle 2 miljoonaa euroa ja joiden taseen loppusumma on enintään 2 miljoonaa euroa sekä, jotka täyttävät riippumattomuuden perusteet. Riippumattomuus tarkoittaa, että mikroyrityksen pääomasta tai äänivaltaisista osakkeista 25 prosenttia tai enemmän ei ole sellaisen yrityksen hallussa tai sellaisten yritysten yhteisomistuksessa, joihin ei voida soveltaa pienen yrityksen tai Pk-yrityksen määritelmää. (Euroopan unioni, 2015)

Pienet yritykset ovat yrityksiä, joiden palveluksessa on vähemmän kuin 50 työntekijää ja vuosiliikevaihto enintään 10 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma enintään 10 miljoonaa euroa. Pienten yritysten tulee täyttää myös riippuvuuden perusteet. (Euroopan unioni, 2015)

Keskisuuret yritykset ovat yrityksiä, joiden palveluksessa on enintään 250 työntekijää ja vuosiliikevaihto enintään 50 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma enintään 43 miljoonaa

euroa. Keskisuurten yritysten tulee täyttää myös riippuvuuden perusteet. Suuret yritykset ovat yrityksiä, joilla on enemmän kuin 250 työntekijää, tilikauden liikevaihto on suurempi kuin 50 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma suurempi kuin 43 miljoonaa euroa. (Euroopan unioni, 2015)

Vuonna 2019 rekisteröityjä yrityksiä oli yhteensä 292 377 kpl pois lukien varsinaisen maa-, metsä ja kalatalouden yritykset. Yrityksistä mikroyrityksiä oli 271 851 kpl, pieniä yrityksiä 16 630, keskisuuria yrityksiä 3 214 ja loput 682 suuria yrityksiä. Kaikkien yritysluokkien yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 445 miljardia euroa. Mikroyritysten liikevaihto yhteensä oli noin 73 miljardia euroa eli noin 16 prosenttia, pienten yritysten liikevaihto oli noin 85 miljardia euroa eli noin 19 prosenttia, keskisuurten yritysten liikevaihto oli noin 98 miljardia euroa eli noin 22 prosenttia ja suurten yritysten liikevaihto oli noin 189 miljardia euroa eli noin 43 prosenttia kaikkien yritysten liikevaihdosta. (Suomen yrittäjät, 2021)

Suomalaiset yritykset työllistivät vuonna 2019 yhteensä 1 478 602 työntekijää. Mikroyritykset työllistivät 313 084 työntekijää eli noin 21 prosenttia, pienet yritykset työllistivät 327 127 eli noin 22 prosenttia, keskisuuret yritykset työllistivät 304 675 eli noin 21 prosenttia ja suuryritykset työllistivät 533 716 työntekijää eli noin 36 prosenttia. (Suomen yrittäjät, 2021)

Tilastokeskus luokittelee Suomessa toimivat yritykset TOL 2008 -luokituksen mukaisesti. Taulukossa 1 on esitetty yritysten lukumäärä, henkilöstön määrä ja liikevaihto toimialoittain vuonna 2019. Työssä on rajattu maa-, metsä- ja kalatalouden toimiala pois analyyseissa ja johtopäätöksissä, koska tällä toimialalla ei juurikaan ole liikeyrityksiä vaan maataloutta ja metsätaloutta harjoittavia elinkeinon harjoittajia.

Eniten yrityksiä vuonna 2019 oli rakentamisen toimialalla, johon oli rekisteröity 41 403 yritystä. Teollisuuden toimiala oli vuonna 2019 suurin työllistäjä ja tuotti eniten liikevaihtoa. Toimialalla työskenteli noin 305 000 henkilöä ja toimialan yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 138,1 miljardia euroa. Seuraavaksi suurin oli tukku- ja vähittäiskaupan toimiala sekä noin 117,8 miljardin euron liikevaihdolla että 241 000 henkilöstömäärällä mitattuna. Kolmanneksi suurin oli rakentamisen toimiala noin 39,7 miljardin liikevaihdolla ja 171 000 henkilöstömäärällä mitattuna. Teollisuuden, tukku- ja vähittäiskaupan ja rakentamisen toimialat muodostivat merkittävimmän osuuden liikevaihdosta ja henkilöstömäärästä. Nämä toimialat käsittivät yli 68

prosenttia kaikkien yritysten liikevaihdosta ja yli 48 prosenttia kaikkien yritysten henkilömäärästä vuonna 2019. (Tilastokeskus, 2021)

Taulukko 1. Yritysten lukumäärä, henkilöstön määrä ja liikevaihto toimialoittain vuonna 2019

Yritykset 2019	Yritykset		Henkilöstö		Liikevaihto	
Toimiala TOL 2008	lukumäärä	%	tuhatta	%	milj. €	%
Maatalous, metsänhoito ja kalatalous	77 923	21,1	53	3,5	2 799	0,7
Kaivostoiminta ja louhinta	897	0,2	6	0,4	2 060	0,5
Teollisuus	19 976	5,4	305	19,9	138 058	32,1
Sähkö-, kaasu- ja lämpöhuolto, jäähdytysliiketoiminta	952	0,3	13	0,8	14 524	3,4
Vesihuolto, viemäri- ja jätevesihuolto, jätehuolto ja muu ympäristön puhtaanapito	1 506	0,4	9	0,6	2 968	0,7
Rakentaminen	41 403	11,2	171	11,2	39 731	9,2
Tukku- ja vähittäiskauppa; moottoriajoneuvojen ja moottoripyörien korjaus	39 932	10,8	241	15,8	117 864	27,4
Kuljetus ja varastointi	19 790	5,3	120	7,8	23 662	5,5
Majoitus- ja ravitsemistoiminta	12 258	3,3	64	4,2	7 338	1,7
Informaatio ja viestintä	11 241	3,0	92	6,0	22 750	5,3
Rahoitus- ja vakuutustoiminta	8 748	2,4	43	2,8	-	-
Kiinteistöalan toiminta	31 274	8,5	22	1,4	12 765	3,0
Ammatillinen, tieteellinen ja tekninen toiminta	37 551	10,2	109	7,2	16 919	3,9
Hallinto- ja tukipalvelutoiminta	14 572	3,9	152	9,9	13 750	3,2
Koulutus	4 060	1,1	8	0,6	922	0,2
Terveys- ja sosiaalipalvelut	18 208	4,9	88	5,8	8 489	2,0
Taiteet, viihde ja virkistys	8 374	2,3	16	1,1	3 894	0,9
Muu palvelutoiminta	19 841	5,4	19	1,2	1 792	0,4
Tuntematon	1 434	0,4	0	0,0	2	0,0
Yhteensä	369 940	100	1 531	100	430 246	100

Pk-yritykset ovat Suomessa ja koko Euroopassa merkittävässä roolissa. Ne ovat Euroopan talouden ja yhteiskuntien selkäranka. Yhtiöiden kehittyminen ja kasvu luovat työllisyyttä ja kasvattavat tavara- ja palveluvientiä. Näiden yritysten kehittymiseen ja rahoituksen saamiseen tarvitaan aktiivista omistajuutta ja rahoitusta. Elinkeinoelämämme kehittymisen kannalta on siis tärkeää, että pk-yritykset kehittyisivät ja kasvaisivat suuremmiksi yrityksiksi ja kansainvälistyisivät. Pääomasijoittajilla on merkittävä positiivinen vaikutus yhtiöiden uudistumiseen. He ovat ammattisijoittajia, jotka toimivat aktiivisena omistajana yhtiössä. Heidän liikeideansa on ostaa yhtiö, kehittää yhtiön arvoa ja myydä sijoituskohteita voitolla.

eteenpäin. Yhtiön arvon kehitys tulee sijoituskohteen liiketoiminnan kasvattamisesta ja kehittämisestä. Kasvuun tarvitaan sijoituskohteelle riittäviä resursseja ja osaamista, joita pääomasijoittaja tarjoaa yhtiölle.

1.2 Tavoitteet ja työn rajaus

Tämän diplomityön tarkoituksena oli tutkia kuinka pääomasijoittajien buyout-rahastot vaikuttavat suomalaisten yritysten strategiseen uudistumiseen. Tutkimus rajattiin koskemaan suomalaisia pieniä- ja keskisuuria ja suuria yrityksiä. Mikro- ja alkuvaiheen yrityksiä sekä niihin sijoittavien pääomasijoittajien toimintaa on käsitelty diplomityön teoriaosuudessa taustoittavana tietona, mutta ne on rajattu tutkimuksessa pois. Mikro- ja alkuvaiheen yhtiöt rajattiin pois tutkimuksesta, koska buyout-rahastot eivät tee sijoituksia tämän kokoluokan yrityksiin.

Tutkimusta ohjasivat seuraavat kysymykset:

1. *Minkälainen yrityskauppaprosessi buyout-rahastoilla on käytössä?*
2. *Miten buyout-sijoittaja arvioi sijoituskohdetta?*
3. *Vaikuttavatko he yhtiön strategiseen uudistumiseen?*
4. *Miten he vaikuttavat yhtiön uudistumiseen?*

Tutkimuksen toteuttamista varten haastateltiin suomalaisia buyout-rahastojen managereja, eli henkilöitä, jotka ovat arvioimassa sijoituskohteita, tekevät sijoitusesityksiä ja osallistuvat sijoituspäätösten tekemiseen.

1.3 Raportin rakenne

Diplomityön rakenne on jaettu viiteen lukuun. Rakenne on kuvattu taulukossa 2. Ensimmäisessä luvussa on diplomityön johdanto, jonka tarkoituksena on antaa lukijalle lyhyt esittely työn sisällöstä ja tavoitteista. Toinen luku pitää sisällään työn teoriaosuuden, jossa esitellään omistamista, yritysten hallintojärjestelmää agentti- ja resurssipohjaisen teorian näkökulmasta, yrityskauppoja, pääomasijoittamista ja strategista uudistumista. Kolmannessa luvussa esitellään tutkimuksessa kerätyn aineiston kuvaus, tutkimusmenetelmät ja arvioidaan

tutkimuksen luotettavuutta. Neljännessä luvussa esitellään työn tulokset. Viidennessä luvussa vedetään työ yhteen, tehdään johtopäätökset sekä jatkotutkimustarpeet.

Taulukko 2. Raportin rakenne

Luku	Sisältö
1. Johdanto	Tutkimuksen tausta ja tavoitteet
2. Omistaminen, pääomasijoittaminen ja uudistuminen	Teoriakatsaus omistamiseen, yritysten hallintojärjestelmä agentti- ja resurssipohjaisen teorian näkökulmasta, yrityskauppoihin, pääomasijoittamiseen ja yhtiöiden strategiseen uudistumiseen
3. Metodologia	Aineiston keräämisen kuvaus, tutkimusmetodit ja tutkimuksen luotettavuuden arviointi
4. Empirian kuvaus ja analyysi	Aineiston kokoaminen ja tutkittavien tapausten analyysi
5. Yhteenveto ja johtopäätökset	Yhteenveto, johtopäätökset ja jatkotutkimusehdotukset

2 OMISTAMINEN, PÄÄOMASIOJOITTAMINEN JA UUDISTUMINEN

2.1 Omistaminen ja yrityksen hallinto

Omistajilla on erilaisia tavoitteita omistamisen suhteen. Tavoitteet vaikuttavat omistettavan yhtiön toimintaan sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Tässä luvussa käsitellään taustoittavina tietoina omistamista, yleisimmät suomalaisten yritysten omistajien taustat ja niiden erityispiirteet omistetun yrityksen hallintaan. Lopuksi esitellään myös omistajaohjauksen keinot ja vaikutukset omistettavaan yhtiöön.

2.1.1 Omistajuus

Omistajuus voidaan määritellä omistajan ja omistettavan kohteen suhteena. Omistajuus on omistajan keino päästä haluttuun päämäärään. Omistaja on taho, joka käyttää päätösvaltaa omistettavan kohteen käytöstä. Omistajuuden perusteella voidaan jaotella omistamisen muodot yksityiseen, yhteisölliseen ja valtiolliseen omistamiseen (Luoma, 2018). Perusmallissa omistamisessa on omistaja eli subjekti, omistettava kohde eli objekti ja niiden välinen suhde, jota kutsutaan omistamiseksi (Rautiainen, 2012).

Omistamisella on suurta merkitystä yrityksen menestykselle. Muutokset omistajuudessa voivat olla hyviä mahdollisuuksia kehittää ja uudistaa yritystä. Lisäksi muutokset yrityksen omistuksessa mahdollistavat erilaisten suhteiden ja verkostojen muodostumisen, josta voi olla yritykselle merkittävästi hyötyä. (Rautiainen, 2012)

Omistamisen merkitys korostuu etenkin yhtiön omistuksen hajautuessa usealle omistajalle. Tällöin yhtiön etu vaatii yleensä määräysvallan luovuttamista ja keskittämistä osalle omistajista, jotka kontrolloivat yhtiön johtoa. Heillä tulisi olla samansuuntaiset intressit muiden omistajien kanssa, koska kaikki omistajat eivät voi eivätkä edes halua hallita johtoa. Omistajat kuitenkin tyypillisesti luottavat siihen, että yhtiössä on muita omistajia, joilla on riittävästi panoksia yhtiön johdon hallintaan. (Demsetz, 1983)

2.1.2 Valtio omistajana

Valtio on merkittävä yritysten omistaja suomalaisissa, pääosin suurissa, yrityksissä. Omistus voidaan jakaa strategisen intressin ja sijoittajaintressin omistuksiin. Valtio siis omistaa yrityksiä ylläpitääkseen ja varmistaakseen yhteiskunnalle tärkeitä toimintoja sekä saadakseen tuottoa sijoituksilleen. Yleensä omistukset palvelevat jompaa kumpaa päämäärää, mutta valtiolla on myös omistuksia, joilla on molemmat päämäärät. Suomen valtion merkittävimmät pörssilistattujen yritysten omistukset, joissa on sekä strateginen intressi että sijoittajaintressi, olivat tämän työn kirjoitushetkellä Fortum, Neste ja Finnair. Näillä omistuksilla on siten merkittävää arvoa ja vaikutusta yhteiskunnan toimivuuden kannalta. Omistuksista noin 46 prosenttia oli keskittynyt energiasektorin toimijoihin. Sijoittajaintressin vähemmistöomistukset valtio hallinnoi pääosin sijoitusyhtiö Solidium Oy:n kautta. Valtiolla on myös yhteiskunnan tutkimus-, kehitys- ja yritystoimintaa edistäviä päämääriä kuten esimerkiksi Finnvera, joka rahoittaa ja myöntää takauksia yksityisille yrityksille edistääkseen näiden kehitystä. Valtio on omistajana 16 pörssi-yhtiössä, 19 noteeraamattomassa kaupallisessa yhtiössä ja 34 erityistehtävää hoitavassa yhtiössä (Valtioneuvoston kanslia, 2022). Liikevaihto yhtiöissä, joissa Suomen valtiolla oli omistusta vuonna 2017, oli noin 86,6 miljardia euroa, liikevoitto noin 11,7 miljardia euroa ja yhtiöt työllistivät yhteensä noin 216 000 henkilöä. (Luoma, 2018)

2.1.3 Yrittäjät ja perhe omistajina

Suurin osa suomalaisista yrityksistä on mikro- ja pienyrityksiä ja keskisuuria yhtiöitä. Nämä yhtiöt ovat pääosin omistajayrittäjien ja perheiden omistamia. Yhteiskunnallisesti omistajayrittäjien ja perheiden omistamien yritysten kehitys ja uusien omistajayrittäjien löytyminen on hyvin merkityksellistä. Omistajayrittäjät ja perheyrietykset ovat viime vuosina kasvattaneet osuuttaan Suomen työllisyyden kehittymisestä, kun suuret yritykset ovat vähentäneet toimintaansa, joka on johtanut työpaikkojen vähentymiseen. Yhä useampi pieni- ja keskisuuri yritys on työnantajayritys ja lisäys niiden työpaikkoihin vuosina 2000 - 2016 on ollut noin 119 000 työpaikkaa kun taas suuret yritykset ovat työllistäneet 42 000 henkilöä vähemmän. (Luoma, 2018)

Omistajayrittäjistä noin 40 prosenttia suunnittelee tulevan 10 vuoden aikana omistajanvaihdosta. Onnistuneet omistajavaihdokset ovat yhtiöiden kehityksen ja työllisyyden

kannalta hyvin oleellisia, koska yli 55-vuotiaiden omistajayrittäjien yritykset työllistävät Suomessa yli 200 000 henkilöä. Merkittävässä osassa omistajavaihdosta suunnittelevista yrityksistä on noin 5-19 työntekijää ja liiketoiminnoissa merkittävää kasvupotentiaalia. Omistajavaihdosten onnistumiseksi yrityksille tarvittaisiin uusia omistajia. (Luoma, 2018)

Perheomistus on yleinen omistusmuoto pienissä yrityksissä. Perheomisteiset yhtiöt toimivat usein teollisuudessa, tukku- ja vähittäiskaupassa, palveluissa sekä liikenteessä ja tietoliikenteessä. Ero perheomisteiseen ja muulla tavalla omistettuun yhtiöön on erityisesti siinä, että perheomisteisessa on tavoite siirtää yritys suvussa eteenpäin. Toiminnan jatkuvuuden kannalta on myös tärkeää, että liiketoiminnassa tarvittava omaisuus säilyy yritystoiminnan käytössä sukupolvenvaihdoksesta huolimatta. Perheyrietykset toimivat pitkäjänteisesti ja yli sukupolvien, mikä eroaa muulla tavalla omistettujen yhtiöiden toimintaperiaatteista ja tavoista. Sanotaan, että perheyrietyksessä omistajalla on kasvot. Tämä tarkoittaa sitä, että perheyrietyksissä omistajan maine on sama kuin yrityksen maine. Omistaja tuntee henkilökohtaista vastuuta koko yrityksestä niin palvelun, tuotteiden, laadun kuin henkilöstönkin osalta. Tämä saattaa korostua erityisesti silloin kun omistajan nimi on sama kuin yhtiössä. Perheyrietyksen ainutlaatuisuus piilee siinä, että siinä yhdistyvät perhe, omistaminen ja yrittäminen. Usein sanotaankin, että perheyrietyks on elämäntapa. (Luoma, 2018)

Perheyrietyksissä omistus on yhdistävä tekijä perheelle ja yritykselle. Psykologiassa on käsitelty henkilöiden ja omistettavien kohteiden suhdetta, joiden välillä ei välttämättä ole laillista omistusta. Perheyrietyksessä laillinen ja psykologinen omistajuus vaikuttaa sidosryhmiin ja perhe luo läheisiä siteitä muun muassa yrityksen perivään seuraavaan sukupolveen. Tämä johtaa usein myös keskinäisiin sopimuksiin omistamisesta. Pitkäaikaisten perheyrietyksien hallinnasta tulee usein vaikeampaa, kun omistus hajaantuu ja yhtiön määräysvallan käyttäminen ei ole enää yksittäisillä perheen jäsenillä mahdollista. Sen vuoksi vanhojen perheyrietyksien jatkuvuuden varmistaminen on haastavaa. (Rautiainen, 2012)

Perheyrietyksissä arvot ohjaavat paljon toimintaa. Niiden perusteella tehdään päätöksiä kuten esimerkiksi miten eri sidosryhmiin suhtaudutaan, millä tavoin käyttäydytään. Usein arvot ohjaavat toimintaa myös sukupolvien yli. Perheyrietyksessä luodut arvot voivat olla kilpailuetu, mutta tämä edellyttää sitä, että kaikki omistajat, myös uudet, omaksuvat arvot. Suomalaiset arvostavat perheyrietyksiä niin työpaikkoina kuin myös heidän tarjoamiaan palveluita ja

tuotteita. Perheyritysten kasvolliset omistajat näkyvät työntekijöille ja asiakkaille, mikä on omiaan luomaan hyvää mainetta perheyrityksille hyvinä työnantajina sekä tuotteiden ja palveluiden tuottajina. (Luoma, 2018)

2.1.4 Enkelisijoittajat

Monissa kasvuyrityksissä on alkuvaiheessa ollut omistajana bisnesenkeli. Enkelisijoittamisella tarkoitetaan yksityishenkilön tekemää sijoitusta listaamattomaan yhtiöön, jossa hän näkee kasvupotentiaalia ja saa yhtiön osakkeita sijoitustaan vastaan. Enkelisijoittajilla ei ole perhesiteitä sijoitettavaan yhtiöön, toisin kuin perheomisteisissa yhtiöissä. Monelle enkelisijoittajalle tärkein peruste sijoitukselle on tuotto. Keskeinen tunnuspiirre enkelisijoittajille on se, että he kokevat voivansa antaa jotain näille sijoittamilleen kasvuyrityksille. Sanotaan, että aktiivinen bisnesenkeli ryhtyy vuosittain yhdestä kolmeen yhtiöön omistajaksi. Enkelisijoittaja voi usein omien mahdollisuuksiensa puitteissa ottaa erilaisia rooleja omistajana. Sijoittaja voi tarjota yrityksen käyttöön esimerkiksi osaamistaan tai verkostoaan. Tyypillisimpiä rooleja ovat myös esimerkiksi valmentaja, hallituksen puheenjohtaja, jäsen tai esimerkiksi jopa jokin operatiivinen rooli kuten myynti-, markkinointi- tai talousvastuu. (Luoma, 2018)

Mitä enemmän enkelisijoittaja antaa osaamis pääomaansa ja hyödyntää verkostojaan, sitä aktiivisempi ja sitovampi on hänen roolinsa omistajana. Tällä tavoin enkelisijoittaja voi vaikuttaa myös sijoituksensa onnistumiseen. On kuitenkin tyypillistä, että sijoittajaenkeli toimii eri tavalla erilaisissa sijoituskohteissa. Joihinkin yrityksiin hän voi sijoittaa passiivisessa roolissa ja toisiin taas aktiivisessa roolissa, riippuen aina kulloisenkin yrityksen tilanteesta, tarpeista ja omista resursseista. Bisnesenkeliin rooli kohdeyhtiöissä määräytyy sijoitusstrategian ja sijoitusportfolion mukaan. (Luoma, 2018)

Sijoitusenkeliin omistusosuus yrityksestä on tyypillisesti n. 10-25 prosenttia eli vähimmäisomistus ja se kohdistuu yrityksen esivaiheeseen, aikaiseen- tai nopeaan kasvuvaiheeseen. Paras vaihe sijoittamiselle kuitenkin on silloin kun yritys tarvitsee kipeästi lisää osaamista, pääomaa kasvua varten sekä verkostoja. Tyypillinen kasvuyritys, joka etsii enkelisijoittajaa, on alle miljoona euroa liikevaihtoa tekevä yritys, joka hakee aggressiivista kasvua. Yrityksen ei kuitenkaan tarvitse olla välttämättä uusi, vaan myös olemassa olevat,

uuteen kasvuun tähtäävät yritykset voivat olla enkelisijoittajalle kiinnostavia. Useimmiten sellaisilla yhtiöillä on saattanut liiketoiminta junnata paikoillaan, kunnes he ovat tehneet jonkin merkittävän liikkeen esimerkiksi lähteneet kansainvälisille markkinoille tai lanseeranneet uuden tuotteen. (Luoma, 2018)

Enkelisijoittajilla ei ole yleistä ja yhtä tapaa tehdä sijoituspäätös, vaan jokainen bisnesenkeli toimii omalla tavallaan ja heillä saattaa olla erilaisia motiiveja ja periaatteita sijoituspäätöksilleen. Kuitenkin suomalaisen bisnesenkeli-verkoston eli FiBAN-verkoston mukaan sijoituspäätökseen vaikuttavat kolme asiaa: enkelisijoittajan oma kiinnostus ja osaaminen toimialasta, yrityksessä toimiva tiimi sekä markkinapotentiaali. Sanotaan, että tyypillisimmät syyt sille, jos neuvottelut eivät johda sijoitukseen ovat yritystoimintaan liittyvät riskit sekä eriävä näkemys valuaatiosta. (Luoma, 2018)

2.1.5 Pääomasijoittajat

Pääomasijoittamisessa pääomasijoittajat sijoittavat StartUp -yrityksiin sekä jo vakiintuneimpiin kasvualan yrityksiin. Kohteina ovat kasvuyritykset, joissa on kasvupotentiaalia kasvaa oman alansa markkinajohtajiksi. Sijoittajat siis valitsevat listaamattomista yhtiöistä ne, joissa näkevät korkeimman kasvupotentiaalin ja pyrkivät vauhdittamaan niiden kasvua entisestään omalla osaamisella ja verkostoilla. Pääomasijoittajan tavoite omistajana on siis kasvattaa yrityksen arvoa siten, että se hyödyttää kaikkia osakkeenomistajia. Olennainen osa sijoittamista on se, että yritykset saavat pääomasijoittajalta osaamista ja apua kasvuun. Sanotaan, että yritysten riskinotto-kyky ja uskallus kasvaa, kun mukana on ammattimaisia kasvunrakentajia. Tämän konseptin on todistettu toimivan. Kauppalehti julkaisi kesällä 2017 Suomen suurimmat yli 100 miljoonan euron liikevaihtoon yltäneet kasvujayritykset, joista lähes puolet olivat saaneet rahoitusta pääomasijoittajalta kehityksensä aikana ja joka viidennessä oli pääomasijoittaja vieläkin omistajana. (Luoma, 2018)

Omistajan ja yrittäjän on ensiarvoista ymmärtää, millainen sijoitus on juuri hänen yritykselleen sopivin ja myöskin sijoittajan näkökulmasta mahdollinen. Pääomasijoittamisessa korostuvat erityisesti henkilökemiat. Pääomasijoittajan rooli kohdeyrityksen operatiivisessa toiminnassa vaihtelee, mutta pääomasijoittajan ja yrityksen johdon toimiva ja luottamuksellinen suhde on olennainen osa onnistunutta pääomasijoitusta. Tyypillisesti yhtiö ja pääomasijoittavat tekevät

yhteisten tavoitteiden saavuttamiseksi töitä kolmesta seitsemään vuotta. Sijoitusprosessin aikana pääomasijoittaja tarkastelee kohdeyrityksen strategiaa tarvittaessa yrityksen johdon ja muiden omistajien kanssa yhteistyössä. Omistajana pääomasijoittaja haluaa varmistua myös siitä, että yhtiön hallituksessa ja johtoryhmässä ovat parhaat saatavilla olevat, erilaisista taustoista olevat henkilöt, jotta yrityksen kasvustrategian mukaisen tavoitteet toteutuvat ja päästään parhaaseen mahdolliseen kasvupotentiaaliin. (Luoma, 2018)

On myös selvää, että pääomasijoittaja on aina väliaikainen omistaja. Tarkoitus on, että pääomasijoittaja irtautuu kohdeyrityksestä sijoitusperiodin jälkeen. Voidaankin todeta, että onnistunut pääomasijoitus päättyy aina exitiin eli irtaantumiseen. Irtaantumistapoja on erilaisia, joista yleisimmät on yrityskauppa tai listautuminen pörssiin. Pääomasijoittaja siis pyrkii yrityksen arvon korottamiseen ja arvonnousun realisoimiseen irtaantumisessa sen sijaan, että odottaisi esimerkiksi osinkotuottoja yrityksestä. (Luoma, 2018)

Suomalaisten pääomasijoittajien hallinnoiman pääoman määrä vuonna 2021 oli yhteensä noin 8,4 miljardia euroa, josta Venture Capital -rahastojen osuus noin 1,9 miljardia euroa ja Buyout- ja Growth-rahastojen osuus noin 6,5 miljardia euroa. Suomen Pääomasijoittajien yhdistys FVCA:n mukaan vuonna 2021 rekisteröityneitä pääomasijoittajia oli noin 139, joista 76 varsinaista jäsentä ja 63 liitännäisjäsentä. Pääomasijoittajien omistamien kohdeyhtiöiden liikevaihto oli yhteensä noin 25 miljardia euroa, joka on noin 5 prosenttia suomalaisten yritysten liikevaihdosta. Kohdeyhtiöissä työskenteli noin 73 000 työntekijää, joista pääosa buyout-rahastojen omistamissa yrityksissä, eli noin 5 prosenttia suomalaisten yritysten henkilöstömäärästä. (Pääomasijoittajat ry, 2022)

2.1.6 Joukkorahoitus

Luoman mukaan joukkorahoituksen määritelmä vaihtelee. Toisille se tarkoittaa sijoittamista, toisille hyväntekeväisyyttä ja osalle ennakkomyyntiä. Tämä johtuu siitä, että joukkorahoitusta on käytetty hyvin erilaisissa rahoitusta vaativissa projekteissa. Sijoituspuolella joukkorahoitus kuitenkin tarkoittaa sitä, että digitaaliset alustat toteuttavat rahoituskierrokset kuten osakeannit. Tämä on hyvin kätevää, sillä kysyntä ja tarjonta kohtaavat paikassa, jossa osakkeet kohdistuvat niiden merkitsijöille, varat siirtyvät ja osakasluettelo päivittyy. Joukkorahoitus on siis digitalisoitunut perinteisen varojenhankintaprosessin. Useamman vuoden päästä saatetaankin

ehkä ihmetellä mikseivät vastaavat prosessit siirtyneet digitaaliseen muotoon jo paljon aikaisemmin. (Luoma, 2018)

Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen isoin merkitys omistamiselle on se, että yksityiset sijoittajat voivat näin sijoittaa pörssin ulkopuolelle, jopa sellaisiin StartUp -kohteisiin, joiden rahoitus on aikaisemmin tapahtunut lähinnä suhteiden ja verkostojen avulla. Sanotaankin, että sijoittajille on siis auennut täysin uusi listaamattomien sijoitusten varallisuusluokka, johon sijoittaminen on yhtä vaivatonta kuin pörssiosakkeisiin. Koska yritysten arvonluonti tapahtuu yhä enenevässä määrin ennen pörssilistautumista, on listaamattomat yhtiöt varallisuusluokkana nousseet kiinnostavaksi sijoituskohteeksi yksityisten sijoittajien näkökulmasta. (Luoma, 2018)

Ammattisijoittajat ja enkelisijoittajat ovat alkaneet käyttää joukkorahoituspalveluita löytääkseen mielenkiintoisia sijoituskohteita. Tämä on toiminut varsin tehokkaasti ja joissain tapauksissa enkelisijoittaja voi myös sijoituksensa yhteydessä tarjota osaamistaan käytettäväksi kohdeyritykseen. Joukkorahoituksessa omistaminen on pääsääntöisesti pitkäjänteistä. Suurin osa kohdeyrityksistä on kehityskaarensa alkuvaiheessa. Sanotaan, että joukkorahoitussijoittajan aikahorisontti lähentelee samaa mitä enkelisijoittajien eli noin viisi vuotta. Toisaalta aikajänne voi olla lyhyempi sellaisissa tapauksissa, joissa sijoituskohteena oleva yritys tavoittelee listautumista joukkorahoituspalvelun avulla. Joukkorahoituksessa kyse on kuitenkin pitkälti tavallisesta osakesijoituksesta listaamattomaan yhtiöön, mutta joka on vain tuotu laajemman joukon ulottuville. (Luoma, 2018)

2.1.7 Eläkeinstituutiot

Eläkeinstituutiot ja eritoten yksityisen sektorin työeläkeyhtiöt ja julkisen sektorin eläkerahastot ovat merkittävä sijoittajaryhmä Suomessa. Eläkevarat ovat kasvaneet Suomessa absoluuttisesti, mutta myös suhteessa ympärillä olevaan talouteen. Eläkevarojen rahastoimisella on varauduttu tulevaisuudessa kasvaviin eläkemenoihin ja niiden kasvu on ollut pitkäaikaisen työn tulosta. Suomen eläkejärjestelmä onkin yli 50 vuotta vanha. Suomen arvopaperipörssin kannalta merkittävää on se, että eläkeyhtiöistä on tullut yhtä enenevässä määrin osakesijoittajia. Motiivi sille on erityisesti tuottojen etsiminen. Työeläkejärjestelmä on sijoittanut Suomessa yritysten rahoittamiseen osakesijoitusten, joukkovelkakirjalainojen ja sijoituslainojen kautta. (Luoma, 2018)

Kotimaisuusaste on suomalaisten eläkeinstituutioiden sijoituksissa melko korkea. Lainsäädäntö ei tähän edellytä vaan kyse on pikemminkin vahvasta perinteestä. Tämä ei kuitenkaan ole ainoastaan suomalainen ilmiö, vaan tätä voidaan havaita myös muualla maailmalla, joissa kotimaisuusaste voi olla jopa vielä korkeampi. Sanotaan, että Suomessa kotimaahan painottamisen hinta on kuitenkin epälikvidiys ja etenkin kriisitilanteissa keskeisten yritysten osakkeiden myynti olisi lähes mahdotonta ja tuhoisaa. (Luoma, 2018)

Eläkesijoittajien omistajaohjauksen tyypillisimpiä keinoja ovat keskustelu yrityksen johdon kanssa ja osallistuminen yhtiökokouksiin. Tätä toimintaa ohjaa vahvasti omistajaohjauspolitiikka sekä muut linjaukset sijoittamisessa. Lähtökohtaisesti suurimmat eläkesijoittajat ovat läsnä yhtiökokouksissa, sillä se on pörssiyhtiöiden vaikutusvaltaisin toimielin. Ensisijaisesti eläkesijoittajien vastuu on huolehtia siitä, että varat on sijoitettu vakaasti ja tuottavasti. Eläkesijoittajien salkkuja ja sijoitusorganisaatioita ei ole järjestelty aktiivisen omistamisen vaan lähinnä sijoittamisen lähtökohdista. Tästä kieli esimerkiksi erilaisten osakesijoitusten suuri määrä. (Luoma, 2018)

2.1.8 Sijoitusrahastot

Sijoitusrahastoissa on kyse sijoittajien varojen keräämisestä ja niiden hoitamisesta kulloisenkin sijoitusrahaston strategian mukaisesti ja sääntöjen edellyttämällä tavalla. Rahaston hallinnosta ja sen hoidosta on säädetty sijoitusrahastolaki, jonka noudattamista Finanssivalvonta valvoo. Sen tarkoitus on taata kaikkien sijoittajien tasavertaisuus, rahastojen läpinäkyvyys sekä ennen kaikkea luotettavuus. Rahastoja usein pidetään kasvottomina ja melko passiivisina omistajina. Rahastot ovat kuitenkin erittäin hyvä tapa saada suuretkin massat vaurastumaan pörssiyhtiöiden mukana. Erityisesti jos asiaa katsoo riskinäkökulmasta, rahastossa riski hajautuu. (Luoma, 2018)

Sijoitusrahastossa se, miten salkku kootaan, riippuu aina rahaston strategiasta. Useimmiten rahaston salkunhoitaja sopii tapaamisen sijoitettavan yrityksen johdon kanssa ja pitää vuoropuhelua yllä heidän kanssaan. Suuryrityksissä johto on usein selvillä suurempien sijoittajien näkemyksistä ja toiveista. Erityisesti tilanteessa, jossa esimerkiksi yhtiö harkitsee yrityskauppaa, voi olla tarkoituksenmukaista hakea etukäteen hyväksyntä rahastolta. Pienemmissä yrityksissä tilanne on hyvin samankaltainen siltä osin, että esimerkiksi

rahoituspakettia hakiessa on hyvä saada omistajina olevat instituutiot mukaan tukemaan hanketta. (Luoma, 2018)

Salkunhoitajan tehtävänä on miettiä sijoituskokonaisuuksia omistajien edun kannalta. Rajaavia tekijöitä voivat olla muun muassa yhtiön toimiala tai yhtiön talouden tunnusluvut, jolloin sijoituskohteista tulee myös luopua. Tavoite on pitää mieli vapaana omistettavien yritysten suhteen. Yrityksen aikaisempi toiminta ja eritoten luvatuista asioista kiinni pitäminen nostaa yrityksen luotettavuutta. Johdon rooli on tässä merkittävä, sillä se on ensisijaisena kontaktina institutionaaliseen sijoittajaan ja tässä luottamus rakentuu. Rahastonhoitaja edustaa osakkeenomistajia ja siksi hänen on ajateltava heidän etuaan toimiessaan omistajana yhtiössä. Salkunhoitaja antaa omistuksellaan luottamuksen yrityksen johdolle. (Luoma, 2018)

2.1.9 Kotitaloudet

Yksityissijoittaja voidaan määritellä monin tavoin, mutta pääasiassa se tarkoittaa luonnollista henkilöä, joka sijoittaa omia varojaan. On tärkeää, että Suomessa yksityissijoittajilla ja kotitalouksilla olisi mahdollisuus omistaa, vaurastua sekä siirtää varallisuutta jälkipolville. Sanotaan, että kotitalouksilla on pääomaa, mutta se on väärässä paikassa, sillä suomalaiset pitävät edelleen varojaan mielellään pankkitilillä. Olisi parempi, jos pääomaa saataisiin sieltä enemmän sijoitusinstrumentteihin. Suomi tarvitsee lisää omistajia, sillä se lisää paitsi vaurautta ja kulutusta mutta myös lisää yksityisiä työpaikkoja. (Luoma, 2018)

Vaikka yksittäisen pienisijoittajan osuus ei olisi merkittävä, on yksityissijoittajat ryhmänä merkityksellinen ajatellen koko pääomamarkkinan kehitystä. Vielä noin 50 vuotta sitten Suomi oli köyhä maa ja vasta nyt eri sukupolvet ovat pääsemässä nauttimaan perinnöstä ja sitä myöden yleinen asenne ja ilmapiiri on pikkuhiljaa muuttumassa. Kuitenkin siinä missä suomalaiset yhä pitävät varoja kiinni pankkitileillä ja asunnossa, ovat ruotsalaiset askeleen edellä sijoittamisessa. Heitä jopa rohkaistaan riskinottoon eläkejärjestelmän, osakesäästötilin mahdollisuuden ja verotuksellisin kannustimin. (Luoma, 2018)

Suomessa osakkeiden verotus on ohjannut jonkun verran yksityisiä varoja välillisiin kohteisiin kuten rahastoihin ja vakuutuksiin. Pörssiosakkeisiin sijoittamisen trendi on kuitenkin nousussa ja yksityiset sijoittajat ja kotitaloudet ovat jo vuosikymmenten ajan olleet merkittävä omistaja

suomalaisessa pörssissä. Suurin osa kotitalouksien noteeratuista sijoituksista kohdistuu suomalaisiin yrityksiin. Kotitalouksiin ja yksityisiin sijoittajiin lukeutuu hyvin erilaisia sijoittajia. Vaihteluja on merkittävistä yksityissijoittajista aina aloitteleviin sijoittajiin. Jotkut hakevat kovempaa tuottoa suuremmalla riskinsietokyvyllä. Toisille taas sijoittamisen tavoitteet voivat liittyä hankintojen rahoittamiseen, eläkeikään varautumiseen tai jälkipolville säästämiseen. Yksityissijoittajia löytyy niin ikään kaikista ikäryhmistä. (Luoma, 2018)

Omistajana kotitalous on pitkäjänteinen ja säilyttää omistuksensa tyypillisesti myös vaikeina aikoina yli suhdanteiden. Koska kotitalouksilla ei ole ammattimaista otetta sijoittamiseen, ovat he usein tunteidensa ja tahtotilojensa vietävänä. Heillä on omat tavoitteensa, asenteensa ja sijoitusmieltymyksensä. Tämä tarkoittaa sitä, että sijoittajaryhmänä kotitaloudet ovat ehkä moninaisin ryhmä. Toisaalta tästä huolimatta kotitaloudet ovat kuitenkin sitoutuneempia sijoituksiinsa ja omistajana pitkäjänteisiä. (Luoma, 2018)

2.1.10 Omistajaohjaus ja hallinnointitapa

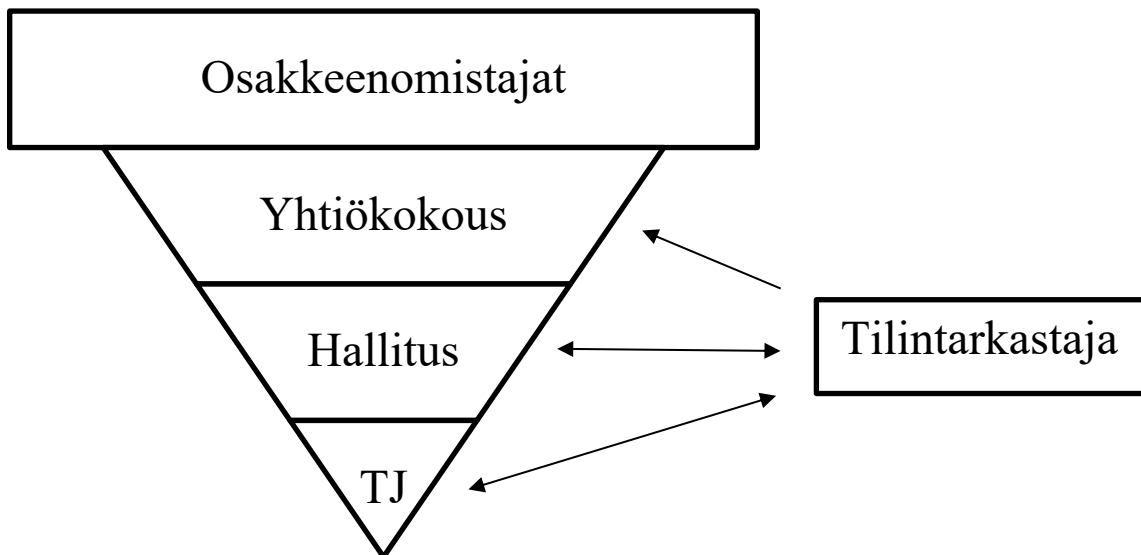
Pääomasijoittajan hallinnointi kohdeyhtiössä perustuu omistajan vallankäyttöön. Omistaja käyttää valtaansa suoraan yhtiökokouksissa tehtävillä päätöksillä ja epäsuorasti vaikuttamalla hallituksen ja johtoryhmän tekemiin päätöksiin.

Arvopaperimarkkinayhdistys on laatinut pörssiyrityksille hallinnointikoodin eli kokoelman hyvää hallinnointia koskevia suosituksia. Se koskee kaikkia Nasdaq Helsinki Oy:ssä eli Helsingin pörssissä listattuja yhtiöitä. Arvopaperimarkkinayhdistyksen tavoitteena on edistää hyvää hallinnointitapaa ja varmistaa, että arvopaperimarkkinoilla toimivat yritykset toimivat yhdenmukaisesti ja läpinäkyvästi. Yhdistys hallinnoi pörssiyrityksille laadittua hallinnointikoodia seuraamalla niin kotimaista kuin kansainvälistäkin kehitystä ja tarpeen vaatiessa myös päivittää hallinnointikoodia. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020)

Hallinnointikoodin tavoite on edistää ja ylläpitää listatuissa yhtiöissä noudatettua hallinnointikäytänteiden hyvää laatua sekä vertailukelpoisuutta kansainvälisesti. Sen tarkoitus on yhtenäistää ja edistää hallinnointitavan ja palkitsemisjärjestelmän avoimuutta. Hyvä hallinnointitapa lisääkin yhtiöiden arvoa ja kiinnostavuutta sijoittajien keskuudessa. Sijoittajien näkökulmasta hallinnointikoodi lisää läpinäkyvyyttä hallinnointiin ja mahdollistaa sen, että he

voivat arvioida yksittäisten yhtiöiden noudattamia hallinnointitapoja. Tällä tavalla sijoittaja voi myös muodostaa yleiskäsityksen siitä, millaisia ovat Suomessa olevien pörssiyhtiöiden hallinnointia koskevat hyväksyttävät käytänteet. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020)

Suomalainen yhtiöoikeudellinen hallinnointimalli perustuu vahvaa omistajaroolia tukevalle enemmistöperiaatteelle, mutta toisaalta sitä tasapainottaa yhdenvertaisuusperiaate, määräenemmistövaatimukset ja vähemmistöosakkaille annetut oikeudet. Yhtiön toimielimellä on myös selkeä tehtäväjako. Sanotaankin, että malli on sekä tehokas että joustava. Hallinnoinnin kannalta keskeisin säädös, joka luo puitteet organisaation ja toiminnan järjestelemiselle, on osakeyhtiölaki. Tässä laissa määritellään yhtiön toimielimet, niiden vastuut ja tehtävät sekä niiden keskinäiset suhteet. Myös osakkeenomistajien näkökulmasta tuo laki on keskeinen, sillä se sisältää säännökset osakkeisiin liittyvistä oikeuksista. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020)



Kuva 1. Hallintomalli osakeyhtiöissä

Yhtiökokous on yhtiön päättävin päätöksentekuelin. Yhtiökokouksessa osakkeenomistajat voivat käyttää päätösvaltaansa. Varsinainen yhtiökokous on pidettävä kerran vuodessa ja siellä käsitellään laissa tai yhtiöjärjestyksessä määrättyjä asioita, joita voivat olla hallituksen jäsenten tai tilintarkastajan valinta, heidän palkkionsa, tai esimerkiksi varojen jakamisesta päättäminen. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020)

Yhtiön hallitus puolestaan vastaa yhtiön hallinnosta ja sen asianmukaisesta järjestämisestä. Hallituksen jäsenet on valittu yhtiökokouksessa. Tavallisimmin suomalaisen listayhtiön hallituksessa on jäseniä kolmesta kymmeneen ja valtaosa niistä on yhtiön toimivaan johtoon kuulumattomia henkilöitä. Hallituksen keskeisimpiä tehtäviä on toimitusjohtajan valitseminen ja tärkeimmät päätökset liiketoiminnan kannalta esimerkiksi yrityskaupat, investoinnit tai rahoitusjärjestelyt. Hallitus myös vastaa siitä, että yhtiön kirjanpito ja varainhoidon valvonta on asianmukaisesti ja lain edellyttämällä tavalla järjestetty. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020)

Hallituksen puheenjohtaja vastaa hallituksen työn organisoinnista eli muun muassa siitä, että hallitus kokoontuu tarvittaessa ja että hallituksessa tehdyt päätökset kirjataan. Hallituksen puheenjohtaja myös tukee toimitusjohtajaa työssään ja tarvittaessa edustaa yhtiötä. Hallituksen puheenjohtajan tehtäviä ei ole kuitenkaan määrätty tarkasti osakeyhtiölaissa ja siitä syystä hallituksen puheenjohtajan tehtävät ja rooli voivat vaihdella yhtiöittäin. Puheenjohtaja valitaan hallituksen keskuudesta, ellei yhtiöjärjestyksessä ole muuta määrätty tai mikäli hallitusta valitessa ei ole päätetty toisin. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020)

Hallituksessa päätetään toimitusjohtajan valinnasta, hänen palkkioistaan ja tarvittaessa tehdään päätös myös erottamisesta. Toimitusjohtajan tehtävänä on vastata yhtiön operatiivisesta toiminnasta. Tämä tarkoittaa sitä, että toimitusjohtaja organisoii yhtiön toimintaa, toteuttaa merkittäviä päätöksiä yhtiössä, neuvottelee ja edustaa yhtiötä. Osakeyhtiölain mukaan myös toimitusjohtaja vastaa siitä, että yhtiön kirjanpito on järjestetty lain edellyttämällä tavalla ja varainhoito järjestetään luotettavasti. Tavallisimmin yhtiössä on myös johtoryhmä tukemassa toimitusjohtajaa, mutta se ei kuitenkaan ole osakeyhtiölain mukainen toimielin. Yhtiökokouksessa valitun tilintarkastajan asema on tärkeä osakkeenomistajien kannalta, sillä sen avulla he saavat riippumattoman lausunnon yhtiön taloudellisesta tilanteesta, toimintakertomuksesta sekä hallinnosta. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020)

2.1.11 Yrityksen hallintojärjestelmä

Kaikilla yrityksillä riippumatta niiden koosta tai iästä katsotaan olevan kaksi toisiaan täydentävää järjestelmää, jotka ovat tuotantojärjestelmä ja hallintojärjestelmä. Tuotantojärjestelmä koostuu yhtiön liiketoiminnoista, joissa yhtiö käyttää resursseja tuottaakseen tuotteita tai palveluita markkinoille. Organisoituja tuotantojärjestelmän toimintoja ovat muun muassa markkinointi, hankinta, operointi, logistiikka ja myynti. Tuotantojärjestelmän painopiste on hallita yhtiön panosresursseja ja suunnitella niiden tehokasta käyttöä. Hallintojärjestelmä jakaa oikeudet ja vastuut eri panosresurssien tarjoajien kesken ja antaa yleensä talousresurssin tarjoajalle vallan tehdä päätöksiä ja valvoa yrityksen suuntaa. Hallinnoinnin pääpainopiste on yleensä kriittisten resurssien käytön määrittämisessä ja eri resurssien tarjoajien, joilla voi mahdollisesti olla erilaiset tavoitteet, välisten ristiriitojen ratkaisemisessa. (Gabrielsson, 2017)

Yrityksillä hallintojärjestelmässä on sekä ulkoisia että sisäisiä mekanismeja. Ulkoisiin mekanismeihin kuuluvat muun muassa kilpailu hyödykemarkkinoilla, valtion lainsäädäntö, työmarkkinat ja julkisuus. Sisäiset mekanismit koostuvat hallituksesta, tilintarkastuksesta ja yritysjohdon palkitsemisjärjestelmistä. (Gabrielsson, 2017)

2.1.12 Agentti- ja resurssiriippuvuusteoria

Hallintojärjestelmää voidaan tarkastella kahden eri teorian kautta. Teorioita ovat agenttiteoria eli Agency Theory ja resurssiriippuvuusteoria eli Resource Dependence Theory. Taulukossa 3 on esitetty agenttiteorian ja resurssiriippuvuusteorian keskeisimmät näkökulmat, ja niiden eroavaisuuksia on arvioitu riveillä esitettyjen teemojen mukaisesti. Hallituksen rooli agenttiteorian mukaan keskittyy yhtiön kontrolloimiseen ja valvontaan, joten teorian määrittämä tarkoitus on siis agentin eli yhtiön johdon valvonta. Resurssiriippuvuusteorian mukaan taas hallituksen roolina on toimia linkkinä ja mahdollistajana organisaation ulkopuolisiin resursseihin. Teorian määrittämä tarkoitus on siten hankkia yhtiölle tarvittavia resursseja. (Gabrielsson, 2017)

Teorioiden eroavaisuudet johtuvat niiden eri alkuperistä. Agenttiteorian alkuperä on taloudessa ja rahoituksessa, kun taas resurssiriippuvuusteorian alkuperä on organisaatioteoriassa ja

sosiologiassa. Agenttiteoriassa katsotaan, että agentti palvelee omia lähtökohtiaan. Esimerkiksi johto pyrkii vain maksimoimaan omat hyötynsä, kun taas resurssiriippuvuusteoriassa nähdään toimijat palvelemissa koko verkostoa. Johtamisen orientaatio agenttiteorian mukaan keskittyy valvontaan ja resurssiriippuvuusteorian mukaan vuorovaikutukseen yhtiön ulkoisen verkoston kanssa. (Gabrielsson, 2017)

Taulukko 3. Teoreettinen näkökulma

Teoreettinen näkökulma	Agenttiteoria	Resurssiriippuvuusteoria
Hallituksen rooli	Kontrolli ja valvonta	Linkittäminen ja mahdollistaminen
Teorian määrittämä tarkoitus	Agentin valvonta	Resurssien hankkiminen
Teorian alkuperä	Talous ja rahoitus	Organisaatioteoria, sosiologia
Toiminta	Agentti palvelee omia lähtökohtiaan	Palvelee verkostoa
Johtamisen orientaatio	Valvonnassa	Vuorovaikutuksessa ulkopuolisen verkoston kanssa

Taloustieteilijöiden tutkiessa riskienhallintaa 60-70 -luvulla ongelmaksi kuvattiin tilannetta, joka syntyy, kun yhteistyössä olevilla toimijoilla muodostuu erilaisia asenteita riskejä kohtaan ja heillä on erilaiset tavoitteet. Agenttiteorian mukaisessa yhteistyösuhteessa olevia osapuolia kutsutaan päämieheksi ja agentiksi. Päämies delegoi tehtävän agentille, joka suorittaa tämän tehtävän. Ensimmäinen ongelma syntyy, kun päämiehen ja agentin tavoitteet ovat ristiriidassa ja päämiehen on vaikea tai kallista varmistaa mitä agentti todella tekee ja hänen on vaikea siten varmistaa, onko agentti toiminut sovitusti. Toinen ongelma liittyy riskinjakoon. Kun päämiehellä ja agentilla on erilainen asenne riskejä kohtaan, voi agentti suosia erilaisia toimia erilaisten riskipreferenssien vuoksi, joihin päämies ei olisi halukas. (Eisenhardt, 1989)

Agenttiteoriaa on käytetty laajasti organisaatioiden tutkimisessa ja se vahvistaa kannustimien ja oman edun merkityksen organisaatioiden ajattelussa. Agenttiteoria antaa myös kaksi merkittävää panosta organisaatioiden ajatteluun, jotka ovat näkemys informaatiosta ja

riskivaikutuksista. Informaatiota pidetään hyödykkeenä, sillä on hinta ja sitä voidaan ostaa. Tämä nostaa tietojärjestelmät ja niiden muodollisen aseman tärkeään rooliin, koska organisaatiot voivat investoida järjestelmiin hallitakseen agenttien opportunistisia. Riskivaikutus liittyy siihen, että organisaation tulevaisuuden oletetaan olevan epävarma. Tulevaisuuden voidaan katsoa tuovan hyviä voittoja, konkurssin tai jotain niiden väliltä. Agenttiteoria laajentaa organisaation ajattelua tulosepävarmuudesta niiden sisältämiin riskeihin tarkastelemaan riskien ja tuottojen välisiä kompromisseja. (Eisenhardt, 1989)

Agenttiteoriassa hallituksen jäsenen tärkein pätevyys on riippumattomuus siten, ettei heillä olisi mitään henkilökohtaisia tai ammatillisia siteitä yhtiöön tai sen johtoon. Jäsenillä, jotka eivät ole riippumattomia katsotaan olevan vähemmän kannustimia valvoa toimitusjohtajaa ja muuta johtoa. Toisaalta hallituksen palkitseminen vaikuttaa heikentävästi jäsenen pätevyyteen olla riippumaton, joka voi mahdollistaa johdon toteuttaa pitkän aikavälin opportunistisia ja riskipitoisia suunnitelmia. Agenttiteoria keskittyy yhtiön sisäiseen, etenkin hallituksen ja johdon väliseen suhteeseen. Se korostaa valppaana olevaa, pääosin ulkopuolisista jäsenistä koostuvaa riippumatonta hallitusta, joka voi suojata osakkeenomistajia johdon mahdolliselta oman edun tavoittelulta. (Gabrielsson, 2017)

Resurssiriippuvuusteoria yrittää selittää organisaation kriittisten sisäisten ja ulkoisten resurssien riippuvuutta. Sen juuret ovat 60-luvun organisaatiotutkimuksessa. Teoriassa on kolme ydinajatusta, jotka ovat sosiaalinen konteksti, organisaatioiden strategiat itsenäisyyden lisäämiseksi ja etujen ajamiseksi sekä vallan tärkeys organisaatioiden ulkoisten ja sisäisten toimintojen ymmärtämiseksi. Resurssiriippuvuusteorian tunnusmerkeiksi voidaan kuvata vallan käyttäminen ja organisaatioiden käytettävissä olevien taktiikkojen tarkka määrittely. Tämä erottaa sen muista lähestymistavoista. (Davis & Cobb, 2010)

Yhtiön hallinnon näkökulmasta resurssiriippuvuusteoriaa on käytetty käsitteellistämään kuinka hallituksen jäsenet voivat auttaa yritystä saamaan sille kriittisiä resursseja ja ylläpitämään niitä. Hallitus ja yhtiön johto katsotaan olevan kriittisessä roolissa koska se arvio ja valitsee yhtiölle tärkeitä ulkopuolisia kumppaneita, joiden kanssa yritys on riippuvainen toisistaan. Aktiivisen hallituksen odotetaan etenkin yrittäjävetoisessa yrityksessä vähentävän riippuvuutta yrityksen ja satunnaisten ulkoisten tekijöiden välillä. Ulkopuolisten hallitusten jäsenten on nähty vaikuttavan yhtiön verkostoitumiseen positiivisesti. Suuremmat hallitukset, joissa on

ulkopuolisia jäseniä, nähdään johtavan hallituksen korkeampaan osallistumiseen ulkopuolisten resurssien hankkimiseen ja myös korkeampaan taloudelliseen suorituskykyyn. (Gabrielsson, 2017)

2.2 Pääomasijoittaminen

2.2.1 Pääomasijoitustoiminta

”Pääomasijoittaminen voidaan määritellä suhteellisen lyhytaikaisten sijoitusten tekemiseksi kehittämiskelpoisiin listaamattomiin – tai pääosin listaamattomiin yrityksiin – siinä toivossa, että tehty sijoitus voidaan realisoida voitolla tietyn ajanjakson kuluttua” (Hidén & Tähtinen, 2005, Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta s. 15). Kyse on siis suhteellisen lyhyen, usein muutaman vuoden, sijoituksista pääosin listaamattomiin yrityksiin. Tämän sijoitusjakson aikana pääomasijoittaja pyrkii myötävaikuttamaan sijoituskohteen kasvuun ja kannattavuuteen siten, että yrityksen arvo kasvaisi. Usein pääomasijoittaja osallistuu aktiivisesti yhtiön kehittämiseen muun muassa hallitustyöskentelyn kautta sekä tuomalla yhtiön käyttöön omat verkostonsa ja järjestää yhtiölle rahoitusta. Parhaimmassa tapauksessa yhtiön arvo kasvaa pääomasijoittajan omistuksen aikana ja pääomasijoittaja saa realisoitua arvonnousun myymällä omistuksensa joko yksityisellä osakekaupalla tai listautumalla julkisen arvopaperipörssin kautta. Huonoimmassa tapauksessa yhtiön kehitys ei mene suunnitellusti ja edessä voi olla sijoituskohteena olevan yhtiön purkaminen tai konkurssi. Tällöin pääomasijoittaja menettää koko sijoituksensa.

Pääomasijoittaminen voidaan jakaa kolmeen eri käsitteen alle. Private Equity on yläkäsite, jolla tarkoitetaan listaamattomiin yrityksiin tehtäviä sijoituksia, mutta pääosin suuremman kokoluokan sijoituksiin kuten Buy Out, Management Buy Out ja Management Buy In ja Public to Private -tyyppisiin järjestelyihin. Yleisesti pääomasijoittajista puhuttaessa kuulee usein termin Venture Capital, joka kuuluu pääomasijoittamiseen ja Private Equity -sijoitusluokkaan, mutta sillä tarkoitetaan pääosin alku- ja kasvuvaiheessa oleviin yrityksiin tehtäviä sijoituksia, joita kutsutaan StartUp -sijoituksiksi. Seed Capital tarkoittaa sijoituksia käynnistysvaiheessa oleviin yrityksiin, joilla ei ole vielä kassavirtaa.

Yksityishenkilöt eivät yleensä pääse sijoittamaan suoraan pääomasijoituksiin johtuen niiden korkeista vähimmäissijoitusmääristä. Ammattimaisille sijoittajille Private Equity on yksi sijoitusluokka muiden joukossa ja hyvin kiinnostava sen korkean tuottopotentialin ja sijoitussalkun hajautusmahdollisuuksien vuoksi. Vuonna 2018 pääomasijoitukset tuottivat noin 17 prosentin vuosituottoa ja oli yksi tuottoisimmista omaisuusluokista rahastosijoittajille. (Pääomasijoittajat ry, 2022)

Pääomasijoittajat perustavat yleensä rahaston, johon etsivät ulkopuolisia sijoittajia. Nämä sijoittajat ovat ammattimaisia yleensä institutionaalisia sijoittajia kuten eläkevakuutusyhtiöitä, vakuutusyhtiöitä, sijoitusyhtiöitä kuten Family Officeja ja Private Equity -rahastoihin sijoittavia rahastoja, joita kutsutaan rahastojen rahastoiksi. Pääomasijoittaja ja rahastosijoittajat tekevät rahaston sijoitussopimuksen, jossa sovitaan muun muassa rahaston toiminnasta, sijoitusten tekemisestä, tuotonjaosta ja hallinnoinnista. Suomessa rahastot perustetaan usein kommandiittiyhtiöiksi. Pääomasijoittaja toimii äänellisenä yhtiömiehenä ja sijoittajat äänettöminä yhtiömiehinä. Pääomasijoittaja hallintayhtiö saa rahaston hallinnoinnista sopimuksesta riippuen noin kaksi prosenttia hallinnointipalkkiota rahaston pääomasta, jonka lisäksi, rahaston Carried Interest eli minimituoton ja kulujen jälkeen, noin 20 prosenttia rahaston tuotosta. Loput 80 prosenttia ja Carried Interest muodostavat sijoittajan tuoton rahastosta sijoittamalleen pääomalle. (Hidén & Tähtinen, 2005)

2.2.2 Pääomasijoitusrahastot ja buyout-rahaston sijoitustavat

Pääomarahastot voidaan jakaa toiminnan ja sijoitusstrategioiden mukaisesti. Yleensä pääomasijoitusrahastot ovat Closed-end eli suljettuja rahastoja, joilla on ennalta sovittu toimikausi, joka on yleensä noin 10 vuotta kahden vuoden jatkomahdollisuudella. Sijoittajia otetaan rahastoon mukaan Fund Raising eli varainkeruun aikana, joka kestää tyypillisesti kuudesta kuukaudesta vuoteen. Tämän jälkeen rahasto suljetaan ja rahastoon ei voida ottaa enää uusia sijoittajia tai pääomaa.

Evergreen-rahastot ovat vastakohta määräajaksi perustetuille suljetuille rahastoille. Evergreen-rahasto toimii ennalta määräämättömän ajan ja sen sijoittajilla on mahdollisuus irtaantua rahaston omistuksestaan. Ne ovat vaihtuvapääomaisia ja avoimia Evergreen-rahastoja säätelee sijoitusrahastolaki. Fund of funds eli rahastojen rahastot sijoittavat muihin pääomarahastoihin.

Sen hyödyt liittyvät pääosin hajauttamiseen. Kuten pääomarahastokin voi hajauttaa sijoituksiaan maantieteellisesti, toimialoittain ja eri yhtiöiden kehitysvaiheiden mukaisesti, voi rahastojen rahasto lisäksi hajauttaa sijoittamalla useiden eri hallintayhtiöiden eli pääomasijoittajien rahastoihin. Feeder funds eli syöttörahastot ovat rakenteeltaan kuten rahastojen rahastot, mutta ne on usein perustettu välikappaleeksi rahastoon sijoittamista varten. Syynä voi olla esimerkiksi rahaston korkea vähimmäissijoituksen pääomavaatimus, jolloin sijoitukset eri sijoittajilta voidaan kerätä syöttörahaston avulla yhdeksi sijoitukseksi rahastoon. Usein myös sijoitusrahastoyhtiön henkilökunnan sijoitukset hallinnoitavaan rahastoon on tehty tämän kaltaisen syöttörahaston rakenteen kautta. (Hidén & Tähtinen, 2005)

Buyout-rahastot hankkivat yrityksistä määräysvaltaosuuksia, yleensä suoralla osakekaupalla ostamalla osake-enemmistön vanhoilta omistajilta. Määräysvaltaisuus tarvitaan kohdeyritysten taloudellisten, hallinnollisten ja toiminnallisten ominaisuuksien uudelleenjärjestelemiseksi. Tyypillisesti pääomasijoitusrahasto hallitsee suurinta osaa kohdeyhtiön äänivallasta. Tämän ei tarvitse kuitenkaan olla 100 prosenttia vaan äänienemmistöksi riittää yli 50 prosenttia äänivallasta. Silloin se voi sanella strategisia ja operatiivisia päätöksiä hallituksen kautta. Joissain tapauksissa pääomasijoitusrahastolla voi olla myös alle 50 prosenttia äänistä, mutta kontrolli on annettu pääomarahastolle esimerkiksi sopimalla muiden omistajien kanssa päätösvallan antamisesta pääomarahastolle osakkaiden välisellä sopimuksella. Kontrollin avulla pääomasijoitusrahasto voi käyttää vierasta pääomaa vipuvaikutuksena yhtiön pääomarakenteeseen, laajentaa tai korvata nykyistä johtoryhmää ja järjestää uudelleen hallinto- ja raportointirakenteita sijoitusjakson aikana. (Zeisberger et al., 2017)

Kohdeyhtiön kontrollointi on tärkeää pääomarahastolle etenkin sijoituskohteesta irtautumisen suunnittelun kannalta, koska se voi käynnistää tarvittavat hallinnon muutokset, varmistaa strategian toimeenpanon ja hyväksyä mahdollisesti tarvittavaa lisärahoitusta strategian toteuttamiseksi, että yhtiöstä voidaan saada paras hinta siitä irtaantuessa. Kontrollielementistä huolimatta buyout-rahastojen hallinnon on työskenneltävä laajasti ja ennakoivasti eri sidosryhmien kanssa yhtiön johdosta velkarahan tarjoajiin, jotta he voivat edistää arvon luomista sijoituskohteessa. Kolme osaa määrittelee ostostrategian: osakepääoman hallinta, velkavipu ja taloudellinen linjaus. (Zeisberger et al., 2017)

Buyout-rahastot käyttävät usein merkittävää määrää vierasta pääomaa saadakseen sijoitukselle korkeampaa tuottoa. Tällaista järjestelyä kutsutaan nimellä Leverage Buyout (LBO). Järjestelyjen ajoituksella on suurta merkitystä ja talouden nousu- ja laskusuhdanteet vaikuttavat buyout-rahastojen tuottoihin ja mahdollisuuksiin toteuttaa järjestelyjä. (Kaplan & Strömberg, 2009)

Buyout-rahastot keskittyvät omistusmuodoiltaan erilaisiin yrityksiin kuten yksityisiin, julkisesti noteerattuihin, suuryhtiön erillisiin liiketoimintoihin ja toimintoihin, jotka ovat myynnissä valtiollisella taholla. Oston kohteena olevien yritysten kriteerinä on yleensä kyky tuottaa riittävää kassavirtaa oston rahoituksen takaisinmaksuun ja niillä tulee olla riittävä markkina-asema. Tästä huolimatta eri taustasta eli sijoituskohteen tyypistä riippuen buyout-rahastolla on erilaisia arvonluontikeinoja tuottaa lisäarvoa kohdeyhtiössä. Yleisimmät sijoituskohteiden tyypit voidaan jakaa viiteen eri kategoriaan niiden alkuperän mukaisesti kuten taulukossa 4. Arvonluontikeinot on pisteytetty 1-3 siten, että 1 kuvaa vähäistä vaikutusta ja 3 voimakasta vaikutusta.

Taulukko 4. Buyout sijoitustyypit ja arvonluontikeinojen vaikutus

	Public to Private	Carve- Out	Privatization	Family Businesses	Secondary Buyout
Strategian uudelleenjärjestely	2	2	3	2	2
Toiminnallinen uudelleenjärjestely	2	2	3	2	1
Ammatillistaminen	1	1	2	3	1
Hallintorakenteen strukturointi	2	2	3	3	1
Edustajariskin vähentäminen	3	2	3	1	1
Rahoitus	1	3	2	2	1

Public to Private tarkoittaa sijoitustyyppiä, jossa buyout-rahasto ostaa julkisesti noteeratun yrityksen ja yksityistää sen omistuksen. Pääasiallinen syy yksityistämiseksi on edustaja- (agentti) riskin vähentäminen. Tämä johtuu usein heikosta etujen yhteensovittamisesta johdon ja omistajien välillä. Yhden pääomistajan alaisuudessa yhtiön ja johdon edut on helpompi sovittaa yhteen ja lisätä johdon vastuullisuutta. Yrityksen poistaminen pörssistä vähentää myös raportoinnin ja viestinnän kustannuksia. (Zeisberger et al., 2017)

Carve-Out sijoitustyyppissä buyout-sijoittaja ostaa suuremman yhtiön tytäryhtiön, divisioonan tai liiketoimintayksikön ja perustaa sen itsenäiseksi yritykseksi. Näin voidaan rakentaa kannattava rakenne kasvattaa liiketoimintaa, joka ei ole enää sen aiemman omistajan strategian ydin. Nämä liiketoiminnot eivät yleensä ole ylimmän johdon huomiolla eivätkä ne ole saaneet riittävää rahoitusta tai osaamista suhteessa muihin liiketoimintayksiköihin. Carve-Out sijoitustyyppissä buyout-sijoittaja tyypillisesti lisää arvoa strategisella uudelleenjärjestelyllä, perustamalla uuden hallintorakenteen ja tarjoamalla riittävää rahoitusta toiminnan kasvattamiseen. (Zeisberger et al., 2017)

Privatization tarjoaa buyout-sijoittajalle mahdollisuuden ostaa julkisen laitoksen tai valtion hallinnoiman toiminnon. Buyout-sijoittaja voi kasvattaa lisäarvoa päivittämällä yhtiön liiketoimintamallia, vähentämällä julkisille laitoksille tyypillistä tehottomuutta, tarjoamalla resursseja toiminnan kehittämiseen ja keskittämällä johtamisen voiton maksimointiin. (Zeisberger et al., 2017)

Family Business eli perheyhtiöt ovat buyout-sijoittajalle hyviä sijoitusmahdollisuuksia, koska sijoittajan ulkopuoliset johtoryhmät voivat hyvin nopeasti ammattimaistaa yritystä. Yleensä perheyhtiöissä valta on keskittynyt yhdelle tai useammalle henkilölle, joten yhtiön hallintojärjestelmää tulee usein päivittää ja rakentaa yhtiön hallinnosta erillinen perheomistuksen hallinnointiin tarkoitettu perheneuvosto. Johdon ammattimaistaminen auttaa vähentämään henkilökohtaisiin suhteisiin liittyviä siteitä ja tasapainottamaan operatiivista toimintaa. Buyout-sijoittajat voivat tuottaa lisäarvoa luomalla vahvoja brändejä, hyödyntämällä perheomistuksessa muodostettuja suhteita ja päivittämällä vanhentuneita strategioita. On hyvä huomata, että uuden omistuksen myötä perheyhtiön positiiviset ominaisuudet kuten läheiset verkostot, työntekijöiden uskollisuus perhettä kohtaan ja vahva yrityskulttuuri voivat heikentyä. (Zeisberger et al., 2017)

Secondary buyout tarkoittaa toisen buyout-rahaston hallinnoiman portfolioyhtiön ostamista. Vaikka toinen sijoittaja on jo todennäköisesti hyödyntänyt monia arvonluontimahdollisuuksia voi ostava buyout-sijoittaja tuoda ainutlaatuisen yhdistelmän osaamista, tietoa ja taitoja omasta verkostostaan ajaakseen uusia strategisia aloitteita yrityksessä. Lisäksi rahoituksen saaminen saadaan turvattua, koska johto on näyttänyt kykynsä toteuttaa strategiaa ja yhtiö on pystynyt lyhentämään aiemman sijoittajan järjestelemää rahoitusta. (Zeisberger et al., 2017)

Johtoryhmillä on suuri merkitys buyout-sijoituksissa. Yhtiön määräysvallassa oleva buyout-sijoittaja voi määritellä mikä olisi kokoonpanoltaan sopivin hallitus ja johtoryhmä toteuttamaan sijoittajan suunnitelmaa. Riippuen johtoryhmien aktiivisuudesta ja osallistumisesta kohdeyhtiön hankintaprosessiin voidaan tunnistaa kolme eri johtoryhmän tyyppiä, jotka ovat Management Buyout (MBO), Management Buy-In (MBI) ja Institutional Buyout (IBO). (Zeisberger et al., 2017)

Management Buyout (MBO) kuvaa yhtiön vakiintunutta johtoryhmää, joka käynnistää yritysostoneuvottelut yhdessä buyout-rahaston kanssa. Sijoittaja hyödyntää johdon osaamista ja kokemusta arvioidessaan kohdeyritystä, joka tarjoaa selkeän edun mahdollisesti muihin kiinnostuneisiin osapuoliin verrattuna. Hankintaprosessia johtaa usein johtoryhmä yhdessä buyout-rahaston kanssa. (Zeisberger et al., 2017)

Management Buy-In (MBI) kuvaa ulkoista johtoryhmää, joka tekee yhteistyötä buyout-rahaston kanssa ostaakseen kohdeyrityksen. Uuden johtoryhmän on tarkoitus korvata yrityskaupan jälkeä aiempi johto. Buyout-rahastot työskentelevät ja arvoivat useita hankkeita menestyneiden johtoryhmien kanssa. MBI-järjestelyissä voi olla hyvä kasvupotentiaali, mutta tyypillisesti liiketoimintamallista voi puuttua tehokas hallinta ja kohdeyhtiön tarkastus eli Due Diligence-prosessi kestää kauemmin kuin MBO-järjestelyssä, koska ostajat eivät voi hyödyntää nykyisen johdon näkemyksiä. (Zeisberger et al., 2017)

Institutional Buyout (IBO) -järjestelyssä buyout-rahasto aloittaa neuvottelut ilman vakiintuneen tai ulkoisen johtoryhmän tukea. Buyout-rahasto neuvottelee nykyisen omistajan kanssa ilman johdon tukea, kunnes kaupan ehdoista on sovittu. Buyout-rahasto päättää myöhemmin pyrkiikö se pitämään nykyisen johdon, vahvistamaan sen osaamista uusilla henkilövalinnoilla tai

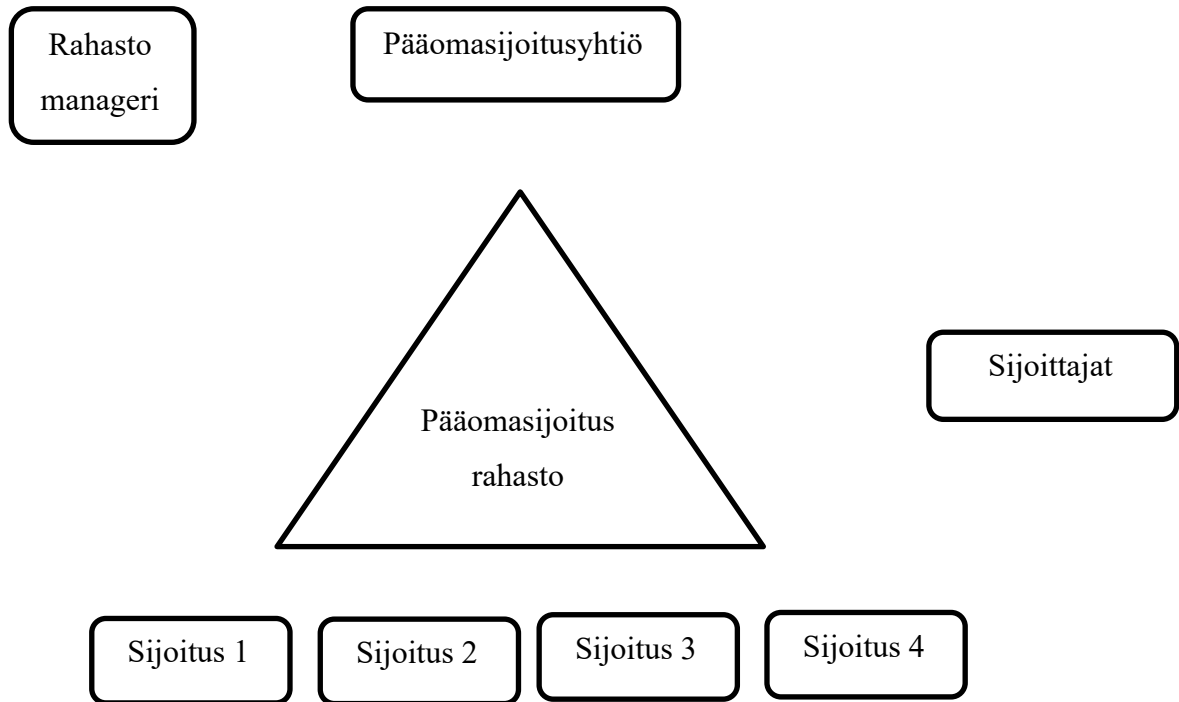
pyrkiikö se vaihtamaan johtoryhmän osittain tai kokonaan. Institutional Buyout on kaikista yleisin sekä keskikokoisissa että suurissa järjestelyissä. (Zeisberger et al., 2017)

Buyout-sijoittaja rakentaa ostettavan kohteen hallintorakenteen usein siten, että kohdeyhtiön johtajat saavat voimakkaita taloudellisia kannustimia yhtiön vähemmistöosakkaina. Vastuullisella osakkaalla, eli buyout-sijoittajalla on voimakas kannustin valvoa ja pyrkiä ratkaisemaan kaikki buyout-sijoittajan ja ulkopuolisten osakkaiden riskin ja tuoton jakamiseen liittyvät asiat etukäteen. Tällä on ollut vaikutusta joihinkin teoreettikkoihin, jotka ehdottavatkin agenttiteorian mukaisesti buyout-sijoittajan omistamista vahvana rakenteellisena ratkaisuna erotetun omistuksen ja hallinnan ongelmaan. Toisaalta sijoituskohteiden huono likviditeetti heikentää buyout-omistamista yleisenä ratkaisuna agentti ja päämies -ongelmaan. (Bratton, 2008)

Lisäksi buyout-rahastot sijoittavat myös muilla strategioilla. Eräs esimerkki on niin kutsutut turnaround-hankkeet, joissa pääomasijoittaja hankkii heikosti kannattavan tai tappiollisen yrityksen hallintaansa ja pyrkii strategiaa voimakkaasti muuttamalla saamaan yrityksestä kannattavan lyhyellä aikavälillä. Kohdeyhtiöllä voi olla esimerkiksi jokin kannattava osa, jolloin kannattamattomasta liiketoiminnasta luopuminen voi kasvattaa yhtiön arvoa. Tällaiset hankkeet eivät kuulu buyout-sijoittajan normaaleihin toimintamalleihin, koska buyout-sijoituksissa käytetään yleensä merkittävästi vierasta pääomaa, jolloin kannattamattomiin yrityksiin ei lähtökohtaisesti voida sijoittaa. Turnaround ja muut sijoitusstrategiat on sen vuoksi rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

2.2.3 Pääomarahaston hallinnon rakenne

Pääomarahaston rakenne koostuu pääomasijoitusyhtiöstä, joka toimii rahaston hallinnointiyhtiönä. Suomessa rahastot ovat usein perustettu kommandiittiyhtiöiksi, jotka toimivat verotuksellisesti läpivirtausyksikköinä sijoittajille. Pääomasijoitusyhtiö toimii rahaston äänellisenä yhtiömiehenä (General Partner) ja sijoittajat äänettöminä yhtiömiehinä (Limited Partner). Pääomasijoitusyhtiö ja sijoittajat tekevät rahastosopimuksen, joka määrittelee rahaston koon, sijoitusstrategian, voitonjaon ja hallinnointipalkkiot. Rahastosopimus sisältää usein myös sijoitusten tekemiseen liittyviä rajoituksia esimerkiksi kuinka suuri voi yksi sijoitus olla koko rahaston kokoon nähden. (Hidén & Tähtinen, 2005)



Kuva 2. Pääomasijoitusrahaston rakenne

2.3 Yrityskaupat

2.3.1 Yrityskaupan prosessi

Yrityskauppaa voidaan pitää hyvin monitahoisena ja monivaiheisena tapahtumana. Ne ovat kuitenkin strategisia ja yksittäisiä tapahtumia. Yrityskaupalle tärkein strateginen tehtävä on luoda arvoa ja parantaa ostavan yrityksen strategista asemaa. Monille yrittäjille voi olla houkutteleva vaihtoehto toteuttaa välttämätöntä strategista uudistumista yrityskaupoilla, sillä se luo mahdollisuuksia ja antaa työkaluja järjestää resurssejaan uudelleen. Toisin kuin yleensä ajatellaan, pienemmät yritykset toteuttavatkin yrityskaupoista suurimman osan. (Tall, 2014)

Yritysten johdolle jokainen yrityskauppa on omanlaisensa prosessi ja siksi jokainen tilanne on erilainen. Yrityskauppa poikkeaa piirteiltään paljon yrityksen muista prosesseista ja siihen tarvittavat neuvottelutaidot eroavat siitä, mitä tavallisimmin tarvitaan liiketoiminnan johtamiseen yrityskauppojen jälkeen. Yrityskauppaa voidaan kuitenkin tarkastella samanlaisena tapahtumana kuin muitakin yrityksen investointiprojekteja, vaikkakin se eroaa yrityksen tavanomaisesta investointipäätöksestä. Yrityskauppaprosessia voidaan pitää ennen kaikkea oppimisprosessina, jossa opitaan sekä yksittäisestä yrityskaupasta kuin koko yrityskauppaprosessista ylipäänsä. Yrityskauppaprosessissa on joidenkin mukaan kolme eri vaihetta: tapahtumat ennen yrityskauppaa, itse yrityskauppa ja aika yrityskaupan jälkeen. Toisaalta joidenkin mukaan se jaetaan vain kahteen vaiheeseen, jolloin itse yrityskauppa eli omistajanvaihdos jää pois, sillä tämä on vain hetkellinen juridinen vaihe. Toisaalta yrityskauppaprosessia voidaan jakaa jopa neljään tai viiteen vaiheeseen, jossa prosessia on pilkottu aina potentiaalisten ostokohteiden tunnistamisesta ja ensimmäisestä yhteydenotosta aina epävirallisiin keskusteluihin ja lopulta toimeenpanoon asti. (Tall, 2014)

Yrityskauppojen olemukseen kuuluu ennen kaikkea uudistuminen. Sen avulla voidaan toteuttaa strategiaa, mutta on tärkeää ymmärtää, että yrityskauppa itsessään ei ole strategia. Yrityskauppoihin suhtaudutaan usein monin eri tavoin. Henkilöstön kielteiset ja myönteiset reaktiot yrityskauppaan tekee yrityskauppojen läpiviemisestä toisinaan haasteellisen. Sanotaankin, että yrityskaupat ovat usein yrityksen koetinkivi, joka paljastaa päätöksenteon ja johtamisen kyvykkyyden yrityksessä. Usein, yrityskaupasta kertynyt kokemus lisää todennäköisyyttä uusille yrityskaupoille yrityksessä. (Tall, 2014)

Ostokohteen arvo riippuu ostajasta. Yrityksen arvonmääritys on subjektiivinen ja epätarkka toimenpide, mutta siitä huolimatta perusedellytys yrityskaupalla on se, että ostajan ja myyjän näkemys hinnasta kohtaavat. On myös hyvä tiedostaa, että pelkästään taloudellisiin seikkoihin jumittaminen rajoittaa toisenlaisten hyötyjen saamista yrityskaupasta. (Tall, 2014)

Yrityksoston motiiveja on tunnistettu jo 1950-luvulta lähtien. Yrityksoston motiiveina voidaan nähdä esimerkiksi uudistuminen, synergiahyödyt, markkina-aseman kasvattaminen tai kilpailuetujen hankkiminen. Motiivina yrityksostolle voi olla useat eri tekijät ja ne voivat olla toisiinsa sidoksissa. Yrityskaupan onnistumisesta tai siihen liittyvistä haasteista on tehty paljon erilaisia tutkimuksia. Olennaista yrityskaupassa onnistumisessa on sen tavoitteena olevien strategisten kyvykkyyksien säilyttäminen, siirtäminen ja soveltaminen. Ensiarvoista on myös se, että yrityksen johto ymmärtää kaupassa tavoiteltavien hyötyjen lähteet, luonteen, ennustettavuuden ja ajoituksen. (Tall, 2014)

Yksi iso haaste ja toisaalta epäonnistumisen syy on se, että yritysjohtajat nojaavat liikaa heidän omiin aiempiin yrityskauppakokemuksiinsa. Yrityskaupoissa ei välttämättä osata esimerkiksi soveltaa aikaisempia kokemuksia uuteen tilanteeseen vaan nähdään, että sama toimintamalli käy kaikkeen. Tällöin yrityskaupassa on mahdollista alisuoriutua eikä sen potentiaalia pystytä hyödyntämään kokonaisuudessaan. Sanotaankin, että yritysjohtajien olisi syytä lähestyä jokaista uutta yrityskauppaa ymmärtäen, että heillä on opittavaa niistä jokaisesta. Yritys on haavoittuvaisimmillaan juuri heti yrityskaupan jälkeen niin ulkoa kuin sisältäkin tulevien tekijöiden suhteen. (Tall, 2014)

Sanotaan, että yrityksoston johtamisessa on neljä erilaista haastetta: varmistua siitä, että yrityksosto tukee uudistusstrategiaa, ostoa edeltävien päätöksentekoprosessin kehittäminen, yrityskaupan jälkeisen integraation johtaminen ja huolehtiminen organisaation oppimisesta oston yhteydessä. Ongelmia voi puolestaan olla luotettavan tiedon saaminen yrityskauppakohteesta ja sen integrointi. Näiden haasteiden helpottamiseksi olisi hyvä luoda oikeanlainen tiimi yrityskauppaa edeltävään vaiheeseen ja hankkia hyviä neuvonantajia. Ostokohteen integrointia ajatellen on myös tärkeää, että ostajayritys on valmisteltu vastaanottamaan ostokohde. Tämän helpottamiseksi voi olla hyvä ajatus esimerkiksi nimittää johtoryhmä johtamaan yhdistämistä. On myös tärkeää vakuuttaa ostettavan yrityksen johto uuden yrityksen eduista ja luoda esimerkiksi hyvät monivuotiset työsopimukset. (Tall, 2014)

Kun on kyse muutoksesta, voi olla, että työntekijöiden vastustus on yksi suurimmista haasteista yrityskaupoissa. Työntekijöille on uutta niin ikään itse uusi johtaja kuin myöskin uudet vallan rakenteet ja toimintatavat. Paras tapa vastata tähän haasteeseen on huolehtia siitä, että henkilöstölle viestitään riittävästi yrityskaupan motiiveista sekä sen tavoitteista. On myös tärkeää, että työntekijät tuntevat, että heitä tarvitaan ja he ovat tärkeitä edelleen uudessakin organisaatiossa. Työntekijöiden tulee pystyä luottamaan uuteen johtoon ja vakuuttua, että uusi organisaatio voi tarjota heille kehittymismahdollisuuksia. Sanotaankin, että yrityskaupan jälkeen johdon yksi vaikeimmista tehtävistä on erilaisten odotusten huomioiminen ja johtaminen. (Tall, 2014)

Avain yrityskauppojen onnistumiseen on huolellinen ja hyvä suunnittelu. Hyvin suunniteltu yrityskauppa pitää sisällään hyvin määritellyn strategian toteuttamisen. Lisäksi on hyvä saada jo alkuvaiheessa selkeä kuva siitä, miten yritykset yhdistetään. Jokaisen yritysoston on tarkoitus luoda lisäarvoa osana strategian toimeenpanoa ja tukea sitä. Yrityksen kyvykkyys toteuttaa yritysostoja koostuu kahdesta tekijästä. Ensimmäinen yritysostoja hyödyntävän ajattelun mallin liittäminen osaksi yrityksen liiketoimintastrategiaa ja toiseksi hioutunut hyvä ostoprosessi, jossa kyetään hyödyntämään yritykseen jo kertynyttä kokemusta. Lisäksi on kyettävä varustautumaan ostoprosessiin laajalla valikoimalla osaamista. Esimerkiksi voi olla järkevää, että prosessissa on mukana asiantuntija, jonka aikaisemman kokemuksen ansiosta välttyään maksamasta ylihintaa ostokohteesta. (Tall, 2014)

Yrityskaupoissa ei tulisi hätäillä. Yleensä yrityskaupoissa ovat menestyneet ne, joilla on käytettävissään kaikki kauppojen toteuttamiseen tarvittava aika eivätkä he epäröi tarvittaessa vetäytyä huonoista yrityskaupoista. On tärkeää tuntea ostokohteensa myös hyvin, sillä sitä helpompaa on johtamisosaamisen siirtäminen. Esimerkiksi yhtiöt, jotka ovat aikaisemmin tehneet yhteistyötä, voivat olla omiaan nivoutumaan yhteen yritysoston jälkeen. Sanotaan myös, että ostokohteen koko voi myös olla merkittävä onnistumistekijä yrityskaupoissa. Joidenkin tutkimusten mukaan parhaan tuloksen ovat saavuttaneet ne, jotka ovat keskittyneet ostokohteina pieniin yrityksiin tai sellaisiin, jotka ovat alle 15 prosenttia ostavan yrityksen koosta. (Tall, 2014)

Yksi varhaisimmista yrityskaupprosessin viitekehysteorioista on vuodelta 2005. Tässä teoriassa prosessi jaotellaan kolmeen eri vaiheeseen. Ennen omistajan vaihdosta on keskiössä

yrityksen ja sen omistajan ominaisuudet, suunnitteleminen ja syyt omistajanvaihdokseen. Omistajanvaihdoksen jälkeen huomion kohteena ovat jatkavan yrityksen ominaisuudet ja itse omistajuuden vaihtuminen. Jälkimmäisessä prosessin osassa omistajanvaihdoksen jälkeen havainnoidaan itse organisaatiota, sen liiketoiminnan tuloksellisuuden muutosta sekä asenteita. Tätä versiota on sittemmin hieman täsmennetty eräässä väitöskirjatutkimuksessa, joka julkaistiin viisi vuotta myöhemmin. Täsmennyksessä versiossa on edelleen kolme vaihetta, mutta ennen omistajanvaihdosta on tutkittu enemmän myös yrityksen resursseja. Itse omistajavaihdoksessa huomion kohteena oli jatkavan kyvykkyyksien lisäksi sen taloudelliset resurssit ja omistajanvaihdoksen jälkeen huomio kiinnitetään yrityksen tuloksellisuuden lisäksi sen uudistumiseen. (Tall, 2014)

Viimeisin tässä tarkastelussa oleva yrityskauppaprosessin viitekehys on vuodelta 2012, joka on peräisin omistajanvaihdostutkimuksesta. Tässä versiossa viitekehys on edelleen kolmessa vaiheessa. Tässä kolmannessa versiossa termistöä on kuitenkin hieman uudistettu ja selkeytetty verrattuna kahteen edelliseen. Tässä vuoden 2012 yrityskauppaprosessin viitekehyksessä sekä myyjä- että ostajayrityksissä on eritelty yrityksen ominaisuudet ja sitten itse yrittäjän ominaisuudet. Pienissä yrityksissä yrittäjällä on aina selkeästi suurempi rooli.

Tämän version ensimmäisessä vaiheessa ennen omistajanvaihdosta tutkitaan ostajia ja myyjiä. Sekä myyjäyrittäjästä että ostavan tahon yrittäjästä halutaan selvittää enenevässä määrin yrittäjän taustoja. Näihin lukeutuu muun muassa kokemus yrityskaupoista ja toimialalta, yrittäjän koulutus, motiivit yrityskauppaan sekä rooli. Yrityksistä puolestaan tutkitaan itse liiketoimintaa, toimintatapaa, resursseja, strategiaa ja yrityksen motiiveja. Yrityskauppaprosessin keskimmaisessä vaiheessa tarkastellaan neuvottelun kulkua, yrityskauppakohteen täsmentymistä, kaupan ehtoja ja hintaa, käytetään ulkopuolisia asiantuntijoita ja suoritetaan itse omistajanvaihdos. Tämän jälkeen, kun yrityskaupat on toteutettu, on keskiössä yrittäjän rooli uudessa yrityksessä ja itse yrityksestä puolestaan tarkastellaan aiemmin mainittuja yrityksen liiketoimintaa, tapoja, resursseja sekä uudistumista. Tämä kolmas versio on kuvattu oheisessa taulukossa. (Tall, 2014)

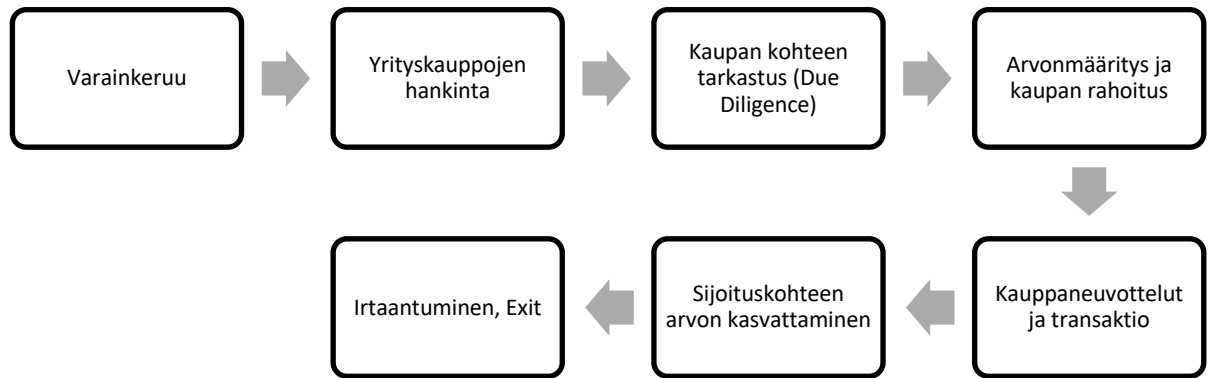
Taulukko 5. Yrityskauppaprosessin viitekehys

Ennen omistajanvaihdosta	Omistajanvaihdos	Omistajanvaihdoksen jälkeen
<p>OSTAJA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Yrittäjä <ul style="list-style-type: none"> • Rooli • Motiivit • Koulutus • Kokemus (yrityskaupoista, toimialalta jne.) 2. Yritys <ul style="list-style-type: none"> • Liiketoiminta • Toimintatavat • Resurssit • Strategia • Motiivit 	<p>YRITYSKAUPPA</p> <ul style="list-style-type: none"> • Neuvottelut • Kaupan kohteen tarkistaminen • Kaupan ehdot • Ulkopuoliset asiantuntijat ja palvelut 	<p>UUSI YRITYS</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Yrittäjä (ostaja) <ul style="list-style-type: none"> • Rooli 2. Yritys (ostajan yritys ja ostokohde) <ul style="list-style-type: none"> • Toimintatapojen ja resurssien uudistaminen • Liiketoiminnan yhdistyminen ja uudistuminen • Strategian uudistuminen
<p>MYYJÄ</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Yrittäjä <ul style="list-style-type: none"> • Rooli • Motiivit • Koulutus • Kokemus (yrityskaupat, toimiala jne.) 2. Yritys <ul style="list-style-type: none"> • Liiketoiminta • Toimintatavat • Resurssit • Strategia • Motiivit 		

2.3.2 Pääomasijoittajan yrityskauppaprosessi

Pääomasijoittajat saavat sijoitusmahdollisuuksista tiedon yleensä omien verkostojensa kautta. Usein aloitteen tekijänä on yritysvälittäjä tai investointipankkiiri, joka esittelee sijoittajalle mahdollisuutta ostaa yritys. MBO- ja MBI- tapauksissa aloitteen tekijänä on toimiva tai uusi

johto, mutta useimmin sijoitusmahdollisuus avautuu, kun vanha omistaja laittaa yrityksen myyntiin. (Katramo, 2013)



Kuva 3. Pääomasijoittajan yrityskauppaprosessi

Tyypillinen pääomasijoittajan sijoitusprosessi alkaa varainkeruusta, jossa hankintaan rahastolle sijoitusstrategian mukaisesti sijoitettavia pääomia ns. sijoitussitoumuksia. Tässä vaiheessa rahastolla on jo kirjallisesti määritelty sijoitusstrategia, joka määrittää minkä kokoisia sijoituksia rahasto tekee, mihin rahasto sijoittaa ja mitä tuottoa rahasto tavoittelee. Varainkeruu on pääomasijoittajan ydinhaaste. Ilman kykyä kerätä varoja toistuvasti pääomasijoittaja ei menesty. Varojen keräämiseen taas vaaditaan jatkuvaa tuottoa aiemmille kerätyille varoille, jota mitataan efektiivisellä tai sisäisellä korolla (Internal Rate of Return, IRR). Tämä on voimakas kannustin pääomasijoittajalle onnistua yrityskaupoissa ja asettaa pääomasijoittajalle rahoituskuria, jonka muut strategiset ostajat saattavat yrityskaupoissa jättää vähemmälle huomiolle. Pääomasijoittajan tulee edetä vain yrityskaupoissa, jotka todennäköisesti tuottavat eniten arvonnousua rahastolle ja sitä kautta tuottoja sen sijoittajille. (Vild & Zeisberger, 2014)

Pääomasijoittajilla ei ole usein yhtä syvällistä toimialaosaamista kuin strategisilla ostajilla, mutta heillä on usein mahdollisuus kompensoida tätä osaamisvajetta oman verkostonsa kautta. Verkostonsa ansiosta pääomasijoittaja pystyy tunnistamaan hyvät yrityskaupan kohteet. Suurin osa pääomasijoittajista ovat niin kutsuttuja generalisteja, eli he sijoittavat useaan eri toimialaan. Sen vuoksi heillä on laajemmat mahdollisuudet etsiä hyviä sijoituskohteita etsiessään vaadittuja tuottotavoitteita. Hyvien sijoitusmahdollisuuksien löytäminen ei ole helppoa ja usein joudutaan

arvioimaan kymmeniä tai satoja mahdollisuuksia ennen kuin sopiva kohde löydetään. (Vild & Zeisberger, 2014)

Kaupan kohteen tarkastuksessa eli Due Diligence -tarkastuksessa pääomasijoittaja hyödyntää oman organisaationsa asiantuntijoita ja mahdollisen toimialaosaamisvajeensa vuoksi usein myös ulkopuolisia konsultteja. Yleensä Due Diligence kestää pääomasijoittajalla kauemmin kuin strategisella ostajalla, koska kohdeyrityksen ja yritystä välittävien investointipankkiirien on käytettävä paljon aikaa pääomasijoittajan kouluttamiseen kaupan kohteen toimialasta, markkinoista ja kehittämismahdollisuuksista. Yleensä prosessi on myös kurinalaisempi, koska sijoituspäätös perustuu sijoituksen kykyyn tehdä tulosta itsenäisenä yrityksenä. Pääomasijoittaja haluaa varmistaa yhtiön kyvyn tuottaa kassavirtaa, koska tämä on tärkeää kaupan rahoituksessa. Sijoituskohteen on kyettävä hoitamaan kaupan yhteydessä nostettuja vieraan pääoman rahoituksen lyhennyseriä. Pääomasijoittaja pyrkii Due Diligence -tarkastuksessa tunnistamaan yhtiön kehittämismahdollisuuksia ja tunnistamaan eri exit- eli irtaantumismahdollisuuksia. Pääomasijoittaja tekee yleensä 100 päivän suunnitelman, jota se alkaa toteuttaa kaupan solmimisen jälkeen. (Vild & Zeisberger, 2014)

Pääomasijoittaja tekee arvonmäärityksen Leverage Buyout eli LBO-mallilla. Malli saattaa sisältää kassavirtojen nykyarvon määrityksen eli Discounted Free Cash Flow (DFC) -analyysin, mutta pääomasijoittaja käyttää usein käyttökatteseen perustuvaa arvonmääritystä ja johtaa esimerkiksi päätearvon irtautumishetken käyttökate eli EBITDA-kertoimesta. LBO-malli sisältää myös herkkyyshanalyysin eri skenaarioista ja niiden vaikutuksesta sijoituksen IRR-tuottoon. Pääomasijoittaja ei yleensä hyödynnä synergiahyötyjä, vaan sijoituskohteita arvioidaan ja yhtiön toimintaa kehitetään itsenäisenä yhtiönä. (Vild & Zeisberger, 2014)

Kassavirtaennusteiden validointi on tärkeää kaupan kohteen tarkastuksen eli Due Diligence:n aikana, koska negatiivisille yllätyksille voi olla vähän tilaa kaupan rahoituksen rakenteesta johtuen. Pääomasijoittaja käy kassavirtaennusteet huolellisesti johdon kanssa läpi ja kommunikoi aktiivisesti mahdollisista muutoksista ja niihin vaikuttavista tekijöistä ennakoita. Pääomasijoittajan on myös järjesteltävä kaupan vieraan pääoman ehtoinen rahoitus. Yrityskaupan tarjouskilpailussa tämä ehto rahoituksen saamisesta voi olla pääomasijoittajalle epäedullinen suhteessa strategisiin ostajiin. Vieraan pääoman saaminen kaupan rahoittamiseksi on pääomasijoittajalle hyvin keskeinen koska se parantaa merkittävästi sijoituksen IRR-tuottoa

pienentämällä oman pääoman osuutta ja lisäksi se nostaa yhtiön arvostusta pienentämällä painotettua pääoman kustannusta eli WACC:tä. (Vild & Zeisberger, 2014)

Kauppaneuvotteluissa pääomasijoittajan etuna on heidän ammattitaitonsa vastaavista neuvotteluista ja mahdollisuus strukturoida kaupan rakennetta vapaammin. Strategisilla ostajilla voi olla jotain kilpailurajoitteita, jotka voivat vaikuttaa negatiivisesti kauppaneuvottelujen kulkuun. Pääomasijoittaja taas voi suhteellisen vapaasti keskustella ostettavan yrityksen omistajien ja johdon kanssa yhtiön liikesalaisuuksiinkin kuuluvista asioista. Lisäksi kyky kaupan nopeaan läpivientiin Due Diligence -tarkastuksen jälkeen ja rahoituksen saaminen ovat pääomasijoittajan etuja. (Vild & Zeisberger, 2014)

Yrityskaupan jälkeen pääomasijoittajan omistamat yritykset jatkavat usein itsenäisinä yrityksinä. Päähuolenaihe tulee yhtiön kassavirrasta, koska osittain vieraalla pääomalla leveroitu kauppa vaatii riittävää vapaata kassavirtaa lainojen lyhennysten takaisinmaksamiseksi. Tämä voi vaikuttaa negatiivisesti yhtiön kehitykseen pitkällä aikavälillä, jos esimerkiksi tutkimukseen ja kehitykseen suunniteltuja panostuksia joudutaan leikkaamaan. Toisaalta yhtiöön otettu vieraan pääoman rahoitus ajaa yhtiön hallintoa kurinalaisuuteen ja tarkkuuteen rahan käytön suhteen. Tämä rakenne pakottaa yhtiön toimimaan tehokkaasti ja arvioimaan tehtyjä panostuksia entistä tarkemmin tuottonäkökulmasta. (Vild & Zeisberger, 2014)

Pääomasijoittaja voi olla halukas säilyttämään yhtiön nykyisen yrityskulttuurin, etenkin siltä osin, kun se tukee pääomasijoittajan haluamaa omistajastrategiaa. Pääomasijoittaja ei epäröi käynnistää mittaviakaan uudistusohjelmia, mikäli se palvelee hänen omistajastrategiansa toteutumista. Tavoitteiden saavuttamiseksi pääomasijoittaja kannustaa johtoa yleensä osakeomistuksen kautta ja takaa laajaa tukea oman asiantuntijaverkostonsa kautta. Yrityksen liiketoimintaa tarkastellaan säännöllisesti taloudellisesta ja toiminnallisesta näkökulmasta sekä hallituksessa että johdon kanssa käytävissä keskusteluissa. Pääomasijoittajan asettama kurinalaisuus yhdistettynä merkittäviin johdon kannustimiin ovat usein merkittävät menestystekijä pääomasijoittajan sijoituskohteessa. Strategisella ostajalla taas keskeinen kysymys arvonluonnissa kohdistuu yhtiöiden kulttuurikysymyksiin. Noin 50 - 70 prosenttia kaikista yritysjärjestelyistä epäonnistuu, johon pääsyynä on kulttuurikysymys. (Vild & Zeisberger, 2014)

Strategisella ostajalla ei ole irtaantumissuunnitelmaa, vaan sen pitkäaikaisena strategiana on niin kutsuttu Buy and Hold -strategia, eli yleensä integroida kohteen liiketoiminnot ja hakea loputtomasti synergiahyötyjä. Pääomasijoittajalla on taas tarve kasvattaa yhtiön arvoa ja irtaantua siitä 3-6 vuoden kuluessa, eli niin kutsuttu Buy, Improve and Sell -strategia. Pääomasijoittajan tuotto realisoituu vasta exitin eli irtaantumisen yhteydessä. Irtantumisen suunnittelu jo sijoitusvaiheessa on hyvin keskeinen osa pääomasijoittajan yrityskauppaprosessia ja uudesta omistajastrategiasta tulee myös keskeinen osa yhtiön uutta strategista suunnitelmaa. Yhtiöön rakennettu taloudellinen kurinalaisuus tukee yhtiön myyntiprosessia tai mahdollista listautumista arvopaperipörssiin. Toisaalta sijoittajan sijoitushorisontin lyhytnäköisyys voi vaikuttaa kielteisesti yhtiön pitkän aikavälin strategiaan, koska pääomasijoittaja voi jättää pitkän aikavälin investointeja toteuttamatta. (Vild & Zeisberger, 2014)

2.3.3 Yrityskaupat uudistumisen mahdollistajina

Pääomasijoittajan tekemien yrityskauppojen vaikutusta strategiseen uudistumiseen voidaan analysoida soveltaen Juha Tallin luomaa strategisen uudistumisen analyysin viitekehystä (Tall, 2014). Alkuperäisessä viitekehyksessä strategista uudistumista analysoidaan sekä ostavassa yrityksessä että ostokohteessa. Pääomasijoittajan ollessa yrityksen ostaja, on ostaja analyysin kohteena rajattu pois ja tarkastelu on keskitetty ostettavaan yritykseen.

Tämä viitekehys kohdistuu pääomasijoittajan sijoitusjakson aikaan eli kun yrityskauppa on toteutettu ja pääomasijoittajasta on tullut ostokohteena olevan yhtiön enemmistöomistaja. Ostokohteen uudistuminen on viitekehyksessä jaettu kolmeen osaan omille riveilleen. Ensimmäisellä rivillä on resurssit ja toimintatavat, jossa analysoidaan kuinka ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat. Toisella rivillä on liiketoiminta, jossa analysoidaan, miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu. Kolmannella rivillä on strategia, jossa analysoidaan miten ostokohteena olevan yrityksen strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat.

Taulukko 6. Ostokohteen strategisen uudistumisen analyysin viitekehys

	Ostokohde
Resurssit ja toimintatavat	Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat
Liiketoiminta	Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu?
Strategia	Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat?

Yrityksen uudistuminen voi tapahtua pienten muutoksien sarjana tai suurina muutoksina. Pääomasijoittajan tuleminen omistajaksi on yleensä yritykselle itsessään jo suuri muutos, ja yrityksen johdolle loistava mahdollisuus päästä toteuttamaan yrityksessä muita muutoksia samanaikaisesti. Muutoksien läpivienti on johdon keskeisimpiä tehtäviä ja kyvykäs johto pystyy toteuttamaan sekä suuria että pieniä muutoksia organisaatiossa samanaikaisesti. Organisaatiot, jotka ovat jo aiemmin tottuneet jatkuviin muutoksiin osana yrityksen kehitystä näkevät muutokset osana yhtiön normaalia kehitysprosessia ja todennäköisesti niiden uudistumista on helpompi viedä eteenpäin. (Tall, 2014)

Yrityskauppa voi tukea yhtiön strategisia innovaatioita, kun yhtiössä on tai sinne saadaan yrittäjähenkinen johto. Yrittäjämielinen ajattelutapa tukee uusien mahdollisuuksien hyödyntämistä ja mahdollistaa johtajien yksilöllisen aiemman kokemuseräisen tiedon hyödyntämisen organisaation kehityksessä. (Wright, et al. 2001)

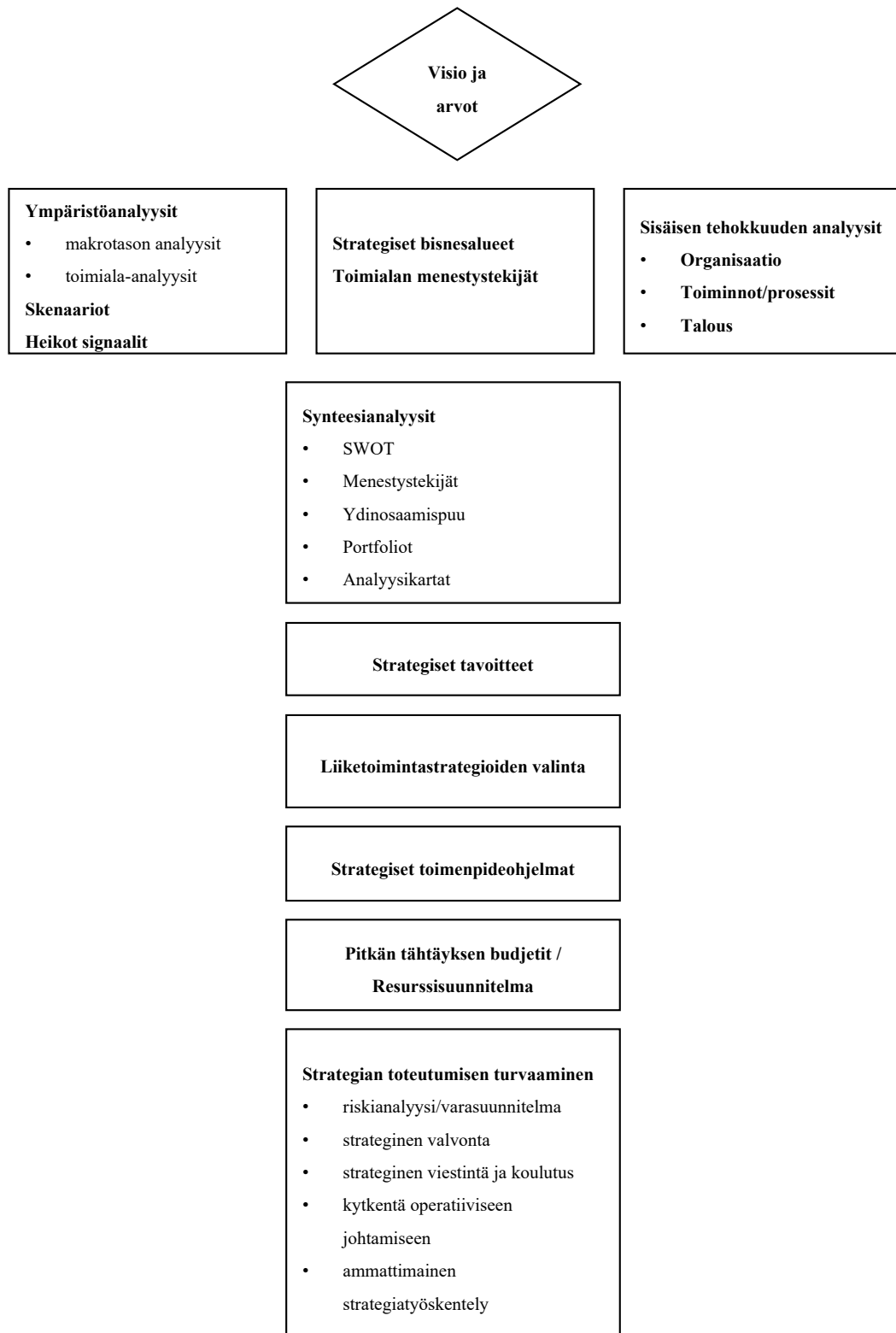
Pääomasijoittajan tuleekin arvioida muutoksien toteuttamisen onnistumista ja järjestää yrityksen johdolle riittävät resurssit sekä tukea johtoa muutoksien läpiviemisessä. Keskeinen kysymys on, tarvitseeko yhtiö jotain uutta osaamista tai kyvykkyyttä johtoryhmään muutosten toteuttamiseksi. Ostokohteen liiketoiminnan muutoksiin liittyy uuden omistajan omistajastrategian mukaiset päätökset mihin yhtiön tulee jatkossa liiketoiminnassaan keskittyä vai onko uudella omistajalla tarkoitus jatkaa liiketoimintaa samankaltaisena kuin aiemmin. Uudistumisessa on keskeistä muutokset myös yhtiön strategiatyöskentelyssä.

2.4 Strateginen uudistuminen

2.4.1 Strategia ja uudistuminen

Yhtiön strategia on suunnitelma yhtiön pitkän aikavälin tavoitteiden saavuttamiseksi. Strategisia valintoja ja muutoksia tehdään yrityksissä useilla eri tasoilla, joita ohjaavat yhtiön visio ja arvot. Strategisissa valinnoissa korostuvat yhtiön sisäisten toimintojen, kuten organisaation, ja ulkoisen toimintaympäristön, kuten toimialan ja makrotalouden tarkastelu. Merkittävää on myös organisaation reagoiminen markkinan muutoksiin.

Kamenskyn mukaan yhtiön strateginen arkkitehtuuri voidaan esittää kuten kuvassa 4. Yhtiön strategiaa ohjaa ylätasolla arvot ja visio, eli miksi yritys on olemassa ja mikä on sen tehtävä. Seuraavalla tasolla on yhtiön toimintaympäristö, strategiset bisnesalueet, toimialan menestystekijät, organisaatio, prosessit ja talous. Strategiset tavoitteet ohjaavat missä ympäristössä yhtiö toimii ja minkälaisia resursseja se tarvitsee. Suunnitelmallinen strategiatyöskentely on jatkuvaa toimintaympäristön ja sisäisen tehokkuuden analysointia ja muutoksien ennakoimista ja ennalta reagoimista. (Kamensky, 2014)



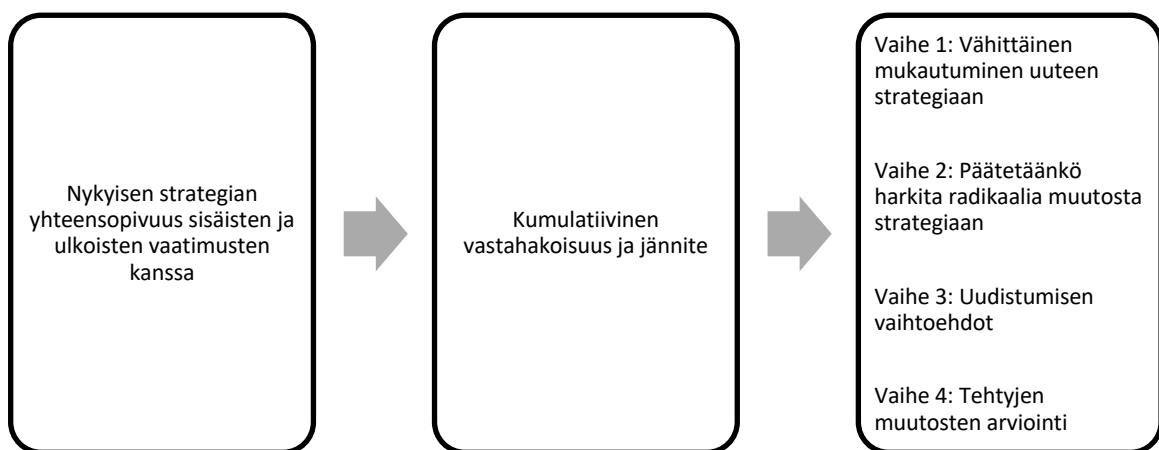
Kuva 4. Strateginen arkkitehtuuri (Kamensky, 2014)

Strategiaa voidaan tarkastella resurssilähtöisesti tai markkinalähtöisesti. Resurssilähtöisen strategia-ajattelun (stretch) näkökulmasta strategiassa on ensisijaisesti kyse yrityksen resurssien ja kyvykkyyksien yhteensovittamisesta markkinan tarjoamien mahdollisuuksien kanssa. Asiakkaan kanssa käytävän vaihdannan tarkoitus on yhdistää asiakkaan tarpeet toimittajan resurssien ja tarjonnan kanssa (Johnson & Selnes, 2004). Resurssilähtöinen strategia-ajattelu tarjoaa hyvän pohjan yhtiön tulevaisuuden strategian jatkuvaan uudistamiseen. Ulkoisen ympäristön ollessa muutoksessa on vakaampaa pohjustaa yrityksen identiteetti ja strategia yrityksen omille resursseille ja kyvykkyyksille (Grant, 1991). Perinteinen markkinalähtöinen strategia-ajattelu (fit) keskittyy markkinoilla olevien mahdollisuuksien yhteensovittamiseksi yhtiön resursseihin. Ulkoiseen toimintaympäristöön keskittyminen ei toimi parhaana mahdollisena pitkän aikavälin strategiana toimialoilla, jossa asiakkaiden tarpeet ovat hyvin vaihtelevia ja asiakasidentiteetit muuttuvia. Tämän kaltaisen ajattelun ongelmana on se, että resurssien ja markkinoilla olevien odotusten välillä on jatkuvasti epäsovpuutta (Hamel & Prahalad, 1996).

Strategisen uudistumisen eli strategic renewal käsite koostuu kahdesta käsitteestä eli strategisesta, strategic, ja uudistumisesta, renewal. Strateginen käsittää yrityksen pitkän aikavälin tulevaisuuden kehitykseen vaikuttavia keskeisimpiä vaihtoehtoja ja valintoja, joilla saattaa olla kriittinen vaikutus yrityksen menestykseen. (Sievinen, 2021). Yrityksessä keskeisimpiä asioita voisi olla muun muassa tuotteiden ja palveluiden tarjoama, yrityksen strategia, sisäiset kyvykkyydet ja yrityksen maine. ”Uudistuminen taas tarkoittaa erään tyyppistä muutosta, jossa vanhasta tehdään jotain uutta. Englanniksi on käytetty uudistumiselle sanalle renewal synonyymeiksi muun muassa to make like a new, to refresh ja to replace. Vaikka uudistuminen on ikään kuin muutosta ei kaikki muutos ole silti uudistumista” (Sievinen, 2020).

Yhtiön henkilöstössä, johdossa ja hallituksessa on luontaisesti jonkin verran inertiaa eli vastahakoisuutta, joka hidastaa ja vastustaa yhtiön uudistumista. Strateginen uudistuminen tulisi nähdä jatkuvana prosessina, jota voidaan hallita ja kehittää. Yhtiöön tulisi luoda riittävä vastavoima vastahakoisuudelle. Strategiseen uudistumiseen vaikuttavat kaksi vastakkaista voimaa. Vastahakoisuus, joka yrittää pitää yrityksen tilanteen ennallaan ja stress eli jännite, joka voi käynnistää yhtiön strategisen uudistumisen. Strateginen uudistuminen pääsee kunnolla käyntiin, kun jännite kasvaa vastahakoisuutta suuremmaksi. Strateginen uudistuminen voidaan

jakaa neljään eri vaiheeseen. Ensimmäisessä vaiheessa nykytila pyritään säilyttämään mahdollisimman muuttumattomana, jonka johdosta strategiaan tehdään vain pieniä muutoksia. Toisessa vaiheessa organisaation stressitaso kasvaa ja päätetään, että lähdetäänkö yhtiötä viemään kohti radikaalimpaa strategian muutosta. Kolmannessa vaiheessa kehitetään ja arvioidaan vaihtoehtoisia uudistumistapoja. Neljännessä vaiheessa toteutetaan uudistukset ja analysoidaan muutoksien tuloksia. Mikäli tulokset ovat hyviä sitoutuminen uuteen strategiaan ja inertia kasvavat, jolloin uusi strategia luo uuden nykytilan. (Huff, et al. 1992)



Kuva 5. Strategisen uudistumisen vaiheet (Sievinen, 2021)

Strateginen uudistaminen sisältää prosessin, sisällön ja lopputuloksen, jolla uudistetaan tai korvataan organisaation ominaisuuksia, jotka voivat merkittävästi vaikuttaa pitkän aikavälin näkymiin (Agarwal & Helfat, 2009). Strateginen uudistuminen tarkoittaa prosessia, jonka avulla organisaatiot suuntaavat toimintaansa niiden liiketoimintamallia tai sen keskeisten osaluokkien merkittäväällä muuttamisella tai korvaamisella yhtiön pitkän aikajänteen kilpailukykyyn säilyttämiseksi tai parantamiseksi.

2.4.2 Omistajan rooli strategisessa uudistumisessa

Yrityksen omistajilla on heidän taustansa ja tavoitteidensa mukaisesti hyvin erilaisia tavoitteita omistamaansa yhtiötä kohtaan. Yhtiön hallintojärjestelmän mukaan yhtiön omistajan tulee vaikuttaa yhtiön hallituksen ja johdon kokoonpanoon voidakseen vaikuttaa yhtiön strategiseen uudistumiseen. Omistajan rooli voidaan sijoittaa niiden taustan ja tavoitteiden mukaisesti pitkän aikavälin ja lyhyen aikavälin omistajuuteen ja niiden vaikutukseen yhtiön hallinnossa. (Huse, 2007)

Taulukko 7. Omistuksen taustan ja aikajänteen vaikutus yhtiön hallintoon

	Ei suoraa vaikutusta yhtiön hallintoon	Suora vaikutus yhtiön hallintoon
Pitkäaikainen omistajuus	Institutionaaliset sijoittajat	Teolliset omistajat - Perheyriykset - Johto
Lyhytaikainen omistajuus	Salkunhoitajat	Uudelleenjärjestelijät - Pääomasijoittajat

Yrityksen omistajien omistajastrategialla on hyvin suuri merkitys yhtiön strategisessa uudistumisessa. Omistaja käyttää valtaansa usein nimittämällä hallitukseen ja johtoon henkilöitä, jotka toteuttavat omistajan tahtomaa omistajastrategiaa ja toimeenpane omistajan haluamia muutoksia. Omistajan vallankäyttö voidaan jakaa suoraan ja välilliseen vallankäyttöön.

Suora vallankäyttö koskee henkilövalinnoista päättämistä ja epäsuora valta tarkoittaa vaikuttamista johdon tekemiin päätöksiin eli niin sanotun omistajan tahtotilan viestimistä hallitukselle ja johdolle. Suoraa vallankäyttöä on esimerkiksi hallituksen valinta ja hallituksen puheenjohtajan valinta.

Epäsuoraa vallankäyttöä taas on toimitusjohtajan valinta, yhtiön kustannusrakenteeseen vaikuttaminen, liiketoimintoihin keskittyminen, johtoryhmän ja työntekijöiden rekrytoinnit ja muutokset yhtiön strategiassa. Näissä tapauksissa omistaja viestii tahtotilansa hallituksen

puheenjohtajalle ja hallitukselle, jotka toteuttavat omistajan tahtotilaa. Omistajilla on myös symbolista merkitystä eri sidosryhmille etenkin muutostilanteissa, ja omistajat toimivatkin usein siltana vanhan ja uuden strategian välillä antaen johtoryhmälle ja hallitukselle tukensa. (Sievinen, Ikäheimonen & Pihkala, 2018)

Pääomasijoittajan suunnitelma yhtiön omistamisjaksolle sisältää yleensä toimenpiteitä kannattavuuden parantamiseksi ja strategisia muutoksia tai uudelleenjärjestelyjä. Kasvusuunnitelmat esimerkiksi yritysostoin ja kasvua tukevat muutokset yrityksen johtamisjärjestelmässä ja hallintorakenteissa ovat pääomasijoittajan keskeisiä vallankäytön kohteita. (Kaplan & Strömberg, 2009)

3 METODOLOGIA

Tässä kappaleessa käydään läpi diplomityön tutkimuksen metodeja, tutkittavien kohteiden valintaa, tiedon keräämistä, tiedon analysointia sekä tutkimuksen luotettavuutta. Tässä työssä tutkittavana oli pääomasijoittajan vaikutus kohdeyhtiön strategiseen uudistumiseen. Tutkimuksessa haastateltavat kertoivat kohteiden arvioinneista ennen sijoituksen tekemistä ja muutoksista sijoitusjakson aikana. Tutkinta suoritettiin case-tutkimuksena haastattelemalla suomalaisia pääomasijoittajia. Haastattelu suoritettiin puolistrukturoituna teemahaastatteluna. Tutkimus tehtiin laadullisena eli kvalitatiivisena tutkimuksena, jonka tarkoituksena oli perehtyä haastattelujen avulla tutkittavaan ilmiöön.

3.1 Laadullinen tutkimus

Laadullista tutkimusta käytetään usein tilanteissa, jossa aineistoa on kerätty esimerkiksi haastattelun, omaelämäkerran, päiväkirjan tai muun tuotetun tekstin tai kuvallisen aineiston kautta. Tuotettu materiaali voi olla myös äänimateriaalia. (Eskola & Suoranta, 1998)

Laadullista tutkimusta saatetaan pitää tieteellisesti pehmeämpänä ja vähemmän tieteellisenä kuin määrällistä tutkimusta. Karkeimmillaan laadullinen tutkimus usein mielletään aineiston ja analyysin muodon kuvaukseksi ei numeraalisin keinoin. Laadullinen tutkimusmenetelmä on saanut käyttövoimaansa suhteestaan kvantitatiiviseen tutkimusmenetelmään. Kuitenkin on hyvä pitää mielessä, että tutkimusmenetelmää valittaessa ei kannata verrata näitä kahta eri menetelmää arvioimalla toista paremmaksi tai huonommaksi kuin toista. Tällainen vastakkainasettelu on harhaanjohtavaa, sillä tärkeintä on tehdä hyvää tutkimusta erilaisilla, kulloinkin kyseiseen ongelmaan sopivilla tavoilla ja menetelmillä. Eri tutkimusmenetelmät poikkeavat toisistaan kuitenkin loppujen lopuksi melko vähän. (Eskola & Suoranta, 1998)

Kvalitatiivisessa tutkimuksessa voi olla todennäköistä, että tutkimussuunnitelma elää tutkimushankkeen mukana. Tämä tarkoittaa osittain sitä, että laadullisilla menetelmillä saavutetaan ilmiöiden prosessiluonne. Tutkimussuunnitelman eläessä se kietoo yhteen eri tutkimuksen vaiheet kuten aineiston keruun, analyysin ja tulkinnan. Myöhemmässä vaiheessa saattaa esimerkiksi olla tarpeen palata vielä alkuperäiseen tutkimusongelmaan ja asettelemaan sitä uudelleen. (Eskola & Suoranta, 1998)

Laadullisessa tutkimuksessa on useimmiten tarkoitus keskittyä pieneen määrään tapauksia ja näitä pyritään analysoimaan mahdollisimman perusteellisesti. Aineiston koolla ei siis ole välitöntä vaikutusta tutkimuksen onnistumisen kannalta. Aineiston tarkoitus on toimia tutkijan apuna rakennettaessa ymmärrystä tutkittavasta aiheesta tai ilmiöstä. (Eskola & Suoranta, 1998)

Tutkimuksen tarkoituksena on ennen kaikkea pyrkiä muodostamaan sen perusteella ymmärrettäviä näkökulmia. Tämän vuoksi on tärkeää pyrkiä muodostamaan alusta alkaen rajattu, laadullinen aineisto ja pyrkiä kehittämään teoreettista herkkyyttä tutkittavasta ilmiöstä. Kun otanta tehdään harkinnanvaraisesti, on kysymys tutkijan kyvykkyydestä luoda tutkimukseensa vahvat teoreettiset perustukset, jotka ohjaavat aineiston hankintaa. Tutkijan täytyy siis ennalta ymmärtää, onko tutkimuksen luotettavuuden saavuttamiseksi syytä käyttää harkinnanvaraista vai sattumanvaraista otantaa. (Eskola & Suoranta, 1998)

Laadullisessa tutkimuksessa puhutaan usein aineistolähtöisestä analyysistä, mikä tarkoittaa sitä, että teoria rakennetaan empiirisestä aineistosta lähtien. Aineistolähtöistä analyysia tarvitaan etenkin silloin kun halutaan perustietoa jonkin ilmiön olemuksesta. Olemus taas tarkoittaa sitä, millainen jokin tietty ilmiö on. Esimerkiksi jos tutkittavana aiheena on suomalainen köyhyys, on selvää, että suomalainen köyhyys on erilainen kuin afrikkalainen köyhyys, ja tällöin alussa pitää selvittää millainen suomalainen köyhyys perusolemukseltaan on. (Eskola & Suoranta, 1998)

Tutkijan rooli kvalitatiivisessa tutkimuksessa on keskeisempi kuin kvantitatiivisessa. Laadullisessa tutkimuksessa tutkijalle jää hivenen enemmän vapautta. Tutkimuksessa on usein jonkinlaista ennakko-olettamista sen pohjalta mitä tutkija tietää aiheesta jo entuudestaan. Kun tutkijalla taas ei ole minkäänlaisia vahvoja ennakko-olettamuksia, puhutaan niin sanotusta hypoteesittomuudesta. Hypoteesittomuutta ei kuitenkaan laadullisen tutkimuksen laadun takaamiseksi vaadita, ja tutkimuksen aikana onkin suotavaa kehittää työhypoteeseja. Laadullisessa tutkimuksessa tutkijan tulisi oppia tutkimusprosessin aikana. Tutkimuksen kannalta on tärkeää, että tutkimukseen vaikuttavat ennakko-oletukset tunnistetaan ja niiden vaikutus tutkimukseen huomioidaan esioletuksina. Tutkimuksen aineiston tarkoitus on antaa tutkijalle tutkittavasta aiheesta laajempi käsitys, jonka pohjalta syntyy uusia oletuksia. Tutkija saattaaakin yllättyä tutkimuksensa lopputuloksesta. (Eskola & Suoranta, 1998)

Joskus kvalitatiivista aineistoa voi lähestyä myös narratiivisuuden näkökulmasta. Narratiivisuutta pidetään usein yhtenä ihmisille tyypillisenä keinona kuvata todellisuutta ja sen tapahtumia. Tällainen tarinan muoto on loogisen ajattelun ohella toinen inhimillinen tapa jäsentää omaa kokemustaan. Ihmiset yleisesti kuuntelevat ja jakavat tarinoita. Tästä syystä myös tieteilijät kertovat tarinoita. Näin ollen myös tieteelliseksi kutsuttujen tarinoiden kertomisen lisäksi narratiivisuudesta on tullut tutkimuksen kohde. Erilaisia ilmiöitä voidaan siis lukea tarinoina. Esimerkiksi Apple -puhelin ja sen maailmanvalloitusta voidaan pitää esimerkkinä suuresta tarinasta. (Eskola & Suoranta, 1998)

Kun tehdään esimerkiksi omaelämäkerta tai mitä tahansa haastattelua, on kyse kertomusten keräämisestä. Haastattelussa aineisto on kertomuksellinen ja tutkija voi jopa halutessaan laatia sen sellaiseksi, että se houkuttelee haastateltavaa tarinoiden kertomiseen. Hyvä keino on esimerkiksi pyytää haastateltavaa kertomaan jostain menneisyyden tapahtumasta tai tietyistä tarkasta tilanteesta. Haastattelu ei kuitenkaan ole ainut keino kerätä tarinamuotoista aineistoa, vaan sitä voi saada nykypäivänä olemassa olevista julkaisuista kuten esimerkiksi lehdistä ja artikkeleista. Nämä tosin vaativat tutkijalta jälkikäteen tieteellistä jäsentämistä. (Eskola & Suoranta, 1998)

Narratiivisuutta voi joka tapauksessa pitää erityisenä näkökulmana tutkittavaan aineistoon ja pitää sitä yhtenä tutkimusta luonnehtivana ominaisuutena. Kun ajattelee kvalitatiivista tutkimusta tältä kannalta, on se pitkälti tutkijan sukeltamista kertomuksiin ja kertomuksellisuuden maailmoihin. (Eskola & Suoranta, 1998)

Kiinnostus ylipäänsä metodologisiin ongelmiin ja laadulliseen tutkimukseen on herännyt Suomessa ja muualla melko samoihin aikoihin. Tutkimuksen tekijältä vaaditaan tänä päivänä yhä enemmän hyvää todellisuuskäsitystä sekä eri tutkimusmenetelmien ja tutkittavan ilmiön ymmärtämistä. Tämä perustuu ajatukseen, että tutkijan on kyettävä tarkastelemaan kriittisesti oman tutkimuksensa perusteita sen sijaan, että jätettäisiin perusteiden tarkasteleminen vain filosofeille. (Eskola & Suoranta, 1998)

3.2 Tutkittavien yritysten valinta

Tutkimuksen yritykset valittiin harkinnanvaraisesti tarkoituksena saada haastatteluaineistoa pääomasijoitustoimialan kokeneilta asiantuntijoilta. Kaikki haastateltavat olivat toimineet toimialalla pitkään ja valittavista tapauksista keskusteltiin kaikkien kanssa ennalta ja arvioitiin niiden sopivuutta tutkimukseen. Tässä tutkimuksessa tavoitteena oli haastattelujen kautta perehtyä tutkittaviin tapauksiin perusteellisesti.

Valitut yrityksen jaettiin neljään eri kategoriaan, jotka on esitetty taulukossa 8. Rajaavina tekijöinä ovat olleet yrityksen kokoluokka sekä myyjä.

Taulukko 8. Tutkittavat tapaukset

	PK-Yritys (liikevaihto alle 50 MEUR ja alle 250 hlö)	Suuryritys (liikevaihto yli 50 MEUR ja yli 250 hlö)
Myyjänä Corporate venture	YRITYS 1	YRITYS 2
Myyjänä Perheyhtiö / yrittäjä(t)	YRITYS 3	YRITYS 4

Kokoluokan perusteella jaettiin tutkittavat tapaukset pk-yrityksiin ja suuryrityksiin. Yritys oli pk-yritys, jos sen liikevaihto oli alle 50 miljoonaa euroa ja sillä oli henkilöstöä vähemmän kuin 250 henkilöä. Yritys oli suuryritys, jos sen liikevaihto oli yli 50 miljoonaa euroa ja sen palveluksessa oli enemmän kuin 250 työntekijää.

Tutkittavat tapaukset jaettiin yrityksen myyjän perusteella. Kun myyjänä oli isompi konserni, se luokiteltiin taulukossa Corporate Venture -tapaukseksi. Ja kun kyseessä oli perheen tai

yrittäjien myynnissä oleva yritys se luokiteltiin myyjänä perheyhtiö tai yrittäjät -yritykseksi. Tutkittaviksi yrityksiksi valittiin vain suomalaisia yrityksiä.

3.3 Tiedon kerääminen

Tietoa kerättiin puolistrukturoituina teemahaastatteluina, jossa haastateltiin pääomasijoittajia Suomessa. Pääomasijoittajilta kysyttiin noin kaksikymmentä haastattelukysymystä, joiden tarkoituksena oli johdattaa keskustelua sijoitusten strategiseen uudistamiseen sijoitusperiodin aikana. Haastateltaville ei lähetetty etukäteen kysymyksiä, jotta keskustelua voitaisiin haastattelun aikana ohjata haluttuun suuntaan. Usein voi käydä niin, ettei haastattelija osaa kysyä kaikkea oleellisia kysymyksiä kuin vasta haastattelun aikana. Haastatteluista pyrittiin näin ollen saamaan mahdollisimman keskusteleva ja haastattelijan ohjaama. Haastatteluissa oli 6 teemaa ja jokaiseen oli varattu noin 15 minuuttia aikaa. Yhteen haastatteluun oli siis varattu 1,5 tuntia ja osa haastatteluista kesti noin 2 tuntia. Kaikkien haastattelujen yhteiskesto oli noin 7 tuntia. Puolistrukturoidun teemahaastattelun kyselylomake on tämän työn liitteenä.

Teemat, joita haastattelussa käytiin läpi, käsittelivät pääasiassa koko sijoitusperiodin kaarta alusta loppuun. Kysymyksissä käytiin aluksi läpi yhtiön alkutilannetta, joka pitää sisällään esimerkiksi yrityksen sen hetkistä strategiaa, yrityskulttuuria ja markkinatilannetta. Sen jälkeen käsiteltiin sijoituskohdetta, sen sisäisiä ja ulkoisia tekijöitä kuten kilpailuetua, hallituksen ja johtoryhmän kokoonpanoa ja hallitustyöskentelyä. Haastattelujen kautta yhtenä tavoitteena oli selvittää miten työskentelytapa ja yrityskulttuuri eroaa pienissä ja suurissa yhtiöissä. Haastattelujen merkittävimpinä teemoina käsiteltiin myös sitä, millaisia muutoksia sijoitusperiodin aikana tehtiin strategiaan tai avainhenkilöihin. Lopuksi keskityttiin siihen, miten yhtiön strategia on muuttunut ja kehittynyt sijoitusperiodin aikana ja miten sitä on kehitetty ja sen toteutumista seurattu.

Haastatteluissa kirjattiin muistiinpanot, mutta yritysten tunnettavuuden heikentämiseksi yksityiskohtaiset tiedot tutkittavista yrityksistä, tuotteista tai markkinoista on jätetty pois. Näitä kuvaillaan enemmän yleisluontoisesti ja pyritään muodostamaan ennemminkin käsitystä siitä, mitä eroavaisuuksia yrityksen koko ja aiempi omistus pohja tuo yhtiön strategiseen uudistumiseen.

3.4 Tiedon analysointi

Haastattelun aiheina olevat yritystapaukset laitettiin nelikenttään koon ja omistajuuden mukaisesti. Kerättyä tietoa analysoitiin deduktiivisesti, eli yleisestä yksittäiseen. Tiedon analysointi jaettiin kahteen osaan pääomasijoittajan sijoitusprosessin mukaisesti. Ennen sijoituksen tekemistä analysoitiin pääomasijoittajan sijoituskohteen arviointiprosessia ja kirjattiin keskeisimmät havainnot eri tapauksista yleisellä tasolla. Sijoituksen tekemisen jälkeen eli sijoitusjakson aikana tapauksia analysoitiin erikseen pääomasijoittajan omistuksessa tapahtuvien muutosten näkökulmasta. Jokaisesta tapauksesta kerättiin yhteenveto ja verrattiin havaintoja teoriaosuudessa läpikäytyyn materiaaliin.

3.5 Tutkimuksen luotettavuus

Kvantitatiivisen eli määrällisen tutkimuksen validiteetin ja reliabiliteetin sijaan kvalitatiivisessa eli laadullisessa tutkimuksessa tulee arvioida sen luotettavuutta. Laadullisen tutkimuksen luotettavuutta arvioidessa huomiota tulee kiinnittää tutkimuksen totuudellisuuteen ja objektiivisuuteen. Laadullisen aineiston luotettavuus koostuu aineiston uskottavuudesta, vastaavuudesta, siirrettävyydestä, luotettavuudesta, tutkimustilanteen arvioinnista, varmuudesta, riippuvuudesta ja vakiintuneisuudesta. Taulukossa 9 on arvioitu tutkimuksen luotettavuutta näiden kriteerien näkökulmasta. (Tuomi & Sarajärvi, 2018)

Taulukko 9. Luotettavuuden kriteerit laadullisessa tutkimuksessa

	Kriteerit	Tutkimuksen sisältö
Uskottavuus	Tutkimukseen osallistuneiden riittävä kuvaus ja arvio aineiston totuudenmukaisuudesta	Tutkimuksessa on riittävä kuvaus ja aineiston totuudenmukaisuutta on arvioitu. Tutkimukseen osallistuneet henkilöt ovat toimialan asiantuntijoita, ja heillä on hyvä käsitys tutkittavasta ilmiöstä
Vastaavuus	Vastaavatko tutkijan tuottamat rekonstruktiot tutkittavien alkuperäisiä todellisia konstruktioita	Kyllä
Siirrettävyys	Tulosten siirrettävyys tutkimuksen ulkopuoliseen vastaavaan kontekstiin	Tulokset ovat siirrettävissä vastaavaan kontekstiin
Luotettavuus	Ulkopuolinen henkilö tarkastaa tutkimusprosessin toteutumisen	Ulkopuolinen henkilö on tarkastanut tutkimusprosessin
Tutkimustilanteen arviointi	Tutkijan tulee ottaa huomioon erilaiset ulkoiset vaihtelua aiheuttavat ja tutkimuksesta ja ilmiöstä itsestään johtuvat tekijät	Kaikki haastattelut on toteutettu teams-kokouksessa samankaltaisessa ympäristössä
Riippuvuus	Tutkimus on toteutettu tieteellisen tutkimuksen yleisesti ohjaavin periaattein	Kyllä
Vakiintuneisuus	Ulkopuolinen henkilö arvio tutkimuksen tulokset	Kyllä

4 EMPIRIAN KUVAUS JA ANALYYSI

Tutkimus pääomasijoittajan vaikutuksesta yhtiön strategiseen uudistumiseen jaettiin ajallisesti kahteen vaiheeseen ennen kauppaa ja kaupan jälkeen. Ennen kauppaa tehtävät arvioinnit ja analyysit ohjaavat sijoituspäätöksen tekemistä ja luovat pohjan tehtäville uudistuksille ja muutoksille. Kaupan jälkeen alkaa omistamisjakso, jonka aikana pääomasijoittaja toteuttaa suunnitellut muutokset ja aktiivisen omistamisen kautta ohjaa yrityksen strategisia valintoja. Omistamisen aikana pääomasijoittaja toteuttaa suunnitelmaansa ja tavoittelee sijoitusjakson lopussa irtaantumista kohteesta, jolloin kohdeyhtiön arvonnousu realisoidaan ja kohdeyrityksen omistus siirtyy joko osittain tai kokonaan uudelle omistajalle.

4.1 Sijoittajan yrityskaupan prosessit osana yhtiön strategista uudistumista

Ennen yrityskaupan toteuttamista pääomasijoittaja etsii sijoituskohteiksi sopivia yrityksiä ja aloittaa neuvotteluja myynnissä olevien yritysten omistajien ja johdon kanssa. Vaiheet ennen yrityskauppaa voidaan jakaa yrityskauppojen hankintaan, kaupan kohteen tarkastamiseen, arvonnääritykseen ja kaupan rahoituksen järjestelyyn ja kauppaneuvotteluihin ja kaupan transaktion toteuttamiseen.

4.1.1 Yrityskauppojen hankinta

Yrityksen omistajilla on heidän taustansa ja tavoitteidensa mukaisesti hyvin erilaisia tavoitteita omistamaansa yhtiötä kohtaan. Yhtiön hallintojärjestelmän mukaan yhtiön omistajan tulee vaikuttaa yhtiön hallituksen ja johdon kokoonpanoon voidakseen vaikuttaa yhtiön strategiseen uudistumiseen. Omistajan rooli voidaan sijoittaa niiden taustan ja tavoitteiden mukaisesti pitkän aikavälin ja lyhyen aikavälin omistajuuteen ja niiden vaikutukseen yhtiön hallinnossa. (Huse, 2007)

Haastateltavat kertoivat, että suuri osa pääomasijoittajan arviointiin tulevista yrityskauppahankkeista johtuu aiemman omistajan omistajastrategian muutoksista. Etenkin suurissa pörssiyhtiöissä tapahtuvat konsernin strategian muutokset vaikuttavat niiden omistajastrategiaan maayhtiöissään tai liiketoimintayksiköissä. Esimerkiksi vetäytyminen

joltain markkina-alueelta tai päätös luopua tietyistä liiketoiminnoista aiheuttaa välittömästi uuden omistajan etsimisen liiketoiminnalle.

Suuryhtiöiden karsiessa niin kutsuttuja non-core, eli ei ydinliiketoimintaan kuulumattomia toimintoja liiketoimintoyksikkönä toimiva tytäryhtiö laitetaan välittäjän kautta myyntiin. Haastatteluissa kävi ilmi, että pienissä ja keskisuurissa yrityksissä omistajanvaihdoksen syyt ovat usein yrittäjän tai yrittäjien elämäntilanteen muutoksista johtuvia, kuten siirtymisessä eläkkeelle tai pois jääminen yrityksen toiminnasta muusta syystä. Perheyhtiöille se voi olla luonteva vaihtoehto yhtiön pitkän aikavälin kehityksen kannalta, jos perheestä ei esimerkiksi löydy yritystoiminnan jatkajaa. Tutkittavissa tapauksissa keskeisimmät syyt yritysten myymiseen olivat uuden jatkajan löytäminen, kun myyjinä olivat perhe tai yrittäjät ja non-core liiketoimintojen karsiminen, kun kyseessä oli isompi yritys tai konserni.

Haastatteluissa korostui, että pääomasijoittajilla voi olla jo ennalta tiedossa myyntiin tulevat kohteet, joten heillä on aikaa tutkia markkinaa ja muita toimijoita ennen kaupan osallistumista. Tarkasteltavia asioita myyntiin tulevassa yrityksessä ovat usein markkinan koko, operatiivisen yhtiön toiminnan kehitysmahdollisuudet, kasvaminen orgaanisesti ja yrityskaupoilla. Usein yrityksiä analysoidaan siis ennakolta ja mahdollisia tunnusteluja mahdollisesta yrityskaupasta voidaan käydä jo ennen varsinaista myyntiin tulemistä. Kaikissa tutkittavissa tapauksissa aloitteen tekijöinä yrityskaupalle olivat myyjät. Keskusteluja mahdollisesta yrityksen myymisestä oli käyty jokaisessa tapauksessa jo aiemminkin, mutta yritys laitettiin kaikissa tapauksissa myyntiin myyjän aloitteesta. Aiemmista keskusteluista johtuen pääomasijoittajilla olikin jo alustavia suunnitelmia mitä he yhtiön omistajina tekisivät.

Haastateltavat kertoivat, että suuryritysten tytäryhtiöt tulevat yleensä joko julkiseen tai rajoitettuun huutokauppaan yritysvälittäjän tai investointipankkiirin kautta. Ison konsernin myydessä tytäryhtiötään investointipankkiirit tekevät yleensä kattavan esitteen ja skenaarioita eri kehitysmahdollisuuksista etsiessään strategisia ostajia ja pääomasijoittajia. Suuremmista yrityksistä on yksityiskohtaisempaa tietoa tarjolla analyysin tekemiseksi. Nämä hankkeet voivat olla hyvin pitkälle jalostettuja, kun ne esitellään ostajille. Kun myyjänä oli perhe tai yrittäjät, lähestyivät he pääomasijoittajaa yleensä joko suoraan itse tai yritysvälittäjän kautta. Prosessit eroavat merkittävästi myyjän mukaan. Pienemmistä yrityksistä yritysvälittäjät tekevät myös myyntiesitteet ja kartoittavat sopivia strategisia ostajia ja pääomasijoittajia. Pienempien

yhtiöiden analyysit eivät ole niin kattavia, koska dokumentoitua tietoa on yleensä vaikeampi saada. Pienempien yhtiöiden analyysit muodostetaan ja ne jalostuvat edelleen pääomasijoittajan yrityskauppaprosessin edetessä, joka toimii myös pohjana strategiatyöskentelylle ja sen kehittämiseksi jatkossakin.

Haastateltavat kertoivat, että ennen varsinaista yrityskaupan tarjousta ja kattavaa kaupan kohteen tarkastamista pääomasijoittaja tekee niin kutsutun Commercial Due Diligence -tarkastuksen. Tässä tarkastuksessa arvioidaan sijoitusmahdollisuutta kaupallisesta näkökulmasta ja se sisältää myös yhtiön sisäisten ja ulkoisten tekijöiden vahvuuksien ja heikkouksien arvioinnit. Tarkastuksen laajuus riippuu arvioitavan yrityksen liiketoiminnan koosta ja pääomasijoittajan toimialatuntemuksesta. Esimerkki Commercial Due Diligence -tarkastuksessa arvioitavista asioista on esitetty taulukossa 10. Pääomasijoittajat tarkastelevat erityisesti markkinan nykyistä kokoa, sen kehitystä ja yhtiön asemaa nykyisessä markkinassa. Haastateltavien mukaan markkinan, jossa yhtiö toimii, tulee olla riittävän suuri, että kohdeyhtiö olisi houkutteleva sijoituskohde. Lisäksi mahdollisuutta laajentua toiselle markkina-alueelle arvioidaan myös yhtenä kasvun aihiona.

Usein vahva jalansija markkinassa nähdään hyvänä asiana, koska yhtiölle on rakentunut tunnettuutta ja se pystyy vaikuttamaan paremmin tuotteiden ja palveluidensa hinnoitteluun ja kannattavuuteen. Kohdeyhtiön analyysiin kirjataan yhtiön vahvuudet ja heikkoudet tai kehityskohteet, joilla pyritään ottamaan kantaa enemmän pitkällä aikavälillä vaikuttaviin tekijöihin. Yrityksen toimialan houkuttelevuutta arvioidaan kilpailjariskin näkökulmasta. Keskeisimpiä arvioinnin kohteita ovat toimialan kannattavuus ja minkälaiset ovat uuden toimijan alalle tulon esteet.

Taulukko 10. Esimerkki kohdeyhtiön analyysistä

	Pisteytys	Vahvuudet	Heikkoudet
Yhtiön positio markkinassa			
Toimialan houkuttelevuus			
Johdon osaaminen			
Arvonluonnin mahdollisuudet			
Irtaantumsvaihtoehdot			
Soveltuminen rahaston sijoituspreferensseihin			

Yhtiön johto on yksi tärkeimmistä arvioinnin kohteista. Haastateltavien mukaan pääomasijoittaja arvioi johdon osaamista ja millaista osaamista yritykseen tarvitaan tulevaisuudessa suunnitelmien toteuttamiseksi. Haastattelujen mukaan yrittäjien tai perheen myymissä pieniessä ja keskisuurissa yrityksissä korostuivat tarve saada ammattimaistettua yhtiön johtamista. Tapauksissa, joissa suuri yritys myi tytäryrityksensä, korostui tarve rakentaa kaikki tukipalvelut ja prosessit uudelleen, koska yritys on saanut ne aikaisemmin emoyhtiöltään konsernipalveluna. Pk-yrityksen omistajayrittäjien osaamisen taso ja halukkuus kehittää yhtiön johtamista mahdollisin henkilövaihdoiksi nousi haastatteluissa tärkeänä asiana esille. Tämän tahtotilan puute nähtiin haasteellisena yrityksen jatkokehityksen kannalta ja mahdollisesti jopa esteenä yrityskaupan tekemiselle. Haastatteluissa korostui, että etenkin pk-yrityksissä johdon ja uuden omistajan tulee löytää luottamus ja sitä tukeva rakenne edustajariskin vähentämiseksi.

Haastateltavien mukaan irtaantumsvaihtoehtoja arvioitiin yhdessä myyjien ja johdon kanssa. Kaikissa tapauksissa päävaihtoehtoja olivat eri tapauksissa hieman eri painotuksin; myynti toiselle pääomasijoittajalle, myynti strategiselle ostajalle tai listautuminen arvopaperipörssiin. Irtaantumsvaihtoehtojen arvioinnilla oli merkitystä keskusteluun yhtiön pitkän aikavälin liiketoimintastrategioista. Keskusteluissa myyjien kanssa pääomasijoittajan omistamisen määräaikaisuus asetti aikarajan strategioiden toteuttamiselle. Yli vuosikymmenen

aikahorisontti jouduttiin rajaamaan kokonaan pois. Kohdeyhtiön soveltuminen rahaston sijoituspreferensseihin ei sinänsä vaikuttanut yhtiön strategiakeskusteluihin.

Haastatteluissa kävi ilmi, että kaikissa tapauksissa pääomasijoittaja arvioi huolellisesti, usein myös ulkopuolisten asiantuntijoiden kanssa, kohdeyhtiön arvonluonnin mahdollisuuksia. Kaikissa tapauksissa arvonluonnissa oli tarkasteltu pääosin samoja arvonluonnin ajureita. Taulukossa 11 on esitetty yleisimpinä arvonluonnin ajureina kasvu ja tehokkuus. Kasvua arvioitiin yleensä toimialan kasvun ja yrityksen orgaanisen kasvun mahdollisuuksien näkökulmasta. Lisäksi kaikissa tapauksissa arvioitiin mahdollisuuksia kasvaa yrityskaupoilla. Haastatteluissa nousi esille, että tehokkuutta arvioitiin hinnoittelun ja tuotannon optimoinnin sekä toimitusketjujen kehittämisen kautta. Muita mahdollisia arvonluonnin mahdollisuuksia olivat esimerkiksi uuden kehittyvän toimialan deregulaatio ja vakiintuminen.

Taulukko 11. Arvonluonnin mahdollisuudet

	Yritys
Kasvu	Orgaaninen kasvu, kasvu yritysostoin, laajentuminen toiselle markkina-alueelle, palvelutarjoaman kasvattaminen
Tehokkuus	Hinnoittelun optimointi, tuotannon optimointi ja toimitusketjut
Muut	Muut mahdolliset arvonluonnin mahdollisuudet. Esim. jonkun toimialan deregulaatio.

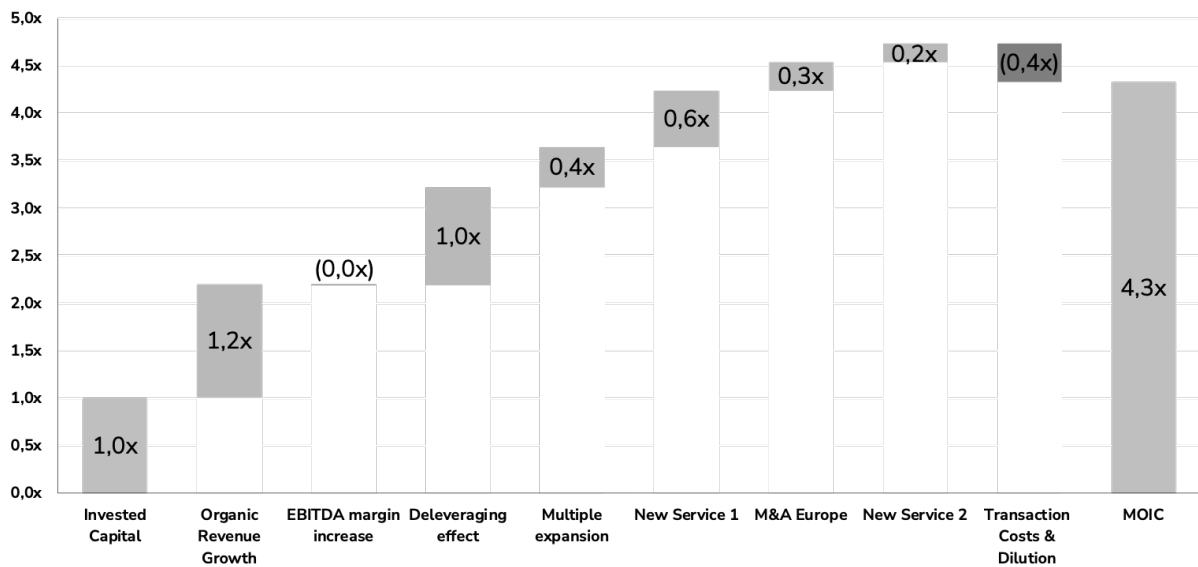
Commercial Due Diligence -tarkastuksen on tarkoitus muodostaa pääomasijoittajalle ja sen yhteistyöverkostolle kattava dokumentoitu aineisto yhtiön nykytilasta ja kehitysmahdollisuuksista ja toimia pohjana pääomasijoittajan Investment Rationalen eli sijoituspäätöksen perustelujen tekemiselle.

Haastattelujen mukaan pääomasijoittajan mukaantulo vaatii usein aina yhtiön strategian uudistamista ja sen selkeyttämistä ja dokumentoimista, koska pääomasijoittaja pyrkii kasvattamaan yrityksen liikevaihtoa ja kannattavuutta omistaja-arvon kasvattamiseksi. Tämän lisäksi yhtiön raportointivelvollisuutta kasvattaa pääomasijoittajan velvoite raportoida rahaston sijoittajille tehdyistä sijoituksista ja niiden arvon kehittymisestä.

4.1.2 Kaupan kohteen tarkastus

Kaupan kohteen tarkastaminen eli Due Diligence tarkastus jaetaan usein kolmeen osaan tarkastettavien osa-alueiden mukaisesti, joita ovat liiketoiminta, verot ja talous. Haastateltavien mukaan pääomasijoittaja on jo tehnyt sijoituskohteen arviointivaiheessa oman liiketoiminnan tarkastuksen eli Commercial Due Diligencen. Kauppaprosessissa useimmiten ulkopuoliset asiantuntijat tarkastavat kohdeyhtiön verotukseen ja talouteen liittyvät asiat. Tämä tarkastus tehdään riskien hallinnan näkökulmasta ja havaitut negatiiviset löydökset liputetaan (Red Flag). Kaupan kohteen tarkastus dokumentoidaan ja liitetään kauppakirjan liitteeksi. Tämä nähtiin enneminkin riskienhallinnan kannalta tärkeäksi ja pääomasijoittaja keskittyy enemmän sijoituskohteen kehittämisen arviointiin ja suunnitteluun kuin vero- ja lakiasioiden tarkastuksen tekemiseen.

Pääomasijoittaja keskittyy tarkastuksen aikana suunnittelemaan ja simuloimaan kaupan kohteen tulevaisuuden arvonluonnin toimenpiteitä. Tällainen simulointi tehdään sijoituskohteen tavoiteltujen tuottojen näkökulmasta, jossa käytetään yleisesti IRR-tuottoa ja MOIC-kerrointa (Vild & Zeisberger, 2014). Omistaja-arvon kasvattaminen linkittyy siis suoraan liiketoiminnoissa tehtäviin strategisiin valintoihin, joita kuvataan esimerkiksi kuvan 6 mukaisella Value Creation Bridge -mallilla (Zeisberger et al., 2017). Mallissa otetaan huomioon sijoitettu pääoma, orgaanisen kasvun vaikutus, suhteellisen kannattavuuden kehitys, kaupan yhteydessä nostetun velkarahoituksen takaisinmaksu, käyttökatekertoimen kasvu, uusien palveluiden ja yrityskauppojen vaikutus sekä transaktiokulut ja mahdollisesti omistuksen laimentumisen vaikutus.



Kuva 6. Value Creation Bridge

4.1.3 Arvonmääritys, kaupan rahoitus ja transaktio

Haastateltavien mukaan kohdeyhtiön arvonmääritys tehdään kohteen Commercial Due Diligencen aikana, jolloin kohdeyhtiötä arvioidaan yhtiön nykyisten budjettien tulevien diskontattujen kassavirtojen periaatteella ja toimialan käyttökatekertoimien perusteella. Prosessit vastasivat teoriaosuudessa läpikäytyjä arvostusmenetelmiä. Yrityksen sijoittajalle sopivaa nykyarvoa arvioitiin sijoituskohteen irtaantumisen saatavan tuoton perusteella. Yrityksen simuloidun tuoton tuli ylittää rahaston tuottotavoite, että sijoituspäätöksen tekeminen oli perusteltua. Kauppaneuvottelut nousivat haastatteluissa tärkeiksi yhtiön strategisen uudistumisen kannalta. Niiden aikana neuvoteltiin omistuksen rakenteesta myyjien ja johdon kanssa. Haastateltavien mukaan perheiden ja yrittäjien ollessa myyjinä, korostui neuvotteluheidän roolista yrityskaupan transaktion jälkeen. Kun myyjinä oli suuryritys, korostui uuden hallituksen sekä nykyisen ja tulevan johdon osakekannustinmallit.

Suuri osa strategisista valinnoista tehtiin kauppa- tai sijoitusprosessien aikana. Pääomasijoittajat tekivät useita arviointeja ja kävivät useita keskusteluja avustajiensa ja myyjien kanssa. Ennen kauppaa tehtävien toimenpiteiden pohjalta tehtiin suunnitelmat omistamisjakson aikana tehtäville muutoksille.

4.2 Toimenpiteet omistamisjakson aikana

Yrityskaupan toteuttamisen jälkeen alkaa omistamisjakso, jota kutsutaan myös sijoitusjaksoksi tai sijoitusperiodiksi. Omistamisjakson aikana pääomasijoittaja toteuttaa suunnitelmaansa yhdessä muiden omistajien ja johdon kanssa. Suunnitelma sisältää heti omistamisjakson alussa tehtävät muutokset ja vaiheittaiset sijoitusjakson aikana tehtävät muutokset. Pääosa haastateltavista puhui pääomasijoittajan 100 päivän suunnitelmasta, johon on kirjattu keskeisimmät toimenpiteet sijoitusjakson alkuvaiheessa. Haastatteluissa saatujen tietojen mukaan yrityskauppojen vaikutusta analysoitiin omistamisjakson aikana tapauskohtaisesti jakaen teemat teoriaosuudessa läpikäydyn strategisen uudistumisen viitekehyksen mukaisesti yhtiön resursseihin ja toimintatapoihin, liiketoimintaan ja strategiaan (Tall, 2014).

4.2.1 Yhtiön resurssit ja toimintatavat

Tutkittavista yritys 1 oli pk-yritys, jossa myyjänä oli isompi monialakonserni. Yhtiöllä oli konsernin tarjoamat resurssit käytössä ja se oli aiemmin käyttänyt konsernin tukipalveluja, ja konsernin emoyhtiö oli rahoittanut sen toimintaa. Ostaja ja myyjä sopivat, että irtaantuminen konsernista tulee tehdä hallitusti. He tekivät suunnitelman ja aikataulun konsernipalveluista ja järjestelmistä irtaantumiseksi. Tietojärjestelmät eriytettiin ja kohdeyhtiölle rakennettiin hallintopalvelut uudelleen. Yritys oli aiemmin saanut rahoituksen emoyhtiön kautta hyödyntäen konsernin vakuus- ja takauslimiittejä, pankkilimiittejä, käyttöpääomarahoitusta ja investointirahoitusta. Yrityskaupan transaktion yhteydessä oli sovittu, että yrityskaupassa mukana ollut pankki tarjoaa jatkossa rahoituspalvelut.

Taulukko 12. Yritys 1: resurssit ja toimintatavat strategisen uudistumisen viitekehyksessä

	Ostokohde
Resurssit ja toimintatavat	<p>Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Hallintopalvelut järjestettiin uudelleen - Rahoitus järjestettiin uudelleen - Markkinointi ja markkinointiviestintä uudistettiin, brändi erotettiin myyjän yritysbrändistä - Tietojärjestelmät eriytettiin myyjän tietojärjestelmistä - Yhtiölle valittiin uusi hallitus ja yhtiössä aloitettiin aktiivinen hallitustyöskentely (vrt. tytäryhtiön hallitus) - Yhtiölle valittiin uusi johtoryhmä ja rakennettiin johtamisjärjestelmä - Yhtiö siirsi kaikki toiminnot omiin toimitiloihinsa - Yhtiö jatkoi palveluiden toimittamista myyjän muille konserniyhtiöille - Yhtiön avainhenkilöt ja työntekijäosakkaat jatkoivat yhtiön palveluksessa

Yritys oli aiemmin ollut osa konsernin markkinointiviestintää. Yrityskaupan jälkeen markkinointi uudistettiin ja yhtiön brändi erotettiin myyjäkonsernin brändistä. Yhtiölle palkattiin asiantuntija vastaamaan yhtiön markkinoinnin kehittämistä ja toimeenpanosta. Hallitus vaihdettiin kokonaan. Hallitukseen tuli pääomasijoittajan edustajana kohdeyhtiöstä vastaava rahaston manageri ja lisäksi pääomasijoittaja nimitti hallitukseen puheenjohtajan ja yhden ulkopuolisen jäsenen. Haastattelun mukaan hallitus haluttiin pitää alussa pienenä sen tehokkaan työskentelyn varmistamiseksi. Yrityksen aiempi hallitus oli koostunut paikallisista johtajista ja sen toiminta oli ollut emoyhtiölle raportoivaa. Yhtiöllä ei käytännössä ollut aiemmin omaa strategiatyöskentelyä vaan strategiset linjaukset oli asetettu konsernin emoyhtiöltä. Yhtiölle valittiin uusi johtoryhmä, joka koostui yhtiön liiketoimintajohtajista. Johtoryhmään tuli ulkopuolelta talousjohtaja ja markkinointijohtaja. Avainhenkilöt ja työntekijäosakkaat jatkoivat yhtiön palveluksessa. Yhtiö oli aiemmin toimittanut palveluja sekä

konsernin sisäisille asiakkaille että ulkopuolisille asiakkaille. Konserni oli merkittävä asiakas yritykselle ja yritys jatkoi tätä yhteistyötä.

Buyout-rahaston sijoitustyyppi tässä tapauksessa oli Carve-Out (Zeisberger et al., 2017). Tässä sijoitustyyppissä arvonluonti tapahtuu pääosin rahoituksen uudelleenjärjestelyllä, strategian ja toiminnan uudelleenjärjestelyllä ja hallinnon uudelleen strukturoinnilla. Lisäksi hallintorakenteen uudelleenjärjestely on tarpeen, koska yhtiö on aiemmin toiminut osana isomman konsernin hallintoprosesseja. Agenttiteorian mukaisella edustajariskin vähentämisellä on merkitystä arvon luonnissa (Zeisberger et al., 2017). Pääomasijoittaja rakensikin tässä tapauksessa johdon osakekannustinjärjestelmän, jolla päämiehen eli omistajan ja agentin eli johdon intressejä pyritään yhteistämään.

Yritys 2 oli tutkittavien tapauksien luokittelun mukaisesti suuryritys, jonka myyjänä oli toinen suuri yhtiö. Yritys oli käyttänyt aiemmin konsernin hallintopalveluja. Konserni oli tarjonnut myös yhtiön rahoituksen ja talouspalvelut. Yrityskaupan jälkeen yhtiölle perustettiin oma talousosasto ja pääomasijoittaja järjesteli kaupan yhteydessä myös liiketoiminnalle tarvittavan rahoituksen. Pääomasijoittaja nimitti koko hallituksen. Puheenjohtajaksi valittiin pääomasijoittajan neuvonantaja, joka oli toiminut avustajana yrityskauppaprosessissa. Lisäksi hallitukseen valittiin toimialan asiantuntija ja pääomarahaston manageri. Hallitus teki päätökset itsenäisesti. Yrityskaupan yhteydessä johtoa sitoutettiin osakeomistuksella. Yhtiölle valittiin uusi toimitusjohtaja ja uutena positiona talousjohtaja. Johtoryhmä koostui kuudesta henkilöstä ja johtoryhmän jäseniä vaihdettiin useampaan kertaan sijoitusjakson aikana. Toimitusjohtaja esitti ja hallitus haastatteli aina uudet johtoryhmän jäsenet ennen valintoja. Yhtiön muuhun organisaatiorakenteeseen ei tehty suuria muutoksia.

Taulukko 13. Yritys 2: resurssit ja toimintatavat strategisen uudistumisen viitekehyksessä

	Ostokohde
Resurssit ja toimintatavat	Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat: <ul style="list-style-type: none"> - Hallintopalvelut järjesteltiin uudelleen - Rahoitus järjesteltiin uudelleen - Hallitus vaihdettiin ja aloitettiin aktiivinen hallitustyöskentely. Hallitukseen rekrytoitiin ulkopuolista osaamista - Uusi johtoryhmä, joka uudistui useampaan kertaan

Tutkittu tapaus oli buyout-rahaston sijoitustyyppinä Carve-Out (Zeisberger et al., 2017). Kyseessä oli suuryritys, joka toimi kuitenkin konsernin toimintatapojen mukaisesti ja käytti konsernin resursseja. Haastattelun mukaan suurin työ sijoittajalla oli rakentaa yhdessä johdon kanssa hallintopalvelut ja aloittaa yhtiön itsenäinen strategiatyöskentely. Myyjän kanssa tehtiin sopimus hallintopalveluiden asteittaisesta alasajosta, että muutos saadaan hallitusti toteutettua.

Yritys 3 oli tutkittavien tapauksien luokittelun mukaisesti pk-yritys, jonka myyjänä olivat yrittäjät. Molemmat myyjät olivat olleet ennen kauppaa aktiivisesti mukana yhtiön operatiivisessa toiminnassa ja yrityskaupan jälkeen he jäivät heti pois päivittäisestä toiminnasta. Pääomasijoittaja nimitti uuden hallituksen ja toimitusjohtajan. Hallitus koostui pääomasijoittajan ja kanssasijoittajien edustajista. Yrityksen uusi johto osallistui yrityskauppaan ja heistä tuli myös yhtiön omistajia. Myyjien kanssa tehtiin määräaikainen neuvonantosopimus olla uuden johdon käytettävissä. Aktiivista hallituksen työskentelyä ei myyjillä ollut aiemmin ollut. He olivat pitäneet yhden tilinpäätöskokouksen vuosittain. Uusi hallitus aloitti säännöllisen hallitustyöskentelyn, jonka kokousteemoja ohjaamaan suunniteltiin hallituksen vuosikello. Hallitus kokoontui 10-14 kertaa vuodessa.

Taulukko 14. Yritys 3: resurssit ja toimintatavat strategisen uudistumisen viitekehyksessä

	Ostokohde
Resurssit ja toimintatavat	<p>Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Yhtiölle valittiin uusi hallitus. Ostaja nimitti kaikki hallituksen jäsenet - Hallituksen työskentely uudistettiin - Johtoryhmä uudistettiin - Yhtiölle valittiin uusi toimitusjohtaja - Vanhat omistajat jäivät pois operatiivisesta toiminnasta - Vanhojen omistajien kanssa tehtiin neuvonantosopimus - Yhtiön rahoitus järjesteltiin uudelleen

Tapauksen sijoitustyyppiksi luokiteltiin Secondary Buyout yhdistettynä Management Buy-In-järjestelyyn (Zeisberger et al., 2017). Pääomasijoittajan ja kanssasioittajien tarkoituksena oli ostaa kohdeyritys ja korvata sen nykyinen johto uudella johtoryhmällä.

Yritys 4 oli tutkittavien tapauksien luokittelun mukaisesti suuryritys, jonka myyjänä oli perheomistajat. Yhtiön hallinto ja sen prosessit olivat vakiintuneet. Pääomasijoittaja vaihtoi enemmistön hallituksesta ja myyjän edustajaksi hallitukseen jäi perheen neuvonantaja. Hallituksen työskentely uudistettiin ja hallitus kokoontui kerran kuukaudessa. Hallitukseen kartoitettiin sijoitusjakson aikana uutta osaamista. Myyjien kanssa keskusteltiin osaamisen erityistarpeista, jonka perusteella uusia jäseniä aloitettiin hakea. Ennen yrityskauppaa johtoryhmä koostui perheen jäsenistä. Myyjien kanssa tehtiin suunnitelma ja aikataulu heidän korvaamiseksi pidemmällä aikavälillä. Johtoryhmään tuli sijoitusjakson aikana uutta osaamista mm. kansainväliseen markkinointiin, yrityskauppoihin ja talousjohtamiseen.

Taulukko 15. Yritys 4: resurssit ja toimintatavat strategisen uudistumisen viitekehyksessä

	Ostokohde
Resurssit ja toimintatavat	<p>Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Enemmistö hallituksesta vaihdettiin. Myyjän neuvonantaja jäi hallituksen jäseneksi. - Hallituksen työskentely uudistettiin. - Johtoryhmään jäi alussa myyjän eläköityvät edustajat. Johtoryhmän kokoa ja osaamista kasvatettiin ennakkosuunnitelman mukaisesti. - Uuden osaamisen rekrytointi mm. yritysostot ja laskennan kehittäminen

Tämän tapauksen sijoitustyypiksi luokiteltiin Family Businesses (Zeisberger et al., 2017). Tässä sijoitustyypissä korostuu hallintorakenteen strukturointi ja yhtiön ammatillistaminen. Pääomasijoittajan ja myyjäperhe jatkoivat yhdessä yhtiön kehittämistä ja perheen edustajat jäivät pitkällä aikavälillä pois yhtiön operatiivisesta toiminnasta. Yhtiön henkilöstö oli sitoutunutta ja motivoitunutta. Toimintatapoihin ei tehty suuria muutoksia. Organisaation kulttuuri oli todella vahva ja se oli rakentunut tarkalle talousajattelulle ja esimerkiksi johtamiselle.

4.2.2 Liiketoiminta

Yritys 1 liiketoiminta oli perustunut aiemmin oman konsernin sisäiseen myyntiin ja ristikemyntiin, eli myyntiin konsernin muiden yhtiöiden asiakkaille. Yrityskaupan jälkeen organista kasvua lähdettiin hakemaan keskittämällä myyntiä myyjäkonsernin ulkopuolisille asiakkaille. Palvelutarjoamaa laajennettiin lanseeraamalla lisäarvopalveluja nykyisten palvelujen lisäksi sekä kehittämällä uusia liiketoimintoja. Yhtiössä panostettiin merkittävästi kansainvälistymiseen.

Liiketoimintaa ei radikaalisti muutettu yrityskaupan jälkeen. Muutokset liittyivät lisäarvopalveluihin, kansainvälistymiseen ja uusien liiketoimintojen kehittämiseen ja pilotointiin nykyisten asiakkaiden kanssa. Muutokset liiketoiminnan kehittämiseksi tehtiin pienenä muutosten sarjana.

Taulukko 16. Yritys 1: liiketoiminta strategisen uudistumisen viitekehyyksessä

	Ostokohde
Liiketoiminta	Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu: <ul style="list-style-type: none"> - Yhtiö keskittyi myymään palveluita konsernin ulkopuolisille asiakkaille - Yhtiö panosti merkittävästi kansainvälistymiseen - Palvelutarjoamaa laajennettiin

Yritys 2 liiketoiminta perustui ennen yrityskauppaa lähes täysin tuotteiden ja palveluiden toimittamiselle konserniyhtiöille. Muut asiakkaat eivät aiemmin ostaneet yritykseltä koska ne olivat myyjäkonsernin kilpailijoita. Yrityskaupan jälkeen, kun yhtiö oli irtaantunut konsernista, myyjän kilpailijat näkivät yhtiön potentiaalisena toimittajana itselleen. Yritys alkoi tarjota tuotteitaan ja palvelujaan myös muille asiakkaille. Yhtiöllä oli ennen kauppaa kolme liiketoiminta-aluetta, jotka olivat kaikki tasavertaisia. Yrityskaupan jälkeen nähtiin, että muun muassa irtaantumisen kannalta tulee yhtiön olla mukana kasvavissa liiketoimissa. Sen vuoksi yhdestä liiketoiminnasta keskityttiin hakemaan voimakasta kasvua ja supistuvasta liiketoiminnasta päätettiin pitkällä aikavälillä hankkiutua eroon. Yhtiön tuotantokapasiteettia sijoitettiin Euroopassa uudelleen hintakilpailukyvyn parantamiseksi. Tarkoitus oli päästä lähemmäs asiakkaita ja parantaa sen avulla toimitusketjujen tehokkuutta. Tuotannon tehostamista tehtiin kehitysohjelmalla, joka pohjautui Lean-filosofiaan.

Liiketoimintaa ei radikaalisti muutettu heti yrityskaupan jälkeen. Muutokset liiketoiminnan kehittämiseksi tehtiin aluksi pienenä muutosten sarjana. Sijoitusjakson aikana tehtiin isompia muutoksia.

Taulukko 17. Yritys 2: liiketoiminta strategisen uudistumisen viitekehysessä

	Ostokohde
Liiketoiminta	<p>Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Yhtiö alkoi tarjota tuotteitaan ja palvelujaan myös myyjäkonsernin ulkopuolisille asiakkaille - Ennen yhtiön liiketoiminta-alueet olivat tasavertaisia, kaupan jälkeen keskityttiin hakemaan yhdestä liiketoiminnasta voimakasta kasvua - Yhtiön tuotantokapasiteettia sijoitettiin uudelleen - Tuotantoa ja toimitusketjuja tehostettiin mm. Lean-filosofian avulla

Yritys 3 liiketoiminta keskittyi ainoastaan Suomen markkinaan. Yhtiö tarjosi palveluitaan kaikissa suomalaisissa kaupungeissa pääosin kuluttaja-asiakkaille. Yrityskaupan jälkeen päätettiin keskittyä kasvattamaan yritysasiakkaiden määrää ja osuutta myynnistä. Tätä muutosta tukemaan aloitettiin myös uusi palvelu, joka oli tarkoitettu vain yritysasiakkaille. Lisäksi laajennettiin palvelutarjoamaa ja rakennettiin nykyistä liiketoimintamallia tukevia lisäarvopalveluita. Yhtiö aloitti yrityskaupan jälkeen kansainvälistymisen valituissa Euroopan maissa.

Taulukko 18. Yritys 3: liiketoiminta strategisen uudistumisen viitekehysessä

	Ostokohde
Liiketoiminta	<p>Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Yhtiö aloitti kansainvälistymisen - Keskittyminen yritysmyyntiin - Aloitettiin nykyistä liiketoimintamallia tukevia liiketoimia - Lisäarvopalvelut

Yritys 4 liiketoiminta oli kansainvälistä ja yhtiön asiakkaat olivat pääosin kuluttajia. Kaupan jälkeen aloitettiin kehittämään yritysmyyntiä ja kansainvälistä kasvua. Yritys oli aiemmin keskittynyt vain muutamaan tuotteeseen, joten yhtiön tuotetarjoamaa laajennettiin. Laajennuksilla yhtiö aloitti kilpailemaan suuremmassa markkinassa, jossa se oli ennen ollut vain tiettyjen tuotteiden toimittaja. Kaupan jälkeen rakennettiin laajempia kokonaisuuksia ja tuotebrändiä uudistettiin.

Liiketoimintaa oli aloitettu kehittää heti yrityskaupan jälkeen. Muutokset liiketoiminnan kehittämiseksi tehtiin heti alussa isoina muutoksina. Yrityksessä oli ennen ollut varovaisuutta ja muutoksia ei ollut juurikaan tehty. Yhtiö oli todella hyvä kustannustehokkuudessa, jonka ansiosta se oli hyvin kannattava.

Taulukko 19. Yritys 4: liiketoiminta strategisen uudistumisen viitekehyksessä

	Ostokohde
Liiketoiminta	Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu: <ul style="list-style-type: none"> - Laajennettiin yhtiön tuotetarjoamaa - Aloitettiin kansainvälistymisen kehittäminen - Aloitettiin kasvattaa yhtiön B2B myyntiä ja uudistettiin yhtiön jälleenmyyntiverkostoja - Tuotebrändin uudistaminen

4.2.3 Strategian analysointi ja muutokset

Yritys 1 oli ollut osana suurempaa konsernia sen strategiatyöskentelyssä mukana. Yhtiöllä ei ollut omaa itsenäistä strategiatyöskentelyä. Strategian suuntaviivojen määrittely tapahtui sijoituskohteen arvioinnin yhteydessä. Yhtiön strategiseksi tavoitteeksi otettiin kasvaa suurimmaksi toimijaksi toimialallaan tietyllä markkina-alueella. Hallitus ja johto tunnistivat strategisesti tärkeät liiketoiminta-alueet ja yrityskaupat otettiin strategiaan mukaan. Laajentumista kansainvälisille markkinoille arvioitiin nimenomaan yrityskauppojen avulla.

Taulukko 20. Yritys 1: strategia ja strategiatyöskentely strategisen uudistumisen viitekehyksessä

	Ostokohde
Strategia	Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat: <ul style="list-style-type: none"> - Yritysostot tulivat strategiaan mukaan - Yhtiön strategiatyöskentelyä kehitettiin - Kasvustrategia keskittyi kansainvälistymiseen

Yritys 2 oli ollut osa konserninsa strategiaa. Kaupan jälkeen aloitettiin johdonmukainen strategiatyöskentely. Strategian aikahorisontiksi otettiin strategiatyöskentelyssä 5-6 vuotta. Hallitus fasiltoi strategiatyöskentelyä ja johto järjesti yhdessä laajennetun johtoryhmän kanssa alaohjausryhmissä strategiatyöpajoja henkilöstön kanssa. Strategiatyöskentelyyn oli tärkeää saada alussa henkilöstön edustajia mukaan, koska muutos emoyhtiön tavarantoimittajasta itsenäiseksi toimijaksi oli suuri ja se haluttiin viestiä ja saada henkilöstö osallistumaan muutoksen tekemiseen.

Taulukko 21. Yritys 2: strategia ja strategiatyöskentely strategisen uudistumisen viitekehyksessä

	Ostokohde
Strategia	Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat: <ul style="list-style-type: none"> - Strategiatyöskentely uudistettiin - Henkilöstö mukaan strategiatyöskentelyyn. Ohjausryhmänä hallitus ja laajennettu johtoryhmä - Strategian toteutumisen seurannan mittaristo - Yritysostot tulivat strategiaan mukaan

Yritys 3 oli ollut yhtiössä työskentelevien omistajayrittäjien omistama ja strategiatyöskentelyä ei juurikaan ollut aiemmin. Yhtiön strategiaa suunniteltiin omistajien kanssa pääomasijoittajan johdolla ja pidemmän aikavälin taloudelliset tavoitteet ja toimenpiteet kirjattiin ylös. Tämä suunnitelma toimi yhtiön strategiatyöskentelyn pohjana. Strategiasta keskusteltiin hallituksen kokouksien yhteydessä ja johdon ja hallituksen yhteisissä strategian kehitys- ja seurantalavereissa.

Taulukko 22. Yritys 3: strategia ja strategiatyöskentely strategisen uudistumisen viitekehyksessä

	Ostokohde
Strategia	Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat: <ul style="list-style-type: none"> - Kasvustrategia sisälsi orgaanista kasvua - Ulkomaille laajentuminen yritysostoin - Strategiatyöskentely johto ja hallitus - Strategian toteutumisen seuranta hallituksen kokouksissa

Yritys 4 oli ollut pitkään perheen hallinnassa. Yhtiöllä ei ollut juurikaan aktiivista strategiatyöskentelyä ennen pääomasijoittajan mukaantuloa. Pitkän aikavälin linjaukset ja taloudelliset tavoitteet oli sovittu jo kaupanteossa, mutta strategiaa seurattiin ja päivitettiin sijoitusjakson aikana. Sijoitusjakson alussa järjestettiin tiiviisti yhteisiä strategia work shop -tapaamisia, joiden tarkoituksena oli kehittää johdon strategiatyöskentelyä. Myöhemmin johto valmisteli erilaisia strategiaskenaarioita, joita käytiin yhdessä läpi hallituksen ja johtoryhmän kanssa. Hallituksen kokouksen yhteydessä pidettiin myös kerran vuodessa pidempi strategiapäivä, jossa johtoryhmä oli paikalla. Pitkän aikavälin strategia oli kasvaa jakeluverkoston kautta myytävien tuotteiden valmistajasta isommaksi toimittajaksi ja kansainvälinen laajentuminen yrityskauppojen avulla. Strategian viestiminen tapahtui operatiivisen johdon kautta henkilöstölle. Hallitus seurasi strategian onnistumista välitavoitteilla ja rakennetuilla seurantatyökaluilla. Strategiatyöskentelyyn tuli mukaan yritysostot, joiden avulla laajennettiin tuoteportfoliota ja lisäksi mentiin uusille markkina-alueille. Yrityksen strategian seuranta liitettiin myös yhtiön käyvän arvon kehityksen seuranta, joka viestittiin johdolle ja muille omistajille.

Taulukko 23. Yritys 4: strategia ja strategiatyöskentely strategisen uudistumisen viitekehyksessä

	Ostokohde
Strategia	<p>Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Yrityskaupan jälkeen aloitettiin hallituksen ja johdon yhteiset strategia work shop -tapaamiset. Tapaamiset tiheästi ensimmäisen 3 kuukauden aikana - Vuosittain kahden päivän strategiapäivät hallituksen kokouksen yhteydessä. Läsna johtoryhmä ja hallitus - Työkalut strategian onnistumisen seurantaan - Kansainvälinen laajentuminen yrityskauppojen avulla

4.2.4 Yrityskaupat osana strategiaa

Yrityskaupat eivät ole strategia itsessään, vaan yrityskaupat voivat olla yksi vaihtoehto toteuttaa strategiaa ja uudistua (Tall, 2014). Jokaisessa tutkittavassa tapauksessa haastateltavat kertoivat, että yhtiön strategian toteuttamisen vaihtoehdoksi yhtiölle otettiin arviointiin yrityskaupat. Etenkin laajentumisessa kansainvälisille markkinoille yrityskaupat nähtiin mahdollisuutena toteuttaa laajentumistavoitteita. Kaikki haastateltavat kertoivat, että yrityskaupat ovat tärkeä osa kohdeyhtiöiden suunnitelmien toteuttamista ja se on yksi osa-alue talous- ja rahoitusosaamisen ohella, mihin buyout-rahastoa hallinnoima pääomasijoittajan oma organisaatio tuo eniten lisäarvoa sijoitusperiodin aikana. Pääomasijoittajalla on resursseja ja ammattitaitoa etsiä, tutkia, analysoida ja käydä jopa alustavia keskusteluja mahdollisen ostokohteen kanssa. Lisäksi pääomasijoittaja voi käydä tunnusteluja lähes objektiivisessa roolissa, koska ei itse ole kohdeyhtiön operatiivisessa toiminnassa mukana. Sen vuoksi muun muassa luottamuksellista tietoa uskalletaan jakaa pääomasijoittajalle mieluummin kuin operatiivisen yhtiön johdolle.

4.2.5 Irtaantumisvaihtoehtojen etsiminen

Pääomasijoittajan tavoite on toteuttaa ennalta määriteltyä suunnitelmaa ja irtaantua sijoituskohteesta 3-6 vuoden kuluessa. Haastateltavat kertoivat, että irtaantumisvaihtoehtoja on pääsääntöisesti kolme: myynti toiselle buyout-rahastolle, listautuminen arvopaperipörssiin tai myynti strategiselle tai teolliselle ostajalle. Sijoituskohteesta irtautumista suunnitellaan jo sijoituksen arviointivaiheessa kuten edellä on kirjoitettu. Vaikka pääomasijoittaja on lyhytaikainen omistaja, sijoitusperiodi on kuitenkin useita vuosia ja aiemmin suunnitellut irtaantumisvaihtoehdot voivat painotuksiltaan jokseenkin muuttua sisäisistä ja ulkoisista syistä. Esimerkiksi yleinen markkinatilanne voi muuttua huonompaan suuntaan ja suunniteltu listautuminen voi siirtyä tai se voidaan perua kokonaan ja alkaa etsiä ostajaa muista pääomasijoittajista Suomesta tai ulkomailta. Lisäksi yhtiön suunnittelemaa strategiaa voidaan joutua muuttamaan sijoitusjakson aikana niin paljon, että suunniteltu myynti teolliselle ostajalle voikin osoittautua toimimattomaksi ja ostaja ei näe strategista hyötyä yrityskaupalle.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia kuinka pääomasijoittajan buyout-rahastot vaikuttavat suomalaisten yritysten strategiseen uudistumiseen. Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää buyout-rahaston yrityskaupprosessi ja miten buyout-rahastot vaikuttavan suomalaisten yritysten strategiseen uudistumiseen. Tutkimusta ohjaavat kysymykset olivat:

1. *Minkälainen yrityskaupprosessi buyout-rahastoilla on käytössä?*
2. *Miten buyout-sijoittaja arvioi sijoituskohdetta?*
3. *Vaikuttavatko he yhtiön strategiseen uudistumiseen?*
4. *Miten he vaikuttavat yhtiön uudistumiseen?*

Tutkimus oli jaettu kahteen tarkasteltavaan osa-alueeseen pääomasijoittajan yrityskaupprosessin mukaisesti ennen yrityskauppaa ja yrityskaupan jälkeen. Tutkimuksen kysymyksiin etsittiin vastauksia tutustumalla kirjallisuuteen, aiempiin tutkimuksiin ja haastattelemalla buyout-rahaston managereja neljään eri sijoitustapaukseen liittyen. Työn alussa käsiteltiin laajemmassa kuvassa suomalaisten yritysten omistamista ja pääomasijoittajien roolia ja erityispiirteitä omistajana. Pääomasijoittajan yrityskaupprosessi (Vild & Zeisberger, 2014) ja strateginen uudistuminen (Agarwal & Helfat, 2009) toimivat tutkimuksen aineiston keräämisen ja analysoimisen ohjaavina teemoina.

5.1 Tulokset ja yhteenveto

Pääomasijoittajan yrityskaupprosessi (Vild & Zeisberger, 2014) vastasi haastatteluissa läpikäytyjä yrityskaupprosesseja. Ennen yrityskaupan toteuttamista pääomasijoittaja etsi ja arvioi sijoituskohteiksi sopivia yrityksiä. Tutkimuksen aikana korostui, että pääomasijoittajilla saattoi olla jo ennalta tiedossa myyntiin tulevat kohteet, joten heillä oli aikaa tutkia markkinaa ja muita toimijoita ennen kaupan osallistumista. Kohdeyritys tuli yleensä yritysvälittäjän kautta myyntiin, jolloin sitä tarjottiin ostettavaksi yleisesti tai rajoitetusti ennakkoon valikoiduille ostajille. Tässä vaiheessa sijoittaja analysoi ja kävi keskusteluita myyjän ja yrityksen johdon kanssa. Yrityskaupprosessin vaiheet etenivät kaupan kohteen tarkastuksen, arvonmäärittämisen ja kaupan rahoituksen sekä kauppaneuvottelujen osalta usein samanaikaisesti.

Keskeisin osa yrityskauppaprosessia oli pääomasijoittajan tekemä Commercial Due Diligence eli liiketoiminnan tarkastus, jonka sijoittaja teki haastateltavien mukaan itse tai asiantuntijoiden avustamana. Tarkastuksessa arvioitiin sijoitusmahdollisuutta kaupallisesta näkökulmasta. Arvioitavia asioita olivat markkinan koko, sen tulevaisuuden kehitys ja yhtiön asema markkinassa, toimialan houkuttelevuus, johdon osaaminen, arvonluonnin mahdollisuudet, irtaantumisvaihtoehdot ja soveltuminen rahaston sijoituspreferensseihin. Markkinan tuli olla riittävän suuri, että yhtiö olisi sopiva sijoituskohde. Ulkomaille laajentumista arvioitiin kasvun mahdollisuutena. Vahva markkina-asema nähtiin hyvänä kannattavuuden hallinnan näkökulmasta.

Toimialan houkuttelevuutta arvioitiin alalle tulon esteiden ja toimialan kannattavuuden näkökulmasta. Yhtiön johdon osaamisen kehittämistarve korostui etenkin pk-yrityksissä. Vanhojen omistajien tuli olla valmiita kehittämään johtamista ja hyväksyä tarvittavat henkilöstövaihdokset. Arvonluonnin mahdollisuuksia analysoitiin huolellisesti. Kaikissa tapauksissa arvonluonnin ajureina olivat kasvu ja tehokkuus. Kasvua arvioitiin yhtiön markkinan ja yrityksen orgaanisen kasvun näkökulmasta ja mahdollisuudesta kasvaa yritysostoin. Arvonluonnin mallintamiseen käytettiin yleisesti Value Creation Bridge -mallia (Zeisberger et al., 2017), jossa yhdistetään kohdeyhtiön omistaja-arvon kasvaminen yhtiön liiketoiminnassa tehtäviin strategisiin valintoihin. Tehokkuutta arvioitiin tuotannon optimoinnin ja toimitusketjujen kehittämisen näkökulmasta. Irtaantumisvaihtoehtoja oli yleisesti kolme; myynti toiselle pääomasijoittajalle, myynti strategiselle ostajalle tai listautuminen arvopaperipörssiin. Liiketoiminnan tarkastus toimi pohjana pääomasijoittajan sijoituspäätöksen tekemiselle.

Merkittävä osa radikaaleista strategisista uudistuksista tehtiin jo kohdeyhtiön arviointiprosessin aikana. Arvioinnissa syntyneitä analyysseja, malleja ja laskelmia hyödynnettiin viestimään johdolle, muille omistajille ja sijoittajille arvonluonnin ja uudistusten suunnitelmat.

Yrityskaupan jälkeen tapahtuvien muutoksien tutkimuksen tulosten yhteenveto on esitetty yhteenvetona taulukossa 24. Muutoksien analysointi tehtiin strategisen uudistumisen viitekehyksessä (Tall, 2014), jossa ostokohteiden muutosten analysointi oli jaettu kolmeen osaan:

- 1. Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat?*
- 2. Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu?*
- 3. Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat?*

Molemmissa yrityksissä, joissa myyjänä oli suuri yritys, hallintorakenteet ja yhtiön rahoitus järjesteltiin uudelleen. Yrityksessä 2 tehtiin siirtymäajan sopimus konsernin hallintopalveluista myyjän kanssa. Hallitus ja johtoryhmä vaihdettiin osin tai kokonaan heti yrityskaupan jälkeen. Myös johtoryhmien kokoonpanoa vaihdettiin. Pk-yrityksessä tuli lisäksi ottaa käyttöön omat tietojärjestelmät. Kun myyjänä oli yrittäjät tai perhe, hallitus vaihdettiin osin tai kokonaan ja hallituksen työskentely uudistettiin. Yrityksessä 4 vanha johtoryhmä jatkoi, mutta sitä täydennettiin sijoitusjakson aikana suunnitellusti, kun myyjät siirtyivät eläkkeelle.

Liiketoimintojen uudistaminen kaikissa tapauksissa keskittyi myynnin kehittämiseen ja kansainvälistymiseen. Yrityksissä 3 ja 4 painotettiin yritysmyyntiä kehittämistä. Yrityksessä 2 järjesteltiin uudelleen yhtiön tuotantokapasiteettia ja tuotantoa tehostettiin. Organisaatiossa otettiin käyttöön Lean-filosofia. Lisäksi kaikissa yrityksissä kehitettiin ja laajennettiin yhtiöiden tuote- ja palvelutarjoamaa.

Yrityksen strategiatyöskentely koki ison muutoksen kaikissa yrityksissä. Muutos oli yrityskaupan yhteydessä suuri, mutta strategiaprosessiin otettiin mukaan strategian vähittäinen muuttaminen ja muutosten arviointi. Tämä korostui eniten yrityksissä 2 ja 4 joissa otettiin käyttöön strategiaprosessi yritysten henkilöstöä osallistava strategiatyöskentely ja strategian ohjausryhmät. Muissa yrityksissä toimiva johto teki arviointeja ja esitteli hallitukselle suunniteltuja muutoksia. Strategian toteutumisen varmistamiseksi rakennettiin sen onnistumista seuraavat mittarit.

Taulukko 24. Yhteenveto tutkittavien tapauksien strategisesta uudistumisesta

	PK-Yritys (liikevaihto alle 50 MEUR ja alle 250 hlö)	Suuryritys (liikevaihto yli 50 MEUR ja yli 250 hlö)
Myyjänä Corporate venture	<p>YRITYS 1:</p> <p>Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Hallintopalvelut - Rahoitus - Markkinointi - Tietojärjestelmät - Uusi hallitus - Uusi johtoryhmä - Uudet toimitilat <p>Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Myynnin kehitys - Kansainvälistyminen - Palvelutarjoama <p>Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Yritysostot - Strategiatyöskentelyn kehitys - Kasvustrategia keskittyi kansainvälistymiseen 	<p>YRITYS 2:</p> <p>Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Hallintopalvelut - Rahoitus - Uusi hallitus - Uusi johtoryhmä <p>Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Myynnin kehitys - Keskittyminen kasvavaan liiketoimintaan - Tuotannon uudelleensijoittaminen - Tuotannon tehostaminen, Lean <p>Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Strategiatyöskentely - Strategiatyön ohjaus, henkilöstö - Mittaristot

	PK-Yritys (liikevaihto alle 50 MEUR ja alle 250 hlö)	Suuryritys (liikevaihto yli 50 MEUR ja yli 250 hlö)
<p>Myyjänä</p> <p>Perheyhtiö / yrittäjä(t)</p>	<p>YRITYS 3:</p> <p>Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Uusi hallitus - Hallitustyöskentely - Johtoryhmä uudistettiin - Uusi toimitusjohtaja - Vanhat omistajat pois - Neuvonantosopimus myyjän kanssa - Rahoitus <p>Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Kansainvälistyminen - Yritysmyynti - Lisäarvopalvelut <p>Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Kasvustrategia sisälsi orgaanista kasvua ja ulkomaille laajentumisen osalta myös yritysostoin - Johto ja hallitus - Mittarit 	<p>YRITYS 4:</p> <p>Miten ostokohteen resurssit ja toimintatavat uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Enemmistö hallituksesta vaihtui - Hallitustyöskentely - Talousfunktion, (laskentatoimen kehitys) <p>Miten ostokohteen liiketoiminta uudistuu:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tuotetarjoama - Kansainvälistyminen - B2B myynnin kehitys - Tuotebrändi <p>Miten strategia ja strategiatyöskentely uudistuvat:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Strategia work shop - Hallitus ja johto - Strategiapäivät - Mittarit - Kansainvälinen laajentuminen yrityskauppojen avulla

5.2 Johtopäätökset ja jatkotutkimusehdotukset

Suomen yritys rakenne koostuu lukumäärällisesti pääosin mikro- ja pienyrityksistä. Suuria ja keskisuuria yrityksiä on lukumäärällisesti vain noin 3 900 yritystä, mutta niiden osuus kaikkien yritysten liikevaihdosta on noin 65 prosenttia ja niiden osuus työpaikoista on noin 57 prosenttia (Tilastokeskus, 2021). Yhtiöiden kehitys vaikuttaa merkittävästi Suomen elinkeinoelämään ja työllisyyteen. Omistajat voidaan jakaa joko aktiivisiin tai passiivisiin omistajiin. Aktiiviset omistajat käyttävät valtaansa yhtiön kehittämiseksi, joka vaatii usein radikaalejakin uudistuksia.

Tutkimuksen tuloksista voidaan havaita, että buyout-rahastojen tullessa omistajiksi yrityksiin uudistuvat ne merkittävästi. Toimintaa ammattimaistetaan suunnitelmallisesti ja tarvittavaa osaamista hankitaan hallitukseen ja johtoryhmään. Yhtiöiden uudistuksien suunnittelu alkaa jo pääomasijoittajan sijoituskohteen arviointivaiheesta. Yrityskauppaprosessin aikana käydään useita tapaamisia yritysten omistajien ja johdon kanssa, jossa keskustellaan mahdollisista strategiavaihtoehdoista, pitkän aikavälin tavoitteista ja tarvittavista muutoksista. Pääomasijoittajan yrityskauppaprosessi tukee hyvin uudistumisen aloittamista, koska strategiavaihtoehtoja ja tarvittavia uudistuksia arvioidaan koko prosessin ajan. Pääomasijoittajalla on lisäksi merkittävä kannustin onnistua yrityksen kehittämisessä, koska pääomasijoittaja on vain määräaikainen omistaja, jonka tarkoituksena on irtaantua sijoituksesta noin 3-6 vuoden kuluttua.

Yrityksen uudistuminen voi tapahtua pienten muutosten sarjana tai suurina muutoksina (Huff, et al. 1992). Pääomasijoittajan yrityskauppa on suuri muutos, joka mahdollistaa pienten muutosten toteuttamisen samaan aikaan. Pääomasijoittaja pyrkii löytämään yhtiön johtoon tarvittavaa osaamista, joka saa toteutettua muutokset. Yrityskaupan toteuttamisen jälkeen pääomasijoittaja alkaa yhdessä muiden omistajien kanssa toteuttaa suunniteltuja toimenpiteitä. Tätä suunnitelmaa kutsuttiin 100 päivän suunnitelmaksi, johon on kirjattu keskeisimmät toimenpiteet sijoitusjakson alkuvaiheessa.

Yrityskauppojen jälkeen pääomasijoittaja uudistaa ostokohteen resursseja. Hallituksissa ja johtoryhmissä tehdään henkilöstövaihdoksia. Liiketoiminnassa kehitetään etenkin myyntiä ja

kansainvälistymistä. Strategiatyöskentelyä kehitetään ja yrityskaupat tulevat osaksi strategian toteuttamisvaihtoehtoja.

Buyout-rahaston sijoitustyypit vaikuttavat sen lisäarvon tuottamiseen. Arvonluonti tapahtuu yleensä uudelleenjärjestelyllä, strategian ja toiminnan uudelleenjärjestelyllä ja hallinnon uudelleen strukturoinnilla (Zeisberger et al., 2017). Agenttiteorian mukaisella edustajariskin vähentämisellä on merkitystä arvon luonnissa ja yhtiön uudistumisessa. Pääomasijoittaja pyrkii vähentämään edustajariskiä yhtenäistämällä päämiehen eli omistajan ja agentin eli johdon intressejä.

Sijoittaja tuo merkittävästi lisää osaamista ja verkostonsa yhtiön käyttöön jatkoyrityskauppoja varten. Jatkotutkimuksen voisi kohdistaa pääomasijoittajan kohdeyhtiöihin tekemiin yrityskauppoihin ja niiden vaikutukseen kohdeyhtiön strategiseen uudistumiseen. Lisäksi tutkimuksesta voi havaita, että buyout-rahaston rahastomanagerit ovat keskeisiä henkilöitä sijoitusprosessissa ja yrityksen sijoitusjakson aikaisessa omistajaohjauksessa. Jatkotutkimusta voisi kohdistaa näiden henkilöiden yrittäjyyden tutkimukseen.

LÄHTEET

Agarwal, R. & Helfat, C. 2009. Strategic Renewal of Organizations. *Organization Science* vol. 20. no. 2.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2020. Hallinnointikoodi, Corporate Governance 2020, Helsinki.

Bratton, W. 2008. Private Equity's Three Lessons for Agency Theory. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*.

Davis, G. F., & Cobb, J. 2010. Resource Dependence Theory: Past and future. *Research in the Sociology of Organizations*, 28.

Demsetz, H. The Structure of the Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property.

Eisenhardt, K. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review* vol. 14.

Eskola, J & Suoranta, J. 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere, Vastapaino.

Euroopan unionin julkaisutoimisto, 2015. Käyttöopas: Pk-yrityksen määritelmä, Luxemburg.

Gabrielsson, J. 2017. *Handbook of Research on Corporate Governance and Entrepreneurship*. Cheltenham U.K, Edward Elgar Publishing Ltd.

Grant, Robert M. 1991. The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation. *California Management Review*.

Hamel, G. & Prahalad, C.K. 1996. *Competing for the Future*, Harvard Business Press.

Hidén, P. & Tähtinen, J. 2005. Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Jyväskylä, Talentum Media.

Huff, J., Huff, A. & Thomas, H. 1992. Strategic Renewal and the Interaction of Cumulative Stress and Inertia. *Strategic Management Journal*, vol. 13.

Huse, M. 2007. *Boards, Governance and Value Creation*. Cambridge, Cambridge University Press.

Johnson, M. & Selnes, F. 2004. Customer Portfolio Management: Toward a Dynamic Theory of Exchange Relationships. *Journal of Marketing* 68.

Kamensky, M. 2014. *Strateginen johtaminen: menestyksen timantti*. Espoo, Alma Talent.

Kaplan, S. & Strömberg, P. 2009. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives* vol. 23. issue 1.

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svénnas, K. & Wilkman, N. 2013. *Yrityskauppa*. Helsinki, Talentum Media.

Luoma, T. 2018. *Osaava omistaja, hyvän omistamisen käsikirja*. Helsinki, Alma Talent.

Pääomasijoittajat ry, 2019. *Venture Capital & Private Equity -pääomasijoitusalan perusteet*, Helsinki.

Pääomasijoittajat ry, 2022. *Pääomasijoitusalan markkinakatsaus, kesäkuu 2022*.

Rautiainen, M. 2012. *Dynamic Ownership in Family Business Systems – A Portfolio Business Approach*. Lappeenrannan teknillinen yliopisto.

Sievinen, H. 2021. Role of the Board of Directors in the Strategic Renewal of Later-Generation Family Firms. LUT University Press 2021.

Sievinen, H. 2020. Strategian uudistuminen perheyriyksessä. Lappeenrannan yliopisto.

Sievinen, H., Ikäheimonen, T. & Pihkala, T. 2018. Strategic renewal in a mature family-owned company – A resource role of the owners. Long Range Planning 53.

Suomen Yrittäjät, 2021. Yrittäjyystilastot 7/2021.

Tall, J. 2014. Yrityskauppa ja strateginen uudistuminen. Vaasan yliopisto.

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2018. Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. Helsinki, Kustannusosakeyhtiö Tammi.

Valtioneuvoston kanslia. Valtion omistamat yhtiöt ja omistusosuudet.

[verkkojulkaisu]. [viitattu 14.10.2022]. Saatavissa:

<https://vnk.fi/omistajaohjaus/yhtiot>.

Vild, J. & Zeisberger, C. 2014. Strategic Buyers vs. Private Equity Buyers in an Investment Process. Faculty & Research Working Paper INSEAD.

Wright, M., Hoskisson, R. & Busenitz, L. 2001. Firm rebirth: Buyouts as facilitators of strategic growth and entrepreneurship. Academy of Management Executive vol. 15. no. 1.

Yrittäjyystilasto, tilastokeskus Suomen virallinen tilasto (SVT). Yritysten rakenne- ja tilinpäätöstilasto. [verkkojulkaisu]. [viitattu 1.10.2021] Saatavissa:

<http://www.stat.fi/til/yrti/index.html>.

Zeisberger, C., Prahl, M. & White, B. 2017. *Mastering Private Equity: Transformation via Venture Capital, Minority Investments & Buyouts*. West Sussex U.K, John Wiley & Sons Ltd.

Liite 1. Puolistrukturoidun teemahaastattelun kyselylomake

Puolistrukturoitu teemahaastattelu

Teemat 6 kpl (15 min per teema)

Hankkeen tausta (ennen sijoitusta)

1. Omistajastrategia
2. Yhtiön hallinnon ja johdon rakenne
3. Yrityskulttuuri
4. Sijoitusprosessi

Sisäiset ja ulkoiset tekijät

1. Mikä oli yhtiön markkina ja toiminta-alue?
2. Mitkä olivat yhtiön kilpailuedun tekijät?
3. Miten sisäistä kyvykkyyttä ja osaamista arvioitiin?
4. Miten markkinaa ja kilpailijoita analysoitiin?
5. Rahoitus ja resurssit.

Hallitus ja johtoryhmä

1. Kuinka hallituksen kokoonpano määriteltiin?
2. Millainen oli yhtiön hallituksen työjärjestys?
3. Hallitusten jäsenten ja puheenjohtajan osaaminen.
4. Kuinka johtoryhmän kokoonpano määriteltiin?
5. Johtoryhmän jäsenten osaaminen?

Strategiaprosessi ja sen viestiminen

1. Kuinka yhtiö määritti yhtiön strategian?
2. Tehtiinkö yhtiön liiketoimintamalliin isoja muutoksia, jos tehtiin niin miksi?
3. Tehtiinkö yhtiön liiketoimintamalliin vähittäisiä muutoksia?
4. Kuinka strategia viestittiin yrityksen henkilöstölle?
5. Kuinka strategian onnistumista seurattiin?

Liite 1. Puolistrukturoidun teemahaastattelun kyselylomake

Muutokset sijoitusperiodin aikana

1. Mitkä olivat keskeisimmät muutokset strategiaan sijoitusperiodin aikana?
2. Miten muutostarve tunnistettiin ja kuinka päätös muutoksesta tehtiin?
3. Muutettiin hallituksen tai johtoryhmän kokoonpanoa sijoitusperiodin aikana?

Omistaja-arvo

1. Kuinka sijoituskohteen omistaja-arvoa seurattiin ja mitattiin?
2. Miten omistaja-arvon kasvattaminen oli varmistettu?
3. Saatiinko strategian muutoksilla parannettua yhtiön kannattavuutta?