



Kauppätieteiden tiedekunta
Talouden ja yritys juridiikan laitos
Kauppätieteiden kandidaatin tutkinnon tutkielma
Laskentatoimi

AB20A8000 Kandidaatintutkielma

Alueellisesti sijoittavan pääomarahaston irtautumisprosessi kohdeyrityksistä

The exit process of regional venture capital funds

Espoo 9.4.2009
Tommi Leppänen

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO.....	2
1.1. Tutkimuksen tavoitteet ja rajaus.....	4
1.2. Tutkielman rakenne.....	4
1.3. Empiirisen osuuden tutkimusmenetelmä.....	4
2. PÄÄOMASIJOTTAMINEN	6
2.1. Pääomasijoitusrahaston rakenne ja toiminta.....	6
2.2. Term Sheet ja Due Diligence	7
2.3. Sijoitusinstrumentit	8
2.3.1. Oman pääoman ehtoinen rahoitus	9
2.3.2. Välirahoitus.....	9
2.3.3. Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus.....	10
2.4. Kohdeyhtiön kontrollointi	11
2.4.1. Osakassopimus	11
2.4.2. Diluutio ja lunastusehdot	11
2.4.3. Drag-along & Tag-along	12
2.5. Optimaalinen pääomasijoitusrahaston koko & rakenne	12
2.5.1. Pääomasijoitusrahaston koko.....	13
2.5.2. Pääomasijoitusrahaston rakenne	14
3. SIJOITUSKOHTEESTA IRTAUTUMINEN.....	16
3.1. Irtautumisen etukäteissuunnittelu.....	16
3.2. Irtautumiskeinot.....	17
3.2.1. IPO	17
3.2.2. Trade Sale.....	18
3.3. Sijoituskohteesta irtautuminen kokonaan vai osittain?	19
3.3.1. Irtautuminen kokonaan	19
3.3.2. Irtautuminen osittain	20
3.4. Irtautumisen ajoitus.....	21
4. EMPIIRINEN OSUUS	23
4.1 Alueellisesti, alkuvaiheen yrityksiin sijoittava pääomarahasto.....	23
4.2. Alueellisen sijoitusrahaston irtautumisprosessi	24
5. YHTEENVETO	28

LÄHDELUETTELO

LIITTEET

LIITE 1: Haastattelukysymykset

1. JOHDANTO

Pääomasijoittaminen on korkean riskin sijoitustoimintaa erilaisissa tilanteissa oleviin yrityksiin. Riskiä kompensoi kova tuotto. Suuri osa sijoituksista menetetään, joistakin saa varat takaisin ja vähemmän kuin yksi kymmenestä tuottaa satumaisen paljon. (Mason et al., 2002, s. 211)

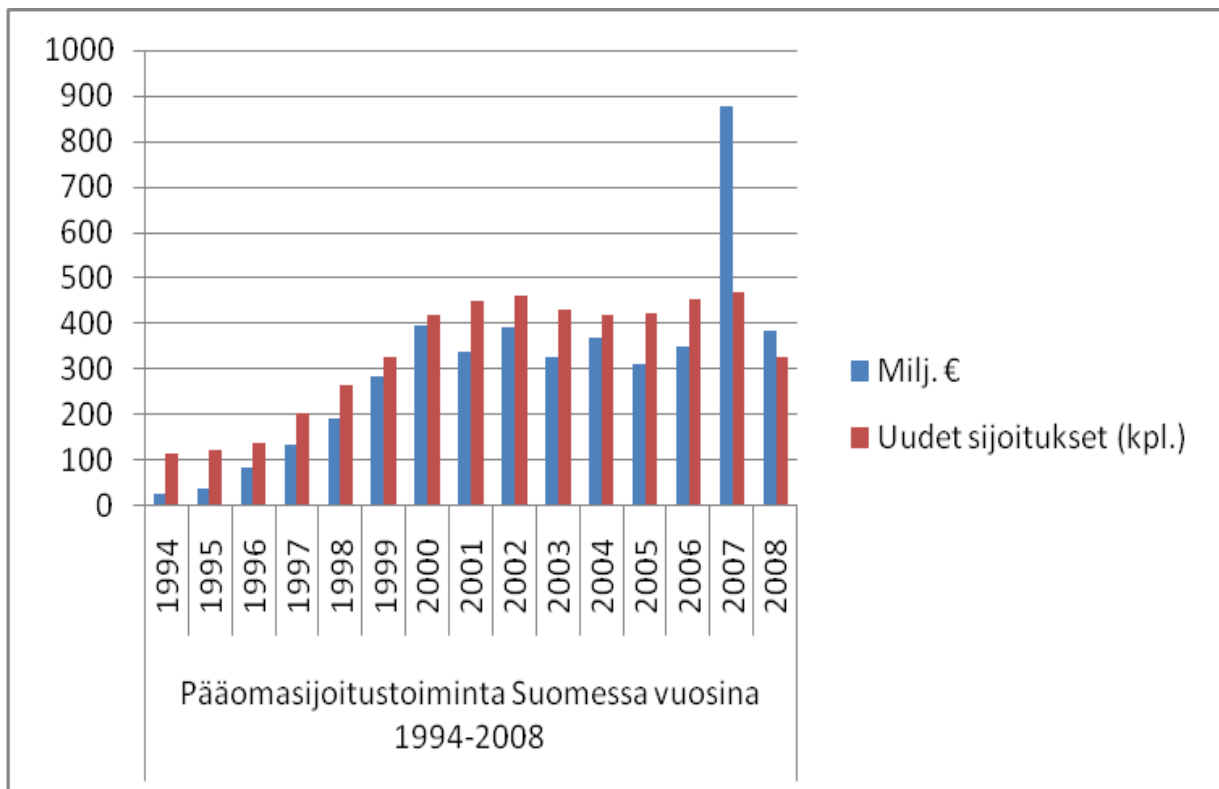
Pääomasijoittajilla on yleensä tietty sijoituspolitiikka, joka määrää, mille toimialalle, maantieteelliselle alueelle tai kypsyyssvaiheen yrityksiin sijoitetaan. Riskiä hajautetaan muodostamalla yritysten osuuksista sijoitusrahastoja. Lisäksi voidaan muodostaa sijoitussyndikaatteja muiden pääomasijoittajien kanssa, eli kohteeseen tehdään tietyn suuruinen sijoitus, ja sijoitussumma jaetaan muiden pääomasijoittajien kanssa tietyissä suhteissa. Syndikoinnilla saadaan aikaan korkeampia tuottoja, koska sijoitussummat voivat olla suurempia, ja sijoituksen hoitoon voi käyttää enemmän resursseja. (Brander et al., 2002, s. 424; Giot et al., 2007, s. 683) Sijoitustoiminnan päämääränä on määräjän päästä tehdä tuottoisa exit, eli irtautuminen yrityksestä.

Pääomasijoittamisella on suuri merkitys kasvavien yritysten rahoittamisessa. Pääomasijoittajat pystyvät kantamaan rahoitukseen liittyvät riskit ja yritykset saavat kaipaamaansa pääomaa tutkimus- ja kehitystyöhön sekä markkinointiin. Samalla pääomasijoittaja tuo suhteensa ja ammattitaitonsa yrityksen käytettäväksi. Pääomasijoitustoiminnalla onkin suuri kansantaloudellinen merkitys hyvinvoinnin ja talouden kasvun moottorina.

Pääomasijoitustoiminnassa tarvitaan osaamista monelta alalta. Onnistuakseen sijoituspäätöksissä ja saavuttaakseen korkean tuoton pääomasijoittajalla täytyy olla hyvä näkemys markkinoista, joilla sijoituskohte toimii ja sijoituskohteesta itsestään. Niinpä pääomasijoittajalla täytyy olla ymmärrystä rahoituksesta, laskentatoimesta, juridiikasta, markkinoinnista ja teknisistä seikoista. Yhden henkilön ei tietenkään tarvitse hallita täysin kaikkia osa-alueita, vaan pääomasijoittajat käyttävät paljon ulkopuolista apua, varsinkin teknisissä- ja lakiasioissa.

Yhdysvalloissa on suuria pääomasijoitustoiminnan keskittymiä, kuten Silicon Valley Kaliforniassa ja New England maan koillisosassa. Yksin näillä alueilla uusiin sijoituskohteisiin investoidaan enemmän vuodessa kuin monessa maassa vuosikymmenessä. Esimerkiksi vuonna 2008 investoitiin Silicon Valley:ssa n. 11 miljardin dollarin ja New England:ssa n. 3.3 miljardin dollarin edestä. (National Venture Capital Association, 2009) Syitä keskittymiseen voi hakea huippuyliopistojen läheisyydestä, varsinkin New England:ssa sekä alan klusteroitumisesta. Saman alan yritykset hakeutuivat samalle alueelle, ja pääomasijoittajat seuraavat perässä. Muita syitä on toiminnan helpompi seuraaminen ja avustaminen sekä uusien sijoituskohteiden helpompi analysointi. Kehitys on tämän suuntaista muuallakin maailmassa. (Cumming et al., 2006b, s.7)

Alla olevasta taulukosta ilmenee toiminnan koko Suomessa vuosina 1994 - 2008. Pääomasijoittaminen on Suomessa suhteellisen pienimuotoista toimintaa verrattuna edelläkävijöihin, Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan, vaikkakin se on kehittynyt ja kasvanut melkoisesti 1990 -luvun alun jälkeen.



Kuvio 1. Pääomasijoitustoiminta Suomessa vuosina 1994 – 2008. X-akselilla aikajana, Y-akselilla on punaisella palkilla kappalemääräiset uudet sijoitukset ja sinisellä palkilla sijoitukset miljoonina euroina. (Suomen pääomasijoitus ry. 2009)

1.1. Tutkimuksen tavoitteet ja rajaus

Tutkimuksen tavoitteena on pohjustaa aluksi pääomasijoittamista yleisesti ja sen jälkeen keskittyä tutkimusongelmaan eli alueellisen, pienen, alkuvaiheen yritysten pääomasijoittajan irtautumiseen. Irtautumista tutkiessani selvitän seikkoja, jotka vaikuttavat tai helpottavat menestyksekkään irtautumisen tekemistä ylipäänsä ja mikä erottaa tämän kaltaisen pääomasijoittamisen esimerkiksi suurista tai kansainvälisistä pääomasijoittajista. Pyrin rajaamaan tutkimuksen niin, että kaikki kappaleet tukisivat tutkimusongelman selvittämistä ja tutkimuksessa olisi punainen lanka. Toinen kappale antaa lukijalle kuva pääomasijoittamisesta pääpiirteittäin, näin on helpompi ymmärtää seuraavien kappaleiden tarkoitusta.

1.2. Tutkielman rakenne

Ensimmäinen kappale sisältää johdannon, tutkimuksen tavoitteet ja rajauksen sekä tutkielman rakenteen. Toisessa kappaleessa esittelen pääomasijoittamista yleisesti, mitä se on, miten rahastot toimivat, miten sijoituskohteita valitaan ja arvotetaan, millä keinoin sijoituskohteisiin voidaan sijoittaa ja mitä eroja näillä on ja viimeisenä miten kohdeyhtiötä voidaan kontrolloida sijoituksen tapahduttua. Kolmas kappale syventyy tutkimusongelmaan eli irtautumiseen, irtautumiskeinoihin, irtautumisen etukäteissuunnitteluun, irtautumisasteeseen ja ajoitukseen. Neljännessä kappaleessa on tutkielman empiirinen osuus, eli pääomasijoittaja Juha Turusen haastattelu. Viides kappale sisältää aineiston perusteella tekemäni johtopäätökset. Liitteenä ovat laatimani haastattelukysymykset.

1.3. Empiirisen osuuden tutkimusmenetelmä

Empiirisen osuuden tutkimusmenetelmänä on teemahaastattelu. Teemahaastattelussa kysymysten tarkka muoto ja järjestys saattavat vaihdella, mutta aihepiirit eli teema-alueet ovat samat. (Hirsijärvi et al., 1997, s. 203)

Haastattelussa kysymykset esitettiin samassa järjestyksessä, kuin ne oli etukäteen haastateltavalle annettu. Kysymyksiä tarkennettiin haastateltavan pyytäessä. Haastattelu kesti noin 1h 15min ja se tallennettiin nauhurilla. Haastattelukysymykset rakennettiin teoreettisen osion pohjalta tutkimusongelmaa silmällä pitäen.

Tutkimus ei ole täysin luotettava ja yleistettävä, koska otos on vain yksi henkilö. Kuitenkin Juha Turusen 20 vuotta pankkialalla ja 9 vuotta pääomasijoittajana, antavat ammattitaidon ja näkemyksen, jonka turvin haastattelun tuloksia voi käyttää tutkimuksessa lähteenä.

2. PÄÄOMASIJOITTAMINEN

Tässä kappaleessa esitellään tutkimuksen kannalta relevantit pääomasijoittamisen osa-alueet sijoitusrahaston toiminnasta, sopimustoiminnasta, kontrollikeinoista ja sijoittamisen välineistä sijoitusrahaston rakenteeseen ja kokoon. Kappaleet ovat laadittu suurien ja kansainvälisten pääomasijoitusrahastojen näkökulmasta, jotta erot tutkimuksen kohteena olevaan pieneen ja alueelliseen alkuvaiheen sijoitustoimintaan konkretisoituvat.

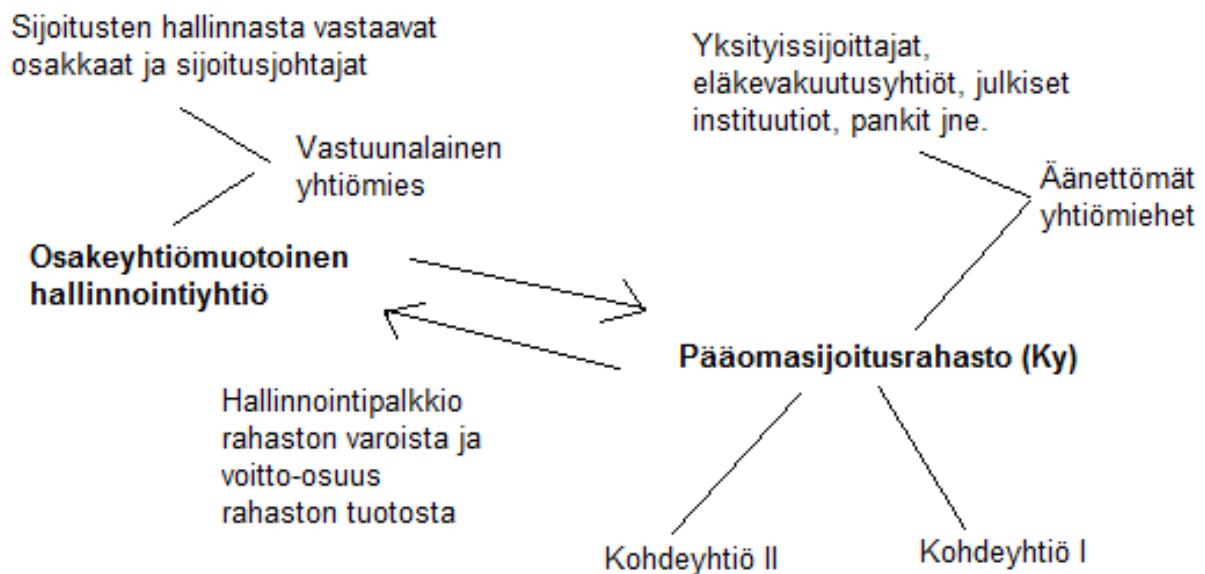
2.1. Pääomasijoitusrahaston rakenne ja toiminta

Pääomamarkkinoita säätelevät monet lait, kuten arvopaperimarkkina- ja sijoitusrahastolait. Kuitenkin Suomessa ei ole pääomasijoitustoimintaa tai yksityistä sijoitustoimintaa koskevaa erityislainsäädäntöä tai pääomasijoitusyhteisöjen hyväksymismenettelyä kuten Yhdysvalloissa ja Isossa Britanniassa. Toimintaa harjoitetaan edelleen yleisten yhtiö- ja verolakien puitteissa. (Lauriala, 2004, s. 33)

Pääomasijoitusrahasto muodostuu osakeyhtiömuotoisesta hallinnointiyhtiöstä ja yhdestä tai useammasta määräaikaisesta kommandiittiyhtiömuotoisesta rahastosta. Osakeyhtiömuotoinen hallinnointiyhtiö toimii rahaston vastuunalaisena yhtiömiehenä ja muut sijoittajat äänettöminä (passiivisina) yhtiömiehinä. (Villa, 2006, s. 79) Hallinnointiyhtiön henkilöstö valmistelee rahaston sijoitusesitykset ja toteuttaa ne käytännössä sijoitusneuvoston hyväksynnän jälkeen. Hallinnointiyhtiön osakkaat ja sijoitusjohtajat osallistuvat rahaston edustajina kohdeyrityksien kehittämiseen, hallituksen jäseninä ja/tai neuvonantajina. Sijoittajat tuovat 99 % rahaston pääomasta ja ovat vastuussa vain sijoittamansa pääoman määrän. Hallinnointiyhtiö sijoittaa noin prosentin verran. Äänettömät yhtiömiehet antavat sijoitussitoumuksia sijoittamalleen

määrälle, eli he pitävät varat itsellään niin kauan kuin mahdollista. Varat siirtyvät vasta, kun hallinnointiyhtiö pyytää niitä tehdäkseen sijoituksen. (Lauriala, 2004, s. 34)

Voitonjako on aina neuvoteltavissa, mutta yleisenä käytäntönä on ensin palauttaa pääomat ja maksaa sitten ns. korko, *hurdle rate*, sijoittajille sijoitusajalta. Sitten hallinnointiyhtiölle maksetaan 20 % tuotosta ja loppuosa 20/80- periaatteella hallinnointiyhtiölle ja sijoittajille. (Lauriala, 2004, s. 41) Lisäksi hallinnointiyhtiö saa tuloa veloittamalla rahastoa yhtiösopimuksessa sovitulla hallinnoimispalkkiolla. (Villa, 2006, s. 79)



Kuvio 2. Pääomasijoitustoiminnan rakenne. (Lauriala, 2004, s. 34)

2.2. Term Sheet ja Due Diligence

Term sheet, eli esi- tai aiesopimus tarkoittaa sijoituksen alustavia ehtoja. Se on tiivistelmä rahoituksellisista ja juridisista ehdoista. Luonteeltaan se on sitomaton juridinen dokumentti. Siitä ilmenee uuden pääomarakenteen ja sopimusten päälinjat. Sen pohjalta käydään lopulliset sopimusneuvottelut. (Lauriala, 2004, s. 53; Gladstone, 1988, s. 143)

Due diligence tarkoittaa sijoituskohteen tarkastusta. Johtuen sijoitukseen liittyvästä suuresta riskistä, tämä pyritään tekemään mahdollisimman kattavasti. Due diligence tehdään liiketoimintasuunnitelman ja muiden pääomasijoittajalle annettujen tietojen perusteella. Prosessin alkaessa on edetty jo term sheet vaiheeseen eli investointi on jo lähellä. Tarkastus on kallista ja kustannukset uponneita, joten pääomasijoittajan täytyy harkita tarkkaan mihin kohteisiin tarkastus tehdään. (Lauriala, 2004, s. 56-57) Keskeisimmät due diligence prosessit ovat business, financial ja legal due diligence. (Vauhkonen, 2007, s. 9)

Business due diligence tarkoittaa liiketoiminnan olosuhteiden selvittämistä. Konsultit käyvät läpi esimerkiksi tuotantokoneiston ja sen kunnon, haastattelevat asiakkaita ja toimittajia sekä analysoivat valittuja strategioita. On tärkeää, että ostokohde vastaa niitä strategisia ja kaupallisia tavoitteita mitä sijoittajilla on. (Blomquist et al., 1997, s. 21)

Legal due diligence tutkii sopimuksien ja patenttien pätevyksiä ja muita juridisia riskitekijöitä. (Lauriala, 2004, s. 58)

Financial due diligence kartoittaa tilinpäätöstiedot ja laskentatoimen järjestelmät kohdeyrityksestä. (Blomquist et al., s. 23)

Due diligencen tavoitteena on saada selkeä käsitys kohdeyrityksen toiminnan olosuhteista, yrityksen hyvät ja huonot puolet, sekä toiminnan riskit. (Blomquist et al., 1997, s. 21)

2.3. Sijoitusinstrumentit

Pääomasijoittajalla on käytössään monia eri rahoitusinstrumenttejä. Yleisesti käytetään oman pääoman ehtoisia instrumenttejä kuten suoraa osakesijoittamista tai väli-rahoitusinstrumentteja kuten vaihtovelkakirjalaina ja etuosake. Yleisesti kaikki pääomasijoittajien käyttämät instrumentit sisältävät muuntoehdon, jolla instrumentin voi

muuttaa kantaosakkeeksi. (Lauriala, 2004, s. 108) Pääomasijoittaja voi halutessaan käyttää useaa eri instrumenttia samanaikaisesti.

2.3.1. Oman pääoman ehtoinen rahoitus

Oman pääoman ehtoinen rahoitus hoidetaan yleensä suunnatulla osakeannilla kohdeyhtiöltä pääomasijoittajalle. Sijoittaja merkitsee uusia osakkeita ja tulee osakkaaksi ostamiensa osakkeiden suhteessa koko osakekantaan. (Lauriala, 2004, s. 100) Osakeanti voidaan toteuttaa myös eri äänivallan omaavilla osakkeilla, esim. 20:1. Osakkeet ovat tällöin eri sarjaa, jolloin niistä puhutaan esimerkiksi A - ja B – sarjan osakkeina. Pääomasijoittaja on erityisen kiinnostunut eri äänivaltaisista osakkeista, koska ne tarjoavat suhteellisen pienellä osakemäärällä paljon äänivaltaa yhtiön asioiden päättämisessä. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen haittapuoli on konkurssitilanteen huonoin asema. Osakkeenomistajalle maksetaan viimeisenä korvauksia likvidoinnilla saaduista varoista. Siten korkealle riskille vaaditaan myös korkeaa tuottoa. (Puttonen et al., 2004, s. 21)

Osakkeet oikeuttavat vuosittaiseen osinkoon, mikäli yrityksellä on vapaata omaa pääomaa maksaa niitä. Osingonjaosta kuitenkin pidättäytytään yleensä, sillä kasvava yritys tarvitsee kaiken liikenevän pääoman. Pääomasijoittaja haluaa tuottoa enemmän osakkeiden arvonnousun kautta kuin osinkoina. (Lauriala, 2004, s. 101)

2.3.2. Välirahoitus

Välirahoitus, eli mezzanine financing tarkoittaa rahoitusta, jossa on oman ja vieraan pääoman piirteitä. Välirahoitusinstrumentit eivät kuitenkaan ole selkeästi kumpikaan. Niitä ovat optiolaina, vaihtovelkakirjalaina, pääomalaina ja etuosake. (Puttonen et al., 2004, s. 29)

- *Vaihtovelkakirjalaina* (vvk-laina) on yrityksen liikkeellelaskema velkakirja, joka voidaan vaihtaa yrityksen osakkeisiin tietyllä vaihtosuhteella. Vaihdossa velkoja luopuu korkojen ja pääoman saamisoikeudesta ja tulee yhtiön osakkeenomistajaksi. Se eroaa optiolainasta niin, että optio- ja lainaosuuksia ei voi erottaa.
- *Pääomalainan* voi rinnastaa omaan pääomaan, sillä lainaa voi lyhentää ja maksaa korkoa vain, jos sidotulle omalle pääomalle jää täysi kate. Sillä ei kuitenkaan ole äänioikeutta. Yhtiön purkautumisessa tai konkurssissa sillä on kaikkia muita velkojia huonompi oikeus yhtiön varoihin. Pääomalainan korko on oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksen välissä. Lainaehdoista riippuu lopullinen korko.
- *Etuosake* eli ns. preferred stock on äänivaltaton osake, joka kuuluu omaan pääomaan, mutta joka kuitenkin muistuttaa enemmän velkarahoitusta. Sille maksetaan kiinteää tuottoa osinkojen muodossa, kuten lainoillekin korkoa. Erona on, että osingon maksaminen ei aiheuta sopimusoikeudellisia seurauksia. Lisäksi osinkoa ei voida maksaa, jos yhtiöllä ei ole vapaata omaa pääomaa. Maksamatta jäänyt osinko siirtyy maksettavaksi seuraavalle vuodelle, jolloin sillä on etuoikeus osinkoon kantaosakkeisiin nähden.

(Puttonen et al., 2004, s. 29 – 32)

2.3.3. Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus

Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on turvallisinta eri rahoitusmuodoista. Se on ensimmäisenä saajana konkurssipesässä. Tulovirrat ovat vakaita ja kiinteitä, jos käytetään kiinteää korkoa. Vähäistä riskiä kompensoi kuitenkin vähäinen tuotto. Korkotasoon vaikuttaa siis velanottajan riskitaso. Vieraan pääoman ehtoisella rahoituksella ei myöskään saa lainkaan päätäntävaltaa yhtiön asioihin. (Puttonen et al., 2004, s. 27)

Velanantajat voivat asettaa kovenantteja eli vakuusehtoja lainoihin. Yleisiä kovenanttien rajoittamia toimia ovat esimerkiksi lisävelan otto, sekä liian suurten osinkojen maksaminen. Tavoitteena on pienentää velanottajan opportunistisesta käyttäytymisestä johtuvaa riskiä. (Brealey et al., 2007, s. 361)

2.4. Kohdeyhtiön kontrollointi

Kohdeyhtiön seuranta on sijoituksen jälkeen tärkeää. Toki sijoitus on suojattu osakassopimuksella ja muilla keinoin, mutta riski opportunistiseen käytökseen säilyy silti. Päämies-agentti -ongelma juontaa omistuksen ja vallan eriytymisestä. Pääomasijoittajan on kuitenkin vaikea valvoa, ettei kohdeyhtiön johto käytä sille uskottuja resursseja omistaja-arvoperiaatteen vastaisesti. (Lauriala, 2004, s. 150) Pääomasijoittajan tulee vaatia säännöllisiä hallituksen kokouksia, joissa seurataan johdon toimia. (Gladstone et al., 2004, s. 243)

2.4.1. Osakassopimus

Osakassopimus on yhtiön perustajaosakkaiden ja pääomasijoittajien keskinäinen sopimus siitä, miten he toimivat yhtiön osakkeenomistajina ja/tai hallituksen jäseninä. Osakassopimuksella pyritään täydentämään yhtiöoikeudellisia normeja. Se toimiikin koko järjestelyn perustana. Siihen voidaan lisätä myös salassa pidettäviä ehtoja. (Lauriala, 2004, s. 159)

Osakassopimukseen sovelletaan yleisiä sopimusoikeudellisia periaatteita ja sääntöjä. Pääomasijoittajan kannalta tärkeä seikka on sopimus osakkeiden vaihdannan rajoittamisesta. (Villa, 2006, s. 46,50)

2.4.2. Diluutio ja lunastusehdot

Diluutio määritellään suhteellisen omistusosuuden vähenemiseksi, kun uusia osakeinstrumentteja lasketaan liikkeelle, kasvaa yhtiön osakekanta ja siten vanhojen osakkaiden osuudet pienevät, elleivät he osta annista lisää. Diluution vaikutus kasvaa, jos uusien osakeinstrumenttien merkintähinta on alempi kuin aikaisemmilla kierroksilla. (Lauriala, 2004, s. 166)

Tämän takia pääomasijoittajat haluavat itselleen diluutiosuojan, eli hyvityksen osakkeiden muodossa, mikäli seuraavilla kierroksilla osakkeen arvostus on alempi kuin sillä, millä sijoittaja on tullut mukaan. (Lauriala, 2004, s. 165) Erilaisia diluutiosuojauksia on paljon. Erot ovat niiden ankaruudessa, ts. kuinka paljon ne antavat sijoittajalle osakkeita alkuperäisten sijoittajien tai perustajien kustannuksella. Tämän lisäksi voidaan päättää poikkeuksista, milloin suojaus ei päde.

Lunastusjärjestelyssä yrityksellä on oikeus ostaa tiettyyn hintaan perustajaosakkaan osuus hänen halutessa irtautua yhtiöstä. Tämä on ankara metodi, koska osakkeista maksetaan harvoin lähellekään markkinahintaa. Yleensä tätä pehmennetäänkin vastausjärjestelyllä, joka tarkoittaa, että tiettyjen periodien aikana osakkeista vapautuu tietty määrä lunastuksen piiristä. (Lauriala, 2004, s. 180 - 185)

2.4.3. Drag-along & Tag-along

Pääomasijoittajat varaavat itselleen yleensä erityisiä myyntioikeuksia ja -velvollisuuksia. Myötämyyntivelvoite, eli Drag-along tarjoaa pääomasijoittajalle mahdollisuuden myydä muidenkin osakkeenomistajien osuudet samoilla ehdoilla kuin hän/he myyvät omansa. Eli vaikka muut vastustaisivat myyntipäätöstä, pääomasijoittajalla on mahdollisuus myydä kaikki yrityksen osakkeet yhdellä kertaa ja samoilla ehdoilla. (Lauriala, 2004, s. 184)

Myötämyyntioikeudella, eli Tag-along:illa pääomasijoittaja hallitsee muiden osakkaiden opportunistista käytöstä. Eli jos joku osakkeenomistaja on löytänyt ostajan omin päin, hän ei voi myydä omaa osuuttaan ostajalle, ellei saa hankittua ostotarjousta samaan hintaan kaikille omistajille ja siis koko osakekannalle. (Lauriala, 2004, s. 185) Nämä ehdot vähentävät pääomasijoittajan riskiä, sekä toisaalta saattavat nostaa yrityksen arvoa ostajan halutessa omistaa yrityksen koko osakekannan.

2.5. Optimaalinen pääomasijoitusrahaston koko & rakenne

Toisin kuin ”tavalliset” sijoittajat, pääomasijoittajat osallistuvat aktiivisesti kohdeyhtiöidensä toimintaan hallituksen jäsenenä tai neuvonantajina. Kuitenkin pääomasijoittajien ja kohdeyhtiöiden suhdetta voi luonnehtia kaksipuoliseksi moral hazardiksi. Osapuolten toimet eivät ole täysin läpinäkyviä eikä sopimuksilla voi kattaa kaikkea toimintaa. Investoimalla moniin kohteisiin, pääomasijoittaja saa paremmin vastinetta rahoilleen riskin pienentyessä. Kuitenkin sijoitusrahaston koon kasvaessa, pääomasijoittaja ei voi osallistua kohdeyhtiöiden toimintaan sellaisella laajuudella ja laadulla kuin aikaisemmin. Sijoitusyhtiöiden ollessa yleensä henkilöstömäärältään pieniä aiheuttaa se rajoituksia sijoitusrahaston kasvattamiseen, ainakin jos halutaan pitää ohjauksen tasoa yllä. Mikäli kohdeyhtiön ja pääomasijoittajan toimet ovat komplementteja, vähentynyt ohjaus voi johtaa kohdeyhtiön hankkeeseen sitoutumisen vähentymiseen. Toisaalta, jos pääomasijoittajalla on suuret sijoitusvarat ja resurssit, investoinnit useampiin hankkeisiin nostavat sijoitusrahaston tuotto-odotusta suuresti. Suurimpia syitä tähän on pääomasijoittajan vahva rooli yrityksen kehityksessä ja todennäköisyyden kasvu, että on sijoitettu vahvan potentiaalinen omaaviin yrityksiin, kun yritysten määrä rahastossa kasvaa. (Bernile et al., 2007, s. 564 – 565)

2.5.1. Pääomasijoitusrahaston koko

Tärkeimmät sijoitusrahaston kokoon vaikuttavat seikat ovat Cummingin (2006a) mukaan pääomasijoittajan rahaston ominaisuudet, sijoituskohteiden ominaisuudet, rahoitukselliset toimet ja markkinaolosuhteet.

Rahaston ominaisuudet tarkoittavat rahaston tyyppiä, rahaston duraatiota, varainhankintaa sekä henkilökunnan määrää. Yksityisillä pääomasijoittajilla on yleensä pienet sijoitusrahastot ja julkisilla ts. valtiollisilla pääomasijoittajilla, sekä kansainvälisillä pääomasijoittajilla suuret. Henkilökunnan määrä ja varainhankinnan laajuus ovat käsi kädessä sijoitusrahaston koon kanssa. Mitä enemmän henkilökuntaa, sitä enemmän on resursseja hoitaa sijoituksia. Mitä enemmän on varainhankintaa, sitä enemmän on mahdollista pitää sijoituskohteita sijoitusrahastossa ilman likviditeettiongelmaa.

Sijoituskohteiden ominaisuuksia ovat kehitysvaihe, toimiala ja sijainti. Isommat sijoitusrahastojen koot ovat yleensä yrityksillä, jotka sijoittavat enemmän alkuvaiheen yrityksiin ja ”life science” toimialalle. Pienempiä sijoitusrahaston kokoja suositaan yrityksissä, jotka sijoittavat maantieteellisesti hajautuneisiin yrityksiin ja ”high tech” toimialalle.

Rahoituksellisia toimia ovat kohdeyhtiön pääomarakenne, syndikaatio ja ”stage financing” eli rahoituksen antamisen jako eri kierroksille. Pieniä sijoitusrahastoja suositaan niiden keskuudessa, jotka sijoittavat suurempaan osuuteen kohdeyrityksissä kuin keskimäärin toimialalla. Lisäksi syndikaation ja ”stage financingin” laajempi käyttö on yleistä pienien sijoitusrahastojen keskuudessa.

Markkinaolosuhteet vaikuttavat niin, että sijoitusrahastojen koot ovat suurempia silloin kun osakemarkkinat kukoistavat. Silloin ihmiset ovat halukkaampia sijoittamaan, antamaan rahoitusta ja ottamaan riskiä. Tämä näkyy myös pääomasijoitustoiminnassa. (Cumming, 2006a, s. 1084 – 1086)

Sijoitusrahaston optimaalisen koon valinta on tasapainottelua kohdeyhtiöiden määrän ja kunkin kohdeyhtiön odotetun tuoton sekä halutun ohjauksen osallistumisasteen välillä. Lisäksi optimaalisen sijoitusrahaston koon on ennustettu liittyvän positiivisesti sijoituskohteiden laatuun ja onnistuneen irtautumisen tuottamaan arvoon. Negatiivisesti sijoitusrahaston kokoon vaikuttavat haitat, jotka syntyvät resurssien turhasta sitomisesta, sekä investoitavien varojen ehtyminen. (Bernile et al., 2007, s. 565 – 566) Tyypillisesti pääomasijoittajalla on sijoitusrahastossaan 5 – 30 yritystä. (Cumming, 2006a, s. 1088)

Laine et al. (2007, s. 8) löysi tutkimuksessaan viitteitä siitä, että suurilla sijoitusrahastoilla on huomattavasti parempi irtautumistodennäköisyys ja tuotto verrattuna pieniin sijoitusrahastoihin. Syynä tähän oli kyky tehdä suuria sijoituksia, ja kuitenkin pitää hyvää hajautuksen tasoa.

2.5.2. Pääomasijoitusrahaston rakenne

Pääomasijoittajan rahaston rakenne vaikuttaa paljon irtautumisen onnistumisen todennäköisyyteen ja ajoitukseen. Rakenne vaikuttaa myös todennäköiseen irtautumiskeinoon. Rakenne koostuu kohdeyrityksen kehitysvaiheesta ja toimialasta. Toimialalla ei ole merkittävää vaikutusta irtautumiseen, mutta kehitysvaiheella on. Aloittavalla yrityksellä on huomattava riski epäonnistua ja mennä konkurssiin verrattuna vakiintuneempaan yritykseen. Moni asia saattaa epäonnistua ja jäädä toteutumatta, kun lähdetään luomaan täysin uutta. Niinpä mitä vanhemmaksi yritys tulee, sitä todennäköisemmäksi onnistunut irtautuminen muuttuu. Pääomasijoittajat, jotka sijoittavat vanhemman kehitysvaiheen yrityksiin omaavat tyypillisesti paremman irtautumistodennäköisyyden. Kääntöpuolena on pienempi tuotto irtautumisesta, koska sijoituksesta on täytynyt maksaa enemmän mitä kehittyneempään yritykseen on sijoitettu. (Laine et al., 2007, s. 4 – 5)

Monien pääomasijoittajien sijoitusrahastoissa on sekoitus eri kehitysvaiheen yrityksistä. Tällaista toimintaa kutsutaan balanced investointistrategiaksi. Siinä investoidaan eri kehitysvaiheen yrityksiin tavoitteena löytää optimaalinen tuotto- ja riskitaso. (Laine et al., 2007, s. 15)

Sijoitusrahaston yritysten kehitysvaiheet:

1. *Seed stage*, eli siemen vaiheen yritykset ovat kehitystaipaleensa alussa. Yleensä niissä ei ole vielä taloudellista toimintaa ja tuotteet sekä palvelut ovat vain paperilla.
2. *Early stage*, eli varhaisen vaiheen yrityksillä on tuotekehitystä. Markkinointi, myynti ja valmistus on alkuvaiheessa.
3. *Expansion stage*, eli laajenemisvaiheen yritykset ovat saaneet toiminnan käyntiin ja prosesseja lähdetään kehittämään vastaamaan suurempaa volyymia.
4. *Later stage*, on myöhäisemmän, vakiintuneemman vaiheen yrityksiä, jotka tarvitsevat lisää pääomaa tehdäkseen lopullisen läpimurron ja ottaakseen määräävän aseman markkinoilla. (Laine et al., 2007, s.15)

3. SIJOITUSKOHTEESTA IRTAUTUMINEN

Pääomasijoittajan kaikki toiminta tähtää menestyksekkääseen irtautumiseen kohdeyrityksestä. Pääomasijoittajalla on monia keinoja irtautua yrityksestä. Suhdannetilanne vaikuttaa tuottoihin suuresti. Pääomasijoittaja pyrkiikin tekemään irtautumisen korkeasuhdanteen aikana, jolloin on todennäköistä saada parempi hinta kuin matalasuhdanteessa. (Lerner, 1995, s. 302) Oikea-aikainen irtautuminen on suuri haaste. Irtautumiselle ei ole yhtä oikeaa keinoa, sillä investointiperiodi sisältää useita epävarmuustekijöitä. Jokainen investointi on omanlaisensa ja epävarmuustekijöihin pitää vain sopeutua parhaaksi katsomallaan tavalla.

3.1. Irtautumisen etukäteissuunnittelu

Pääomasijoittajalla tulisi olla selkeä suunnitelma irtautumisesta. Siinä tulisi määrittää sijoituksen pitoaika, irtautumiskanava, useimmiten IPO tai Trade Sale, sekä keinot millä sijoittaja hallitsee sijoituskohdetta itselleen parhaaksi näkemällä tavalla. Näitä keinoja ovat tag- ja drag-along, diluutiosuojaukset, toimitusjohtajan vaihtaminen ja veto-oikeudet. Kuitenkin Cummingin ja Johanin (2008) tutkimuksessa todettiin, että vain 19 % listautumisista ja 36 % Trade Saleista oli etukäteen suunniteltuja. Luvut ovat yllättävän pieniä ja kertovat suunnittelun haasteellisuudesta.

Suunnitelma pitäisi tehdä ennen kuin mitään sopimuspapereita on allekirjoitettu. Suunnitelma ei ole osa sopimusta, eikä sitä tarvitse esittää kohdeyrityksen johdolle. Mikään ei kuitenkaan estä sen esittämistä kokonaan tai osittain. Irtautumisen sujuvuuteen vaikuttaa varmasti molemminpuolinen avoimuus. Trade Salessa ja IPO:ssa omistaja/toimitusjohtaja tyypillisesti menettää asemansa tai ainakin suuren osan vanhasta vallasta. Tämä pelko saattaa aiheuttaa sen, että harataan vastaan kaikin

keinoin, vaikka taloudellisesti kauppa olisi hedelmällinen. Jos pääomasijoittajan intresseissä ei ole avoimuus, täytyy sopimukseen suunnitella ja neuvotella sellaiset kontrollikeinot, että niiden avulla saadaan tahto läpi. Toisesta näkökulmasta katsottuna, yrittäjät, jotka tietävät pääomasijoittajan suunnitelmista, saattavat toimia vastoin yrityksen etua ajaessaan omia rahallisia ja muita etujaan. Käytännössä pääomasijoittajat suojaavat aina sijoituksensa eri keinoilla. Pääomasijoittajan pitäessä hallussa kattavia kontrollikeinoja yrityksen arvo on suurempi potentiaaliselle ostajalle. Kaupankäynti on helpompaa, koska ostaja neuvottelee vain yhden myyjän, pääomasijoittajan kanssa. Pääomasijoittajan mukanaolo on yleensä tae yrityksen kehitystyön pitkäjänteisyydestä. (Cumming, et al., 2008, s. 1210-1212)

Tuottoisan irtautumisen ollessa kaiken toiminnan päätavoite, tulisi se suunnitella erittäin huolellisesti. Onkin ihme, miten vähän sitä tehdään. Tämä ei tietenkään vaikuta kontrollikeinojen käyttöön, vaan pääomasijoitusyhtiöillä on aina tietyt käytännöt, mitä keinoja sopimukseen neuvotellaan kussakin tapauksessa. Kuitenkin yhdessä kontrollikeinojen ja etukäteissuunnittelun avulla päästään tavoitteeseen varmemmin. Myyntitapahtumien ollessa hektisiä ja venymisen saattaessa aiheuttaa hinnanlaskua tulisi kaupat saada lyötyä lukkoon nopeasti. Etukäteissuunnittelu on avain tähän.

3.2. Irtautumiskeinot

Maailmassa kaksi eniten käytettyä irtautumiskeinoa ovat yrityskauppa (trade sale) ja pörssilistautuminen (IPO). Suomessa trade sale on selvästi eniten käytetty. Muita mahdollisia exit-väyliä ovat myynti toiselle sijoittajalle ja osakkeiden takaisin myynti yrityksen perustajille (share buy back). Näiden lisäksi yrityksestä voi irtautua konkurssimenettelyn tai muun likvidoinnin kautta. (Lauriala, 2004, s. 199-200; Gladstone et al., 2004, s. 274 – 292) Jokaisella keinolla on omat hyvät ja huonot puolensa.

3.2.1. IPO

Pörssilistautumisen hyviä puolia on, että se tuottaa keskimäärin parhaiten kaikista irtautumiskeinoista. (Cumming et al., 2006c, s. 215) Se myös hyödyttää kohdeyritystä suuresti uusien rahoituskanavien muodossa. Pääomasijoittajan ei välttämättä tarvitse

myydä koko pottiaan listautumisen yhteydessä, vaan se voi pitää silmällä mahdollista tulevaa arvonnousua. (Lauriala, 2004, s. 202) Lisäksi pääomasijoittajan ei tarvitse antaa vakuuksia annin takaajalle, vaan takaaja kantaa riskin myymättä jääneistä osakkeista.

Huonoja puolia pörssiin listautumisessa ovat annin korkeat kustannukset, markkinariski ja joissain tapauksissa jääminen yrityksen osaomistajaksi sekä siihen liittyvät myyntirajoitukset. Pääomasijoittaja menettää yleensä kaikki etuoikeutensa ja jäädesään hallitukseen, kantaa siihen liittyvät vastuut. (Vanhaerents et al., 1998, s. 3)

Pörssiin listattavan yrityksen hinta per osake on yleensä asetettu hieman alakanttiin, jotta osakeanti kävisi paremmin kaupaksi. Tätä ”underpricing:ksi” kutsuttua toimenpidettä käyttävät erityisesti nuoremmat pääomasijoitusyhtiöt, jotka yrittävät saada menestyksestä irtautumishistoriaa ja mainetta taitavana toimijana. (Neus et al., 2005, s.225) Underpricing:ssa on hyvät ja huonot puolensa. Toisaalta anti menee varmemmin kokonaan kaupaksi, kun hinta asetetaan hieman alakanttiin, toisaalta se saattaa herättää epäilyjä, onko yritys niin lupaava kuin sitä mainostetaan, jos sitä myydään alennuksella. Lisäksi underpricing:ssa pääomasijoittajat ja muut listatun yrityksen osakkaat menettävät osan mahdollisesta tuotosta.

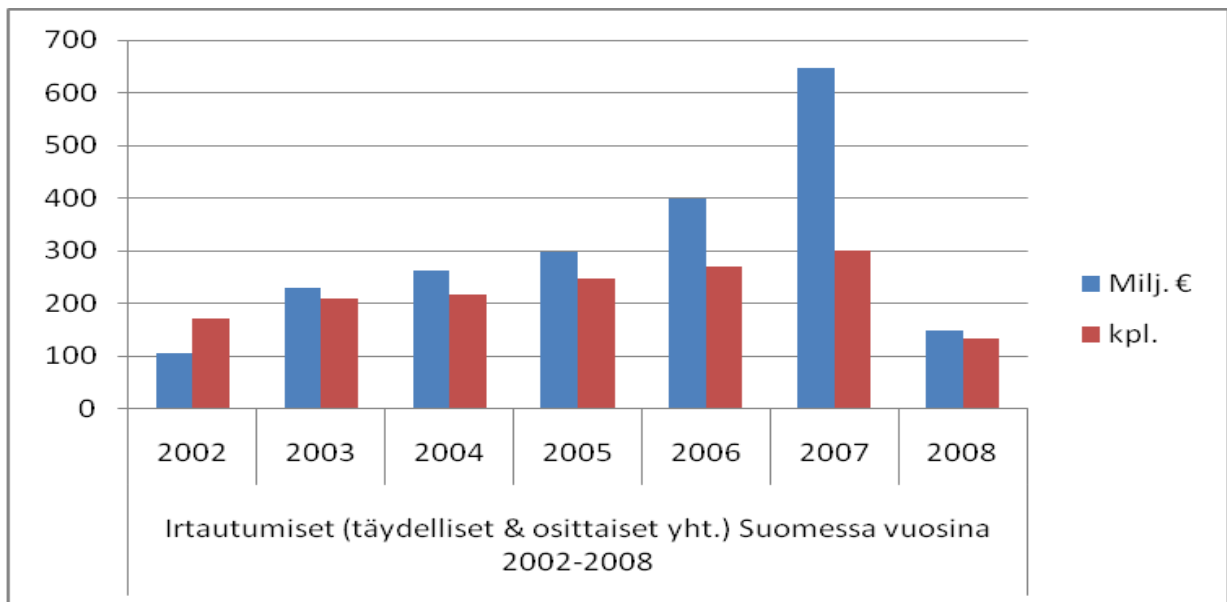
3.2.2. Trade Sale

Trade sale, eli yrityskauppa kolmannelle osapuolelle, on toinen yleisimmistä irtautumiskeinoista. Pääomasijoittajan kannalta tämä on hyvä keino, sillä maksu tapahtuu yleensä käteisellä tai muulla likvidillä rahoitusinstrumentillä. Yrityskauppoja voidaan jaotella eri tavoilla. Toiminnallisessa tarkoituksessa voi erottaa finanssisijoituksen, arvopaperikaupan, operatiivisen liiketoiminnan oston ja sisäiset uudelleenjärjestelyt. (Lauriala, 2004, s. 208-209) Trade salen etuja ovat kohteesta irtautuminen täydellisesti sekä helppous, nopeus ja edullisuus, sillä yritys myydään vain yhdelle ostajalle. Ostaja saattaa kokea synergia- ja muut edut niin suureksi, että hinnalle ei välttämättä löydy perusteita arvonnääritysmalleista. Tämän kaltaisissa tapauksissa hinta saattaa nousta suuremmaksi verrattuna pörssilistautumisen tuottoihin.

Trade salen negatiivinen seikka on esimerkiksi johtajien haluttomuus myyntiin omien asemiensä menettämisen pelossa. Muita seikkoja ovat yrityssalaisuuksien vuotaminen ostajaehdokkaille ja tähän liittyen hinnan muodostumisen vaikeus, kun kaikkia salaisuuksia ei voi paljastaa. (Vanhaerents et al., 1998, s.5)

3.3. Sijoituskohteesta irtautuminen kokonaan vai osittain?

Sijoituskohteesta irtautuminen kokonaan vai osittain on erittäin tärkeä seikka määrittää sijoituskohdetta myytäessä. Onko sijoituskohteesta mahdollisesti saatavissa enemmän rahaa myöhemmin, vai nousevatko riskit liian suuriksi kantaa jos kohteeseen jäädytään osaomistajaksi? Näitä seikkoja valaistaan seuraavassa.



Kuvio 3. Kaikki pääomasijoittajien tekemät irtautumiset Suomessa aikavälillä 2002 – 2008. X-akselilla on aikajana ja Y-akselilla punainen palkki kuvaa kappalemääräisiä irtautumisia ja sininen palkki irtautumisesta saatua rahamäärää. (Suomen pääomasijoitus ry. 2009)

3.3.1. Irtautuminen kokonaan

Täydellinen irtaantuminen on hyvin yleistä Trade Salessa, koska teollinen ostaja haluaa yleensä liittää kohteen kokonaisuudessaan toimintoihinsa, sekä ylläpitää täydellistä määräysvaltaa. Pörssilistautumisessa täydelliseksi irtautumiseksi lasketaan omistuksien myynti vuoden sisällä pörssiin menosta.

Cumming ja MacIntosh (2003, s. 517) ovat aikaisemmissa tutkimuksissaan löytäneet muutamia syitä täydelliseen irtautumiseen. Niitä ovat esimerkiksi määräaikaisten rahastojen voimassaoloajan loppuminen, sekä ostajan maksama yliarvo sijoituskohteesta. Mitä kauemmin pääomasijoittaja on ollut omistajana yrityksessä, sitä suuremmalla todennäköisyydellä yritys myydään kokonaan, koska tiedon epäsymmetria hälvenee sijoitusperiodin kasvaessa. Eli potentiaaliset ostajat saavat paremman kuvan ostokohteena olevasta yrityksestä ja tulevat siten halukkaammiksi ostaa se, mikäli näkevät siinä potentiaalia.

3.3.2. Irtautuminen osittain

Osittaiset irtaantumiset on yleensä liitetty korkeampaan riskiin ja sitä kautta tuottoon. Toinen mahdollinen syy piilee informaation epäsymmetrisyydessä. Mitä vähemmän ostajaehdokas tietää yrityksestä ja sen tulevaisuuden näkymistä, sitä varovaisempi ostajasta tulee. Myyjä yrittää tietenkin näyttää ostokohteen niin positiivisessa valossa kuin suinkin mahdollista. Pääomasijoittaja omaa myös tietoa ja taitoa, jolla on merkitystä kohteen tulevaisuudelle. Pääomasijoittajan jäädessä osakkaaksi yritykseen, ostaja kokee sen uskona tulevaisuuteen. Tämän vuoksi kohteen arvo kasvaa. Tiedon epäsymmetria on sitä suurempi, mitä varhaisemmassa vaiheessa yritys on. Yrityksen kehitysvaihe ja siihen liittyvä tiedon epäsymmetria on suuressa osassa päätettäessä irtautumisen asteesta. (Cumming et al., 2003, s. 515)

Osittaisen irtautumisen muita piirteitä on ”upside” tuoton, eli hinnan noususta saatavan hyödyn vähentyminen omistusosuuden kutistuessa. Diluutio aiheuttaa myös määräysvallan vähentymistä, lisäten opportunistisen käytöksen riskiä ja strategiasta poikkeamista. Se ei juuri vähennä pääomasijoittajan kiinteitä kuluja, koska omistusosuus ei korreloi täydellisesti hallinnointikulujen kanssa. (Cumming et al., 2003, s. 516)

Hyviä asioita osittaisessa irtautumisessa on uuden omistajan mahdollinen ammattitaito. Uusi omistaja saattaa tuoda sellaista osaamista, mitä yrityksestä on puuttunut tai on ollut liian vähän. Näin uusi omistaja tuo lisäarvoa.

Osittainen irtautuminen on yleinen keino nuorilla pääomasijoitusyhtiöillä, joilla on kiire luoda paljon kaivattua mainetta, mutta silti pitää osa arvokkaasta yrityksestä hallussa tulevaisuutta varten. Mitä enemmän sijoitusrahastoon virtaa uutta pääomaa, sitä enemmän tehdään osittaisia irtautumisia. Kuitenkin suurin taustalla vaikuttava tekijä osittaiselle irtautumiselle on saavuttaa korkeampaa arvoa lopullista irtautumista silmällä pitäen. (Cumming et al., 2003, s. 527)

3.4. Irtautumisen ajoitus

Irtautumisen ajoitus on kriittinen asia pääomasijoittajan onnistumisen kannalta. Menestyminen saattaa riippua johdon taitojen ja organisaation kykyjen lisäksi pelkästä onnesta.

Irtautumista sääntelee esimerkiksi sijoitusperiodin päätyminen, jolloin pääomasijoittajan on sopimuksen mukaan päästävä eroon sijoituskohteesta ollakseen oikeutettu täysiin kannustimiin. Pääomasijoittajilla on tavallisesti 5-10 vuotta aikaa pitää kohdeyritystä sijoitusrahastossaan. (Lauriala, 2004, s. 199) Rahastoon investoivat yksityishenkilöt ja instituutiot eivät halua, että sijoittamansa summat ovat määräämättömiä aikoja kiinni sijoituskohteissa. Erityisesti jos näyttää siltä, ettei sijoituksen kohteena oleva yritys kykene saamaan kasvua ja menestystä aikaan.

Irtautumismarkkinat ovat erittäin syklisiä, arvopaperimarkkinat erityisesti. Jos rahasto eräänny nousukautena, on sijoituksista paljon helpompi ja tuottoisampi päästä eroon verrattuna taantumaa. Rahastot, jotka eräännyvät nousukauden aikana, omaavat suuremman exit raten, eli onnistuneet irtautumiset jaettuna rahaston koolla verrattuna taantumaa aikaisiin. Rahastot, joilla on pidempi sijoitusperiodi ja jotka voivat ajoittaa irtautumiset parempiin aikoihin omaavat enemmän irtautumisia, mutta heidän tuottotasonsa kärsii pidemmistä pitoajoista. (Laine et al. 2007, s. 9)

Eri kehitysasteiden vaikutuksesta irtautumiseen Giot et al. (2007, s. 695) sanoo tutkimuksensa perusteella, että mitä vanhempi yritys on elinkaarensa, sitä nopeammin irtautuminen tulee ajankohtaiseksi. Yksi syy tälle on asymmetrinen informaatio. Nuorista yrityksistä ei voi päätellä alussa, miten ne lähtevät kehittymään ja niiden toiminnasta ei saa niin helposti selkoa verrattuna vanhempiin yrityksiin. Näin vanhemmille yrityksille on helpompi ajoittaa irtautuminen.

Sijoituskohteen myynnin venyessä sijoituksista on vaikeampi päästä eroon. Mitä kauemmin ne ovat sijoitusrahastossa olleet, sitä vähemmän niistä ollaan kiinnostuneita ja mahdollisuus irtautumiseen pienenee pienenemistään. Giot et al. (2007, s. 680) mukaan yritykset, jotka listataan pörssiin, valitaan suhteellisen aikaisessa vaiheessa. Kuitenkin jos ne eivät onnistu listautumisessa tarpeeksi nopeasti, niiden mahdollisuudet listautua laimenevat ajan kuluessa suuresti. Trade salessa ostajat painottavat täysin eri seikkoja kuin pörssilistautumisessa, eikä toiminta ole niin nopeaa, joten ne saavat kehittyä pääsääntöisesti kauemmin.

4. EMPIIRINEN OSUUS

Tutkielman empiirinen osuus on haastattelu sijoitusjohtaja, partneri Juha Turusesta, joka hoitaa Innofinance Oy:n sijoitusrahastoja Indekon:a ja Seed Cap:a Etelä-Karjalan ja Kymenlaakson alueella. Innofinance Oy toimii pääasiassa Etelä-Suomen läänin alueella. Juha Turunen on ollut toimensa vuodelta 2000 alusta lähtien. Kyseessä on pieni, alueellisesti toimiva ja alkuvaiheen yrityksiin (seed ja early stage) sijoittava pääomasijoitusyhtiö. Pieni koko tarkoittaa sijoituksen rahallisen määrän olevan kymmenistä tuhansista muutamaan sataantuhanteen euroon. Alueellinen sijoittaminen rajaa sijoituskohteiden sijainnin esimerkiksi Etelä-Suomeen tai tarkemmin Uudellemaalle tai Etelä-Karjalaan.

4.1 Alueellisesti, alkuvaiheen yrityksiin sijoittava pääomarahasto

Alueellisesti toimivan, pienen ja alkuvaiheen yrityksiin sijoittavan pääomasijoittajan toiminta eroaa suuresti isoista pörssilistatuista ja sijoitusalueenaan Skandinaviaa, Eurooppaa tai koko maailmaa pitävistä pääomarahastoista. Toiminta poikkeaa pääkaupunkiseudulla toimivista keskikokoisista koko Suomeen sijoittavista rahastoistakin. Kappaleiden 2 ja 3 kirjallisuus- ja artikkelilähteiden pohjana on käytetty tällaisia suurempia, resurssirikkaampia ja laajemmalla kentällä operoivia pääomasijoitusyhtiöitä. Näin saadaankin hyvä perspektiivi teoria- ja empiriaosuuksien välille.

Suurin ero toiminnallisesti on Juha Turusen mukaan sijoitusrahaston muoto, joka on osakeyhtiö. Sijoittajat ostavat sijoittamallaan rahamäärällä osuuden yhtiöstä ja yhtiö jakaa tekemänsä voiton osinkoina omistussuhteessa. Voitonjako eroaa kommandiittiyhtiömuotoisesta rahastosta siten, että sijoituksen myynnistä saatuja varoja ei ole pakko palauttaa kokonaisuudessaan heti sijoittajille. Varat jäävät osakeyhtiöön, jossa yhtiökokous päättää osingon jaosta. Hallinnointiyhtiö on palvelusopimuksessa rahas-

toyhtiöön, eli sijoitusjohtaja hallinnointiyhtiöstä hoitaa rahastoyhtiön operatiivista toimintaa. Sijoituksen pitoajat eivät ole yhtä määrääviä osakeyhtiömuodossa. Verrattuna kommandiittiyhtiön tiukkaan sopimuksissa määriteltyyn aikatauluun, osakeyhtiössä voidaan odottaa parempaa ajankohtaa myymiselle.

”Alueelliseen sijoittamiseen osakeyhtiömuoto on toimivampi kuin kommandiittiyhtiö. Kohteiden ollessa pieniä ja aloittavia tarvitaan pidempi sijoitusperiodi. Myyntimarkkinoiden pienuuskin asettaa omat haasteensa kommandiittiyhtiöiden tiukoille aikarajoille. Exitin prioriteetit ovat erilaiset ky- ja oy-muotoisissa rahastoissa. Ideana maakunnassa on saada irtautuminen tehtyä ja heti perään niillä rahoilla uusi sijoitus, jotta voidaan toimia ns. astinlautana mahdollisimman monelle yritykselle. Voitosta saatuja rahoja kun ei tarvitse heti palauttaa rahaston sijoittajille osakeyhtiömuodon takia. Alueellisen toiminnan takia monet eivät edes halua osinkoa rahastoyhtiöstä, koska näkevät tämän olevan paras keino alueelliseen tukemiseen. Minun rahastoissa on 50 sijoittajaa erikokoisilla osuuksilla. Heidän takiansa ei ole pakottavaa säännöstä myydä yrityksiä rahastosta”.

Osakeyhtiömuotoinen rahasto nähdään kuitenkin jo harvinaisuutena pääomasijoittajien keskuudessa. Alueellinen pääomasijoittaminenkin on vähentynyt Turusen alalle tulon (3/2000) jälkeen.

”Ei osakeyhtiömuotoisia rahastoja ole enää vähään aikaan perustettu. Luulisin, että 2005 jälkeen ei ole yhtään tai sitten voihan aina yksi löytyä jostain.. Nämä ovat tällaisia ”evergreen” juttuja, viime vuonnakin lakkautimme yhden. Vuonna 2000 alueellisuus oli vielä voimakkaampaa, mutta ajan kuluessa tämä on vähentynyt. Ei suuria eläkerahastoja ja muita isoja sijoittajia kiinnosta alueellisuus ja pienet sijoitukset. Ne hakevat suurempia rajoja, Suomi, jopa koko maailma”.

4.2. Alueellisen sijoitusrahaston irtautumisprosessi

Sijoitusta tehdessä mietitään jo miten siitä lopulta päästään irti. Irtautumisen etukäteissuunnittelu on tärkeä osa koko sijoituspäätöstä. Sitä pitäisi päivittää, jotta se olisi joustava ja sopeutunut tilanteiden muutoksiin.

”Yhdessä yrittäjän kanssa mietitään sijoittamisen yhteydessä miten siitä päästään lopulta irti. Osakassopimukseen yleensä laitetaan 3-5 vuodensijoitusperiodi. Kun sijoitetaan niin alkutaipaleella oleviin yrityksiin niin ei kenelläkään ole edes tietoa tuleeko tästä edes irtautumista, muuten kuin konkurssin muodossa. Pienen pääomasijoittajan täytyy olla joustava, ei voi ajatella mitään absoluuttisia aikoja. Vaikka sijoitusperiodi ylittyy niin ei kannata väkisin myydä, koska se ei ole pienten toimijoiden etujen mukaista hinnan tippuessa niin paljon”.

Etukäteissuunnittelun avulla myyntipäätös on helpompi tehdä, sitten kun aika näyttää otolliselta. Myyntipäätökseen on monia tekijöitä: otollinen suhdannetilanne, yrityksen positiivinen kehitys, sopivan tuoton saanti, kiinnostava ostotarjous, ja sijoituskohteen tilanteen toivottomuus.

”Suhdanteet määrää paljon toiminnassa. Esimerkiksi tällä hetkellä ei ole paljon toimintaa markkinoilla, niin keskitytään vaan pitämään hengissä olemassa olevia potentiaalisia sijoituskohteita tulevaa varten. Kehityskaaren tarkkailu on meille tärkeä juttu, koska ollaan alkupään sijoittajia niin pitäisi miettiä miten päästä irti seuraavilla kierroksilla, koska meidän varat ei enää sitten riitä ja omistus alkaa dilutoitua. Alkupään rahoittajan on vaikea päästä irti ekoilla kierroksilla, sitä ei juuri edes suunnitella, kun se on niin mahdotonta. Pitää vaan mennä pidemmälle sitten yrityksen kanssa, niin että tulee isompi sijoittaja joka korjaa koko potin. Pyrkimys olisikin meillä nähdä kehityskaari niin että hypättäisiin kelkasta vähän ennen huippua. Toisaalta jos yritys ei näytä ottavan tuulta siipien alle niin myydään se sitten takaisin yrittäjälle melkeen hinnalla millä hyvänsä. Turhaan se resursseja rahastossa kuluttaa”.

Myyntipäätöstä ja myyntiä helpottavat kontrolloikeinot ja käytettyjen rahoitusinstrumenttien yksinkertaisuus.

”Meillä on normaalit kontrollikeinot, mutta ei ole tarvinnut kertaakaan ketään pakottaa. Yleensä on kieltäydytty kaupanteko vaiheessa, kun ollaan niistä neuvoteltu. Rahoitusvälineinä olemme käyttäneet lainaa ja oman pääoman ehtoista rahoitusta eli yksinkertaisimpia välineitä. Kuitenkin meidän omistusosuus on merkittävä pääsääntöisesti (20-40%). Meille on riittänyt tuotto mikä saadaan, jos menee hyvin. Jos menee huonosti niin ei siinä mitkään sopimuskeinot auta, ja ne lisäävät kustannuksia muutenkin”.

Myyntikanavista ja verkostoista, kenelle myydään ja millä keinolla Turunen sanoi seuraavaa:

”Useimmat yrittäjät miettivät kannaltaan parasta lopputulosta, eli yrittäjät tuntee pelikentän ja monesti heidän kautta myydään. Voidaan toki käyttää välittäjiäkin ja yritysrahoitukseen erikoistuneita tahoja, mutta yleensä ne nostavat liikaa kustannuksia, toisaalta jos tulee hyvä hinta niin ei kustannuksia siitä paljon katsele. Tottakai sen ymmärtää, että asiantuntijat maksaa.. Sitten me keskustellaan meidän kontaktien ja muiden pääomasijoittajien kanssa. Pääomasijoittajan mukana olo helpottaa koko prosessia, koska kaikki tietää mikä on pelin henki. Me halutaan myydä ja toiset ostaa. Me lähtökohtaisesti pyritään trade saleen, koska se on helpoin kaikille osapuolille. Monesti yrittäjä jatkaa ostajayrityksessä. Joskus ollaan mietitty etukäteen ostajaehdokasta ja kun ollaan tarpeeks kauan perusteltu sitä niin lopulta se on sen sitten ostanutki”.

Sijoituskohteen myymisestä osittain tai kokonaan Turunen sanoi seuraavaa:

”Lähtökohtaisesti aina pyritään täydelliseen irtautumiseen, ei kannata jäädä yritykseen jossa ei ole määräävässä asemassa. Jos ostaja edellyttää osakkaaksi jäämistä joidenkin seikkojen takia, niin silloin voidaan jäädä. Kiinnostus pientä osuutta kohtaan lievenee, se on rahastossa mutta ei kiinnitetä sen kummempaa huomiota, jos jotakuta kiinnostaa osuus niin

myydään pois. Koemme, että työmme on tehty ja uusi sijoittaja vie sijoitusta tästä lähtien eteenpäin. Ei haluta roikkua, kun ei ole enää mitään annettavaa sijoitukselle. Toki niinkin on käynyt että kaikki on myynyt vaan osan, silloin on voitu jäädä”.

Lopullinen kaupan teko, kun ostaja on löytynyt, vie Turusen mukaan parhaassa tapauksessa viikoista, huonoimmillaan yhteen vuoteen. Normaalisti se kestää muutamasta kuukaudesta puoleen vuoteen. Koko kaupantekoprosessi, ostajan etsimisestä ja neuvotteluista siihen, että rahat ovat tilillä, on pitkäkestoinen. Alle vuodessa sitä ei pysty juuri millään tekemään. Niinpä on melko toisarvoista yrittää ajoittaa sitä etukäteen tiettyyn päivään, viikkoon tai edes kuukauteen. Parempi ajoitusperspektiivi on puoli vuotta. Byrokratia vaikuttaa paljon myyntiin ja sen kestoon. Neuvotteluja käydään niin monella taholla ja monessa eri yrityksessä, että keinoja sen nopeuttamiseen on vähän. Nopein keino päästä irti haluamallaan ajankohdalla on myynti takaisin perustajalle. Tosin tässä keinossa menettää paljon rahaa ja usein perustaja ei saa rahoitusta hankkiakseen pääomasijoittajan osuuden, joten kaupat jäävät tekemättä.

5. YHTEENVETO

Alueellinen pääomasijoittaminen on omaleimaista toimintaa. Rahaston pieni koko, osakeyhtiömuoto ja alkuvaiheen yrityksiin sijoittaminen antavat lisää erikoisuutta toimintaan. Rajaamalla sijoitustoiminta tiettyyn alueeseen vähentää potentiaalisten sijoituskohteiden määrää paljon, varsinkin kun kyseessä on suomalaiset maakunnat joissa väestöpohja on melko pieni. Alueellinen sijoittaminen onkin vähentynyt huomattavasti viimeisen kymmenen vuoden aikana, koska rahastoon sijoittavat henkilöt ja instituutiot haluavat parasta mahdollista tuottoa ja he kokevat etteivät sitä alueellisista, pienistä rahastoista saa. Varsinkin instituutiot haluavat ettei mikään rajoita sijoituskohteiden etsintää. Myös osakeyhtiön käyttö rahaston pohjana on harvinaistunut paljon. Juha Turunen ei muista yhtään Suomessa perustettua osakeyhtiömuotoista rahastoa viime vuosilta.

Rahaston osakeyhtiömuoto soveltuu hyvin alueellisen sijoittamisen vaatimuksiin. Osakeyhtiömuotoisessa rahastossa samoilla varoilla ehtii tehdä monta sijoitusta, mikäli sijoitusperiodit pystytään pitämään lyhyinä. Kommandiittiyhtiömuotoisessa rahastossa varat pitää maksaa takaisin sijoittajille kohteesta irtautumisen jälkeen. Kommandiittiyhtiömuoto asettaa muutenkin tiukemmat rajat esimerkiksi sijoitusperiodissa. Sijoitus on pakko myydä määräajan umpeuduttua. Osakeyhtiömuodossa se ei ole niin tiukasti määrätty, vaikka siinäkin sopimuksissa on merkitty joku aikamääre. Pakkomyyntiä tuoton kustannuksella ei kuitenkaan tarvitse tehdä. Tämä sopii hyvin, kun sijoitetaan alkuvaiheen yrityksiin, joiden kehitystä on vaikea ennakoida ja irtautumisen ajankohdan määritys on vaikeaa. Osakeyhtiömuotoinen rahasto sopii paremmin kuin kommandiittiyhtiömuotoinen, jos sijoittajalla on muitakin tavoitteita kuin absoluuttinen tuotto. Turusen mukaan joillekin sijoittajille tärkeää ei ole niinkään tuotto, vaan oman alueen yritysten auttaminen ja sitä kautta alueen elävöittäminen esimerkiksi työpaikkojen ja verotulojen muodossa.

Sijoitusta tehdessä etukäteissuunnittelun tärkeys nousi esille sekä artikkelilähteissä, että Juha Turusen haastattelussa. Se helpottaa toimintaa, kun irtautuminen lähenee. Suunnitelmaan voidaan sisällyttää monia seikkoja esimerkiksi sijoituksen pitoaika, irtautumisväylä, kontrolloikeudet ja sijoituskohteen mahdolliset ostajat. Suunnitelman voi esittää yrityksen perustajaosakkaille tai jättää esittämättä. Mielenkiintoinen ero oli se, että Juha Turunen tekee aina etukäteissuunnitelman uudesta sijoituskohteesta, mutta Cumming & Johanin tutkimuksessa vuodelta 2008 vain 19% pörssilistautumisista ja 36% trade saleista oli etukäteen suunniteltuja. Herääkin kysymys mikseivät suuret pääomasijoittajat suunnittele sijoituskohteista irtautumistaan sen enempää. Luulisi resursseja löytyvän paljon enemmän verrattuna pieniin pääomasijoittajiin.

Pienet alueelliset pääomasijoittajat pitävät rahoitusinstrumentit yksinkertaisina eli käyttävät oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta, kun suuret käyttävät paljon erilaisia välirahoitusinstrumentteja. Pienten tekemät sijoitukset ovat sen verran pieniä, ettei niiden kannata uhrata rahaa ja resursseja liialliseen sopimustekniseen taiteiluun.

Irtautumispäätöksen teko ja siihen johtavat syyt eivät eroa pienten alueellisten ja suurten pääomasijoittajien välillä. Edellä esitetyt syyt pätevät molemmille irtautumisen ajoitukseen ja suorittamiseen. Irtautumisväylänä pienet pitävät lähes poikkeuksetta trade salea, sen yksinkertaisuuden ja edullisuuden takia. Lisäksi pienten pääomasijoittajien kohdeyritykset ovat yleensä vielä niin alkutaipaleella, ettei niitä voisi pörssiin viedäkään. Suomessa suuretkaan pääomasijoittajat eivät kovin usein listaa kohdeyrityksiä pörssiin. Maailman mittakaavassa se on isoille tekijöille kuitenkin varteen otettava kanava irtautumiseen.

Tulevaisuudessa alueelliset pienet pääomarahastot käyvät luultavasti vieläkin harvinaisemmiksi maailman globalisoituessa entistä enemmän. Sijoitustoiminta ei ole kannattavaa liian kapealla alueella. Suuret sijoittajat eivät halua pistää rahojaan tällaisiin rahastoihin. Alueelliselle rahastolle leimalliset ominaisuudet eivät ole enää muutamaan vuoteen saaneet kannatusta valtavirran pääomasijoittajilla, joten on hyvin mahdollista että ne käytännöt jäävät unholaan nykyisten alueellisten rahastojen umpeutuessa niiden sijoitusjohtajien sukupolven jäädessä eläkkeelle. Tämä peliken-

tän muuttuminen on luonnollista toimintaa, jota tapahtuu kaikilla toimialoilla ajan kuluessa.

LÄHDELUETTELO

Abell, P., Nisar, T.M., 2007. Performance effects of venture capital firm networks. *Management decision* 45, 923 – 936

Bernile, G., Cumming, D., Lyandres, E., 2007. The size of venture capital and private equity fund portfolios. *Journal of Corporate Finance* 13, 564 – 590.

Blomquist, L & Blummé, N & Simola, A-M. 1997. Due diligence ja arvonmäärittäminen yrityskaupoissa. Helsinki: KHT-yhdistyksen palvelu Oy.

Brander, J., Amit, R., Antweiler, W., 2002. Venture capital syndication: improved venture selection versus the value-added hypothesis. *Journal of Economics and Management Strategy* 11, 423–452.

Brealey, R., Myers, S., Marcus, A., 2007. *Fundamentals of corporate finance*. 5. painos. New York: McGraw – Hill.

Chang, S.J., 2004. Venture capital financing, strategic alliances, and the initial public offerings of Internet startups. *Journal of Business Venturing* 19, 721 – 741.

Cumming, D, 2006a. The determinants of venture capital portfolio size: Empirical evidence. *Journal of Business* 79, 1083 – 1126.

Cumming, D., Binti Johan, S.A., 2008. Preplanned exit strategies in venture capital. *European Economic Review* 52, 1209 – 1241.

Cumming, D., Binti Johan, S.A., 2006b. Provincial Preferences in Private Equity. *Financial Markets and Portfolio Management*, forthcoming.

Cumming, D.J., Fleming, G., Schwienbacher, A., 2006c. Legality and venture capital exits. *Journal of Corporate Finance* 12, 214–245.

Cumming, D.J, MacIntosh, J.G, 2003. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance* 27, 511 – 548.

Giot, P., Schwienbacher, A., 2007. IPOs, trade sales and liquidations: Modelling venture capital exits using survival analysis. *Journal of Banking & Finance* 31, 679–702.

Gladstone, D. 1988. *Venture capital handbook*. New Jersey: Prentice Hall.

Gladstone, D. & Gladstone, L. 2004. *Venture capital investing*, 4. painos. New Jersey: Financial Times Prentice Hall.

Hirsijärvi, K., Remes, P. & Sajavaara, P. 1997. *Tutki ja kirjoita*. 2. painos. Helsinki: Kirjayhtymä.

Laine, M. & Torstila, S. 2004. The exit rates of liquidated venture capital funds. Forthcoming in *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*.

Lauriala, J. 2004. *Pääomasijoittaminen*. Helsinki: Edita Prima Oy.

Lerner, J., 1994. The syndication of venture capital investments, *Financial Management* 23, 16-27.

Lerner, J., 1995. Venture capitalists and the oversight of private firms. *Journal of Finance* 50, 301–318.

Mason, C.M., Harrison, R.T., 2002. Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments.

Journal of Business Venturing 17, 211 – 236.

National Venture Capital Association. Venture Capital Investments by Q4 and full year 2008 - MoneyTree - Regional Data. [verkkodokumentti]. [Viitattu 19.3.2009].

Saatavilla

http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=78&Itemid=102

Neus, W., Walz, U., 2005. Exit timing of venture capitalists in the course of an initial public offering, Journal of Financial Intermediation 14, 253-277.

Puttonen, V & Knüpfer, S. 2006. Moderni rahoitus. 2. painos. Helsinki: WSOYpro.

Suomen pääomasijoitus ry. 2009. Tilastoja. [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.2.2009].

Saatavilla <http://www.fvca.fi/?pageid=1>

Vanhaerents, K & Shroud, H. 1998. Corporate finance venture capital, comparing the most popular methods of releasing venture capital. London: Baker & Mckenzie.

Vauhkonen, Mika. 2007. Financial Due Diligence yrityskaupoissa. [Finantecin www-sivuilla]

[Viitattu 6.2.2009] saatavissa:

<http://www.finantec.fi/esittely/documents/FinancialDueDiligenceyrityskaupoissa.pdf>

Villa, S. 2006. Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. 3. painos. Helsinki: Talentum.

LIITE 1

Haastattelukysymykset

Miten myyntipäätös syntyy, onko siihen tiettyä protokollaa?

Mitä kontrollointikeinoja ja rahoitusvälineitä käytätte?

Miten määritätte otollisimman myynnin ajankohdan?

Onko rahaston säännöissä pykälä sijoitusten pitoajalle, jos on niin onko pakko myydä sijoituskohteet ajan umpeuduttua?

Pyritäänkö saada koko sijoitus kerralla myytyä vai osissa? Miksi?

Myyntikanavat ja verkostot ja niiden merkitys?

Millä keinolla myydään?

Myyntiprosessin kesto ja myynnin byrokratia?