



Open your mind. LUT.
Lappeenranta University of Technology

Kauppätieteellinen tiedekunta

12.12.2012

A370A5000 Kandidaatintutkielma

Osakkeiden yhtiöoikeudellinen vaihdannan rajoittaminen ja VC-DCF-arvonmäärityksen käyttömahdollisuudet osakkeenomistajan irtaantuessa kasvuyhtiöstä

The Exchange Limitation of Shares under Company Law and the Possibilities
of Use of VC-DCF-valuation during the Exit of Shareholder

Jarkko Koho

0051553

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO.....	1
1.1 Tutkimusongelma: osakkeen vapaan luovutettavuuden ja riskin pienentämisen yhteensovittamisessa.....	4
1.2 Tutkimuskysymys ja tavoitteet.....	8
1.3 Tutkimusmenetelmä ja rajaukset.....	9
1.4 Tutkielman rakenne.....	10
2. YHTIÖOIKEUDELLINEN TULKINTAKEHYS VAIHDANNANRAJOITTAMISESSA JA EXITISSÄ.....	12
2.1 Osakeyhtiömuodon rahoitusoikeudellinen merkitys.....	12
2.2 Yhtiöoikeuden määrittelemät tahdonvaltaiset reunaehdot.....	14
2.2.1 Suostumuslauseke ja sen eri muodot.....	15
2.2.2 Lunastuslauseke ja sen eri muodot.....	16
2.2.3 Etuoikeutettu osake ja sen eri muodot.....	19
2.3 Vähemmistön minimiksi laissa säädetyt exit-oikeudet ja -velvollisuus.....	20
3. VC-DCF-ARVONMÄÄRITYS-MALLIRATKAISUN KÄYTTÖMAHDOLLISUUDET KASVUYHTIÖISSÄ START-UP -VAIHEEN JÄLKEEN.....	23
3.1 Venture Capital -menetelmä tuoton määrittämisen prosessissa.....	25
3.2 Vapaan diskontatun kassavirran DCF-menetelmä arvonmäärityksessä.....	26
3.3 Diskonttauskaavan soveltamisesimerkki irtaantumisessa.....	30
3.4 DCF-valmishjelmistoon tarvittavien arvonmääritysparametrien ja -ratkaisun määrittely.....	31
3.5 Yhtiöjärjestyslausekkeiden oikeudet ja velvollisuudet eri irtaantumistilanteissa .	33
3.6 DCF-menetelmän soveltaminen irtaantumisessa.....	36
4. JOHTOPÄÄTÖKSET.....	38
LÄHTEET.....	41
LIITE.....	43
1. Rahoitusprosessin vaiheet ja teoreettinen laskentatapa yhdistetyllä VC-DCF -arvonmääritysmenetelmällä Venture Capital -kehitysvaiheeseen siirtäessä -esimerkkilaskelma.	

1. JOHDANTO

Starttivaiheessa ja nopeaa kasvua hakevilla listaamattomilla pienillä ja keskisuurilla yhtiöillä on monesti ongelmia oikeiden yhteistyökumppaneiden ja rahoituksen saamisissa. Ilman pääomaa ja asiakkaita ei onnistuta. Liikevaihdon kasvu sitoo yrityksen varoja käyttöpääomaan ja investointeihin, jolloin rahoitusta etsitään uusien pääomasijoittajien sijoituspääomista. Rahoitusmarkkinoilla omalla pääomalla toimivat business-enkelit ja pääomasijoitustoimintaa tekevät yhtiöt ovat oletettavasti vahvoilla ja entistä tärkeämpiä rahoituskumppaneita kasvuhakuisille yrityksille, myös yhteisrahoittajina. Aikaisten kehitysvaiheiden, jäljempänä niin sanottujen Start-up - ja Venture Capital -vaiheiden, yrityksille pääomasijoittajan kohdeyhtiölle tuomat muut lisäarvotekijät ovat merkityksellisiä. Pääomasijoittajan tavoitteena on irtaantua kohdeyrityksestä määräajan jälkeen.

Uuden pääoman hankinnan lisäksi yhtiön osakkeista osa tai kaikki voivat vaihtaa omistajaa normaalin osakekaupan myötä. Yhtiöllä on mahdollista laskea uusia osakkeita tai optio-oikeuksia. Yhtiö voi kasvattaa tarvitsemaansa omaa pääomaa eri tavoin. Pääomasijoittajat tekevät sijoituksensa määräajaksi, minkä jälkeen irtautumistapoja on osakkeiden takaisinmyynti yhtiölle tai muille osakkeenomistajille, yrityskauppa, pörssilistautuminen tai sijoituksen epäonnistuminen jonkin likvidointimenettelyn kautta (Korhonen 2003, 27). Vanhan osakkeenomistajan irtaantuminen (exit) yrityksestä on selkeä, jos sitä eivät rajoita yhtiöjärjestys eivätkä muut sopimukset tai sitoumukset. Tällainen rahoitus- ja sopimusjärjestely ei yleensä ole mahdollista. Osakkeiden siirtymiseen liittyvät tilanteet ovat tarkastelutavasta riippuen erilaisia.

Yhtiöoikeus määrittää ensimmäisen sääntelytason osakkeenomistajan irtaantumiseen kohdeyhtiöstä. Yhtiöoikeuden reunaehtojen mukainen yhtiöjärjestys määrittää toisen sääntelytason. Kolmas sääntelytaso voi olla määritetty kohdeyhtiön osakassopimuksessa. Yhtiöoikeustasolla määritetään irtaantumiseen liittyviä oikeuksia. Muilla sääntelytasoilla voidaan määrittää irtaantumiseen liittyvät periaatteet kokonaisuuden

kannalta yhteensopivasti. Kohdeyhtiön osakkeenomistajan oman yhteisön osakkeiden omistuksen vaihdos aiheuttaa määräysvallan muuttumista myös kohdeyhtiössä.

Yrityksen vanhojen osakkeiden kaupankäynti voi olla säänneltyä yhtiöjärjestyksessä vaihdannanrajoituslausekkeiden avulla. Osakkeiden luovutuksiin on osakassopimuksissa usein sidottu etuosto-oikeus- sekä myötämyyntivollisuus ja -oikeus. (Salmi- nen 2012, 105). Yhtiöjärjestykseen sisällytettyjen vaihdannanrajoituslausekkeiden täydentävä soveltaminen ja pääomasijoittajan tavoitteellinen irtaantumisaikajankohta ja realisointietuoikeus määritetään myös osakassopimuksissa.

Yhtiöjärjestyksissä pyritään selkeyteen, tosin yhtiöjärjestyksen ehtoja ei välttämättä käytetä sellaisenaan, jos osakassopimuksessa on sovittu toisin. Yhtiöjärjestyksen käyttö korostuu siinä tilanteessa, jos uusi osakkeenomistaja ei jostain syystä liittyisi osakassopimukseen. Sääntelytasona kohdeyhtiön yhtiöjärjestys muodostaa yhden ikkunan, joka kuvaa hallinnollisten asioiden julkista houkuttelevuutta ulkopuolisen analyysoijan silmin. Kun kilpailu pääomahuollosta kiristyy markkinoilla, yhtiöjärjestys antaa myös kuvan yrityksen pohdituista valinnoista. Monesti osakassopimuksessa asiat sovitaan seikkaperäisesti, mutta riskienhallinnan kannalta yhtiöjärjestyksen merkitys on myös oleellinen. Sitooko osakassopimus uutta osakkeen hankkinutta tahoa yhtiöoikeudellisesti, tai millä perusteella ja hinnalla siirtynyt osake on lunastettavissa?

Parhaan laskentatavan valitseminen ja laskentatapojen mahdollinen ristikkäiskäyttö on aina tapauskohtaista (IPEV 2010, 14 - 15). Tässä tutkielmassa selvitetään kahden eri arvonmäärittämissä laskentaperiaatetta ja niiden yhteensovittamista kohdeyhtiön eri kehitysvaiheissa yleisellä tasolla. VC-DCF-arvonmäärittämisellä tarkoitetaan tässä työssä diskontattuihin kassavirtoihin perustuvaa ja Venture Capital -laskentamettiin liittyvää yhdistettyä laskentamallinnusta, jossa on seuraavassa esitettyjä Venture Capital -kasvuvaiheeseen liittyviä ominaispiirteitä. Yhdellä arvonmäärittämismenetelmällä ei pystytä saavuttamaan kaikkien eri laskentavaiheiden yksiselitteistä arvonlaskentaa. Kirjallisuudessa esitetyissä arvonmäärittämissä pyritään pedagogisesti yksinkertaisuuteen, minkä vuoksi malleja ei yhdistetä. Irtantumistarve voi syntyä myös

ennen etukäteen määritettyä exit-hetkeä, jolloin pelkkä VC-arvonmäärittäminen ei luo mahdollisuutta arvonnäytteen eri irtautumistapauksissa.

Työssä esitettyä VC-DCF-arvonmäärittäsmallia voidaan käyttää soveltuvasti myös yhtiöoikeudellisen exit-arvon laskennan yhteydessä. Tarkasteltavia laskentatapoja ovat diskontattujen kassavirtojen menetelmä (DCF) ja Venture Capital -kaava ja Venture Capital -menetelmä (VC) erityisesti DCF:ään kytkettynä prosessina. VC-menetelmää käytetään tässä tutkielmassa pelkkänä diskonttauskaavana sekä laskentaprosessina, johon DCF-arvonmäärittäminen sovitetaan laskentaesimerkin avulla. Arvonmäärittämissä käytetään nimitystä VC-DCF-arvonmäärittäsmenetelmä.

Venture Capital -arvonmäärittämissä kohdeyhtiö arvostetaan jäljempänä esitetyllä menetelmällä. VC-menetelmän yhteydessä on tarpeellista käyttää myös DCF-menetelmää tietyissä tilanteissa, koska VC-menetelmä ei pysty itse ratkaisemaan kaikkia fundamentaalista tarvetta vaativia arvonnäytteen vaihteluita. Start-up -yritysten ja alkavien kasvuyritysten arvonnäytteenä on vakiintuneen liiketoimintatason saavuttaneisiin yrityksiin verrattuna se vaikeus, että epävarmuus on merkittävästi suurempi kuin vakiintuneilla markkinoilla toimivilla yrityksillä. Yrityksien toimintaa sääteleviin juridisiin seikkoihin tulisi kuitenkin kiinnittää enemmän huomiota kasvun tukemiseksi ja hallinnollisen tehokkuuden varmistamiseksi.

Mitä asioita on syytä kirjata yhtiöjärjestykseen vähemmistöosakkeenomistajan tai pääomasijoittajan kannalta? Arvonmäärittästä tarvitaan monissa eri tilanteissa. Yrityksen arvonnäytteen näkökulmasta mallinnettu arvonnäyttesmalli antaa toimintaohjeen myös yhtiön johdolle tavoiteltavasta kehittämisestä. Toimialasta riippuen se voi vaihdella. Osakkeenomistajien tahto, tavoitteet ja riskinottohalu määrittävät arvonnäytteen taustalla olevan riskin ja tuoton välisen suhteen. Yritykset jaotellaan usein Venture Capital -kasvuyrityksiin ja vakiintuneen liikevaihdon saavuttaneisiin Life Science -yrityksiin pääomasijoittajan näkökulmasta (Payne 2012). Pääomasijoittajien päähuomio osakkeenomistajina keskittyy kasvukykyisiin yrityksiin.

Yrityksen ulkopuoliseen rahoitukseen ja arvonmääritykseen liittyvät oikeustaloustieteelliset kysymykset ovat rahoitusjuridiikassa keskeisiä kaikkien osapuolten kannalta. Sijoitusvaihe ja irtaantumisvaihe vaativat juridisten seikkojen hallintaa. Arvonmääritysmallien oikea suunnittelu tapahtuu jo ennen sijoitusvaihetta. Ulkopuolisen rahoittajan tuleva irtaantumistapa ja -ajankohta sovitaan kohdeyrityksen kanssa etukäteen. Arvonmääritys toteutetaan ulkopuolisen rahoittajan aloittaessa ja lopettaessa olemasta kohdeyrityksen osakkeenomistaja ja useissa muissakin sitä vaativissa tilanteissa.

1.1 Tutkimusongelma: osakkeen vapaan luovutettavuuden ja riskin pienentämisen yhteensovittamisessa

Osakeyhtiölain (OYL 624/2006) perusteluissa (Hallituksen esitys eduskunnalle uudesta osakeyhtiölainsäädännöksi, HE 109/2005, 41) kuvatun tahdonvaltaisuuden sovittaminen yhtiöjärjestyksen sekä osakassopimuksen kesken on toteutettava yhtiöoikeuden määrittelemien reunaehdoin. Osakeyhtiölain 1:4 mukaan osake voidaan rajoituksitta luovuttaa ja hankkia, ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiöjärjestystä täydennetään usein osakassopimuksella. Vähemmistöosakkeenomistajan, ulkopuolisen pääomasijoittajan, riski on suuri. Yhtiöjärjestyksen ja osakassopimuksen irtaantumislausekkeilla ja muilla sopimusehdoilla säännellään osakkeenomistajien välistä riskiä. Osakkeiden siirtymisessä kysymys kuuluu, siirtyikö osake yhtiöjärjestyksen vai osakassopimuksen mukaisesti ja, jos lunastusta käytettiin, niin oliko lunastushinta riidaton. Osakeannissa tarkastellaan oliko eri rahoituskierrosten osakekohdainen antihinta oikealla hintatasolla määritetty.

Tutkimusongelman ydin muodostuu osakeyhtiölain mukaisen osakkeen vapaan luovutettavuus -periaatteen ja pääomasijoittajan vaatiman kohtuullisen riskienhallinnan tasapainosta. Ytimen epätasapaino ei johda rahoituksen toteutumiseen. Tämä yhtiön edun vastainen kiikkulauta -efekti voi johtaa toisen osapuolen tahdon irtaantumiseen alkuperäisestä perusteltujen odotusten mukaisesta tilanteesta. Odotukset muuttuvat ja näin se estää yhtiökumppanuuden aloittamisen tai jatkamisen. Eri osapuolten väli-

set sopimukset, kohdeyhtiön yhtiöjärjestys, yhtiöoikeus, toimiala, tuotto ja riski muodostavat toimintakehikon, jonka mukaisesti arvonmääritykseen liittyvät sopimusehdot määritetään. Yhtiön osakkeiden arvonmääritys on esillä useissa eri tilanteissa.

Start-up -yrityksen muuttuminen kasvuyritykseksi on määrittelykysymys. Start-up -vaiheen loppumisen arvioinnin vaikeus vaikuttaa järkevän arvonmääritysmallin valintaan. Start-up -yritysten liiketoiminnan historiasta ei ole toteutuneita tilinpäätöstietoja. Tämän vuoksi arvonmääritysmalleina käytetään usein erilaisia tuloskorppi-, riskinarviointi- ja toimialavertailumalleja. Aloittavien yritysten pääomasijoitusten yhteydessä on kuitenkin luontevaa sopia pääomasijoittajan irtaantumisessa myöhemmin käytettävä laskentamalli juridisesti sitovaksi. Tämä sovitaan usein osakassopimuksessa. Vaikutus on kuitenkin otettu huomioon yhtiöjärjestyksessä, jonka tulee tukea osakassopimuksen tarkoitusta. Start-up -vaiheen ja sen loppumisen arvioinnin vaikeudella ei olisi merkitystä, jos samanmuotoista yhtiöjärjestystä ja osakassopimusta olisi järkevää käyttää yrityksen kaikissa rahoitusvaiheissa ja pääoman saanti ei olisi liiketoiminnan kehittämistä rajoittava tekijä. Arvonmäärityslaskentaan tarvittavien oikaisujen käytöstä on syytä sopia samassa yhteydessä parhaalla mahdollisella tietämyksellä.

Start-up -yrityksen tunnistaminen uudeksi kasvuyritykseksi voidaan tehdä seuraavalla määrittelytavalla. FVCA:n mukaan Start-up -kohdeyrityksen tarvitsema rahoitus liittyy vasta perustetun yrityksen tuotekehitykseen tai koemarkkinointiin. Yrityksen tuotteita ja palveluita ei ole vielä kaupallistettu markkinoille. FVCA:n mukaan Venture Capital -kasvuyrityksen rahoitus liittyy yritykseen, jonka liiketoiminta voi olla vielä jonkin aikaa tappiollista. Rahoitusta voidaan käyttää resurssien kasvattamiseen, markkinointiin, tuotteen tai palvelun jatkokehittämiseen tai käyttöpääoman lisäämiseen. (FVCA 2012). Vertailemalla eroa pelkästään edellä kuvattujen määrittelyiden mukaan on havaittavissa kehitysvaiheen olotilan arvioinnin ennustamisen vaikeus ennen kuin liiketoiminnallisia tilinpäätöstietoja on käytettävissä.

Ensimmäisen kerran arvonmääritys tapahtuu osakeyhtiön perustamisessa. Toisen kerran arvonmääritys tehdään viimeistään ulkopuolisen sijoittajatahon liittyessä osakkeenomistajaksi. Keskeisiä painopistealueita ja arvostuksen painokertoimia kaupan tai sijoituskohteen tarkastuksessa aloittavilla start-up -yrityksillä ovat esimerkiksi yrityksen johtotiimi (30 %), kasvumahdollisuus (25 %), tuote ja teknologia (15 %), kilpailuympäristö (10 %), myyntikanavat ja markkinointi (10 %), tarve lisärahoitukselle (5 %) ja muut tekijät (5 %) (Payne 2012). Tilinpäätöstietojen puuttuessa ja liiketoiminnan ollessa vielä vakiintumatonta ei diskontattuihin kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallia ole perusteltua käyttää. Vaihtoehtoja tässä tilanteessa ovat kohdeyrityksen arviointiin perustuvat subjektiiviset arviointimenetelmät, joita on useita erilaisia. Tällaisten arvonmääritystapojen tiedostaminen on tärkeää valittaessa ja perusteltaessa DCF-arvonmäärityksen käyttöä VC-prosessissa.

Alkavien yritysten arvonmääritystavoista Payne mainitsee kolme keskeisintä arviointimallia. Tulokorttimetodissa kohdeyrityksen arvon laskenta asetetaan kohdeyritystä vastaavan kehitysvaiheen yrityksen tiedossa oleviin arvonmääritystasoihin. Dave Berkus -metodissa taas kohdeyrityksen arvonmääritys tapahtuu eri subjektiivisten arvostuskertoimien summasta viisiportaisesti. Cayenne-laskentametodissa arvonmääritys johdetaan kohdeyritykselle tehtyjen kysymyssarjojen avulla. Riskitekijämetodissa arvioidaan erilaisia riskipisteityksiä. (Payne 2012). Sopivimman arvonmääritystavan valinta on erittäin vahvasti riippuvainen myös kohdeyrityksen toimialasta (IPEV 2012, 14).

Eri menetelmien käyttö mahdollistaa monipuolisen kokonaisarvion tekemisen. Siirryttäessä myöhemmän kehitysvaiheen yrityksiin on tilinpäätösinformaation käyttö mielekästä arvonmäärityksessä. Hyvän arvonmäärityskäytännön mukaan arvonmääritys tehdään useiden eri metodien vertailujen perusteella. (Payne 2011). Siirryttäessä tilinpäätösinformaation käyttöön on VC-DCF-arvonmääritystapaa mahdollista käyttää. Soveltumisen tarkempi tarkastelu edellytetään tässäkin tapauksessa.

Kohdeyhtiön vanhat osakkeet ovat vaihdannan hetkellä arvonmäärityksen kohteita. Kohdeyhtiön teollisella ostajalla on monesti strategista arvoa ostettavan kohdeyrityksen arvonmäärityksessä, minkä vuoksi se on valmis maksamaan esimerkiksi saavutetuista konsernitason kustannussäästöistä lisähintaa fundamentaalisesti määritetyn käyvän arvon ylitse. Pääomasijoittaja näkee myös tiettyä reaalista optioarvoa määrittäessä osakkeiden arvoa ennen myyntiä esimerkiksi teolliselle ostajalle. (Karttunen et al 2010). Start-up -vaiheen yrityksissä järkevien reaalioptioiden arvo voi olla suurimmillaan taloudellisena potentiaalina. Start-up -yrityksellä riskit ovat myös suurimmat. Tulevaisuuden innovaatioiden arvoa ei pystytä määrittämään esimerkiksi yrityskauppatilanteessa (Edelmann 2011, 17, 72). Kasvuyrityksissä innovaatioarvo ostajalle on perinteisesti arvonmäärityksissä oletettu sisältyvän reaaliarvon päälle maksettavaan preemioon, jonka suuruus voi olla monesti useita kymmeniä prosentteja. (Karttunen 2010).

Strategisten optioiden arvo sisältyy kuitenkin stand-alone -arvonmäärityksen yli maksettavaan preemioon (Karttunen et al 2010). Kohdeyrityksen stand alone -arvolla tarkoitetaan jäljempänä luvussa 3.2 esiteltyä DCF-perusteista oman pääoman FCFE-arvoa. Arvonmäärityslaskelmilta ei saisi puuttua fundamentaalista perustaa strategisten arvojenkaan osalta. Strategisten optioiden laskentamenetelmien puute on usein kuitattu kohteen stand-alone -nykyarvon, saavutettavan (konsernitason) liiketoiminnan tehostumisen nykyarvon, tuottojen kasvun nykyarvon ja saavutettavan strategisen lisäarvon sisällyttämisestä yhteissummaan (Karttunen et al 2010). Fundamentaalisesti oikea tapa olisi jakaa edellä mainittu strateginen lisäarvo kahdeksi komponentiksi. Ensimmäinen olisi reaalioptioiden nykyarvo ja toinen strategisten optioiden nykyarvo tai vähintään niiden argumentoitu erittely.

Aihetta on tutkinut Jan Edelmann vuonna 2011 julkaistussa väitöskirjassaan, joka käsittelee uusia teoreettisia rakenteita korkeariskisten kehityshankkeiden arvonmääritykseen. Tutkimus antaa start-up -yritysten arvonmääritykseen hyvän lähestymistavan reaali- ja strategisten optioiden avulla. Edelmannin mukaan klassisesta diskontattujen kassavirtojen nykyarvomenetelmästä (DCF, Discounted Cash Flow) puuttuu joustavuus. (Edelmann 2011, 33 - 34). Kansainvälisten IPEV:n arvonmääritysohjeistusten 2010 mukaan DCF-menetelmä on joustava arvonmääritystapa, jonka haasta-

vina puolina kuitenkin pidetään vaikeutta arvioida yksityiskohtaisia tarkkoja kassavirtojen ja päätearvolle sekä käytettävää oikeaa riskikorjattua korkokantaa (IPEV 2010, 21).

1.2 Tutkimuskysymys ja tavoitteet

Tutkimuskysymyksenä on, miten yhtiöjärjestyksen vaihdannanrajoituslausekkeet ja VC-DCF-arvonmääritys ovat yhteen sovitettavissa kohdeyrityksen osakkeenomistajan irtaantumistapauksissa. Alatutkimuskysymyksenä on, millaisia yhtiöjärjestyksen määräysten tulisi olla irtaantumiselle (exitille) huomioiden yhtiöoikeudelliset reunaehdot. Työssä toisena alakysymyksenä on selvitetty VC- ja DCF-arvonmääritystapojen laskentaperiaatteet sekä niiden keskinäinen kytkentämahdollisuus osakkeiden käyvän arvon määrittämisessä. Tähän alatutkimuskysymykseen on tarkastelun yhteyteen kehitetty kirjallisuudesta yksinkertainen VC-DCF-laskentamalli, jossa on esitetty keskeiset laskentaparametrit (liite 1). Tässä yhteydessä on esitetty myös yleisellä tasolla Venture Capital -diskonttauskaavan laskentaperiaate.

Venture Capital -kaavan ja DCF-menetelmän erilaiset yhdistelyt on myös esitetty samassa yhteydessä. Kohdeyritys pystyy hyödyntämään arvonmääritysmallia siirtyessään Start-up -vaiheesta Venture Capital -kehitysvaiheeseen. Oikean laskentatieteen määrittäminen on jälkikäteen helppoa. Päätöstilanteessa vanhat ja uudet osakkeenomistajat eivät kuitenkaan tiedä kaikkea kohdeyrityksen kehittymisestä. Tutkimuskysymykseen ei liene täydellistä vastausta malliyhtiöjärjestyksen muodossa, koska liika sääntely yhtiöoikeudellisesti ja sopimusoikeudellisesti voi johtaa omistajayrittäjän passivisuuteen, jos ymmärrystä pääomasijoittajan yhtiöoikeudelliseen riskienhallintaan ja kontrollintarpeisiin ei ole. Tällöin osapuolet eivät sitoudu myöskään usein yhtiöosakkuuteen keskenään.

Tämä työ on tehty alueellisen riskipääomasijoitusyhtiö Luoteis-Venäjä Rahasto Oy:n ja seudullisen elinkeinoyhtiö Imatran Seudun Kehitysyhtiö Oy:n yritysrahoitus -toiminnon käyttöön. Imatran Seudun Kehitysyhtiö Oy on myös seudullinen riskipääomarahoittaja pk-yrityksissä, joiden liiketoiminnan kotipaikka ja/tai kiinteä toimipaikka ovat Imatran seudulla. Lisäksi Imatran Seudun Kehitysyhtiö Oy toimii Luoteis-Venäjä Rahasto Oy:n hallinnointiyhtiönä. Luoteis-Venäjä Rahasto on keskittynyt kaakkois-suomalaisten myöhemmän Venture Capital- ja kasvuvaiheen pk-yritysten Venäjäliiketoimintojen rahoittamiseen osakepääomasijoituksin. Rahastojen sijoitussegmentit eivät ole toistensa kanssa päällekkäin miltään osin.

Tutkielman tavoitteena on esitellä keinoja, joilla voi nopeuttaa sijoitusprosessin hallinnointia ja lisätä ymmärrystä siitä, mitä pääomasijoittaja ja sen hallinnointiyhtiö lähikohtaisesti edellyttävät kohdeyrityksen irtaantumisen yhtiöjärjestystasolla. Julkisenemmistöomisteisen pääomasijoitusrahoittajan päähuomio keskittyy kohdeyrityksen arvon kasvattamiseen ja yhteiskunnallisen arvon, työllisyyden, lisäämiseen kohdeyrityksen toimintaympäristössä. Yhteiskunnallinen yrittäjäyys on molempien rahoittajien toiminnan kulmakiviä.

1.3 Tutkimusmenetelmä ja rajaukset

Tutkimusaineistona käytetään eräiden suomalaisten pk-yritysten yhtiöjärjestysten exit-pykäliä ja tietoa osakassopimuksista sekä kokemuksia toteutuneista pääomasijoituksista. Vastausta tutkimuskysymykseen muodostetaan liitteessä 1 esitetyn laskentamallin ympäristöön. Työssä esitetään vain yhtiöjärjestykseen malliyhtiöjärjestysmääräyksiä. Osakassopimusten tutkimusaineistoa käytetään ymmärtämään tehtyjä yhtiöoikeudellisia ratkaisuja. Tavoitteena on keskittyä yhtiöoikeudellisten irtaantumislausekkeisiin ja arvonmääritysperusteiden määrittämiseen.

Arvonmäärityslaskennan tutkimusympäristönä käytetään ohjelmistoyritys Datapartner Oy:n Invest for Excel -ohjelmistoa. Arvonmääritysmallin yksityiskohtaista laskentaperiaatetta ei kuvata muutoin kuin liitteissä. Muuna tutkimusaineistona käytetään kirjallisuutta. Suomen pääomasijoitusyhdistyksen ohjeistuksen mukaan arvonmäärityksen hyvänä tapana on käyttää kansainvälisen pääomasijoitusyhdistyksen ohjeellisia suuntaviivoja (FVCA 2011). Tämä International Private and Equity and Venture Capital Valuation Guidelines -dokumentaatio ei ole ristiriidassa myöhemmin esitettävän tarkemman arvonmääritystavan kanssa (IPEV 2010). Kyseinen dokumentaatio on tehty kaikkien eri kehitysvaiheiden kohdeyritysten arvonmääritystilanteita varten, eikä se anna riittävää tarkkuutta suomalaisten Venture Capital -kehitysvaiheen kohdeyritysten arvonmääritykseen ja edellä esitettyyn yhtiöoikeudelliseen näkökulmaan. Tämän vuoksi tutkimusaukkoa täytetään tällä tutkimuksella. Liiteaineiston lähdeaineistona on käytetty Kallunki et al, Laurialan, Karttunen et al ja Katramo et al ja työssä esitetyn valmisohjelmiston tekijän Datapartner Oy:n esittämiä laskentatapoja.

Tässä tutkielmassa yhtiöllä ja yrityksellä tarkoitetaan suomalaista osakeyhtiötä. Osakeyhtiölain 10-luvun mukaisia erityisiä optio-oikeuksia ei käsitellä arvonmäärityksen näkökulmasta. Työn ulkopuolelle on rajattu kohdeyrityksen osakassopimusten tarkastelu, vaikka ne sisältävät usein keskeiset sopimusperiaatteet myös irtaantumiselle. Jatkotutkimuskysymyksiä käsitellään myöhemmin Pro gradussa. Muita kuin diskontattuihin kassavirtoihin perustuvia ja Venture Capital -metodin mukaisia arvonmääritysmalleja ei tutkita. Työssä rajataan pois negatiivisen kassavirran yhtiöt, vaikka start-up -yritykset ovat usein tällaisia. Työ rajoittuu julkisiin yhtiöjärjestyksiin, minkä vuoksi näkökulman voidaan määritellä oleva kohdeyrityksen ulkopuolisen analysoijan.

1.4 Tutkielman rakenne

Luvussa 2 on analysoitu osakeyhtiölain yleisiä yhtiöoikeudellisia vaihdannanrajoituslausekkeiden määräyksiä ja yhtiöoikeuden reunaehtoja malliyhtiöjärjestysempirian avulla. Aineisto on kerätty kahden pääomasijoitustoimintaa harjoittavan yhtiön sopi-

musarkistosta siten, että yhtiöjärjestyksiä on tarkasteltu tyyppiesimerkkitapauksia etsien. Tutkimusaineistoa on täydennetty patenti- ja rekisterihallituksen tietokannasta yhtiöjärjestyksiä valikoiden etsimällä. Toimenpide on tehty sen vuoksi, että voimassaolevan osakeyhtiölain mukaisia vaihdannanrajoitus- ja exit-lausekkeita ei ole kaikissa sopimusarkiston aineistoissa käytettävissä.

Luvussa 3 tarkastellaan Venture Capital -kasvuvaiheeseen soveltuvaa arvonmääritysmalliratkaisua ja sen parametrintarpeita lyhyesti. DCF-arvonmäärityslaskennan teoreettinen perusta on esitetty tutkimuskysymyksen rajallisen esittämistilan vuoksi liitteessä 1. VC-DCF-arvonmääritysmalliratkaisun erityisten taloudellisten kysymysten ja luvun 2 yhtiöoikeudellisten reunaehtojen eri irtaantumislausekkeista tulee olla yhteen sovitettuja keskenään. Yhtiöoikeudellisten irtaantumislausekkeiden ja arvonmäärityksen yhteensovittamis-vaihtoehtoja esitetään luvun 3 lopussa.

Lopuksi luvussa 4 esitellään tutkielman vastaukset ja päätelmät. Työn tuloksia tulkitaan osin päämies-agenttiteoriaa sivuavasti pohdittaessa vähemmistörahoittajan ja enemmistön sopimussuhteita. Työssä keskitytään ensin oikeudelliseen näkökulmaan ja tämän jälkeen arvonmäärityslaskentaan ja lopuksi yhteen sovitetaan yhtiöjärjestyksen irtaantumislausekkeita ja arvonmäärityslaskentaa. Arvonmääritystä koskeva luku on taloustieteellinen. Tutkimus on laadullinen.

2. YHTIÖOIKEUDELLINEN TULKINTAKEHYS VAIHDANNANRAJOITAMISESSA JA EXITISSÄ

2.1 Osakeyhtiömuodon rahoitusoikeudellinen merkitys

Osakeyhtiölain mukaan osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä määrätään vähintään yhtiön nimi, sijaintikunta ja toimiala (OYL 2006). Muu sääntely tapahtuu osakeyhtiölain standardioletusten mukaisesti. Käytännössä näin ei kuitenkaan menetellä, vaan osakkeenomistajat määrittävät tahtotilansa yhtiön johtamiseen ja hallintaan liittyen.

Osakeyhtiölain pääomajärjestelmä perustuu nimellisarvottomiin osakkeisiin ja laajoihin soveltamismahdollisuuksiin. Osake ei edusta osuutta osakepääomasta. Nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä osakepääomaa voidaan korottaa antamalla osakkeita ja osakkeita voidaan antaa korottamatta osakepääomaa. Uusia rahoitusvälineitä ovat sijoitus vapaan oman pääoman rahastoon (OYL 8:2), maksuttomien osakkeiden antaminen (OYL 9:17) ja osakepääomasijoitus (OYL 11:3). Osakkeita voidaan alentaa ja mitätöidä osakepääomaa alentamalla. Yritystoiminta on järjestäytynyt osakeyhtiössä siten, että hallinnollinen rakenne toimii apuvälineenä pääoman hankinnassa. (Mähönen et al 2007, 3 - 4).

Osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on pääsääntöisesti tavoitella voittoa. Yhtiön varojen jakoperuste määritetään tarkemmin osakekohtaisten oikeuksien ja velvollisuuksien avulla. Pääomasijoitukset tehdään ennalta määräämättömäksi ajaksi, ellei toisin ole sovittu. Osakeyhtiön rajoitettu vastuu osakkeenomistajien asettamien pääomien lisäpanostamiseksi on vastinpari varallisuuden itsenäisyydelle. Osakkeenomistajat omistavat kohdeyhtiön osakkeita. Kohdeyhtiö omistaa kaiken yhtiön taaseessa olevan varallisuuden, jota eivät rajoita omistuksenpidätysehdot. Käytännössä osakeyhtiön rahoittaminen voi tapahtua useilla eri tavoilla. Osakeyhtiön filosofiana on suojata vieraan pääoman ehtoisia sijoittajia velkojien suojaajajärjestelmän ja siihen liittyvien menettelyiden avulla. Porrastettu maksunsaantijärjestys on tapa ymmärtää osakeyhtiön pääomarakenne ja rahoitusmahdollisuudet. (Mähönen et al 2007, 7).

Osakeyhtiölain mukainen pääomajärjestelmä takaa osakkeenomistajille sen tuoton, joka jää jäljelle, kun muiden sidostahojen vaateet ja saamiset on suoritettu. Yhtiötä purettaessa osakkeenomistajien osakkeet ovat takasijaisia niiden lajista riippumatta. Yhtiön kaikkien velkojien vieraan pääoman ehtoiset saamiset ovat etusijaisia. (Lauriala 2008, 242 - 243). Takasijaisuus on oman pääoman vahvimpana tunnusmerkinä. Osake tuottaa oikeuksia ja velvollisuuksia kohdeyhtiössä. Osakeoikeudet ovat jaettavissa varallisuusoikeuksiin ja hallinnoimisoikeuksiin. Osakassopimuksella määritetään mahdollisista lisäoikeuksista ja velvollisuuksista. Osakeoikeuksien muuntelu voi johtaa takasijaisuuden lievään muuntumiseen. Sopimusvapauden rajat määrittävät pakottavien säännösten ja hyvän tavan pohjalta. (Mähönen et al 2007, 25).

Osakeyhtiölaki muodostaa standardisopimuksen, jonka perusteella tuotto ja riski muodostuvat. Yhtiöjärjestyksen oikeudellista luonnetta ei määritellä osakeyhtiölaissa. Yhtiöjärjestys sitoo yhtiötä ja osakkeenomistajia. Yhtiöjärjestys ei ole kuitenkaan sopimus, vaan sisäinen säännöstö ja määräysten kokoelma. Yhtiöjärjestyksen määräykset perustuvat määräämiseen. (Helminen 2006, 1, 51, 143). Sopimusoikeudessa muuttaminen edellyttää kaikkien sopimusosapuolten suostumusta, jollei toisin ole sovittu. Yhtiöjärjestyksen määräykset jaotellaan vapaaehtoiisiin ja pakollisiin määräyksiin. (Helminen 2006, 4 - 7). Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä hankintaehtoisista ja lunastusehtoisista osakkeista. Hankintaehtoisissa osakkeissa yhtiöllä on velvollisuus ja lunastusehtoisissa osakkeissa myös oikeus lunastaa luopujan osakkeet. (Mähönen et al 2007, 26). Osakeyhtiölaki ei anna usein vähemmistössä olevan pääomasijoittajan kannalta riittävää suojaa korkean sijoitusriskin hallitsemiseksi. Tämän vuoksi usein edellytetään lisäsääntelyä yhtiöjärjestyksiin ja osakassopimuksiin.

Osakeyhtiölain 5:30.1:n mukaan lähtökohtaisesti muutokset yhtiöjärjestykseen tehdään kahden kolmasosan määräenemmistöllä annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista. Määräenemmistövaatimusta voidaan yhtiöjärjestyksessä tiukentaa. Yhtiöjärjestyksellä säännellään osakkeenomistajien keskinäisiä suhteita yhdessä osakassopimuksen kanssa. Yhtiöjärjestyksen käyttö yhtiön toimintaa säännöstelevänä välineenä tulee lisääntymään. (Helminen 2006, 27 - 28).

Pakottavasta säännöksestä on mahdollista poiketa yhtiöoikeudellisilla päätöksenteokotavoilla, esimerkiksi kaikkien osakkeenomistajien kirjatulla ja numeroidulla yksimielisellä päätöksellä. Pakottavat säännökset voidaan jakaa täysin pakottaviin säännöksiin, ehdollisesti pakottaviin säännöksiin ja osittain pakottaviin säännöksiin. Osakkeeseen sisältyy osakeyhtiölain mukaan varallisuus- ja hallinnoimisoikeuksia ja yhtiöjärjestyksen mukaan siihen perustuvia oikeuksia ja velvollisuuksia. Lisäksi osakassopimuksessa voidaan määrittää osakkeisiin liittyviä oikeuksia ja velvollisuuksia. Yhtiöjärjestyksessä voidaan laajentaa vähemmistösuojan laajuutta. Osakeyhtiölain 13:7:n mukaisesta vähemmistöosinko-oikeudesta voidaan määrätä yhtiöjärjestyksessä toisin maksukykyisyyden rajoissa molempiin suuntiin. (Helminen 2006, 59 - 67).

2.2 Yhtiöoikeuden määrittelemät tahdonvaltaiset reunaehdot

Osakeyhtiölaissa on useita osakeyhtiön toimintaa säänteleviä pykälä, joista osa on tahdonvaltaisesti päätettävissä yhtiöjärjestykseen ja osakassopimukseen. Osakeyhtiölain 3:6 mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan rajoittaa oikeutta luovuttaa ja hankkia osake vain lunastus- ja suostumuslausekkeiden avulla. (OYL 2006). Seuraavissa luvuissa on lyhyesti kuvattu vähemmistöosakkeenomistajaksi jäävän pääomasijoittajan kannalta keskeisimpiä osakeyhtiölain mukaisia tahdonvaltaisia sopimusjärjestelymahdollisuuksia. Osakeyhtiölain perusolettamat määrittelevät pitkälti tuoton ja riskin standardiyhtiöjärjestyksen avulla.

Korkean riskin kohdeyhtiöissä on välttämätöntä määritellä riskinhallintaan erilaisia suojalausekkeitä ja etuoikeuksia, minkä vuoksi osakkeet muokkautuvat myös erilajisiksi. Lisäksi osakassopimuksessa määritetään niistä asioista, jotka edellyttävät pääomasijoittajan etukäteishyväksyntää yhtiön hallituksen tai yhtiökokouksen päätöksistä. Seuraavien lukujen esimerkeissä on otteita eräiden yhtiöjärjestysten vaihdannan- rajoituslausekkeiden irtaantumismääräyksistä ja niiden juridisesta muotoilusta. Osakassopimuksessa täydennettyjen irtaantumisehtojen avulla pääomasijoittaja varmistaa sen, että myyntitilanteessa kohdeyhtiön osake muuttuu likvidiksi siten, että pääomasijoittajan tuottoisa irtautuminen onnistuu (Lauriala 2008, 266).

2.2.1 Suostumuslauseke ja sen eri muodot

Osakeyhtiölain 3:8:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan ottaa käyttöön vaihdannanrajoituslausekkeena suostumuslauseke. Mähönen et al mukaan suostumuslausekkeessa on kyse osakkeen luovutuksensaajan suhteesta yhtiöön. Jos yhtiö on antanut suostumuksen, sillä ei ole oikeutta luvussa 2.3.2 esitettyyn lunastukseen. Osakeyhtiölain 3:8:1:n mukaan suostumuksen voi vaatia koskemaan vain luovutustoimin koskevaa saantoa. Mähönen et al mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä laajasti suostumuslausekkeen sisältöä ja käyttöalaa yhtiöoikeudellisella tasolla. Suostumuksen antamisen jälkeen osakkeenomistajilla on lähtökohtaisesti lunastusoikeus edelleen. (Mähönen et al 2007, 165 - 166).

Sopiminen yhtiöjärjestyksessä tuottaa edun osakassopimuksessa sopimisen sijaan esimerkiksi osakkeiden luovutustilanteessa (Helminen 2006, 49). Uuden osakkeenomistajan tahto liittyä osakassopimukseen voi olla osin epävarmaa. Suostumuslausekkeen avulla voidaan säännellä osakkeiden luovutustilanteita monin tavoin. Suostumuslausekkeen käyttö voidaan sitoa esimerkiksi siten, että suostumuksen antamista ei voi estää, jos uusi osakkeenomistaja sitoutuu voimassaolevan osakassopimuksen mukaisiin sopimusehtoihin. Seuraavassa on ote eräästä yhtiöjärjestyksestä, jossa suostumus on määritetty yksimielisen vaateen muotoon koskemaan myös kaikkia vanhoja osakkeenomistajia.

Esimerkki 1. Suostumuslauseke. Yhtiön osakkeen hankkimiseen luovutustoimin vaaditaan yhtiön hallituksen yksimielisellä päätöksellä annettu suostumus. Suostumus vaaditaan myös silloin kun osakkeen luovutuksensaaja on ennestään yhtiön osakkeenomistaja. Tämä pykälä tai viittaus siihen on merkittävä osakeluettelon sekä mahdollisiin osakekirjoihin ja talonkeihin sekä osakkeista mahdollisesti annettavaan väliaikaistodistukseen ja osakeantilippuun. (PRH 2012).

Laajimmillaan suostumuslausekkeelta voidaan edellyttää hallituksen tai kaikkien osakkeenomistajien antamaa yksimielistä hyväksyntää myös vanhojen osakkeenomistajien osakeluovutusten kesken (Mähönen et al 2007, 166). Suostumuslauseke-

keen tehokkaalla käytöllä saavutetaan yhtiöoikeudellinen sitovuus osakassopimuksessa esitettävien liikesalaisuussuojaa edellyttävien ehtojen ja toimenpiteiden ohjauksi voimaksi. Yhtiöjärjestyksen pitäminen yksiselitteisen selkeänä kokonaisuutena on ulkopuolisille tahoille merkki siitä, että irtaantumiseen liittyvät sopimusehdot on selkeästi sidottu. Vähemmistönsuojaa voidaan parantaa määräämällä suostumuslausekkeen käyttö yksimieliseksi.

Liitteessä 1 kuvatuslaisessa rahoitusprosessissa yhtiöjärjestyksen suostumuslauseke koskee kaikkia osakkeita ja näin sitoo kaikkia osakkeenomistajia kaikissa rahoitusvaiheissa. Lisänäkökulmana suostumuslausekkeen tavoitteiden saavuttamiseen voitaneen pitää myös osakassopimuksessa määritettyä osakkeenomistajien määräysvallan muuttumisesta laukeavaa lauseketta, jolloin hallitaan suostumuslausekkeen alkuperäistä tahtotilaa myös henkilökohtaisten sitoumusten avulla. Näin estetään kohdeyhtiön osakkeenomistajan sen omien osakkeiden vaihtumisesta määritetyt riskit, jos suostumuslausekkeen määrittäneiden osakkeenomistajien tahto näin on ollut.

Mähönen et al mukaan ennen suostumuksen antamista luovutuksensaajalla ei ole yhtiössä muita oikeuksia kuin oikeus varojen jaossa ja etuoikeus osakeannissa. Suostumuksetta jääminen johtaa siihen, että luovutuksen saajalla ei ole käytettävissä hallinnollisia oikeuksia. Osake- ja osakasrekisteriin kirjaamatta jääneet osakkeiden luovutukset eivät estä myymästä osakkeita edelleen. (Mähönen et al 2007, 167). Tässä tilanteessa yhtiön tulee ylläpitää erillistä osinkorekisteriä osake- ja osakasrekisteriin kuulumattomien osakkeiden vuoksi

2.2.2 Lunastuslauseke ja sen eri muodot

Osakeyhtiölain 3:6:n mukaan vaihdannanrajoituslausekkeena voidaan ottaa käyttöön yhtiöjärjestyksessä lunastuslauseke. Mähönen et al mukaan lunastuslausekkeessa on kyse osakkeen luovutuksensaajan suhteesta lunastajaan. Lunastaja voi olla yhtiö, vanha osakkeenomistaja tai muu nimetty taho. Osakkeen siirronsaaja ei voi merkitä

osakkeenomistustaan yhtiön osake- ja osakasrekisteriin, jos lunastus tapahtuu. Jos lunastus- ja suostumuslausekkeiden välisestä suhteesta ei ole yhtiöjärjestyksen määräyksiä, tulee niitä soveltaa itsenäisesti ja rinnakkain. Villan mukaan lunastuslausekkeen kytkeminen tiettyyn osakesarjaan ei tee osakesarjasta erilajista. (Mähönen et al 2007, 155, 157, 165). Erilajisia etuoikeutettuja osakkeita käsitellään luvussa 2.2.3. Seuraavassa on ote eräästä yhtiöjärjestyksestä, jossa lunastus on määritetty kaikkien osakesarjojen ja osakkeenomistajien velvollisuudeksi suhteessa muihin osakkeenomistajiin ja yhtiöön.

Esimerkki 2. Osakkeen lunastusoikeus. Jos yhtiön osake millä tahansa saannolla siirtyy uudelle omistajalle, riippumatta siitä onko tämä ennestään yhtiön osakkeenomistaja vai ei, on siirronsaajan viipymättä ilmoitettava siitä yhtiön hallitukselle. Yhtiön osakkeenomistajilla, jotka on merkitty osakeluetteloon lunastusvaatimuksen esittämishetkellä, on oikeus lunastaa osake jäljempänä mainituilla ehdoilla. (PRH, 2012).

Esimerkissä kyseisen yhtiön yhtiöjärjestykseen on otettu osakeyhtiölain mukainen lunastuslauseke täydennetyssä perusmuodossaan. Erityiset tarkentavat lunastusprosessin vaiheet ja arvonmääritysperiaate kuvataan erikseen yhtiöjärjestyksessä. Yhtiöjärjestyksessä lunastuslauseke voidaan määrittää esimerkissä kuvatulla tavalla vähemmistönsuojaa lisääväksi. Joissain tilanteissa yhtiöjärjestyksen ehtojen käyttäminen voi olla tehokkaampaa kuin osakassopimukseen otetun sopimussakon käyttäminen. Lunastuslauseke koskee kaikkia kaupparekisteriin laillisesti rekisteröityjä osakkeita ja näin sitoo kaikkia osakkeenomistajia kaikissa rahoitusvaiheissa ja osakassopimukseen määritetyissä tilanteissa. Edellä esitetyssä esimerkissä 1 yhtiölle ei synny oikeutta lunastamiseen, mikä on mahdollista määrätä maksukykyisyyden puitteissa.

Lunastushetken aikaisen osakemäärän lisälunastushinta voi olla vaikea määrittää erilaisissa yhtiöjärjestelyissä, jotka kohdeyhtiössä tehdään arvonmääritykseen sovitun tarkasteluajan aikana. Epäselvyys osakassopimuksissa tulkitaan usein sopimuksen laatineen tahon vahingoksi. Yhtiöoikeudellisesti määrittelyä ei voitane tehdä. Tämän vuoksi osakassopimuksessa sopijaosapuolen määritelmään tulisi lisätä sopi-

muksen määrittäneet niin kuin ne ovat valmistelutilanteessa olleet. Vakuudetonta lisälunastushintasaatavaa voi parantaa esimerkiksi yritysikiinnityksillä, yhtiöjärjestykseen otetulla velkojien suojaäännöksellä tai ehdollisella lunastuslausekkeella. Osakassopimuksissa sovitaan usein lunastusoikeudesta siinä tapauksessa, että osakassopimuksen sopijaosapuoli rikkoo olennaisella tavalla osakassopimusta. Tällöin osakkeiden lunastushinta voi olla alhaisempi kuin osakkeiden nimellisarvo tai käypä hinta, joka voidaan määrittää jäljempänä luvussa 3 kuvatulla DCF/FCFE-laskentametodilla.

Mähönen et al mukaan lunastuslauseketta vaihdannanrajoituslausekkeena ei voi käyttää etuostolausekkeen muodossa niin, että osakkeenomistajalla olisi velvollisuus tarjota osaketta yhtiölle tai muille vanhoille osakkeenomistajille lunastettavaksi tai hankittavaksi. Osakkeen omistusoikeuden siirtymistä edellyttävä yleisperiaate estää tämän yhtiöoikeudellisella tasolla. Osakassopimuksessa asiasta voidaan kuitenkin sopimusoikeudellisella tasolla sopia. (Mähönen et al 2007, 157).

Käytettäessä etukäteen sovittua FCFE-arvonmääritystä kiinteän tuottoprosentin rinnalla voidaan merkintähintaan perustuva lunastushinta sopia minimihinnaksi, jota käytetään yhtiöjärjestyksen mukaisen lunastushinnan määrittämisessä. Osakeyhtiölain 18:1 mukaan osakkeenomistajalla, jolla on yli 90 prosenttia yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, on velvollisuus lunastaa vähemmistöosakkeenomistajan osakkeet. Säännös on pakottava vähemmistösuojan osalta (Helminen 2006, 71). Osakeyhtiölain mukaisen vähemmistöosakkeiden lunastusoikeuden perusteella voidaan yhtiöjärjestyksessä määrätä lunastusvelvollisuudesta. Yhtiöjärjestyksessä voidaan tahdonvaltaisesti määrätä myös käytettävästä arvonmääritystavasta. Osakassopimuksessa lunastuslausekkeeseen voidaan antaa täydentäviä ehtoja.

2.2.3 Etuoikeutettu osake ja sen eri muodot

Osakeyhtiölain 3:1.1 ja 1:7 mukaan kaikki osakkeet tuottavat kohdeyhtiössä yhtäläiset oikeudet. Osakeyhtiölain 3:1 mukaan yhtiöjärjestyksessä on mahdollisuus määrätä osakkeiden muuntamisesta toisenlaisiksi. Lain pääsääntö on tahdonvaltainen. Laissa määritettyjen esimerkkimallien, kuten lunastamisen, suostumuksen, äänioikeuden ja yhtiön purkamisen, lisäksi osakkeita voidaan muuntaa myös muilla perusteilla, mutta tällöin näistä ominaisuuksista on määrättävä yhtiöjärjestyksessä erikseen yhtiöoikeudellisen sopimistason saavuttamiseksi. Osakkeiden erilajistaminen mahdollistaa laajan sopimusvapauden osakkeenomistajien kesken yhtiöjärjestyksessä ja osakassopimuksessa. (Lauriala 2008, 309).

Osakeyhtiölain mukaan peruste osakkeiden erisuuruiselle osinko-oikeudelle on määrättävä yhtiöjärjestyksessä (Helminen 2006, 122). Yhtiöjärjestyksessä voidaan erilajisiksi määrätä myös samansisältöisiä osakkeita, joilla on yhtiökokouksen päätöksen teossa erilaiset oikeudet. Osakeyhtiölain 5:27:3:ssa säädetään, että erilajisilla osakkeilla on eräissä päätöksissä äänestettävä osakelajikohtaisesti. (Mähönen et al 2007, 54). Alla ote eräästä yhtiöjärjestyksestä:

Esimerkki 3. Etuoikeutetut osakkeet. A- ja B-sarjojen osakkeet eroavat toisistaan jäljempänä 3 (eri osakesarjojen tuottamat oikeudet), 4 (äänioikeusrajoitus) ja 10 §:ssä (yhtiön purkaminen) määrättyllä tavalla, mutta tuottavat muutoin samat oikeudet yhtiössä. (KEHY / PRH, 2012).

Esimerkissä kuvataan yhtiöjärjestyksen kolme eri määräystä, joissa osakkeiden tuottamat oikeudet eroavat toisistaan. Etuoikeutettu osake yhtiöjärjestyksessä valmiiksi määriteltynä tuo vähemmistön suojaa lisäävän vaikutuksen yhtiöoikeudellisesti. Esimerkiksi osakeyhtiölain mukaisesta vähimmäisosingosta voidaan sopia osakeyhtiölaista poikkeavalla tavalla.

Osakeyhtiölain 3:1 mukaan yhtiöjärjestyksessä muuntolausekkeen avulla voidaan määrätä edellytyksistä ja menettelystä, joilla osakkeita voidaan muuntaa toisenlaji-

siksi. Muuntolausekkeen vaikutus tulee voimaan, kun ilmoitus on rekisteröity. Alla on esimerkki eräästä vaihtoehdosta muuntolausekkeen määrittämiseksi:

Esimerkki 4. Muuntolauseke. Kaikilla B-osakkeiden omistajilla on milloin tahansa oikeus vaihtaa osakkeensa A-osakkeiksi vaihtosuhteella yksi yhteen (1:1) ilmoittamalla siitä yhtiön hallitukselle. (KEHY / PRH, 2012).

Yritysjärjestelytilanteessa uusien maksullisten osakkeiden suuntaaminen ja vanhojen osakkeiden etuoikeutettu myyminen tulee järjestää yhtiön saama pääoman tarve huomioon ottaen. Konkurssitilanteessa irtautuneen pääomasijoittajan saatava on todennäköisesti viimesijaista velkaa ilman erillistä velkakirjaa. Yhtiöjärjestykseen liitettyllä etuoikeuslausekkeella ja lunastuslausekkeella sekä jäljempänä esitetyllä suostumuslausekkeella voidaan luoda osakassopimusta vahvistava tukimekanismi osakassopimuksen tehokkuuden varmistamiseksi. Tehokkuutta voidaan vahvistaa ehdollisilla äänioikeusrajoituksilla. (Lauriala 2008, 210).

2.3 Vähemmistön minimiksi laissa säädetyt exit-oikeudet ja -velvollisuus

Osakeyhtiölaki määrittelee vähemmistöosakkeenomistajien exit-oikeuksiksi viisi erilaista tapausta, joiden perusteella lunastaminen on tehtävä. Exit-oikeudella tarkoitetaan oikeutta myydä tai saada myydyksi osakkeet jonkun tahon toimesta. (Salminen 2012, 4, 65). Ensimmäiseksi ja toiseksi osakeyhtiölain 16:13 ja 17:13 mukaan sulautuvan ja jakautuvan yhtiön osakkeenomistaja voi vaatia osakkeidensa lunastamista sellaisella lunastushinnalla, joka on sulautumis- tai jakautumispäätöstä edeltävän ajankohdan osakkeen tai erityisen osakeoikeuden käypä hinta. Lunastushinnan maksamisesta vastaa vastaanottava yhtiö, jonka antama osake on lunastuksen kohteena.

Kolmannessa exit-oikeuden mukaan, osakeyhtiölain 18:1 mukaisesti, yhden osakkeenomistajan osake- ja äänimäärän ylittäessä 90 prosenttia on tällä osakkeenomistajalla oikeus käyvästä arvosta lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. Tämän ennakoimiseksi vähemmistöosakkeenomistaja voi vaatia exit-velvollisuutta yh-

tiöjärjestyksessä määräyksellä muutettavaksi siten, että kyseessä on vähemmistön kannalta pelkästään oikeus, ei velvollisuus. Neljänneksi osakeyhtiölain 23:1 mukaan vähemmistön kokema enemmistön vaikutusvallan väärinkäyttö muodostaa lunastusvelvollisuuden, mikäli tosiseikat väärinkäytön osoittavat ja asiasta on tehty kannevaatimus. Lunastushinnaksi on määrättävä käypä hinta, joka olisi osakkeella ollut ilman vaikutusvallan väärinkäyttöä. Viidennen exit-oikeuden, joka on kirjattu lukuun 23:2, mukaan osakkeenomistaja voi irtautua yhtiöstä sen purkautumisen kautta. (Salminen 2012, 4, 65). Osakeyhtiölain mukaiset exit-oikeudet menevät aina osakassopimuksellisen sopimisen ohitse.

Osakeyhtiölain mukaisten exit-oikeuksien perusteella irtaantuvana tahona voi olla käytännössä vähemmistöosakkeenomistajana oleva pääomasijoittaja (VC) tai muu vähemmistöosakkeenomistaja (MI). Irtautuminen voi tapahtua osakeyhtiölain minimisääntöjen mukaan vetoamalla lain kohtaan. Muut osakkeenomistajat ja yhtiön hallitus joutuvat perustelluista syistä hyväksymään exit-oikeuden käytön. Irtautuva taho on arvonmäärityslaskennassa oikeutettu saamaan osakkeesta ennalta sovitun lunastushinnan. Sovitun määrittelyn mukaan lasketusta lunastushinnasta ja arvonmäärityksestä voi pyytää yhtiön hallitukselta etukäteispäätöksen sitoumuksena, jota irtaantuva taho voi arvioida.

Lunastushinta ja sen laskennassa käytettävät komponentit pääomasijoittajan näkökulmasta on esitetty seuraavassa taulukossa 1. Taulukko 1 on muodostettu sillä oletuksella, että kohdeyhtiössä on käytössä kaksi eri osakesarjaa ja positioita osakkeenomistajina ovat enemmistö, pääomasijoittaja ja muu vähemmistöosakkeenomistaja.

Osakeyhtiölain (OYL 624/2006) mukaiset osakkeenomistajaa suojaavat pakolliset exit-oikeudet irtaantumiseksi (v = velvollisuus, o = oikeus, (o) = oikeus, jota ei käytännössä voi käyttää)							VC / MI - näkökulma lisästarpeista minimisääntelyyn
Esimerkit:		1	2	3	4		
	Irtaantuja	Osa-kesarja	16:13 § - sulautuminen	17:13 § - jakautuminen	18:1 § - vähemmistöosakkeiden (>90 %) - lunastus	23 § - purkautuminen	18:1 § täydennettynä tahdonvaltaisella lisäyksellä
1	MA	A	(o)	(o)	(o)	o	
2	VC	B	o	o	o + v	o	rajaus pelkäksi oikeudeksi, o
3	MI	A	o	o	o + v	o	rajaus pelkäksi oikeudeksi, o

Taulukko 1. Erilaisissa irtaantumistapauksissa sovellettavat yhtiöjärjestyksen velvoitteet esitettyjen esimerkkien 1 - 4 mukaisesti. Käytetyt lyhenteet: o = oikeus, v = velvollisuus ja (o) = oikeus, joka ei ole käytettävissä enemmistöosakkeenomistajan itse päättäessä kyseisestä liiketoimesta. Osakesarjoina ovat A ja B- osakesarjat. MA = Enemmistöosakkeenomistaja, MI = vähemmistöosakkeenomistaja, VC = vähemmistöosakkeenomistajana toimiva pääomasijoittaja. Pääomasijoittajan näkökulma oikeuksien lisästarpeista ja arvonnääritysperiaatteen laskentatavoista on esitetty sinisellä otsikolla.

Taulukosta 1 käy ilmi, että ainoastaan 90 prosentin osakeomistukseen perustuva exit-oikeus sisältää myös velvollisuuden. Kaikki muut exit-oikeudet ovat irtaantumista haluavan osakkeenomistajan kannalta osakkeiden vaihdantaa edistäviä exit-ehtoja, jotka ovat osakeyhtiölain mukaan olemassa kaikille enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajille niin kuin VC-pääomasijoittajallekin. Näissä tilanteissa osakkeen käypä hinta on usein yhtiön tilintarkastajan määrittämä hinta, jos erillistä exit-hinnan määrittystapaa ole sovittu. Taulukossa 1 on myös esitetty tahdonvaltainen mahdollisuus yhtiöjärjestykseen kirjattavaksi, jotta vähemmistöosakkeenomistaja voi lisätä osakkeen arvoa poistamalla 90 prosentin exit-velvollisuuden enemmistöltä.

3. VC-DCF-ARVONMÄÄRITYS-MALLIRATKAISUN KÄYTTÖMAHDOLLISUUDET KASVUYHTIÖISSÄ START-UP -VAIHEEN JÄLKEEN

Pääomasijoittajan tai muun vähemmistöosakkeenomistajan tavoite rahoittajana mukaan lähtevänä toimivana on hallita sijoitukseen liittyvää riskiä osakkeenomistajien välisissä suhteissa. Käytettyjen arvonmääritysratkaisujen valinta on riippuvaista toimialasta ja kohdeyrityksen muusta liiketoiminnan hallinnon toteutustavasta. Seuraavissa luvuissa esitetään esimerkkimalliratkaisu VC-DCF-arvonmäärityksen toteuttamiseksi diskontattuihin kassavirtoihin ja määritettyyn tuottoon perustuen.

Irtaantumiseen liittyvässä arvonmäärityksessä varat arvostetaan usein niiden käypään arvoon sillä hetkellä, jolloin realisointia koskeva sopimus tai muu oikeustoimi pannaan täytäntöön (FCVA 2010, 11). Kauppahinta ja sen tarkistaminen on keskeinen sopimusehto ostajan ja myyjän välillä (Katramo et al, 2011, 357). Myös uusien etuoikeutettujen osakkeiden jälkikäteisestä arvonmäärityksestä voidaan sopia. Kauppahinnan perustuessa ennalta sovittuun arvonmäärityslaskentamalliin, on syytä sopia tarkentavista laskentaperiaatteista ja ehdoista etukäteen. Vapaassa osakekaupassa tietenkin hinta ratkaisee, eivät parametrit.

Yhtiöoikeudellisesti sitovuus vanhan osakkeenomistajan kannalta lakkaa osakkeiden kauppahinnan tai lunastushinnan maksamishetkellä. Lunastusprosessin ollessa käynnissä osakkeeseen liittyvät hallinnointioikeudet ovat niin sanotussa välitilassa. Osakkeisiin liittyvät varallisuus oikeudet ovat siirtyneet, ja ne ovat palautettavassa olevassa tilassa lunastuslausekkeen perusteella. (Mähönen et al 2007, 167).

Sopimusoikeudellisesti jälkikauppahinta sitoo sovitun ajan niin määritettynä, kun taas yhtiöoikeudellisesti vanha osakkeenomistaja ei voi saada lähtökohtaisesti oikeuksia jälkikäteen. Oleellinen kysymys syntyy siitä, miten arvonmääritys kunkin tahon puolesta tapahtuu. Yhtiöjärjestyksessä määritetty lunastushinta ja osakkeen markkina-arvo voivat erota toisistaan kohtuullisen määrän. Osakkeenomistajien muut osakkeisiin liittyvät vastuut on tarkasteltava erikseen myös käyvän arvon näkökulmasta.

Osapuolten välinen normaali osakekauppahinta on tapauskohtaisesti neuvottelun tai sopimuksen lopputulos.

Lopullisen likvidaation täytäntöönpanoarvon (closing) muodostumiselle on neljä pääasiallista tapaa. Ensimmäisessä tavassa kiinteä hinta muodostuu ilman tarkistuksia. Toisessa tavassa nettovelat pienentävät lopullista arvoa. Kolmannessa mahdollisuudessa nettovelat pienentävät arvoa ja sitä tarkistetaan käyttöpääoman muutoksella. Neljäntenä tapana on, että arvo tarkistetaan yrityksen substanssiarvon muutoksella. Edellä olevien lisäksi kauppaa-arvoon voidaan rakentaa lisäkauppahinta-mekanismi jälkikauppahinnaksi. Kauppahinnassa voi olla kiinteä ja muuttuva osuus, jolloin kuluvan vuoden muuttuva osuus määritetään kauppapäivään saakka eri tavoin. Kiinteä hintakomponentti voi olla sidottu esimerkiksi viimeisimpiin tilinpäätöstietoihin perustuva kauppaa-arvo. Vaihtoehtoisesti viimeisimpään tilinpäätösarvoon perustuvan kauppaa-arvon päälle lasketaan niin sanottu locked box -arvo koron avulla. Tässä tilanteessa varojen siirto kohdeyhtiöltä myyjälle kielletään tilinpäätöspäivän jälkeen. (Katrano et al, 2011, 357, Karttunen et al 2010). Edellä esitetty neljäs tapa on laskentavaltaan tarkoin arvonmäärittäminen.

Yrityksen arvonmäärittämisen osa-alueita ovat tulevan kehityksen ennakointi ja yrityksen riskisyyden arviointi. Tulevan kehityksen ennakointinäkemys muodostetaan strategisen analyysin, liiketoiminnan analyysin ja tilinpäätöksen analyysin avulla. (Katrano et al 2011, 72). Strategisen analyysin avulla pyritään löytämään pitkän tähtäimen kilpailuedun lähteet ja yrityksen kyky kasvaa markkinoilla omistaja-arvoa kasvattavaksi. Yrityksen riskisyyden arviointia tehdään eri analyysien perusteella ja toimialatiedon perusteella. Arvonmäärittämisessä kohdeyhtiön riskisyys siirretään käytettävään laskentaan jonkin alennus- tai korkokertoimen avulla. Valittava arvonmäärittäminen on riippuvainen kohdeyrityksestä ja sen kehitysvaiheesta.

Tilinpäätösanalyysi sisältää usein oikaistun tuloslaskelman ja taseen ja liitetietojen selvitystä. Tavoitteena on löytää oikaistu operatiivinen kassavirta, jota käytetään yrityksen arvonmäärittämisessä. Toisena tavoitteena voidaan pitää arvoajuriianalysointia, jota käytetään myös kohdeyrityksen riskisyyden arviointiin. (Katrano et al 2011,

85 - 86). Arvoajurianalyysi tuo kokonaisanalyysin lähemmäs liiketoiminnan analyysia. Liiketoiminnan analyysi sisältää kohdeyrityksen niin sanotun Due Diligence -prosessin, jonka aikana sijoittajataho varmistautuu kohteen alkuperästä.

3.1 Venture Capital -menetelmä tuoton määrittämisen prosessissa

Pääomaa sijoittavat rahastot jaetaan Venture Capital- ja Buyout- eli yrityskaupparahastoihin. Venture Capital -rahastot tekevät vähemmistö-sijoituksia aikaisen kehitysvaiheen kasvuyrityksiin. Buyout-rahastot tekevät vähemmistö-sijoituksia, ja rahastot rahoittavat kohdeyritysten laajennustoimintaa ja tervehtyttämistä. Rahastot toimivat yleensä kommandiitti- ja osakeyhtiömuodossa. (FVCA 2009, 5). Venture Capital -rahoituksella tarkoitetaan tässä tutkielmassa sellaista rahoitusta, joka kohdistuu toimintansa jo vakiinnuttaneisiin yrityksiin.

Venture Capital -menetelmällä ja oman pääoman ehtoisella rahoituksella sijoittava pääomasijoittaja arvioi kohdeyhtiötä laskemalla oletetun sijoitusajan kokonaistuoton pääomasijoittajan sijoittamalle omalle pääomalle. Venture Capital -arvonmäärittämisessä kohdeyrityksen ennustettu yritysarvo nykyhetkellä lasketaan ennustetun irtaantumisen (exit) arvon perusteella. Venture Capital -riskipääomasijoittajan asettaman tuottovaatimuksen ja muiden parametrien avulla määritetään ensin pre-money- ja post-money -laskentavälivaiheiden arvot. Toisessa vaiheessa lasketaan yrityksen arvo, jolla pääomasijoittaja tulee kohdeyrityksen osakkeenomistajaksi. Pre-money -arvolla tarkoitetaan sitä arvoa, joka yrityksellä on ennen pääomasijoittajan oman pääoman ehtoista sijoitusta kohdeyritykseen. (Lauriala 2008, 375). Liitteessä 1 on esitetty kohdeyrityksen Start-up- ja Venture Capital -kehitysvaiheen rahoituskierrosten periaatteellinen esimerkkilaskentaprosessi ja parametrinti. Liitteessä 1 on esitetty myös Venture Capital -menetelmän käyttö arvonmäärittämisessä matemaattisesti.

Venture Capital -menetelmä on yksinkertainen arvonmääritystapa, jossa nettonykyarvomenetelmän avulla lasketaan kohdeyrityksen osakekannan nykyarvo. Usein pääomasijoittajan tekemällä sijoituksella on vipuvaikutusta myös muiden rahoituslähteiden saamiseksi. Pääomasijoittajan omistusosuus määräytyy aina kohdeyrityksen arvon ja pääomasijoittajan tuottovaatimuksen mukaan. (Lauriala 2008, 304).

Osakekannan nykyarvo (pre-money -arvo) määritetään ensin tyypillisesti toteutuneen tilikauden voiton avulla ennen pääomasijoittajan sijoitusta. Yrityksen nykyarvo prolongonoidaan, diskontataan käänteisesti, pääomasijoittajan suunniteltuun tulevaisuuden irtaantumishetkeen. Tämän jälkeen selvitetään, kuinka monta prosenttia pääomasijoittajan sijoituksen arvo on yrityksen kokonaisarvosta tulevaisuuden ajanhetkellä exit. Pääomasijoittajan vaatima omistusosuus kohdeyhtiöstä on edellä esitetyn laskennan lopputulos. Post-money -arvo on vastaavasti osakekannan arvo pääomasijoittajan tekemän sijoituksen jälkeen. (Lauriala 2008, 304). Tässä tutkielmassa VC-menetelmä ja siihen liittyvä diskonttauskaava on liitetty DCF-arvonmääritysperiaatteen yhteyteen. Molemmat menetelmät ovat käytettävissä myös sellaisenaan ilman kytkentää toisiinsa. DCF-menetelmää voidaan tarvita pre-money -arvon määrittämisessä VC-prosessin ensi toimenpiteenä (liite 1).

3.2 Vapaan diskontatun kassavirran DCF-menetelmä arvonmäärityksessä

Arvonmääritys alkavan kasvuvaiheen yrityksiin voi tapahtua eri tavoilla. Oletuksena on, että rahoituskierroksen aikana ei osakkeenomistus muutu pääomasijoittajan tultua mukaan kohdeyrityksen osakkeenomistajaksi. Yksi käytetyimmistä myöhemmän kehitysvaiheen Venture Capital -yritysten arvonmääritystavoista on vapaisiin kassavirtoihin perustuva tuottoarvonmääritys siinä tilanteessa, kun kyseessä on kasvuyritys (IPEV 2010, 14, 21).

Kyseessä on diskontattujen kassavirtojen nykyarvomalli (DCF, Discounted Cash Flow), josta on johdettu FCFE-metodi (Free Cash Flow on Equity) oman pääoman ehtoisen sijoittajan näkökulmaan soveltuvaksi. DCF-arvonmäärittäminen perustuu yrityksen tulevaisuuden tuottokykyyn arvioitaessa liiketoiminnan arvoa ja mahdollista kauppahintaa. Kallunki et al mukaan vaihtoehtoinen FCFM-metodi (Free Cash Flow on Firm) on parempi tietyissä laskentatilanteissa, koska malli ei edellytä vieraan pääomien erien määrittämistä. (Kallunki et al 2007, 110 - 111). Lähtökohtaisesti yrityksen arvo kasvaa, kun kassavirta on positiivista. Jos kassavirta on negatiivinen, ei laskentamenetelmä anna oikeata kuvaa arvosta. Tappiollinen liiketoiminta voidaan erottaa arvonmäärittämisestä, ja laskea arvonmäärittäminen uudelleen.

Vapaa kassavirta ei seuraa poistoja ja muita tilinpäätöstietoja, vaan kassavirtaa. Poistojen sijaan investoinnit vaikuttavat arvonmäärittämisessä. Yritystoiminnan jatkuvuus on yleinen toiminnan kehittämisen edellytys ja oletus. Yrityksen arvonmäärittäminen lasketaan toimintansa vakiinnuttaneilla pk-yrityksillä tyypillisesti esimerkiksi viiden vuoden ajalle lisättynä päätearvolla. Yrityksen liiketoiminnan tulee olla vakiintunutta ja tasaisen kasvun mukaista, jotta päätearvon lisääminen on mielekästä. Päätearvolla, Terminal Value, tarkoitetaan yrityksen kassavirtojen arvoa valitun laskentaperiodin jälkeiseltä ajalta. (Kallunki et al 2007, 113, Athnassakos 2011).

Päätearvon määrittelyssä laskentakauden jälkeisen ajan kassavirran oletetaan olevan kasvava ja lisäksi kohdeyhtiön oletetaan investoivan osan voitoistaan. Päätearvolla kuvataan pitkän aikavälin vapaata kassavirtaa laskentajakson jälkeiseltä ajalta. Päätearvo voi olla ikuisuusarvo, jonka vaikuttavin parametri on kasvuprosentti. Liiketoiminnan nykyarvo saadaan diskonttaamalla tulevaisuuden liiketoiminnan operatiiviset kassavirrat nykyhetkeen. Toteutuneen historiatiedon avulla määritetään tulevaisuuden käyttöomaisuuden muutokset. Vapaan kassavirran etuna on rahoitusrakenteen neutraalisuus arvonmäärittämisestä lopputulokseen. (Athnassakos 2011).

FCFE-metodissa liiketoiminnan tulevaisuuden kaikki rahavirrat diskontataan nykyhetkeen päivän arvoon DCF-menetelmällä käyttäen vaadittua oman pääoman ehtoisen pääoman tuottoa diskonttaustekijänä. Vapaan kassavirran DCF-mallilla voidaan laskea joko oman pääoman arvon FCFE tai koko yrityksen arvon FCFF (Free cash flow to firm). (Katramo et al 2011, 130, Kallunki et al 2007, 110). Vapaata kassavirtaa voidaan mitata joko operatiivisesta tai rahoitusvirran näkökulmasta. Operatiivinen kassavirta esitetään ensin ja sen jälkeen rahoitusvirran jakautuminen. (Kallunki et al 2007, 112).

Rahoitusvirta kertoo, miten kassavirta on jaettu vieraan pääoman ehtoisten, oman pääoman ehtoisten rahoittajien ja yritykseen jäävän rahoitusomaisuuden kesken. Merkittävin tuloslaskelman erä, joka ei pienennä kassavirtaa, ovat poistot. Yhteenlasketut kumulatiiviset vuosikassavirrat muodostavat operatiivisen kassavirran nykyarvon, johon lisätään vielä päätearvon nykyarvo. (Kallunki et al 2007, 111, 113). Päätearvo lasketaan tyypillisesti ikuisuusarvona laskemalla se liitteessä 2 esitetyn mallin mukaisesti.

FCFF-arvonmäärityksessä käytetään tavallisimmin oman ja vieraan pääoman painotettua keskimääräiskustannusta WACC:ia (Weighted Average Cost of Capital) (Katramo et al 2011, 127). Tässä työssä keskitytään yrityksen arvonmääritykseen kassavirtaperusteisen FCFE-analyysin avulla, tarkemmin määriteltynä oman pääoman näkökulmasta DCF-mallilla tarkasteltuna. FCFE-mallin lopputulos, arvonmäärityksen käypä päivän arvo, on myyjätahon kannalta minimihinta, jolla kohdeyrityksen voi myydä. Vertailuvuodeksi valitun vuoden tuloksesta ennen korkoja ja veroja vähennetään laskennalliset verot. Poistot lisätään ja investoinnit vähennetään. Välitulokseksi saadaan operatiivinen kassavirta. (Kallunki et al 2007, 111, Westerbladh 2012).

Tulevien ja menneidenkin kausien aikainen käyttöpääoman muutos vähennetään operatiivisesta kassavirrasta ja lopputuloksena saadaan liiketoiminnan synnyttämä vapaa kassavirta. Vähentämällä liiketoiminnan kassavirrasta hyödykeinvestoinnit

saadaan vapaa kassavirta (PV, Present value). Tämä FCF-vuosikassavirta diskontataan liiketoiminnan nykyarvoksi joko oman pääoman tuottovaatimuksella tai WACC:lla. Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämiseen käytetään CAPM-menetelmää (Capital Asset Pricing Method). (Kallunki et al 2007, 111, Athnassakos 2011).

Oikaistavaa tuloslaskelmaa ja tasetta tarvitaan arvonmäärityksessä realistisen kuvan saamiseksi kohdeyrityksestä. Tuloslaskelmasta ja taseesta oikaistaan liiketoiminnasta poikkeavat erät harkinnanvaraisesti (Kallunki et al 2007, 113 – 114, Athnassakos 2011). Tulevaisuuden tuottojen laskemiseksi tulee määritellä muun muassa seuraavat parametrit toteutuneiden oikaistujen tilinpäätöstietojen perusteella: tarkastelu-aika, verokannat, tulevaisuuden päätearvo, investoinnit, kasvunäkymät, kustannusrakenteet, varastojen arvostus, rahoituskulut, käyttöpääomainvestoinnit ja tuotekehitysinvestoinnit (Kallunki et al 2007, 113 – 114, Westerbladh 2012). Kasvuprosenttina käytetään esimerkiksi toteutunutta kahden viimeisen vuoden tilikauden keskiarvoa. Laskentakorkokantana diskontattaville kassavirroille käytetään osakassopimuksessa määritettyä pääomasijoittajan oman pääoman tuottovaatimusta.

Operatiivisten kassavirtojen ja päätearvon nykyarvojen summa on liiketoiminnan nykyarvo. Yrityksen arvo FCFE-mallilla muodostuu liiketoiminnan nykyarvosta vähennettynä nettoveloilla. Vapaasta kassavirtaperusteisesta nykyarvosta (EV, Equity value) vähennetään nettovelat, jotka lasketaan korollisten velkojen ja likvidien rahoitusvarojen erotuksesta. Lopputuloksena saadaan oman pääoman arvo, joka on osakannan käypä päivän arvo. (Kallunki et al 2007, 110, 112, Athnassakos 2011). Yrityksen verotuksellisella asemalla on myös arvoa eri tavoin. Kertyneellä poistoerolla ja kertyneillä tappioilla on viivästytetyn veronmaksun luonteen vuoksi arvoa.

3.3 Diskonttauskaavan soveltamisesimerkki irtaantumisessa

Venture Capital -menetelmää ja diskontattuja kassavirtoja voidaan käyttää osakkeenomistajan ennenaikaisessa irtaantumisessa niin, että on sovittu etukäteen toimintatavasta. Tässä tilanteessa vuosittainen tuotto lasketaan siten, että irtautuja saa sijoitukselleen sovittun pääoman tuoton. Alla on esimerkki eräästä vaihtoehdosta diskonttauskaavan soveltamiseksi lunastushinnan määrittämiseksi.

Esimerkki 5. Lunastushinta on siirtäjän ja siirronsaajan rehellisesti sopima osakkeen hinta enintään kuitenkin arvo, jonka yhtiön hallitus vahvistaa. Hallitus määrittelee osakkeen lunastushinnan arvon siten, että lunastaja saa osakkeesta maksamalleen lunastushinnalle eli sijoitetulle pääomalle 25 prosentin laskennallisen vuosittaisen tuoton lunastusta seuraavien viiden vuoden aikana. (PRH, 2012).

Lunastushinnan tarkempi määräytyminen on määrätty yhtiöjärjestyksessä erikseen. Vuosittainen tuotto lasketaan esimerkissä eteenpäin laskien siten, että yli viiden vuoden tulevia tuottoja ei lasketa lainkaan. Vakiintuneen liikevaihdon ja tuottotason saavuttaneen kohdeyhtiön tapauksessa tuottoa voi ennakoita. Tietyillä toimialoilla arviointi on vaikeaa. Esimerkin mukaan lunastushinta on todennäköisesti alhaisempi kuin tehty kauppahinta irtaantujan ja kolmannen osapuolen välillä. Tilanteessa, jossa liike-toiminta ei kehity arvioidun mukaisesti, jää lunastajalle korkean diskonttauskoron vuoksi varmuusmarginaalia, jonka avulla lunastajan oletetaan selviävän tulevien vuosien riskeistä lunastettujen osakkeiden osuudelta.

Esimerkkilauseketta voidaan käyttää toteutuneen sijoitusajan tuoton määrittelyyn. Ennenaikaisessa ja muiden sopijaosapuolten kannalta sopimattomalla tavalla tapahtuvassa jonkin osapuolen irtaantumisessa vuosittaisen laskennallisen tuoton merkitys on riski, jos kohdeyhtiön liiketoiminta on kehittynyt huonommin kuin laskentakaava antaisi lunastushinnaksi. Tällöin toteutunut tilinpäätösaineisto antaa paremman laskentaperusteen. Pääomasijoittajan irtaantumisessa on perusteltua käyttää sovittua diskonttaus korkoa lakimääräisten exit-oikeuksien ja muiden erikseen sovittujen irtaantumistapausten mukaisissa irtaantumisissa pääomasijoittajan omistamien osakkeiden laskentaan.

3.4 DCF-valmishohjelmistoon tarvittavien arvonmäärittämissparametrien ja -ratkaisun määrittely

Tässä tutkielmassa arvonmäärittämissen käytännön havainnollistamisessa käytetään apuna Datapartner Oy:n Excel for Invest -arvonmäärittämisseseen soveltuvaa laskentaohjelmistoa. Sen avulla havainnollistetaan FCFE-arvonmäärittämissen eri vaiheita ja raportoidaan laskentatulokset. Excel for Invest -ohjelmistolla voidaan esittää myös muita arvonmäärittämissstapoja ja herkkyyshavainnollistuksia, jotka antavat syvällisemmän ja monipuolisemmän kuvan laskettavasta kohdeyhtiöstä. Laskentaesimerkin avulla voidaan pohtia valikoituja erityiskysymyksiä, jotka vaativat etukäteissopimista osakassopimuksella perustajaomistajan ja ulkopuolisen rahoittajan kesken. Useat seuraavista erityiskysymyksistä on tarkoituksenmukaista sopia tarkentavasti yhtiön hallituksen yksimielisillä päätöksillä, jotka perustuvat yhtiöjärjestyksessä ja osakassopimuksessa sovittuihin periaatteisiin.

Vapaiden kassavirtojen FCFE-menetelmä vaatii tarkkaa arviointia eri laskentaparametrien kehityksestä, jotta kassavirtaennuste on riittävän luotettava. Laskentajaksoiksi sovitaan ennustejakson alku. Laskentajaksoiksi otetaan esimerkiksi viisi vuotta. Vuosi-inflaationa käytetään kahta prosenttia. Riskittömänä korkona CAPM-malliin sijoitetaan laskentajakson Suomen valtion obligaatiokoron arvo (Athnassakos 2011). Oman pääoman laskentakorkona on sovittu tuottotaso prosentteina. Päätearvon laskennassa kasvuprosenttina on valittu inflaatio-odotus ja siihen lisätään yrityksen reaalikasvu (Athnassakos 2011). Investoinnit (käyttöomaisuus) ja niiden laajuuden määrittely perustuu investointisuunnitelmiin. Poistoeron verovelka on tilinpäätössiirtojen kertymää ja lähtökohtaisesti nollatuottoista rahoitusta. Investointisuunnitelmiin sisällytetään poistosuunnitelmat.

Tarvittava käyttöomaisuus ja vaihto-omaisuuden taso liikevaihtoon suhteutettuna sovitaan myös yhtiön hallituksessa. Toiminnan kustannukset perustuvat vahvistettuun budjettiin. Tarvittava käyttöpääoma määritetään laskentajakson alun tilanteen mukaan. Käyttöpääoma on osa taseen rahoitusta, minkä vuoksi käyttöpääomalla on vai-

kutusta tuottoarvoon, kuten luvussa 3.2 on esitetty. Käyttöpääoman määrittämiseksi sovitaan osto- ja myyntisaamisten sekä varastojen ennustetut kiertoajat konsernille. Käyttöpääoman muutos tilikaudella muodostuu rahoitusomaisuuden muutoksesta (rahoituskuluista ja pitkän sekä lyhyen vieraan pääoman muutoksista), vaihtomaisuuden muutoksesta (esimerkiksi varastojen lisäyksestä) ja lyhytaikaisten velkojen (ostovelkojen ja muiden korottomien lyhytaikaisten velkojen muutoksista) yhteenlasketusta kokonaismuutoksesta. Sitoutuva käyttöpääoma pienentää yrityksen arvoa laskettaessa operatiivista kassavirtaa. (Kallunki et al 2007, 110 - 113, Athnassakos 2011).

Sitoutuva pääoma on tuottamatonta korottomissa liiketoimissa oman pääoman ehtoisen sijoittajan kannalta. Toimialueilla, joilla sitoutuvan käyttöpääoman kasvu syö DCF-mallin mukaisen tuottomahdollisuuden, tulee tuottopotentiaalin olla riittävä normaalista poikkeavan suuren käyttöpääomarakenteen vuoksi. Tarvittava minimikassa ja lyhytaikaiset velat on myös määritettävä. Varallisuuden ja velkojen määrittäminen tapahtuu laskentahetken arvonmäärityksen mukaiseen käypään arvoon (Kallunki et al 2007, 113, Athnassakos 2011).

Liiketoiminnan mukana siirtyvät korolliset velat, kassa sekä muut likvidit varat sekä niiden tarkasteluhetki on määritettävä arvonmääritykseen. Yrityksen varastojen alaskirjaaminen kuluksi voi johtaa piilevän verovelan syntymiseen tulevien vuosien verojenmaksuun, jos alaskirjaus on liian suuri jälkikäteen selviävään käypään arvoon verrattuna. Alaskirjausvuonna tilikauden voitto pienenee ja maksettavat tilikauden verot pienenevät. Tulevien vuosien tulos uuden osakkeenomistajan kannalta voi sisältää tässä tilanteessa piilevän verovelan, jos varasto myydään myöhemmin suuremmalla katteella. Varastosta ei tämän vuoksi ole perusteltua maksaa kirjanpitoarvoa korkeampaa arvoa osakkeiden vaihtotilanteessa. Tällaiset yrityskohtaiset ominaispiirteet ja muut arvonmääritysparametrit tulee ottaa määrittelyssä huomioon. Venture Capital -menetelmän ja DCF-menetelmän yhdistelmänä voidaan määrittää liitteen 1 mukainen prosessi. DCF-menetelmää käytetään Venture Capital -menetelmän sisällä tehtäessä pre-money -arvonmääritys.

3.5 Yhtiöjärjestyslausekkeiden oikeudet ja velvollisuudet eri irtaantumistilanteissa

Irttaantuvana tahona voi olla joko enemmistöosakkeenomistaja (MA), vähemmistöosakkeenomistajana oleva pääomasijoittaja (VC) tai muu vähemmistöosakkeenomistaja (MI). Irttaantuminen voi tapahtua ”hyvä irtautuja” (GL) tai ”paha irtautuja” (BL) -määrittelyiden mukaisesti. Muut osakkeenomistajat ottavat kantaa tähän suostumuslausekkeen (SL) avulla. Yhtiöön jäävien osakkeenomistajien pohtima suostumuksen antaminen tapahtuu sen mukaan, miten irtautumiseen liittyvät seikat ovat toteutuneet sopimuksissa. Jos irttaantuva taho on ”hyvä irtautuja”, se joutuu arvonmäärityslaskennan kautta pohtimaan irtaantumisen toteuttamista. Suostumuslausekkeesta voi pyytää yhtiön hallitukselta etukäteispäätöksen sitoumuksena. Mikäli kohdeyhtiön hallitus myöntää suostumuksen, jää muille osakkeenomistajille silti oikeus käyttää lunastusoikeuttaan (LL1). Yhtiön lunastusoikeutta on kuvattu lyhenteellä LL2.

Lunastushinta ja sen laskennassa käytettävät komponentit pääomasijoittajan näkökulmasta on esitetty seuraavassa taulukossa 2. Taulukko 2 on muodostettu sillä oletuksella, että kohdeyhtiössä on käytössä yhteensä kaikki neljä aiemmin esitettyä yhtiöoikeudellista vaihdannanrajoituslauseketta ja muuta erityistä oikeutta rinnakkain. Osakeyhtiölain mukaisia exit-oikeuksia ei ole esitetty tässä yhteydessä.

Irtaantumistapauksissa sovellettavat yhtiöjärjestyksen irtaantumislausekkeet (v = velvollisuus, o = oikeus, (o) / (v) = oikeus / velvollisuus, jos VC käyttää oikeuttaan)								Pääomasijoittajan (VC) näkökulma lisäystarpeista malliyhtiöjärjestysesimerkkien (1-3) lunastushinnan ja prosessin määrittämiseksi	
	Irtaantaja	Paha (BL) / Hyvä (GL)	Osa sarja	Esim 1 - SL irtaantujalle	Esim 2 - LL irtaantujalle	Esim 3 - EO osakkeenomistajalle	Esim 4 - ML osakkeenomistajalle	jos SL "suostumus" -> ehdot ja hinta irtaantujalle	jos SL "ei suostumusta" -> (lunastus hinta irtaantujalle
1	MA	GL	A	v	v	(v)	(v)	MV, LL1	
2	MA	BL	A	v	v	(v)	(v)		LL1/LL2: minimi kauppahinta tai maksimi FCFE (BV)
3	VC	GL	B-E O	v	v	o	o	LL1/LL2: [FCFE (CF, TV, BV)] tai jos ei toteudu -> oikeus myydä ulkopuoliselle	
4	VC	BL	B-E O	v	v	o	o	LL1/LL2: [FCFE (CF, TV, BV)] tai jos ei toteudu -> oikeus myydä ulkopuoliselle	LL1/LL2: [FCFE (CF, TV, BV)] tai jos ei toteudu -> oikeus myydä ulkopuoliselle
5	MI	GL	A	v	v	(v)	(v)	MV (VC), LL1/LL2	
6	MI	BL	A	v	v	(v)	(v)		MV (VC) ja LL1/LL2: [FCFE (BV)], kauppahinta tai maksimi [FCFE (BV)]

Taulukko 2. Erilaisissa irtaantumistapauksissa sovellettavat yhtiöjärjestyksen velvoitteet esitettyjen esimerkkien 1 - 4 mukaisesti. Pääomasijoittajan näkökulma oikeuksien lisäystarpeista ja arvonmäärittämisperiaatteen laskentatavoista. (Muut käytetyt lyhenteet: FCFE (CF, TV, BV) = lunastushinta, jossa on käytössä kaikki kolme laskennan arvokomponenttia. CF = kassavirta, TV = päätearvo, BV = nettovarallisuus, SL = suostumislauseke, LL = lunastuslauseke, LL1 = osakkeenomistajan lunastusoikeus, LL2 = kohdeyhtiön lunastusoikeus, EO = etuoikeutettu osake, ML = muuntolauseke B-sarjan osakkeille, MV = myötämyyntivelvollisuus MV (VC) = myötämyyntivelvollisuus MI:lle siten, että VC:n osakkeet tulee myös tarjota myytäväksi.

Taulukossa 2 esitetty kauppahinta on irtaantujan ja kolmannen osapuolen sopima osakkeiden minimilunastushinta lunastajalle, jos se on pienempi kuin DCF-arvonmäärittämisessä määritelty osakkeiden käypä arvo. Lunastaja voi valita käyttämänsä lunastushinnan taulukossa esitetyn tai-ehdon mukaisesti. Jos lunastus ei toteudu lunastushinnalla, on lunastajalla käytettävissään osakassopimuksessa laukeava sopimussakkolauseke, jolla korvataan saadun lunastushinnan ja sovitun lunastus-

hinnan välinen erotus. Kaikissa irtaantumistapauksissa eivät ole kaikki FCFE-arvokomponentit mukana sen vuoksi, että irtaantuminen ei ole mahdollista Taulukossa 2 ei ole esitetty osakeyhtiölain vähemmistön minimiksi säädettyjä exit-oikeuksia, mitkä voitaneen asettaa tahdonvaltaisten yhtiöjärjestysoikeuksien yläpuolelle ristiriitaisissa tulkintatilanteissa.

Pääomasijoittajan lisästarpeet liittyvät riskienhallinnan ja kontrollointitarpeiden täyttämiseen. Työssä aiemmin esitettyjä yhtiöjärjestysmallilausekkeita tulee kehittää sellaisiksi, että pääomasijoittajan riskienhallinta on toteutettavissa. Tasapaino osakkeen vapaan luovutettavuuden ja pääomasijoittajan vaatiman kohtuullisen riskienhallinnan välillä on saavutettavissa lisäämällä oikeuksia esitetyllä tavalla. Yhtiöjärjestyksen määräyksiä voidaan tehostaa ehdollisen äänioikeusmääräyksen avulla. Ehdollinen käyttöönotto voidaan sitoa johonkin vaihdannanrajoituslausekkeeseen. Muuntolausekkeen käyttö on tässä tilanteessa mahdollista.

Taulukossa 2 esitetty pääomasijoittajan irtaantuminen etuoikeutetun osakkeen avulla on määritetty siten, että irtaantuja on oikeutettu saamaan osakkeesta DCF-arvonmäärityksen mukaisen hinnan esimerkiksi edellisen tilikauden tai seuraavan tarkasteluhetken tai tilinpäätöshetken mukaan. Etuoikeutettu osake on tässä tilanteessa hankintaehtoinen. Yhtiöllä tai muilla määritetyillä osakkeenomistajilla on velvollisuus ostaa irtaantuvan pääomasijoittajan osakkeet. Jos hankinta ei toteudu sovitun mukaisesti, on pääomasijoittajalla oikeus myydä osake ulkopuoliselle.

Jos kohdeyrityksen liiketoiminta antaa DCF-menetelmästä johdetulla FCFE-menetelmällä negatiivisen arvon kassavirralle ja päätearvolle, tulee ne jättää diskonttaamatta. Tässä tilanteessa negatiiviset vuosikassavirrat lisätään nettovarallisuuteen sellaisenaan. Kohdeyrityksen hallituksen kokoonpano ratkaisee kokonaisuuden hallinnan. Tämän vuoksi vähemmistön nimeämän hallituksen jäsenen ääni ratkaisee yksimielisen suostumuslausekkeen käytössä vähemmistönsuojan tehokkuuden. Yhtiöjärjestyksen suostumuslausekkeella hallitaan osakassopimuksen tehokkuutta. Mi-

ten vähemmistöosakkeenomistajat varmistavat yhtiökokouksessa enemmistöperiaatteella tehtävät henkilövalinnat?

Yhtiöjärjestykseen voi lisätä myös yksimielisten osakkeenomistajien sitoumusvaahteen, jos epävarmuus hallituspaikan saamisesta on olemassa. Yksimielinen osakkeenomistajien suostumus voidaan jättää antamatta, jolloin vähemmistön oikeuksia voi hallita yhtiöoikeudellisesti. Yhtiöjärjestykseen tulisi kirjata maksimilunastushinta, jota lievennetään osakassopimuksella. Taulukossa 2 kuvattuja lunastushinnan kaikkia eri vaihtoehtoja ei ole mielekästä kirjata julkiseen yhtiöjärjestykseen. Lunastushinnaksi voi tässä tilanteessa kirjata nimellisen osakekohtaisen osakepääoman määrän. Lunastushinta ohjaa kaikki sitoutumaan osakassopimuksen käyttöön.

3.6 DCF-menetelmän soveltaminen irtaantumisessa

DCF-menetelmän soveltaminen irtaantumisessa on käytännöllistä siinä tilanteessa, kun kohdeyrityksen liiketoiminta on kasvanut pääpiirteittäin sijoitusta ennen odotetulla tavalla. Jos liiketoiminta ei ole kasvanut määritetyllä tavalla, tulisi pohtia sovellettava menettely tähän tilanteeseen. DCF-menetelmää voidaan käyttää VC-prosessin sisällä myös osakeyhtiölain vähemmistön minimiksi määritettyjen exit-oikeuksien yhteydessä. Taulukossa 2 DCF-arvonmäärittäystä tarvitaan irtaantumistapauksissa lunastushinnan määrittämiseen. Pääomasijoittajan etuoikeutettuun osakkeeseen liittyvät ominaisuudet on sellaiset, että lunastusehtoinen osake voi olla myös hankintaehtoinen. Tässä tilanteessa muilla osakkeenomistajilla on velvollisuus lunastaa osake tietyn DCF-laskennan kautta.

Oikeus myydä osake ulkopuoliselle on välttämätön oikeus pääomasijoittajalle. Jos lunastushinnan määrittämisessä ei synny yksimielisyyttä, on osakassopimuksessa usein vahingonkorvauslauseke jälkikäteistä korvaamismahdollisuutta varten pääomasijoittajan eduksi. Määräenemmistöä osakkeista hallussa pitävällä osakkeenomistajalla (MA) tai muulla vähemmistöosakkeenomistajalla (MI) on selkeä käyttötär-

ve sopimuksellisesti DCF-arvonmäärityksen mukaisen nettovarallisuuslaskennan kautta. Muun kuin pääomasijoittajan lunastushinta on alhaisempi kuin etuoikeutetun osakkeenomistajan irtaantumisen lunastushinta, jotta tasapaino riskin ja tuoton suhteesta olisi kohtuullisempi. Vähemmistöosakkeenomistajalla on oltava myös vapaa exit-oikeus myydä osakkeet, jos sovittua lunastuksen exit-hintaa ei saa perityksi.

4. JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuskysymyksenä on ollut, miten yhtiöjärjestyksen vaihdannanrajoituslausekkeet ja VC-DCF-arvonmääritys ovat yhteen sovitettavissa kohdeyrityksen osakkeenomistajan irtaantuessa kasvuyhtiöstä. Vastauksena voi todeta, että ulkopuolisen pääomasijoittajan liittyminen kohdeyhtiön vähemmistöosakkeenomistajaksi edellyttää monipuolista sopimista ja räätälöityjen määräys- ja sopimuslausekkeiden käyttöä yhtiöjärjestyksessä ja osakassopimuksessa. Yhtiöoikeudellinen taso yhtiöjärjestyksessä, jota täydennetään osakeyhtiölain tahdonvaltaisella säännöstöllä, luo edellytykset osakkeenomistajien välisen riskienhallinnan toteuttamiseksi. Yhtiöoikeudellinen taso lain pakottavien sääntelyn osalta ohjaa aina myös irtaantumista. Erityisen arvonmääritystavan valinta ja sen liittäminen on syytä tehdä harkitusti niin, että irtaantumistilanteet määritetään tapauskohtaisesti etukäteen.

Pääomasijoittajat edellyttävät yhtiöjärjestykseen laadullisesti riittäviä ja osakassopimukseen erityisesti määrällisesti ehtoja, joilla suojataan kohdeyhtiön edun vastaisia liiketoimia ja mahdollista opportunistista käyttäytymistä eri sopimusehdoilla. Osakeyhtiölain pakolliset exit-oikeudet eivät saa rajoittua yhtiöoikeudellisella eikä sopimus-oikeudellisella tasolla. VC-DCF-arvonmääritysprosessista on mahdollista käyttää puhdasta DCF-arvonmääritysmallinnusta siten, että kussakin irtaantumistapauksessa sovitaan käytettävä hinnoittelukaava. Työssä esitetään taulukossa 2 erilaiset irtaantumisvaihtoehdot ja tarvittavat DCF-arvonmäärityskomponenttien käyttömahdollisuudet eri osapuolten riskien tasapainottamiseksi.

VC-DCF-arvonmääritys on yhteen sovitettavissa vaihdannanrajoituslausekkeisiin yhtiöjärjestyksen ja osakassopimuksen avulla. Yhtiöjärjestyksessä ei kuitenkaan ole järkevää kuvata kaikkia yhteensovituksen variaatioita. Kasvuyrityksen liiketoiminnan kehittyminen vaatii yhtiön hallitukselta yhtiön etua edistäviä päätöksiä, jotka perustuvat esimerkiksi DCF-arvonmäärityksen osalta yhtiöjärjestyksen ja osakassopimuksen mukaisiin periaatteisiin. Määräajoin tehtävä hallituksen teettämä arvonmääritys antaa kaikille osakkeenomistajille informaatiota laskennallisen taloudellisen arvon kehitty-

misestä säännöllisesti, mikä ennaltaehkäisee irtautumiseen liittyviä konflikteja. DCF-arvonmääritys on syytä tehdä erilaisilla herkkyystarkasteluilla ja tässä tutkielmassa ehdotetuilla komponenttitarkasteluilla, jotta jokaisen eri irtautumistilanteen mukainen vaihdannanrajoitus ja käypä arvo tiedettäisiin.

Ensimmäisenä alatutkimuskysymyksenä on, millaisia yhtiöjärjestyksen määräysten tulisi olla irtaantumiselle (exitille) huomioiden yhtiöoikeudelliset reunaehdot. Yhtiöjärjestysmääräysten ja sopimusehtojen mukaan usein edellytetään pääomasijoittajan etukäteishyväksyntää ennen kuin kohdeyhtiön hallitus tai yhtiökokous voi asiasta päättää. Sopimusehtojen tavoitteena on varmistaa sijoitusvaiheessa sovitun pääomasijoittajan sijoituksen tarkoituksen toteutuminen. Pääomasijoittajan irtaantumiseen liittyvän DCF-arvonmäärityksen kannalta voisi olla ongelmallista, jos esimerkiksi kohdeyhtiön liiketoiminta olisi myyty pois kohdeyhtiöstä. On kuitenkin perusteltua kirjata yhtiöjärjestykseen vain yleinen arvonmäärityisperiaate, jota myös osakeyhtiölain mukaisissa exit-oikeuksissa käytetään lunastettaessa osakkeita. Tarkemmat laskentaperiaatteet ja soveltamisohjeet on syytä kirjata osakassopimukseen ja sen liitteeksi.

Sidos yhtiöjärjestykseen tulisi tehdä vaihdannanrajoituslausekkeiden ja käyvän arvon laskentatavan avulla, mikä edistää yhtiön etua. Yhtiöjärjestyksen käyvän arvon kaava on lyhimillään esimerkin 5 mukainen. Osakassopimuksen DCF-arvonmääritystapa syrjäyttää yhtiöjärjestyksen käyvän arvon laskentatavan osakassopimukseen määritetyillä tavoilla, jos näin on määritetty. Yhtiöjärjestys voi toimia niin sanottuna perälautana, jos osakassopimuksen irtaantumislausekkeita ei voida käyttää. Hyvä corporate governance -hallinnointitapa yhtiöjärjestyksessä, osakassopimuksessa ja muutoinkin nostaa kohdeyhtiön arvoa ostajan näkökulmasta. Hyvällä sopimuskäytännöllä on merkitystä ulkopuolisen vieraan pääoman rahoituksen hintaan (Helminen 2006).

Keskeisimmät pääomasijoittajan yhtiöoikeudellisen tason suojalausekkeet ovat vaihdannanrajoituslausekkeina toimivat suostumuslauseke, lunastuslauseke ja etuoikeutettu osake -lauseke. Yhtiöoikeudellisen tason vaihdannanrajoituslausekkeet lauskeavina ehtoina voivat suojata myös sopimusoikeudellisten suojalausekkeiden te-

hokkuutta ja toteutumista. Osakkeen luovutuksen saaja on aina etukäteen tietoinen yhtiöjärjestysmääräyksistä, mutta ei välttämättä osakassopimuksen sopimusehdosta. Lausekkeiden avulla voidaan määritellä sijoituksesta merkittävällä tavalla pois sisäistä osakkeenomistajien ja kohdeyhtiön välistä päämies-agenttiongelmia.

Toisena alakysymyksenä on selvitetty VC- ja DCF-arvonmääritystapojen laskentaperiaatteet sekä niiden keskinäinen kytkentämahdollisuus osakkeiden käyvän arvon määrittämisessä. Tähän alatutkimuskysymykseen on tutkielman taustatyöliitteinä esitetty sijoitusprosessia kuvaava yhdistetty VC-DCF-arvonmäärittämisprosessi-malli ja Venture Capital -diskonttauskaavan laskentaperiaate. Laskelmien käyttö on irtaantumisvaiheen määrittelyä täydentävä kokonaisuus, joka voidaan liittää kohdeyritysten osakassopimuksen liitteiksi sellaisinaan. Diskonttauskaavan käyttö soveltuu sellaisien yhtiöjärjestysmääräysten käyvän arvon laskentaan, jossa pääomasijoittajan exit-hintaa määritetään toteutuneen sijoitusajan mukaan, jos irtaantuminen tapahtuu enenaikaisesti.

Johtopäätöksenä arvonmäärittäsmallien käyttämisestä voi todeta, että pääomasijoittajan etukäteen sovittua irtaantumista ja mahdollista ennalta sopimatonta irtaantumista on suunniteltava sopimuksellisesti. Erilaiset irtaantumisvaihtoehdot ja osakeyhtiölain sääntelemät reunaehdot määrittävät exit-polkuja. Yhtiöoikeudellinen sääntely on mahdollista, mutta osakassopimustasoinen lisämäärittely tarvitaan aina lisäämään kaikkien osakkeenomistajien riskienhallintaa. Exit-polkujen tarkempi määrittäminen on tapauskohtaista. Helppo ja yksinkertainen exit antaa kaikille osakkeenomistajille lähtökohtaisesti korkeamman osakkeen arvostustason, minkä myötä yhtiön etu ja arvo maksimoituvat oikealla tavalla. Irtantuminen niin, että kaikki osakkaat irtaantuvat samanaikaisesti on selkeä malli.

Tämä tutkielma osoittaa, että malliosakassopimuksen jatkokehittämiselle kohdeyhtiön ja pääomasijoittajayhtiön käyttöön on tarpeita. Pro gradu -tutkielmani aihe on hahmottunut seuraavaksi: sopimusoikeudellinen tarkastelu pääomasijoittajan irtaantumisen suojalausekkeista osakassopimuksissa ja arvonmäärittämisprosessin erityiskysymysten kuvaaminen.

LÄHTEET

Athnassakos, George. 2011. Valuation of Financial Securities and Value Creation: Theory and Practice -luennot. 7- 8.9.2011. Lappeenrannan teknillinen yliopisto.

Datapartner Oy. 2012. Invest for Excel. DCF-laskentaohjelmiston teoreettinen laskentatapa [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.8.2012]. Saatavilla <http://www.datapartner.fi>.

Edelmann, Jan. 2011. Experiences in using a structured method in finding and defining new innovations: The strategic options approach. Väitöskirja. Lappeenrannan teknillinen yliopisto.

Helminen, Sakari. 2006. Osakeyhtiön osakejärjestys. Helsinki: Talentum.

International Private and Equity and Venture Association (IPEV). 2010. International Private and Equity and Venture Capital Valuation Guidelines [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.8.2012]. Saatavilla www.privateequityvaluation.com.

Kallunki, Juha-Pekka, Niemelä, Jaakko. 2007. Uusi yrityksen arvonmääritys. 4. p. Helsinki: Talentum.

Karttunen, Juha. Järvinen, Lauri. Ruohela, Juha. 2010. Aventum Partners Oy:n ja WSOY:n Yrityskaupan Pro-ohjelma: Yritysjärjestelyiden johtaminen -koulutus. 18.5.2010. Helsinki.

Katramo, Mikko. Lauriala, Jari. Matinlauri, Ismo. Niemelä, Jaakko. Svenssas, Karin ja Wilkman, Nina. 2011. Yrityskauppa. 1. p. Helsinki: WSOY.

Lauriala, Jari. 2008. Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet. 1. p. Helsinki: WSOY.

Mähönen, Jukka. Villa, Seppo. 2007. Osakeyhtiö II. Helsinki: WSOY.

Payne, Bill. 2011. Vaihtoehtoisia start-up -arvonmäärittysmalleja [verkkodokumentti]. [Viitattu 15.8.2012]. Saatavilla <http://gust.com/angel-investing/startup-blogs/2011/10/18/valuation-methods-101/>.

Payne, Bill. 2012. Pitching investors. Fiban ry:n business enkeli -seminaari 9.5.2012. Helsinki.

Salminen, Joni. 2012. Exit-oikeudet osakkeenomistajien välisten ongelmien ensisijaisena ratkaisumekanismina. Pro Gradu -tutkielma. Helsingin yliopisto. la www.edilex.fi/lakikirjasto/8798.

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry (FVCA). 2009. Avoimuus ja läpinäkyvyys pääomasijoitustoimialalla -suositukset [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.8.2012]. Saatavilla www.fvca.fi.

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry (FVCA). 2012. Yrityksen eri kehitysvaiheiden määrittely rahoitusnäkökulmasta. [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.12.2012]. Saatavilla www.fvca.fi.

Westerbladh, Jens. 2012. Datapartner Oy:n Invest for Excel. DCF-laskentaohjelmiston teoreettinen laskentatapa -käyttöönottokoulutus. 26.6.2012. Porvoo.

KÄYTETYT LYHENNELMÄT

HE 109/2005 Hallituksen esitys eduskunnalle uudesta osakeyhtiölainsäädännöksi. 109/2005 vp [verkkodokumentti]. [Viitattu 15.9.2012].
la www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2005/20050109.pdf.

OYL 624/2006 Osakeyhtiölaki 624/21.7.2006 [verkkodokumentti]. [Viitattu 15.9.2012]. Saatavilla www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624.

KEHY Imatran Seudun Kehitysyhtiö Oy:n osakassopimusarkisto

PRH Patentti- ja rekisterihallitus (PRH). Asiakastieto Oy:n tietokanta: julkiset yhtiöjärjestykset.

LIITE

1. Rahoitusprosessin vaiheet ja teoreettinen laskentatapa yhdistetyllä VC-DCF -arvonmääritysmenetelmällä Venture Capital -kehitysvaiheeseen siirtäessä -esimerkkilaskelma

OLETUS: nykyhetki on 1.1.2012 !

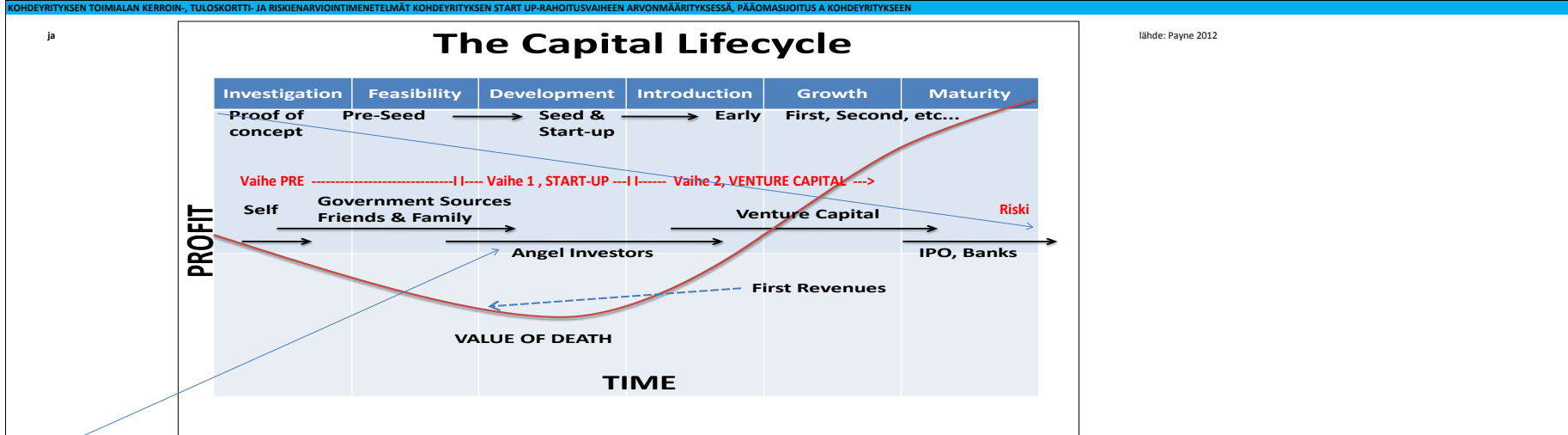
ARVONMÄÄRITYSMALLIT JA NIIDEN VAIHEITTAINEN KÄYTTÖ KOHDEYRITYKSEN ERI KEHITYSVAIHEISSA (PRE -> START-UP -> VENTURE)

ASETETULLA TARKASTELUN NYKYHETKELLÄ 1.1.2012

laskenta alkaa 1.1.

Vaihe PRE	LIIKETOIMINNAN SUUNNITELMA KESKEISIMMISTÄ TULOSLASKELMAN TUNNUSLUVUISTA	VUODET	PRE	(START-UP)	START-UP	START-UP	(VENTURE)	VENTURE	VENTURE
			2010	2011	2012	2013	2014	2015	2015
			0	1	2	3	4	5	5
	Liikevaihto		1 100 000	1 158 300	1 216 215	1 277 026	1 340 877	1 407 921	1 407 921
	Kasvu /vuosi			5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
	Käyttökate (EBITDA)		330 000	492 278	516 891	542 736	569 873	598 366	598 366
	%		30 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %
	Poistojen osuus EBITDA:sta		0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
	Poistot		118 800	118 800	118 800	118 800	118 800	118 800	118 800
	Liikevoitto (EBIT)		211 200	373 478	398 091	423 936	451 073	479 566	473 626
	%		19 %	32 %	33 %	33 %	34 %	34 %	34 %

Vaihe 1. start-up



DCF-MENETELMÄ START-UP-RAHOITUSVAIHEEN ARVONMÄÄRITYKSEN HAVAINNOLLISTAMISESSA 31.12.		2011	
NYKYTILA			
Perustajaosakkaiden osakkeiden määrä		S1	4 000 kpl
EBITDA ensimmäiselle määritetylle täydelle tilikaudelle	2011	EBITDA	492 278 €
Kohdeyrityksen nykyarvo - DCFE-PRE ja perustajaosakkaiden oma pääoma	Invest for Excel ->	PRE	793 000 €
Kohdeyrityksen rahoitustarve, oma pääoman lisästarve 1.1.	2012	INV	100 000 €
Kohdeyrityksen nykyarvo DCFE-POST EV/EBITDA 1,8	< 5 halpa koska kohdeyrityksessä paljon riskiä ja vanhaa velkaa	POST	893 000 €
SUUNNATTU ANTI PÄÄOMASUOJITAJALLE (START CAPITALIST, SC)			
Pääomasijoittajan omistusosuus kohdeyrityksestä		VC = INV / POST	11,2 %
Pääomasijoittajan osakkeiden määrä		SCS	504 kpl
Kohdeyrityksen osakekanta yhteensä		S2	4 504 kpl
Merkittävien uusien osakkeiden hinta pääomasijoittajalle		INV / VC	198 €/osake

PRE-money-arvo:

kohdeyrityksen velat on vähennetty pois	
jakautuu	
oma pääoma, tase	321 000
muu pre-money-arvo	472 000
yhteensä	472 000

POST-money-arvo:

jakautuu	
oma pääoma, tase	321 000
oma pääoma, uusi	100 000
yhteensä	421 000

Lisärahoitustarve siirryttäessä pre-vaiheesta start-up-vaiheeseen

				200 000		PRE 2010	(START-UP) 2011	START-UP 2012	START-UP 2013	(VENTURE) 2014	VENTURE 2015
Rahan lähteet											
Senior-laina		7 % 5 v, tasalyhenteinen		3,0	* EBITDA	990 000	100 000	80 000	60 000	40 000	20 000
		Korkokustannukset		8 %				8 000	6 400	4 800	3 200
		Lyhennykset						20 000	20 000	20 000	20 000
		Korkokustannukset ja lyhennykset yhteensä						28 000	26 400	24 800	23 200
		Kassavirta seniorilainan korkojen ja lyhennysten jälkeen						370 091	397 536	426 273	450 426
Junior-laina		10 % 5 v, kertalyhenteinen		1,2	* EBITDA			-	-	-	-
		Korkokustannukset		10 %				-	-	-	-
		Lyhennykset						-	-	-	-
		Korkokustannukset ja lyhennykset yhteensä						-	-	-	-
		Kassavirta juniorilainan korkojen ja lyhennysten jälkeen						20 000	20 000	20 000	20 000
		Kassavirta senior-lainan korkojen ja lyhennysten jälkeen						370 091	397 536	426 273	450 426
		Kassavirta junior-lainan korkojen ja lyhennysten jälkeen						370 091	397 536	426 273	450 426
		Kumulatiivinen kassa						370 091	767 627	1 193 900	1 644 326

Vieraan pääoman ehtoisen rahoitus yhteensä	2011	100 000	50,0 %
Oman pääoman lisätarve 31.12.	2011	100 000	50,0 %
YHTEENSÄ		200 000	

Arvioitu tilanne 31.12. 2013				vuonna 2013	
				EBITDA	542 736
				EBIT	423 936
				EV/EBIT -arvio	3,0
				Josta saadaan EV-arvio	2,3
				EV/EBITDA -arvio	2,3
				Liiketoiminnan arvo (EV) 31.12.	1 271 808
				Senior-lainaa	60 000
				Junior-lainaa	-
				Kumulatiivinen kassa	767 627
				Oman pääoman arvo 31.12.	1 979 435
				Tavoiteltu oman pääoman ennakoitu vuosittainen tuotto	20 %
				sisältää rahoitusriskin	

Nykyarvo - tilanne 31.12. 2011						
				Oman pääoman nykyarvo kasvuinvestoinnin avulla	2 diskonttausta	1 374 608
				Senior-laina		100 000
				Junior-laina		-
				Likvidit varat (senior-lainan 1. vuoden maksua varten)		20 000
				Liiketoiminnan (EV) nykyarvo		1 254 608
				EBITDA nykyhetkellä 31.12.	2011	330 000
				EV/EBITDA -arvio nykyhetkellä	2011	3,8

3 vuoden kuluttua Venture Capital-vaiheen alkaessa 31.12.		2014				
	Kohdeyrityksen osakkeiden määrä	S2	4 504	kpl		
	EBITDA	2013	EBITDA	569 873	€	
	Kohdeyrityksen nykyarvo - DCFE-TV(=HARVEST) 3 vuoden päästä		POST2	1 979 435	€	HARVEST-money-arvo
	EV/EBITDA NYT	3,5				439
	SC-pääomasijoittajan omistusosuus kohdeyrityksestä		SC	11,2 %		
	SC-pääomasijoittajan osakkeiden määrä		SCS	504	kpl	
	SC-pääomasijoittaja MYY	100 %	SCP	221 661	€	
	Kauppahintana SC-pääomasijoittajan myymästä osuudesta					
	Myytävien osakkeiden hinta SC-pääomasijoittajalle			439,4	€/osake	
	Tuotto pääomasijoituksesta A		ROI	121 661	€	1,2 X

		40,0 %					
		1 000 000					
		(VENTURE)	VENTURE	VENTURE	VENTURE	VENTURE	EXIT2
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
YHTEENSÄ		1 000 000					
Pääomasijoitukset							
Korkokustannukset pankkilainoista		-	-	-	-	-	-
Korkokustannukset pankkilainoista, takaukset		-	-	-	-	-	-
Nettokassavirta ennen lainan lyhennyksiä			430 125	454 931	454 931	-	66 000
Lainan lyhennykset			80 000	80 000	80 000	-	80 000
Lainan lyhennykset			0,0	0,0	0,0	-	0,0
NETTOKASSAVIRTA LYHENNYSTEN JÄLKEEN		1 000 000	350 125	374 931	374 931	-	146 000

IRR (Opo) %
XX

Kaupphintaoletukset

Kaupphinta
Varainsiirtovero (1,6%)
Kaupphintaan liittyvät muut kustannukset
Kaupphinta transaktiokustannusten jälkeen

0,0 %
0,0 %
0

Kassavirtaoletukset

Nimelliskorko
Kasvuprosentti
Diskonttaus korko
Exit korko

0,00 %

Rahoitusetukset

Oma pääoma
Pankkilaina 1
Pankkilaina 2, takaus
Pankkilainan korko 5 vuoden swap-korko
Pankkilaina 1:n marginaali
Pankkilaina 2:n marginaali, sis. Takausprovision
Pankkilaina 1:n lyhennyksen määrä
Pankkilaina 2:n lyhennyksen määrä

VENTURE CAPITAL-MENETELMÄ 2. RAHOITUSKIERROS LISÄPÄÄOMITUSVAIHEESSA

3 vuoden kuluttua Venture Capital-vaiheen alkaessa 31.12. 2014

Osakkeiden määrä		S2	4 504	kpl
Kohdeyrityksen rahoitustarve		INV	1 000 000	€
Kohdeyrityksen arvioima exit-arvo 31.12. 2019	t	EXIT	7 000 000	€
VC-pääomasijoittajan asettama vuosittainen tuottovaatimus kohdeyritykseltä		r	25,0 %	
VC-pääomasijoittajan tuottovaateen mukainen kokonaisexit-hinta kohdeyrityksestä		POST	2 293 760	€
Post-money arvosta vähennetään VC-pääomasijoittajan sijoitus	Invest for Excel ->	PRE = POST - INV	1 293 760	€
Kohdeyrityksen nykyarvo ennen VC-pääomasijoitusta				
EBITDA	300 000			
EV/EBITDA	4,3			
VC-pääomasijoittajan omistusosuus kohdeyrityksestä		INV / POST	43,6 %	
VC-pääomasijoittajan tuottovaade exitissä kohdeyrityksestä - osuus			1 000 000	

SUUNNATTU ANTI VC-PÄÄOMASIOITTAJALLE

Osakkeiden määrä		S2	4 504	kpl
VC-pääomasijoittajan uusien osakkeiden määrä		VC	3 482	kpl
Kohdeyrityksen osakekanta yhteensä		S2	7 986	kpl
Merkittävien uusien osakkeiden hinta VC-pääomasijoittajalle		VCS = INV / VC	287	€/osake

EXIT-TUOTTO VC-PÄÄOMASIOITTAJALLE 31.12. 2019

Kaupphintana VC-pääomasijoittajan osuudesta exitissä		VCP	3 051 758	€
VC-pääomasijoittajan tuotto	5	ROI	2 051 758	€
VC-pääomasijoittajan tuotto	ROI = TERMINAL VALUE / POST	ROI	3,1	X
Palautuva sijoitus		INV	1 000 000	€
VC-pääomasijoittajan osuus exit-kaupassa	43,60 %	VCP	3 051 758	€
Kohdeyrityksen kokonaisarvo exitissä		TV	7 000 000	€
				877 €/osake
	POST = TERMINAL VALUE / ROI		3,1	X