

**PÄÄOMASIJOTTAJIEN
ARVONMÄÄRITYSMENETELMÄT JA NIIDEN
VERTAILU TOIMIALOITTAIN**

**Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu**

Pro gradu -tutkielma

2019

**Tekijä: Otto Santala
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaaja: Jukka Pellinen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä Otto Santala	
Työn nimi Pääomasijoittajien arvonmäärittäminen ja niiden vertailu toimialoittain	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (kk.) 09/2019	Sivumäärä 62
Tiivistelmä - Abstract	
<p>Pääomasijoittajien tekemät buyout-sijoitukset sisältävät yleensä kohdeyrityksen arvonmäärittäksen sekä riskienhallintasuunnitelman. Rajallisista resursseista ja aikataulupaineista johtuen pääomasijoittajien on valittava vain tietyt arvonmäärittämis- ja riskienhallintamenetelmät, joita he voivat hyödyntää ennen lopullista sijoituspäätöstä. Sijoituspäätöksen jälkeenkin pääomasijoittajille jää suuri vastuu sijoitukseen sisältyvästä riskienhallinnasta.</p> <p>Tämän Pro gradu -työn tarkoituksena on selvittää, mitä arvonmäärittämis- ja riskienhallintamenetelmiä pääomasijoittajat käyttävät kohdeyrityksien arvioimisessa. Tämän lisäksi halutaan selvittää, riippuvatko käytetyt menetelmät kohdeyrityksen toimialasta. Tutkimuksessa pyritään luomaan kokonaiskuva siitä, minkälaisia keinoja pääomasijoitusyhtiöt käyttävät kohdeyrityksen arvonmäärittäykseen sekä riskienhallintaan ennen ja jälkeen sijoituspäätöksen.</p> <p>Tutkimuksen teoriaosuus käsittelee pääomasijoittamiseen liittyvää sijoitusprosessia, pääomasijoitusyhtiöiden rakennetta sekä buyout-sijoitustoimintaa Suomessa. Lisäksi teoreettisessa viitekehityksessä esitellään buyout-vaiheen arvonmäärittämisprosessia, arvonmäärittämisvälineitä sekä due diligence-prosessia. Tutkimusaineisto kerättiin haastattelemalla seitsemää eri pääomasijoittajaa. Haastattelut toteutettiin teemahaastatteluina. Haastateltavat olivat suomalaisia pääomasijoittajia, jotka olivat osallistuneet vähintään yhden buyout-sijoituksen tekemiseen viimeisen viiden vuoden aikana.</p> <p>Tutkimuksen tuloksissa havaittiin, että pääomasijoittajat käyttävät kohdeyrityksen toimialasta riippumatta yleensä tiettyjä arvonmäärittämismenetelmiä. Näitä yleisesti käytettyjä menetelmiä ovat LBO-mallinnus sekä verrokkitransaktioiden hyödyntäminen. Vastaavia yleisesti käytettäviä riskienhallintakeinoja ovat aktiivinen hallitustyöskentely, yhteisten tulostavoitteiden asettaminen sekä huolellinen due diligence-prosessi. Vaikka kohdeyrityksen toimiala ei vaikuta käytettyihin arvonmäärittämis- ja riskienhallintamenetelmiin, on sillä kuitenkin vaikutusta kohdeyrityksen arvoon ja riskeihin.</p>	
Asiasanat Pääomasijoittaminen, arvonmäärittäminen, riskienhallinta, buyout-sijoittaminen, LBO-malli	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	6
1.1	Tutkimuksen tausta.....	6
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma.....	7
1.3	Aikaisempia tutkimuksia	8
1.4	Tutkimusmenetelmä ja -aineisto	10
1.5	Tutkimuksen rakenne	10
1.6	Käsitteet.....	10
2	PÄÄOMASIJOITTAMINEN.....	12
2.1	Sijoitusprosessi.....	12
2.2	Pääomasijoitusyhtiö	15
2.3	Buyout-sijoittaminen.....	16
2.4	Buyout-sijoitustoiminta Suomessa.....	18
2.5	Pääomasijoitusyhtiöiden ja -rahastojen toiminta Suomessa.....	19
3	BUYOUT-VAIHEEN ARVONMÄÄRITYS JA RISKIENHALLINTA.....	20
3.1	Arvonmäärittämisprosessi.....	20
3.2	Buyout-vaiheen yrityksen arvonmäärittäminen	22
3.2.1	LBO-mallinnus.....	22
3.2.2	Sisäisen korkokannan menetelmä.....	23
3.2.3	Diskontatun kassavirran menetelmä.....	24
3.2.4	Nettonykyarvomenetelmä	25
3.2.5	Vertailukauppa-arvo.....	27
3.3	Buyout-vaiheen sijoitukseen liittyvän riskienhallinta.....	28
3.3.1	SWOT-analyysi.....	28
3.3.2	Due diligence	28
4	TUTKIMUKSEN ETENEMINEN	31
4.1	Tutkimusmenetelmät	31
4.2	Tutkimusaineisto	34
5	TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	38
5.1	Pääomasijoittajien sijoituskohteet	38
5.2	Buyout-vaiheen arvonmäärittäminen	39
5.2.1	Taloudellisten mittareiden käyttö kohdeyrityksen arvonmäärittämisessä	41
5.2.2	Ei-taloudellisten mittareiden käyttö kohdeyrityksen arvonmäärittämisessä	41
5.2.3	Toimialan vaikutus käytetyissä arvonmäärittämismenetelmissä..	43
5.3	Pääomasijoitukseen liittyvän riskin hallitseminen.....	44
5.3.1	Riskienhallinta ennen sijoituspäätöstä.....	46
5.3.2	Riskienhallinta sijoituspäätöksen jälkeen.....	47

5.3.3 Kohdeyhtiön toimialan vaikutus sijoitukseen liittyvän riskin hallinnassa	49
6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI	51
6.1 Pääomasijoittajien käyttämät kohdeyrityksen arvonmäärittämissä menetelmät buyout-sijoituksissa	51
6.2 Pääomasijoittajien käyttämät keinot kohdeyrityksen riskien hallinnassa	53
6.3 Toimialan vaikutus käytetyissä arvonmäärittämis- ja riskienhallintamenetelmissä.....	54
6.4 Jatkotutkimusaiheita	56
LÄHTEET	57

KUVIOT

Kuvio 1 Kommandiittiyhtiö pääomasijoittajana	15
Kuvio 2 Haastattelumuodot	33
Kuvio 3 Pääomasijoittajien hyödyntämät taloudelliset mittarit	41

KAAVAT

Kaava 1 Sisäinen korkokanta	23
Kaava 2 Pääoman keskimääräinen kustannus	25
Kaava 3 Nettonykyarvonmenetelmä	26

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta

Pääomasijoittamisella on positiivinen vaikutus sekä kasvua tavoittelevien yritysten, että koko Suomen talouden kehitykseen. Pääomasijoittajien omistamat yhtiöt ovat Suomen nopeimmin kasvavia yrityksiä, sillä pääomasijoittajien omistamien yritysten liikevaihdon kasvu on kuusi kertaa ja henkilöstömäärän kasvu jopa 15 kertaa nopeampaa kuin muissa saman alan yrityksissä, joihin ei ole tehty pääomasijoitusta. (KPMG ja Pääomasijoittajat ry, 2019). Myös Groh ja von Liechtenstein (2011, 533) ovat todenneet tutkimuksessaan, että yhtiöt, joilla on pääomasijoittajan rahoitusta ja asiantuntijuutta takanaan luovat enemmän innovaatioita, työpaikkoja ja kasvua kuin verrokkinsa. Lisäksi Collewaert ja Manigart (2016, 356-357) huomasivat tutkimuksessaan, että yritykset, joilla oli tukenaan pääomasijoittaja vaikuttivat merkittävästi alueensa ekonomiseen kehitykseen sekä työpaikkojen määrään. Esimerkiksi edellä mainittujen syiden takia pääomasijoittaminen koetaankin positiiviseksi ja koko yhteiskuntaa eteenpäin vieväksi toiminnaksi. Näin ei kuitenkaan ole ollut aina: vielä 1980-luvulla pääomasijoittajia kutsuttiin yritysten kaappaajiksi ja pääomasijoitusta pidettiin epäilyttävänä yritysrahoituksen muotona (Talmor ja Vasvari, 2011, 256-257). Nykyään pääomasijoittamisen hyödyt on kuitenkin tunnustettu ja siitä onkin tullut yksi tavannomaisista yritysrahoituksen muodoista.

Pääomasijoittaminen on yritysrahoituksen muoto, jossa yksityinen pääomasijoittaja eli enkelisijoittaja tai pääomasijoitusyhtiö sijoittaa rahallista ja yleensä myös henkistä pääomaansa kohdeyritykseen. Kohdeyritys saa toimintansa edistämiseen rahoitusta ja pääomasijoittaja pyrkii saamaan sijoitukselleen rahallista tuottoa myymällä omistuksensa pois korkeammalla hinnalla, mitä on aikoinaan kohdeyritykseen sijoittanut (Talmor ja Vasvari, 2011). Pääomasijoittaja pyrkii siten sijoittamaan vain sellaisiin yrityksiin, joilla on potentiaalia kasvaa ja tuottaa tuottoa tulevaisuudessa siihen sijoitetulle pääomalle. Pääomasijoittajien haastavimmaksi tehtäväksi muodostuukin löytää kaikista tuottoisimmat ja parhaat sijoituskohteet lukuisista eri vaihtoehdoista ja rahoitusta etsivistä yrityksistä.

Vastatakseen tähän haasteeseen pääomasijoittajien on osattava määrittää potentiaalisen kohdeyrityksen arvo ja tulevaisuuden kasvumahdollisuudet, jotta pääomasijoittaja saa sijoittamalleen rahasummalle mahdollisimman suuren vastineen. Saavuttaakseen tämän tavoitteen pääomasijoittajien pitää tehdä kohdeyrityksille valuaatio eli arvonmääritys.

Arvonmääritys tarkoittaa prosessia, jossa kohdeyrityksen olemassa olevalle tai tulevaisuuden liiketoiminnalle pyritään määrittelemään rahallinen arvo (Smith 2012, 6-11). Matschke ja Brösel (2013, 5) määrittelevät yrityksen arvon rahalliseksi summaksi kohdeyrityksestä, jonka yrityskaupan ostava osapuoli eli esimerkiksi pääomasijoittaja on valmis maksamaan. Yrityksen arvonmääritys on siten kriittinen ja aikaa vievä osa pääomasijoitusprosessissa. Arvonmääritys ei tarkoita pelkkien tilinpäätöslukujen tarkastelua vaan sisältää esimerkiksi toimivan johdon ja omistajien haastatteluja sekä toimialan ja markkinoiden tulevan kehityksen analysointia. Lisäksi yrityksen arvonmääritystä monimutkaistaa se, että käytetyt arvonmääritystavat voivat erota hyvinkin paljon riippuen kohdeyrityksen koosta, elinkaaresta sekä toimialasta.

Vuonna 2018 suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt tekivät buyout-sijoituksia yhteensä 89 yritykseen ja näistä sijoituksista yli 90 prosenttia kohdistui Suomessa toimiviin yrityksiin. Tämän lisäksi suomalaiset yritykset keräävät vuosittain yli miljardin euron arvosta sijoituksia suomalaisilta ja kansainvälisiltä buyout-sijoittajilta (Pääomasijoittajat ry 2019). Buyout-sijoitukset ovatkin saavuttaneet vankan aseman myös suomalaisessa yritysrahoituskentässä. Tästä huolimatta suomalainen tutkimuskirjallisuus on käsitellyt hyvin vähän buyout-sijoituksia sekä buyout-sijoituksia tekevien pääomasijoitusyhtiöiden arvonmääritysmenetelmiä. Tutkimuksen aihevalintaan on siten vaikuttanut tutkittavan aiheen vähäinen esiintyminen suomalaisessa tutkimuskirjallisuudessa sekä sen merkittävä vaikutus suomalaiseen yritysrahoitukseen ja yhteiskuntaan. Tutkimuksen aihevalinnan taustalla on myös tutkijan oma mielenkiinto pääomasijoittamista ja yrityksen arvonmääritystä kohtaan.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitä arvonmääritysmenetelmiä ja riskienhallintakeinoja pääomasijoittajat käyttävät kohdeyrityksen arvioimisessa. Tämän lisäksi tutkimuksessa pyritään selvittämään, eroavatko arvonmääritys- ja riskienhallintamenetelmät kohdeyritysten toimialojen mukaan. Tutkimuksessa keskitytään pääomasijoittajien tekemiin buyout-sijoituksiin eli myöhemmän vaiheen sijoituksiin, joissa kohdeyrityksellä on historiallisia tilinpäätöstietoja ja kyky tuottaa kassavirtaa. Tässä tutkimuksessa buyout-sijoitusten koko rajataan pääomasijoitusyhtiöihin, joiden sijoituskohteiden liikevaihto on ollut sijoitushetkellä 50-100 miljoonaa euroa. Tutkimuksessa halutaan lisäksi selvittää, miten pääomasijoittajat pyrkivät hallitsemaan riskejä, joita pääomasijoituksiin sisältyy.

Pro Gradu -tutkielman tutkimuskysymykset ovat:

1. Mitä arvonmäärittämissä menetelmiä pääomasijoittajat käyttävät arvioidessaan kohdeyrityksen arvoa buyout-sijoituksessa?

2. Mitä riskienhallinnan keinoja pääomasijoittajat käyttävät pyrkiessään hallitsemaan buyout-sijoituksen sisältävää riskiä?

3. Riippuvatko käytetyt arvonmäärittämis- ja riskienhallintamenetelmät kohdeyrityksen toimialasta?

Kysymyksiin etsittiin vastauksia haastatteleamalla pääomasijoittajia, jotka ovat tehneet tai olleet mukana tekemässä buyout-sijoitusta viimeisen viiden vuoden sisällä.

1.3 Aikaisempia tutkimuksia

Pääomasijoittamista ja etenkin buyout-vaiheen sijoituksia koskeva tutkimuskirjallisuus ei ole noussut Suomessa vielä merkittävään asemaan. Yksi osoitus tästä on se, että lukuisat pääomasijoittamiseen liittyvät termit, kuten venture capital-, buyout-sijoitukset, LBO, MBO ja due diligence eivät ole saaneet vakiintunutta käännettä suomalaisessa kirjallisuudessa vaan termeistä puhutaan niiden englanninkielisillä nimillä. Suomalaisessa tutkimuskirjallisuudessa on tutkittu jonkin verran pääomasijoittamista, mutta tutkimukset ovat keskittyneet pääasiassa sijoituksiin, jotka kohdistuvat alkuvaiheen yrityksiin sekä bisnesenkeleiden harjoittamaan sijoitustoimintaan.

Ensimmäisenä merkittävänä suomalaisena pääomasijoittamista koskevana kirjana voidaan pitää Laurialan vuonna 2004 ilmestynyttä teosta *”Pääomasijoittaminen”*, joka kuvaa pääomasijoittamisen peruseräitä, rahoitusinstrumentteja sekä antaa käytännön esimerkkejä pääomasijoittamisesta. Hidén ja Tähtinen (2005) ovat tutkineet teoksessaan *”Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta”* pääomasijoitusyhtiöiden sijoitusprosessia aina sijoitustoiminnan käynnistämisestä lopulliseen irtautumiseen asti. Tämän lisäksi kirjassa kuvataan pääomarahaston perustamista sekä pääomasijoittajien sijoitustoimintaa tarkemmin. Tämän lisäksi Etula (2015) on luonut oppaan *”Osaamista, verkostoja ja rahaa”*, joka pyrkii luomaan kattavan kuvan enkelisijoittamisesta sekä siihen liittyvästä sijoitusprosessista. Merkittävintä pääomasijoittamista koskevaa informaatiota tuottaa Pääomasijoittajat ry, joka julkaisee pääomasijoittamiseen liittyviä tutkimuksia ja tilastoja pääomasijoittamisesta Suomessa ja ulkomailla. Tutkimusten päätarkoitus on kasvattaa ihmisten ymmärrystä pääomasijoittamisesta. Tämän lisäksi tutkimukset kuvaavat pääomasijoittamisen merkitystä yritysrahoituksen muotona ja sen tuomia hyötyjä yrittäjälle ja yhteiskunnalle.

Tämän tutkimuksen ensimmäinen painopiste on kohdeyrityksen arvomäärittämisessä eli valuaatiassa sekä buyout-sijoituksiin sisältyvässä riskienhallinnassa. Arvonmäärittämisestä ovat tutkineet muun muassa Seppänen (2017) teoksessaan *”Yrityksen arvomäärittäminen”*, Kallunki ym. (2007) teoksessaan *”Uusi yrityksen arvomäärittäminen”* sekä Rantanen (2012) teoksessaan *”Arvomäärittäminen yrityskaupassa”*. Edellä mainittu Seppäsen teos käsittelee yrityksen arvomäärittäystä niin listattujen kuin listaamattomienkin yritysten osalta tilanteissa, joissa kohdeyritykset

1.4 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tässä tutkimuksessa tutkimusmenetelmänä käytetään kvalitatiivista eli laadullista monitapaustutkimusta. Tutkimusaineisto kerätään haastattelemalla seitsemää eri suomalaista pääomasijoittajaa, jotka ovat osallistuneet buyout-sijoituksen tekemiseen viimeisen viiden vuoden aikana. Kohdeyrityksen liikevaihto, johon buyout-sijoitus on tehty on 50-100 miljoonaa euroa. Haastattelut toteutetaan teemahaastatteluina, joissa haastateltavat ovat saaneet etukäteen haastattelun teemat, mutta tarkemmat kysymykset heille esitetään vasta haastattelutilanteessa. Tutkimusmenetelmää ja -aineistoa esitellään vielä tarkemmin neljännessä luvussa.

1.5 Tutkimuksen rakenne

Tämä tutkimus jakaantuu kuuteen eri lukuun. Tutkimus alkaa johdannolla, jossa esitellään tutkimuksen aihe, tutkimuskysymykset sekä käytetty tutkimusmenetelmä ja -aineisto. Toinen ja kolmas luku luovat tutkimukselle teoreettisen viitekehyksen. Tämän tutkimuksen teorian pääosa-alueet ovat pääomasijoittaminen, arvonmääritys- sekä riskienhallintamenetelmät. Neljännessä luvussa esitellään tarkemmin käytettyä tutkimusmenetelmää sekä tutkimuksen pohjana olevaa aineistoa. Viidennessä luvussa esitellään aineistonhankinnan tulokset. Kuudennessa ja viimeisessä luvussa tuodaan esille tutkimuksen johtopäätökset ja peilaetaan aiempia tutkimustuloksia sekä aihetta käsittelevää kirjallisuutta haastatteluista saatuihin vastauksiin.

1.6 Käsitteet

Bisnesenkelisijoittaminen. Etula (2014, 12) määrittelee bisnesenkelisijoittaminen yksityishenkilöiden tekemiksi sijoituksiksi listaamattomiin yrityksiin ja potentiaalisiin kasvuyrityksiin, joihin bisnesenkellillä eli sijoittajalla ei ole perhesiteitä.

Buyout-sijoittaminen. Buyout-sijoittaminen on pääomasijoittamisen muoto, jossa keskitytään sijoittamaan kypsemmän vaiheen yrityksiin (vrt. venture capital-sijoitukset), joilla on näyttää historiallisia tilinpäätöstietoja osoituksena liiketoiminnan kannattavuudesta. Buyout-sijoittamiseen liittyy usein myös osittainen velkarahalla sijoittaminen. (Talmor ja Vasvari 2011, 29)

Leveraged buyout (LBO). Leveraged buyout on yrityskaupan muoto, jossa suurin osa kauppasummasta maksetaan velkarahalla ja loput omalla pääomalla. Velkarahan osuus on yleensä noin 60-70%. (Talmor ja Vasvari 2011, 255)

Skenaarioanalyysi. Skenaarioanalyysi on päätöksen tekoa helpottava työkalu, jota on käytetty hyväksi jo useita vuosikymmeniä. Skenaarioanalyysi on yleisesti käytetty työkalu päätöksenteon helpottamiseksi, koska sitä voidaan soveltaa lähes kaikissa eri tilanteissa. Skenaarioanalyysissä luodaan erilaisia tulevaisuuden näkymiä, jotka toteutuessaan aiheuttavat muutoksia tarkasteltavassa kohteessa. Skenaarioanalyysin tunnusmerkkejä ovat tulevaisuuden mahdollisuuksien arvioiminen sekä nykyisen tilanteen tunnistaminen. Esimerkki yksinkertaisesta skenaarioanalyysistä on osakkeen tulevaisuuden hinnan arvioiminen, kun toimialan markkinat kasvavat, pysyvät ennallaan tai laskevat. Tällöin pyritään analysoimaan, mikä skenaarioista on todennäköisin ja, minkälaisia muutoksia se aiheuttaa kyseiseen osakkeeseen. Tämän perusteella voidaan tehdä päätös, miten osake on tällä hetkellä arvostettu. (Dutta ja Babbel 2014, 304)

Valuaatio. Valuaatio eli arvonmääritys tarkoittaa prosessia, jossa potentiaalisen sijoituskohteen liiketoiminnalle pyritään määrittelemään arvo. Yrityksen arvo on usein rahallinen summa, jonka sijoittaja on valmis maksamaan osuudesta kohdeyrityksen liiketoimintaa. (Smith 201, 6-11 ja Matchke ja Brösel 2013, 5)

Venture Capital. Venture capital-sijoittaminen on korkeariskistä, mutta mahdollisesti korkeita tuottoja tarjoavaa pääomasijoitustoimintaa. Venture capital-sijoitukset kohdistuvat uusiin ja nopeasti kasvaviin yrityksiin, joiden avulla yrityksen liiketoimintaa käynnistetään ja kasvatetaan Wonglimpiyarat (2009, 293-294). Venture capital-sijoittaminen tarkoittaa yksinkertaisimmillaan sijoittamista alkuvaiheen yrityksiin, joilla ei ole välttämättä edes liiketoimintaa.

2 PÄÄOMASIJOITTAMINEN

Robertsonia (2009, 545) ja Zideriä (1998) mukailten pääomasijoittamisessa on kyse yrittäjän idean ostamisesta, idean ja siitä syntyneen yhtiön kasvattamisesta sekä lopulta irtautumisesta, jolloin pääomasijoittaja pyrkii myymään osuutensa yrityksestä ja moninkertaistamaan alkuperäisen sijoituksensa arvon. Todellisudessa pääomasijoituksen tekeminen ja siitä irtautuminen on pitkäkestoisen harkinnan ja arvioinnin tulos, jonka seuraukset nähdään usein vasta vuosien päästä sijoitushetkestä. Pääomasijoituksessa on kyse suuresta panostuksesta kohdeyhtiöön, joten potentiaalisen sijoituskohteen valintaan tulee käyttää aikaa ja resursseja. Ennen irtautumisvaihetta kohdeyhtiön liiketoiminta on saattanut muuttua ja alkuperäisen sijoituksen arvo nousta tai laskea. Irtautumisessa pääomasijoittajan on vielä onnistuttava löytämään potentiaalinen ostaja omistukselleen ja ajoittamaan myynti siten, että myynnistä saatava tuotto on mahdollisimman suuri.

Pääomasijoittaminen on yhteiskunnallisten ja kohdeyrityksen etujen lisäksi myös yksi tuottoisimmista sijoitusvaihtoehdoista sijoittajille. Harrisin, Jenkinsonin ja Kaplanin (2014) tutkimuksen mukaan venture capital- ja buyout-rahastot antoivat vuosittain keskimäärin 3% korkeammat tuotot kuin S&P500-indeksi, joka sijoittaa markkina-arvoltaan viiteensataan suurimpaan yhdysvaltalaiseen yritykseen. Tutkimuksen kohteena oli 1400 buyout- ja venture capital-rahaston tuotot vuodesta 1984 vuoteen 2008. Hyvien tuottojen takia pääomasijoittamisesta onkin tullut globaalilla tasolla eläkerahastojen, jotka ovat suurimpia instituutio-naalisten sijoittajien ryhmiä, toiseksi suurin sijoituskohde heti kiinteistösijoitusten jälkeen (Andonov, Kok ja Eichholtz 2013, 33). Doeswijk, Lamin ja Swinkelsin (2014, 7) mukaan globaalin sijoitusportfolion sisällöstä jo jopa 3,6 prosenttia on pääomasijoituskohteita. Globaali sijoitusportfolio on kuvitteellinen portfolio, joka sisältää kaikki maailman rahoitusmarkkinoilla olevat omaisuuserät. Seuraavissa luvuissa esitellään tarkemmin pääomasijoittajan sijoitusprosessia, pääomasijoitusyhtiöiden toimintaa sekä tehdään katsaus suomalaiseen pääomasijoittamisen toimintakenttään.

2.1 Sijoitusprosessi

Alkuvaiheessa olevat yrittäjät törmäävät usein samaan ongelmaan: yrittäjällä on ideoita projekteja ja jopa yritystä varten, mutta hänellä ei ole rahaa suunnitelmien toteuttamiseksi. Yrittäjän on vaikea saada lainaa pankista tai muilta rahoituslaitoksilta, koska heidän ideoidensa arvoa on vaikea määrittää, ellei kyseessä ole alaan perehtynyt asiantuntija. Tällaisissa tilanteissa esiin astuvat pääomasijoittajat, jotka pystyvät tarjoamaan sekä rahoitustaan, että asiantuntijuuttaan.

Pääomasijoittajat ovat erikoistuneet rahoittamaan korkeariskisiä projekteja, joihin sisältyy useimmiten suuri tuottopotentiaali. Usein pääomasijoittajat tarjoavat yritykselle rahojensa lisäksi myös osaamista ja verkostojaan. Jos kohdeyhtiö

alkaa kasvamaan ja menestymään, tulee aika, jolloin yhtiö pyrkii listautumaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi tai myymään itsensä osaksi suurempaa konsernia. Tällöin alkuperäisen sijoituksen tehnyt pääomasijoittaja saa rahansa takaisin hyvällä voitolla ja pystyy sijoittamaan voittovaransa uudelleen ja aloittamaan prosessin alusta. Tätä prosessia, joka saattaa kestää jopa kymmenen vuotta kutsutaan pääomasijoittamisen sykliksi. (Silveira ja Wright 2016, 233; Gompers 1998)

Tässä tutkielmassa pääomasijoitusprosessia tarkastellaan jakamalla sen viiteen eri vaiheeseen: potentiaalisten sijoituskohteiden etsintään, sijoitusvaihtoehtojen arviointiin, sijoituspäätöksen toteuttamiseen, arvon kasvattamiseen ja sijoituksen myymiseen eli kohdeyhtiöstä irtautumiseen (Talmor ja Vasvari 2011, 97). Sijoitusprosessin ensimmäinen vaihe on potentiaalisten sijoituskohteiden etsintä tai tarkemmin sanottuna valinta. Pääomasijoitusyhtiöille tarjotaan vuosittain satoja mahdollisia sijoituskohteita, joista he pyrkivät valitsemaan kaikista parhaat ja tuottoisimmat. Useissa tapauksissa pääomasijoitusyhtiö saa luettavakseen yrityksen elinkaaren vaiheen mukaan joko liikeidean esittelyn tai virallisemmän Information Memorandumin eli infomemon. Information Memorandum on kohdeyrityksestä tehtävä syvempi yritysanalyysi, jolla pyritään markkinoimaan kohdeyritystä pääomasijoittajille (Ruback 2017, 112).

Esimerkiksi Suomessa jokainen ihminen ja yritys voi käydä tutkimassa Pääomasijoittajat ry:n sivuilta minkälaisia pääomasijoitusyhtiöitä Suomesta löytyy ja minkälaisia sijoituksia he tekevät. Palvelu tuo vaivattomasti pääomasijoittajat ja sijoitusta hakevat yrittäjät toistensa luo. Tällä tavalla yritykset pystyvät kohdistamaan markkinointitoimenpiteensä heidän tarkoituksiinsa sopiviin pääomasijoitusyhtiöihin. Samalla pääomasijoitusyhtiöt saavat jatkuvasti yhteydenottoja ja mahdollisuuden tutustua potentiaalisiin sijoituskohteisiin tekemättä sen suurempaa "etsintää". Kun pääomasijoittaja tutustuu potentiaalisiin sijoituskohteisiin tarkemmin, on hän siirtynyt seuraavaan vaiheeseen eli sijoitusvaihtoehtojen arviointiin.

Pääomasijoitusprosessin toisessa vaiheessa potentiaalisia sijoitusvaihtoehtoja pitää alkaa arvioimaan tarkemmin. Tässä vaiheessa lukuisista potentiaalisista sijoitusvaihtoehtoista pyritään löytämään kaikista houkuttelevimmat sijoituskohteet määrittelemällä kohdeyhtiöiden arvo ja analysoimalla tulevaisuuden kasvupotentiaalia. Arvonmäärityksessä pääomasijoittajat käyttävät erilaisia valuaatiometodeja, jotta kohdeyhtiöiden arvo ja kasvumahdollisuudet voidaan määritellä tarkemmin. Venture capital-sijoituksissa eli vasta alkuvaiheessa olevan kohdeyhtiön yrittäjän persoonallisuudella, johtamiskyvyillä sekä liikeidealla on korostunut merkitys kohdeyrityksen valuaatiossa, koska yhtiöillä ei ole välttämättä vielä liiketoimintaa tai historiallisia tilinpäätöstietoja osoituksena toiminnan kannattavuudesta (Dhochak ja Sharma 2016 52-54). Myöhäisemmän vaiheen eli buyout-vaiheen sijoituksissa kohdeyritysten arvonmäärittämiseksi käytetään esimerkiksi tunnuslukuanalyysia tai LBO-mallinnusta, joita käsitellään tarkemmin myöhemmissä luvuissa.

Sen jälkeen, kun sijoituspäätös on tehty alkaa vaihe, jota kutustaan arvон kasvattamiseksi. Jotta pääomasijoitusyhtiöt ja pääomasijoittajat saavat sijoitukselleen tuottoa heidän on onnistuttava kasvattamaan omistuksensa arvoa. Fürthin ja Rauchin (2015, 811-813) mukaan tämä toteutetaan yleensä hankkimalla äänten enemmistö hallitukseen ja siten päätäntävalta yhtiössä, jotta yhtiön toimintamalleja voidaan muokata parhaiten pääomayhtiön tarpeisiin sopivaksi. Usein tämä tarkoittaa arvon maksimoimista siten, että yhtiö voidaan myydä muutaman vuoden sisään mahdollisimman suurella voitolla uudelle tai uusille omistajille.

Pääomasijoitusprosessin viimeinen vaihe on exit-vaihe eli sijoituksen kohteena olevasta yrityksestä irtautuminen. Alkuperäisen sijoituksen ja tämän hetken välillä saattaa olla jopa kymmenen vuotta (Silveira ja Wright 2016, 233). Fürth ja Rauch (2015, 811) jakavat irtautumistavat kahteen eri vaihtoehtoon. Ensimmäinen vaihto on yrityksen listaaminen julkisen kaupankäynnin kohteeksi eli listautumisannin järjestäminen ja toinen vaihtoehto on yrityksen myyminen toiselle yritykselle. Jenkinson ja Sousa (2015, 299) lisäävät edellä mainittujen lisäksi kolmannen mahdollisen exit-vaihtoehdon eli yrityksen myymisen toiselle pääomasijoitusyhtiölle (secondary exit). Heidän mukaansa suurin osa aihetta käsittelevästä kirjallisuudesta koskee irtautumista listautumisannin kautta, vaikka todellisuudessa suurin osa irtautumisista tapahtuu yrityskauppana toiselle saman alan yritykselle tai toiselle pääomasijoitusyhtiölle. Axelsonin ym. (2013) mukaan yleisellä markkinatilanteella on suuri merkitys, kun pääomasijoitusyhtiö arvioi exit-vaihtoehtojaan. Seuraavissa kappaleissa tarkastellaan eri irtautumisvaihtoehtoja sekä, minkälaisissa tilanteissa niitä yleensä käytetään.

Ensimmäinen vaihtoehto yrityksestä irtautumiselle on listautumisannin järjestäminen eli yrityksen osakkeiden siirtäminen julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Listautumisanteja käytetään exit-vaihtoehtona silloin, kun yleinen markkinatilanne on "kuuma" eli keskimääräiset tuotot markkinoille tehtävistä sijoituksista ovat korkeita. Tällöin osakkeenomistajat haluavat hyötyä vallitsevasta markkinatilanteesta. Toisin sanoen listautumisannia käytetään useimmiten silloin, kun lainansaanti on vaikeampaa, lainaehdot ovat tiukemmat ja osakemarkkinoiden markkina-arvo kasvaa (Jenkinson ja Sousa 403-406, 2015).

Toinen vaihtoehto irtautumiselle on yrityksen myyminen samalla toimialalla toimivalle suuremmalle yritykselle, joka haluaa kasvattaa liiketoimintaansa uudelle alueelle, saavuttaa mittakaavaetuja tai ostaa markkinoilta pois kilpailijan. Ostavan osapuolen näkökulmasta kauppaa kutsutaan strategiseksi ostoksi. Pääomasijoitusyhtiöt haluavat yleensä irtautua yrityskaupan avulla silloin, kun myyvä taho on kokenut pääomasijoitusyhtiö tai kyseessä on pienempi sijoitusrahasto (Jenkinson ja Sousa 403-406, 2015).

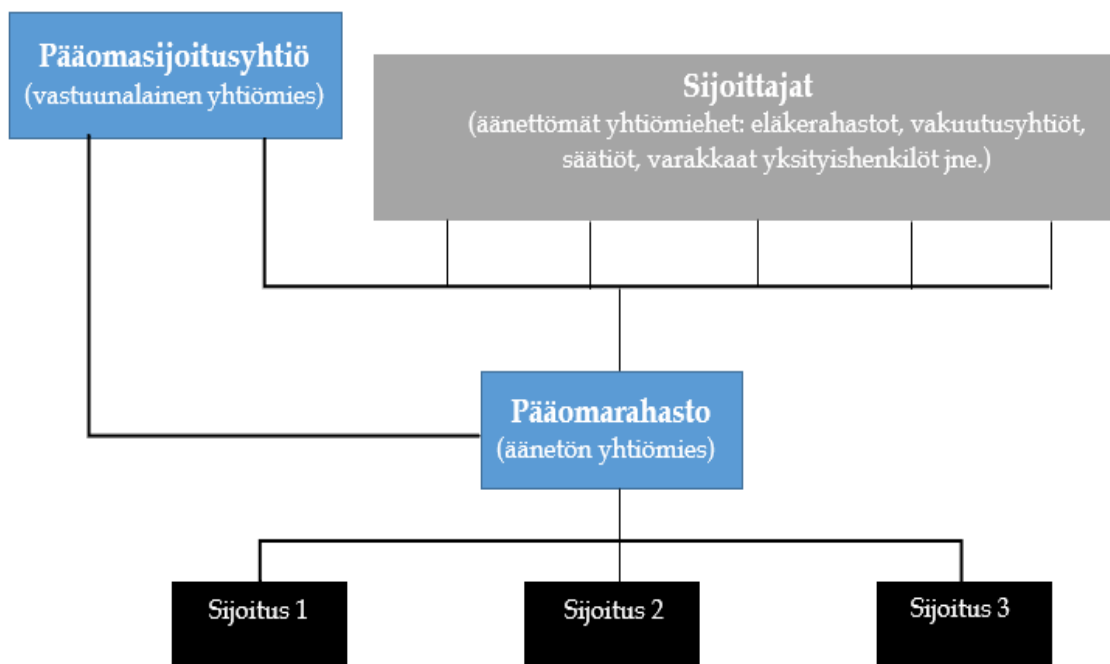
Kolmas vaihtoehto on secondary exit (secondary buyout) eli yrityksen myyminen edelleen toiselle pääomasijoitusyhtiölle. Jenkinsonin ja Sousan (2015, 403) mukaan tätä irtautumisvaihtoehtoa käytetään huomattavasti enemmän kypsemmän vaiheen yrityksiin, jotka pystyvät tuottamaan omaa kassavirtaa ja joihin ei tarvitse enää investoida niin paljon pääomaa. Heidän tutkimuksensa mukaan

tämä exit-vaihtoehto on yleisin silloin, kun ostava pääomasijoitusyhtiö on lainannut paljon pääomaa luoton ollessa halpaa ja lainaehdot ovat löysiä. Tällaisissa tilanteissa alkuperäisen omistajan on helpompi myydä yhtiö, sillä halukkaita ostajia on markkinoilla enemmän ja mahdollisuus korkeampiin tuottoihin on suurempi molemmille osapuolille.

2.2 Pääomasijoitusyhtiö

Pääomasijoitusyhtiö on yhtiö, joka luo pääomarahastoja, joihin institutionaaliset sijoittajat sijoittavat varojaan. Pääomasijoitusyhtiö tekee sijoituspäätökset, valvoo rahaston sijoituksia ja kerää korvauksia edellä mainituista palveluistaan. Suurin osa pääomasijoitusyhtiöistä on yritysmuodoltaan kommandiittiyhtiöitä eli yhtiöitä, joissa on vähintään yksi vastuunalainen yhtiömies ja yksi äänetön yhtiömies. Alla olevassa kuviossa on pyritty kuvaamaan, miten pääomasijoittamista toteutetaan kommandiittiyhtiön kautta. (Talmor ja Vasvari 2011, 21-23)

Kuvio 1 Kommandiittiyhtiö pääomasijoittajana (Talmor ja Vasvari 2011, 22)



Morleyn (2014, 1232) mukaan jokainen yritys, jonka luokittelemme mielessämme pääomasijoitusyhtiöksi noudattelee samankaltaista organisaatorakennetta, jossa pääomarahasto ja pääomasijoitusyhtiö ovat erillisiä kokonaisuuksia. Pääomasijoitusyhtiöt keskittävät institutionaalisilta sijoittajilta keräämänsä varat sekä sijoituspäätöksiä tekevät rahastonhoitajat yhteen kokonaisuuteen eli pääomarahastoon. Kaikki muut työntekijät, ylempi johto sekä taseen omaisuus sijoitetaan erilliseen pääomasijoitusyhtiöön, joka hallinnoi lukuisia eri rahastoja. Talmorin

ja Vasvarin (2011, 21) mukaan rahastoja voidaan luokitella niiden sijoituskohteiden toimialojen, koon ja maantieteellisen sijainnin perusteella. Esimerkiksi suomalaisella pääomasijoitusyhtiö Capmanilla on tällä hetkellä 14 erilaista rahastoa, jotka eroavat sijoituskohteiltaan. Capmanin erilaisia rahastoja ovat tällä hetkellä esimerkiksi kasvu-, infrastruktuuri-, Venäjä- ja Buyout-rahastot (Capman 2019, tilanne 29.8.2019). Tällä tavalla Capman Oyj hallinnoi pääomasijoitusyhtiönä useita eri pääomarahastoja siten, että jokainen rahasto on oma kokonaisuutensa, jolla on omat rahastonhoitajansa, varansa ja institutionaaliset sijoittajansa.

Pääomarahastot eroavat tavallisista sijoitusrahastoista ja hedge-rahastoista merkittävimmin sijoituksesta luopumista koskevilla rajoituksillaan. Pääomarahastoissa exit-oikeudet ovat paljon rajoitetummat, sillä sijoittajat eivät voi lunastaa rahojaan pois, kuten sijoitusrahastoissa vaan heidän täytyy odottaa sijoitustensa realisoitumista jopa viidestä kymmeneen vuoteen. Toisaalta pääomarahastojen toimintaa sitovat yleensä tarkemmat sopimusoikeudelliset rajoitukset kuin tavallisia sijoitusrahastoja, mikä vahvistaa sijoittajien asemaa. Pääomarahastojen on esimerkiksi esiteltävä huomattavasti yksityiskohtaisemmin sijoitusstrategiansa, kuin tavallisiin osakkeisiin sijoittavan sijoitusrahaston. Toiseksi pääomarahastoihin sijoittamista koskevissa sopimuksissa määritellään yleensä oikeus, jolla sijoittajat voivat lakkauttaa rahaston, mikäli tietty rahastonhoitaja kuolee, lähtee tai ei muuten pysty käyttämään tarpeeksi aikaansa rahaston hoitamiseksi. Tällaista oikeutta ei ole hedge- tai sijoitusrahastoissa. (Morley 2014, 1254-1255).

Pääomarahastojen keskimääräinen elinaika on viidestä kymmeneen vuoteen ja pääomasijoitusyhtiöt perustavat uuden rahaston yleensä heti sen jälkeen, kun edellisen rahaston investointivaihe on päättynyt. Tällä tavalla pääomasijoitusyhtiöillä on samaan aikaan useita eri rahastoja eri elinkaaren vaiheissa (Morley 2014, 1254-1255 sekä Talmor ja Vasvari 2011, 25). Morleyn (2014, 1254) mukaan Pääomasijoitusyhtiön menestyksen mittari onkin siten pääomarahastojen menestys. Pääomasijoitusyhtiöiden on helpompi houkuttaa uusia sijoittajia uusiin rahastoihin, mikäli sen aiemmat rahastot ovat osoittautuneet tuottoisiksi. Seuraavassa luvussa tarkastellaan tarkemmin buyout-sijoittamista ja sen eri muotoja.

2.3 Buyout-sijoittaminen

Buyout-sijoittaminen tai leveraged buyout-sijoittaminen (LBO) on yksi pääomasijoittamisen muoto, jossa sijoituskohteena on kypsemmän vaiheen yhtiöitä, joilla on takanaan useampia tilikausia ja, joiden arvonmäärityksessä voidaan käyttää hyväksi historiallisia tilinpäätöstietoja. Buyout-sijoitukseen liittyy vahva velkarahan osuus, jonka avulla pääomasijoitus saadaan tehtyä. Tämän lisäksi buyout-rahaston toimintaperiaatteisiin liittyy yleensä kohdeyhtiön osake-enemistön hankkiminen, jolloin rahasto pystyy vaikuttamaan yrityksen kehitykseen haluamallaan tavalla (Fürth ja Rauch 2015, 811-813; Talmor ja Vasvari 2011, 29-30). Seuraavassa kappaleessa avataan buyout-sijoituksia tekevän pääomasijoitusyhtiön toimintaa kohdeyhtiössä.

Fürth ja Rauch (2015, 811-813) määrittelevät buyout-sijoituksia tekevän pääomasijoitusyhtiön liiketoiminnan seuraavasti: pääomasijoitusyhtiö ostaa enemmistöosuuden kohdeyhtiöstä ja alkaa uudelleen järjestelemään yhtiön toiminta- ja rahoitusmalleja omien etujensa mukaisiksi. Luodakseen arvoa sijoitukselleen pääomasijoitusyhtiön on kohdistettava paljon vaikutusvaltaansa kohdeyhtiössä, jotta se saa toteutettua haluamansa uudistukset. Tämä toimenpide toteutetaan yleensä hankkimalla suurin osa kohdeyhtiön osakkeista ja asettamalla pääomasijoitusyhtiön portfolion hoitajia kohdeyhtiön hallitukseen. Exit-vaiheessa pääomasijoitusyhtiö voi kohdata haasteita yrittäessään irtautua kohdeyhtiöstä siten, että se saa katettua kulut ja tuotettua lisäarvoa alkuperäiselle sijoitukselleen sekä ajalle, joka kohdeyhtiön hallintaan on kulunut. Irtautumisvaihe on siten ratkaiseva buyout-sijoituksia tekevälle yhtiölle, koska vain voitollinen myynti tuottaa arvoa pääomasijoitusyhtiölle.

Yksi buyout-sijoittamisen muoto on secondary buyout-sijoittaminen (SBO), johon viitattiin jo aiemmassa kappaleessa. Secondary buyout tarkoittaa ostavan pääomasijoitusyhtiön näkökulmasta yritysostoa, jossa myyvänä osapuolena on toinen pääomasijoitusyhtiö. Jopa 60% kaikista buyout-sijoituksista on niin sanottuja SBO-sijoituksia, joissa sekä ostavana, että myyvänä osapuolena toimii pääomasijoitusyhtiö. SBO:t eli niin sanotut toisen kierroksen sijoitukset tuovat mukaan yleensä uuden omistusrakenteen, jolloin uudet pääomasijoittajat tulevat johtoon ja vanhat sijoittajat sekä mahdollisesti osa yrityksen entisistä johtajista poistuvat (Bonini 2015, 432 ja Cumming ym. 2007, 456).

Boninin (2015, 432-433) mukaan SBO-sijoitusten osuus kaikista LBO-sijoituksista oli huipussaan ennen finanssikriisiä (2007-2009). Nopean laskun jälkeen SBO-sijoitusten määrä on lähtenyt tasaiseen kasvuun ja on tällä hetkellä jo yli 60 prosenttia kaikista buyout-sijoituksista. SBO-sijoitukset eroavat kaikista muista pääomasijoittamisen muodoista, koska siinä sekä ostavana, että myyvänä osapuolena on pääomasijoitusyhtiö toisin kuin muissa sijoitustavoissa. SBO-sijoitukset herättävätkin kysymyksen, miten niin sanottu toisen kierroksen ostaja pystyy muokkaamaan ja tehostamaan kohdeyhtiön toimintaa verrattuna alkuperäisen pääomasijoituksen tehneeseen yhtiöön (Bonini 2015, 423-433). Degeorgen Martinin ja Phalippoun (2016, 139-140) tekemän tutkimuksen mukaan SBO:t menestyvät paremmin ja tuottavat enemmän arvoa omistajilleen silloin, kun yrityskauppa tapahtuu pääomasijoitusyhtiöiden, joiden johtohenkilöillä on erilainen koulutus tai erilainen työhistoria takanaan. Tämän lisäksi SBO:t tuottavat arvoa sijoittajilleen silloin, kun globaali rahasto ostaa kohdeyhtiön omistuksen paikalliselta ja pienemmältä rahastolta.

Toinen merkittävä buyout-sijoittamisen muoto on management buyout (MBO) eli yritysosto, jossa ostavana osapuolena toimii yrityksen toimiva johto. Tässä buyout-sijoittamisen muodossa yrityksen toimiva johto sijoittaa merkittävän summan omaa varallisuuttaan yhdessä pääomasijoitusyhtiön kanssa ostaakseen äänienemmistön yhtiön vanhoilta omistajilta. Toimivalla johdolla on tällöin etu, koska he tietävät, mitä he ovat ostamassa ja kuinka yrityksestä voi kehittää entistäkin tuottoisamman (Talmor ja Vasvari 2011, 271). Kamoton (2017, 55-56)

tutkimuksen mukaan MBO-sijoituksen tekemisessä ostavaa yritysjohtoa motivoivat yrityksen johdon ja osakkeenomistajien näkemysten yhtenäistäminen sekä organisaation toiminnan tehostaminen. Tutkimuksen mukaan MBO-sijoitukset ovat lisäksi kasvattaneet investointien määrää, jotka ovat johtaneet uusiin innovaatioihin, uusien tuotteiden kehittämiseen, uusiin keksintöihin ja patenttien hakemiseen. Seuraavassa luvussa esitellään pääomasijoittamista ja pääomasijoitusyhtiöiden toimintaa Suomessa.

2.4 Buyout-sijoitustoiminta Suomessa

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n jäsenenä on 68 pääomasijoitusyhtiötä ja yhdeksän rahastosijoittajaa (09/2019). Suomalaisia pääomasijoitusyhtiöitä voidaan luokitella sijoituskohteiden toimialan, sijoituksen kokoluokan tai sijoitusmuodon perusteella eri tyyppisiin yhtiöihin. Tämän tutkimuksen kannalta olennaisimpia eli buyout-sijoittamista harjoittavia pääomasijoitusyhtiöitä on Pääomasijoittajat ry:n tekemän luokittelun mukaan 33 kappaletta, joista osa sijoittaa myös alkuvaiheen yrityksiin. Suurimmalla osalla näistä yhdestätoista pääomasijoitusyhtiöstä on useampia eri rahastoja, mikä mahdollistaa sijoittamisen erilaisiin yhtiöihin. Syynä tähän on pääomasijoitusyhtiön oman toiminnan riskien hajauttaminen sekä institutionaalisten sijoittajien sijoitusvalinnan helpottaminen. (Pääomasijoittajat ry 2019)

Suomalaisiin yrityksiin sijoitettiin vuonna 2018 yhteensä 1,3 miljardia euroa buyout-sijoitusten kautta. Näistä sijoituksista noin 420 miljoonaa tuli suomalaisilta pääomasijoittajilta ja loput noin 870 miljoonaa euroa tulivat ulkomaisilta sijoittajilta. Suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt tekivät lisäksi 27 miljoonan euron arvosta buyout-sijoituksia ulkomaisiin kohdeyhtiöihin. Täten yli 90% kaikista suomalaisten tekemistä buyout-vaiheen sijoituksista kohdistui suomalaisin yrityksiin.

Suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt sijoittivat vuoden 2018 yhteensä 89 eri yhtiöön eli keskimääräisen sijoituksen koko on ollut noin 5 miljoonaa euroa. Täten Ehdottomasti suurin osa (70 prosenttia) pääomasijoitusrahastoihin sijoitettua varoista tulee Suomesta. Loput 30 prosenttia tulevat pääosin Euroopasta ja vain noin kahden prosentin osuus Euroopan ulkopuolelta. Euroopassa ulkomaa-laisten varojen osuus rahastoissa on 40 prosenttia eli Suomessa ulkomaa-laisten varojen osuus rahastojen pääomasta on jonkin verran Euroopan keskiarvoa matalampi. Syynä tähän voivat olla Suomen pohjoinen sijainti sekä työeläkevakuutusyhtiöiden vahva asema suomalaisessa pääomasijoituskentässä (Pääomasijoittajat ry 2019).

Toimialat, jotka keräävät suomalaisessa pääomasijoituskentässä eniten sijoituksia ovat B2B-palveluja tarjoavat yritykset, ICT eli tieto- ja viestintätekniikka yritykset, rakennusteollisuuden yritykset, kuluttajille palveluita tuottavat yritykset, energia- ja ympäristötekniikkapalveluita tarjoavat yritykset sekä bioteknologia ja terveydenhoito yritykset. Vuonna 2018 40 prosentin osuuden kaikista sijoituksista keräsivät tuotteita ja palveluita toisille yrityksille tuottavat yritykset eli

B2B-yritykset. B2B-yritysten osuus kaikista buyout-sijoituksista oli hieman alle 40 prosenttia. Vielä kymmenen vuotta aiemmin B2B-yritykset keräsivät noin 50 prosentin osuuden kaikista sijoituksista. Asemansa vakiinnuttaneita toimialoja ovat B2C-palveluita tuottavat yritykset, ICT-yritykset, rakennusteollisuuden yritykset sekä energia- ja ympäristötekniikan yritykset. Jokaisen toimialan osuus on pysynyt viimeisen kymmenen vuoden aikana hieman yli tai alle kymmenen prosentin. Merkittävintä kasvua ovat tehneet bioteknologia ja terveydenhoito yritykset, jotka ovat kasvattaneet osuutensa kymmenessä vuodessa viidestä prosentista kymmeneen prosenttiin. Seuraavissa luvuissa esitellään tarkemmin suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden ja -rahastojen toimintaa.

2.5 Pääomasijoitusyhtiöiden ja -rahastojen toiminta Suomessa

Suomessa yleisin pääomasijoittamista varten perustettu yhtiö on kommandiittiyhtiömuotoinen pääomasijoitusrahasto. Kommandiittiyhtiön ainoana vastuunalaisena yhtiömiehenä toimii rahaston toiminnasta vastaava osakeyhtiö ja äänettömänä yhtiömiehenä varakkaat yksityiset ja institutionaaliset sijoittajat, kuten eläke- ja vakuutusyhtiöt. Tämän lisäksi rahastoa hallinnoiva osakeyhtiö on sijoittanut rahastoon oman panoksensa, jonka takia osakeyhtiön asema rinnastuu myös äänettömän yhtiömiehen asemaan. Täten voidaan havaita, että suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden ja -rahastojen rakenne on samanlainen kuin kappaleessa 2.3 esitelty rahastorakenne, joka kuvasi yleisintä rahastomallia globaalilla tasolla (Hidén ja Tähtinen 2005, 39-43).

Hidénin ja Tähtisen (2005, 39-43) mukaan on olemassa neljä syytä, minkä takia pääomarahastojen rakenne on yleensä kommandiittiyhtiö. Ensimmäiseksi kommandiittiyhtiö mahdollistaa joustavasti yhtiömiesten keskinäisistä suhteista sopimisen, koska lainsäädäntö ei rajoita kommandiittiyhtiön päätösten tekemistä yhtä paljon kuin esimerkiksi osakeyhtiön. Toiseksi kommandiittiyhtiö ei ole itsenäinen verosubjekti vaan rahaston tuotot verotetaan kultakin yhtiömieheltä erikseen. Tällä verotusperusteisella seikalla on suuri merkitys etenkin rahastosijoituksia tekevien julkisten verovapaiden sijoittajien osalta. Kolmanneksi sijoitettava pääoma ei odota turhaan lopullista sijoitusta rahaston hallussa vaan rahat sijoitetaan rahastoon vasta, kun sijoituspäätös on jo tehty. Neljänneksi ja viimeiseksi seikaksi Hidén ja Tähtinen (2005, 39-43) mainitsevat kommandiittiyhtiön yleisen periaatteen eli sen, että hallinnointiyhtiöllä on rajoittamaton vastuu rahaston toiminnasta, kun taas äänettömien yhtiömiesten eli sijoittajien vastuu rajoittuu pelkästään heidän rahastoon sijoittamaansa pääomaan.

3 BUYOUT-VAIHEEN ARVONMÄÄRITYS JA RISKIENHALLINTA

Ennen tarkempaa perehtymistä arvonmääritykseen on hyvä määritellä, mitä arvo on. Tässä kontekstissa arvon määrittelyä käytetään hyväksi Kansainvälisiä arviointistandardeja (2013, 13), jotka määrittelevät arvon seuraavasti: ”Arvo ei ole tosiasia vaan mielipide joko:

- a) todennäköisimmästä hyödykkeestä vaihdossa maksetusta hinnasta, tai
- b) hyödykkeen omistamisen hyödyistä”

Kansainväliset arviointistandardit keskittyvät hyödykkeen arvoon, mutta samaa määritelmää voidaan käyttää myös pääomasijoittamisessa. Pääomasijoittajat eli ostava osapuoli sekä kohdeyrityksen omistajat eli myyvä osapuoli pyrkivät löytämään yhteisen mielipiteen kauppahinnasta ja ehdoista korvaukseksi omistusuudesta kohdeyrityksestä. Näitä neuvottelu- ja kauppatilanteita varten tarvitsemme arvonmääritystä, jolloin ostavan ja myyvän osapuolen näkemyksiä yrityksen todellisesta arvosta ja hinnasta saadaan lähemmäksi toisiaan. Tässä tutkimuksessa keskitytään arvonmääritysmenetelmiin, jotka soveltuvat yrityksiin, joilla on jo vakiintunutta liiketoimintaa ja useampia tilikausia takanaan.

3.1 Arvonmääritysprosessi

DiGabriele ja Riley (2018) jakavat yrityksen arvonmäärityksen kolmeen eri lähestymistapaan:

1. yrityksen varojen analysointiin
2. yrityksen tulojen analysointiin ja
3. markkina-analyysiin

Myös Smith (2012) esittää tutkimuksessaan yrityksen arvonmääritystavoiksi varallisuusanalyysin, tulevaisuuden kassavirtojen arvonmäärityksen sekä markkina-analyysin. Samankaltaisia analysointitapoja esittävät myös suomalaiset Kallunki ja Niemelä (2007) teoksessaan ”Uusi yrityksen arvonmääritys”, jossa he jakavat yrityksen arvonmäärityksen kolmeen eri vaiheeseen eli strategiseen analyysiin, tilinpäätöksen analysoimiseen sekä yrityksen tulevan kehityksen analysoimiseen. Edellä mainittujen arvonmääritystapojen välillä ei ole merkittäviä eroja, sillä kaikkien mielestä yrityksen varojen sekä tulevaisuuden tulojen analysointi on olennaista arvonmäärityksessä. Smith (2012) sekä DiGabriele ja Riley (2018) mainitsevat arvonmäärityksen kolmanneksi vaiheeksi markkina-analyysin. Kallunki ja Niemelä (2007) eivät pidä markkina-analyysia yhtenä yrityksen arvonmääritysvaiheista, vaan he käyttävät sen sijaan strategista analyysia, johon

sisältyvä ulkoinen analyysi keskittyy kohdeyrityksen toimialan analysoimiseen. Toimiala-analyysissa tutkitaan koko toimialan tulevaisuuden näkymiä sekä analysoidaan yrityksen tämän hetkistä ja tulevaisuuden tilaa suhteessa samalla alalla toimiviin kilpailijoihin.

Yrityksen varojen analysoinnissa eli varallisuusanalyysissä keskitytään tarkastelemaan yrityksen varoja ja velkoja. Käytännössä tämä tarkoittaa yrityksen taseen analysointia. Yrityksen varallisuusanalyysiin yhdistetään yleensä substanssiarvon käsite, jota voidaan pitää matalimpana hintana, joka yrityksestä voidaan maksaa. Substanssiarvon laskeminen on yksinkertaista, sillä sen mukaan yrityksen arvo saadaan vähentämällä taseella esiintyvistä varoista velat. DiGabriele ja Riley (2018) mainitsevat tutkimuksessaan myös substanssiarvon huonoja puolia: ensimmäiseksi taseella esiintyvät varat on hinnoiteltu niiden historiallisen arvon mukaan eivätkä ne välttämättä vastaa nykypäivän arvoa, toiseksi substanssiarvo ei huomioi millään tavalla varojen potentiaalia tuoda lisäarvoa. Esimerkkinä substanssiarvo laskee vain maa-alueen arvon, mutta ei sitä potentiaalia, mihin tätä maa-aluetta voidaan hyödyntää. Varallisuusanalyysillä voidaan siten määritellä yrityksen hinta, jos sen kaikki varat, joista on miinustettu velat realisoitaisiin rahaksi, mikä ei ole pääomasijoittajan syy sijoittaa yritykseen. Substanssiarvoa käytetäänkin usein konkurssiin ajautuvien yhtiöiden arvonmäärittelyssä. (Smith 2012, 6-7).

Toinen lähestymistapa yrityksen arvonmäärittelyssä on yrityksen tulojen analysointi, joka perustuu yrityksen tulevaisuuden kassavirtojen analysoimiseen. Tässä analyysitavassa yritykseen tulevaisuudessa virtaavat rahat sekä yrityksestä pois lähtevät rahavirrat muutetaan nykyhetken arvoonsa diskonttaamalla. Diskonttaamisen avulla yrityksen tulevaisuuden tuotot voidaan tehdä vertailukelpoisiksi yrityksen tämän hetken tuottojen kanssa. Yksi tunnetuimmista ja käytetyimmistä rahavirtojen analysointimenetelmistä on diskontatun kassavirran menetelmä, joka esitellään tarkemmin seuraavissa kappaleissa. Yhteen virkkeeseen tiivistettynä diskontatun kassavirran menetelmässä yrityksen arvo laskeaan arvioimalla yritykseen tulevat ja yrityksestä lähtevät tulevaisuuden kassavirrat sekä diskonttaamalla ne diskonttokorkoa käyttämällä nykyhetken arvoon (Gajek ja Kuciński 2017, 1-19).

Markkina-analyysissä kohdeyrityksen arvo pyritään määrittelemään etsimällä jo tapahtuneita yrityskauppoja, joihin kohdeyritystä voidaan verrata. Esimerkiksi kohdeyhtiön liiketoimintaa, aineettomia hyödykkeitä ja toimialan kehitystä pyritään vertaamaan vastaavanlaisiin yrityksiin, joiden koko liiketoiminta tai osia liiketoiminnasta on myyty aiemmin. Markkina-analyysillä pyritään löytämään jo toteutuneita verrokkikauppoja, joiden perusteella kohdeyhtiön arvo voidaan määritellä. Tämän jälkeen tarkastellaan kohdeyhtiön mahdollisia eroja verrokeistaan ja analysoidaan, ovatko erot arvoa nostavia vai laskevia. Tämän analyysitavan suosio on noussut, koska julkisen informaation määrä yrityskaupoista on kasvanut runsaasti viime vuosien aikana (DiGabriele ja Riley 2018, 20). Esimerkiksi palveluntarjoajat, kuten Mergermarket ja Factset keräävät tietoja

maailmalla tapahtuvista yrityskaupoista ja keräävät siitä dataa, jota pääomasijoittajat, yritysanalyytikot ja yritystä myymässä olevat yrittäjät voivat käyttää hyväkseen korvausta vastaan.

3.2 Buyout-vaiheen yrityksen arvonmääritys

Lähes jokaiseen sijoitukseen pätee sama lainalaisuus: sijoitus on onnistunut vain silloin, kun siitä saatavat tuotot saavuttavat tai ylittävät sille asetetut tuotto-odotukset. Pääomasijoittajien suurimpia haasteita onkin valita juuri ne oikeat sijoituskohteet siten, että edellä mainittu vaatimus täyttyy. Seuraavissa kappaleissa esitellään tarkemmin LBO-mallintamista, joka on keskeinen osa buyout-vaiheen yrityksen arvonmäärittämistä sekä muita arvonmääritysmenetelmiä, jotka sisältyvät yleensä LBO-malliin.

3.2.1 LBO-mallinnus

LBO eli leveraged buyout on pääomasijoittamisen muoto, jossa vieraan pääoman osuus kauppasummasta on merkittävä, kuten aiemmissakin kappaleissa on mainittu. LBO-mallinnus on siten arvonmääritysmalli, joka luodaan buyout-rahastoon sijoittaneita institutionaalisia sijoittajia ja kohdeyrityksen omistajia varten. LBO-mallinnuksen pitää tehdä selväksi vähintään kaksi asiaa. Ensimmäiseksi myyjän pitää hyväksyä mallinnettu kauppahinta sekä, miten maksu toteutetaan. Toiseksi sijoittajien pitää saada riittävästi tuottoja, jotka korvaavat riskit, joihin he ovat sitoutuneet. Jotta edellä mainitut vaatimukset toteutuvat, LBO-mallissa pitää esittää tietoja kauppahinnasta, tuotto-odotuksista sekä kaupan rahoitusrakenteesta. LBO-mallinnuksen avulla pyritään saavuttamaan optimaalinen pääomasijoitus ja sen luomista voidaankin pitää vähimmäisvaatimuksena LBO-sijoitukselle. Kuten pääomasijoittamiseen yleensäkin, myös LBO-mallinnukseen sisältyy runsaasti epävarmuuksia esimerkiksi rahoitusrakenteen ja tulevaisuuden tuottojen toteutumisesta. Tästä syystä mallin antamiin tuloksiin tulee suhtautua varauksella ja mallin luomisessa kannattaa käyttää mahdollisimman laajasti ja monipuolisesti erilaista tietoa (Talmor ja Vasvari 2011, 283-306).

Koko kohdeyhtiön arvonmääritys voidaan asettaa LBO-mallin alle. LBO-mallin luominen voidaan jakaa kahteen eri vaiheeseen: mallin rakentamiseen sekä rakennetun mallin analysointiin ja optimointiin. Mallin rakentaminen alkaa yleensä historiallisten tilinpäätöstietojen analysoimisella sekä olennaisimpien erien ja tunnuslukujen laskemisella. Tämä vaihe toteutetaan yleensä hyödyntäen Exceliä tai vastaavaa työkalua, joka laskee yleisimmät tunnusluvut suoraan tietokantaan syötettyjen lukujen perusteella. Tämän takia LBO-mallin rakennusvaihe ei pidä sisällään syvempää analyysia tuloksista. LBO-mallinnuksen toisessa vaiheessa analysoidaan ja muokataan jo tähän mennessä rakennettua LBO-mallia. Pääomasijoitusyhtiö pyrkii tekemään päätöksiä, joiden avulla yrityksen tulosta voidaan parantaa ja täten optimoimaan koko yrityskaupan rakennetta.

Tätä analysoinnin ja optimoinnin vaihetta voidaan pitää iteratiivisena eli moneen kertaan toistettavana prosessina, jossa saatuja tuloksia analysoidaan erilaisilla skenaario- ja herkkyysoanalyysillä. Tässä vaiheessa tehdään lukuisia päätöksiä koskien lopullista kauppahintaa sekä tulevan kaupan velka- ja pääomarakennetta. Tässä vaiheessa luodaan myös strategia sijoitusperiodin lopussa hämmöttävälle sijoituksesta irtautumiselle eli sijoituksen realisoinnille. LBO-mallinnus on siten mahdollisimman realistinen mallinnus koko sijoitusprosessista aina irtautumiseen saakka. Tätä varten pääomasijoitusyhtiöt hyödyntävät saatavissa olevaa informaatiota mahdollisimman laaja-alaisesti ja pyrkivät luomaan erilaisia skenaarioita ennustamaan sekä yrityksen, että toimialan tulevaisuuden kehitystä. (Talmor ja Vasvari 2011, 283-306)

3.2.2 Sisäisen korkokannan menetelmä

Sisäisen korkokannan menetelmä (IRR) on yksinkertainen mittari, joka antaa tulokseksi vain yhden luvun, mikä tekee eri sijoitusten välisen vertailun helpoksi. Toisaalta mittarin yksinkertaisuus peittää alleen sen käyttämisen aiheuttamat ongelmat sijoituksia vertailtaessa. Jokainen pääomasijoittaja tietää, että historialliset tuotot eivät ole tae tulevaisuuden menestyksestä. Siitä huolimatta menneisyyden vaikutus sijoituspäätöstä tehdessä on kiistaton. Tästä syystä moni pääomasijoittaja haluaa selvittää minkälaisia tuottoja sijoituskohde on pystynyt tuottamaan aiempina vuosina (Patrick ja French 2016, 665-666)

Pääomasijoittaja saavuttaa vaaditun tuottoosaston, mikäli yrityksen tuottama kassavirta on tismalleen sama kuin ennustettu kassavirta ja hankittu osuus kohdeyrityksestä on osattu hinnoitella oikein tulevien kassavirtojen ennusteen mukaisesti. Jos tulevaisuuden kassavirrat ovat ennusteita suuremmat saavutettu tuottoosasto on korkeampi kuin tavoite tuotto. Vastaavasti todellinen tuotto on pienempi kuin tavoiteltu, mikäli tulevaisuuden kassavirrat jäävät ennusteista. Sisäisiä korkokantoja on täten kaksi kappaletta: etukäteen laadittu tuottovaatimus (ante IRR) ja todellisuudessa saavutettu tuottoosasto (post IRR). Englanninkielisessä tutkimuskirjallisuudessa molempiin saatetaan viitata samalla nimellä (IRR), mutta suomeksi termit on helppo erotella tuottovaatimukseksi ja saavutetuksi tuotoksi (Patrick ja French 2016, 665-666).

Matemaattisesti sisäinen korkokanta on korko, jolla diskontattujen kassavirtojen nykyarvojen summaksi tulee nolla. Sisäinen korkokanta on siis diskonttokorko, jolla investoinnin kassavirtojen nettonykyarvojen summaksi saadaan nolla. Nettonykyarvoa tarkastellaan tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

Kaava 1 Sisäinen korkokanta (Patrick ja French 2016, 665)

$$0 = \sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1+i)^t}$$

C_t = Kokonaiskassavirta (positiivinen tai negatiivinen)

t = Ajanjakso sijoitushetkestä

i = Sisäinen korkokanta (IRR)

Sisäinen korkokanta on siten i :n arvo, jolla yhtälö toteutuu.

Patrick ja French (2016) nostavat tutkimuksessaan esille myös sisäisen korkokannan heikkouksia: sisäisen korkokannan menetelmä ei kerro pääomasijoittajalle mitään investointikohteen suuruudesta tai erottele saatavia kassavirtoja määrätyn ajanjakson sisällä. Tämän lisäksi sisäisen korkokannan menetelmä olettaa, että kaikki saadut kassavirrat pystytään uudelleen investoimaan ja kaikki kassavirrat ovat yhtä riskisiä, mikä ei lähtökohtaisesti pidä paikkaansa. Sisäinen korkokannan menetelmä on helppokäyttöinen arvonmääritysmenetelmä, joka mahdollistaa eri sijoituskohteiden arvioinnin joko etu- tai jälkiteen. Toisaalta menetelmää ei pidä käyttää yksinään, sillä se sisältää paljon oletuksia ja rajoituksia.

Gompersin, Kaplanin ja Mukharlyamovin (2016) tutkimuksen mukaan yksi käytetyimmistä sijoitusten arviointimenetelmistä on sijoitetun pääoman kerroin (MOIC), joka on yksinkertaistettu versio sisäisen korkokannan menetelmästä. Sijoitetun pääoman kerroin ei nimittäin huomioi rahan aika-arvoa, kuten sisäisen korkokannan menetelmä. Sijoitetun pääoman kerroin on yksi selkeimmistä sijoituksen arviointimenetelmistä, sillä se saadaan jakamalla sijoituksen tuotto siihen sijoitetulla pääomalla. Esimerkiksi, jos sijoitus tuottaa 10 yksikköä ja olet sijoittanut siihen alussa 2 yksikköä, on sijoitetun pääoman kertoimesi 5 ($10/2$). Kaava ja laskentatapa on äärimmäisen yksinkertainen ja nopea, mikä tekee eri sijoitusten välisen vertailun helpoksi. Menetelmä ei kuitenkaan huomioi aikaa, joten sijoitus, joka realisoituu kymmenessä vuodessa ja sijoitus, joka realisoituu viidessä vuodessa antavat saman sijoitetun pääoman kertoimen. Tämän lisäksi menetelmän avulla on hankala arvioida sijoituksia etukäteen, koska tulevaisuuden tuottoihin sisältyy yleensä merkittävä riski.

3.2.3 Diskontatun kassavirran menetelmä

Kuten jo aiemmin mainittiin diskontatun kassavirran menetelmä (DCF), on yksi käytetyimmistä yrityksen arvonmääritystekniikoista. Osoituksena menetelmän suosiosta kertoo Brothersonin ym. (2014) tekemä tutkimus, jossa he haastattelivat yhdentoista merkittävän investointipankin analyytikkoa. Jokainen yhdestätoista analyytikosta sanoi käyttävänsä diskontatun kassavirran menetelmää määritellään kohdeyhtiölle arvoa. Brothersonin ym. (2014, 45) tutkimuksen mukaan diskontatun kassavirran menetelmää ei käytetty yrityksiin, jotka olivat vielä alkuvaiheessaan, jolloin niiden tulevaisuuden rahavirtoihin sisältyi vielä suuri epävarmuus. Kaikki investointipankit käyttivät menetelmää silloin, kun kohdeyrityksenä oli suurempi ja vakaampi yritys eli mahdollisen buyout-sijoituksen kohteena oleva yritys.

Diskontatun kassavirran menetelmässä yrityksen tulevaisuuden rahavirrat diskontataan nykyhetken arvoonsa käyttämällä diskonttokorkoa apuna. Menetelmässä arvioidaan yritykseen tulevat ja yrityksestä lähtevät rahavirrat seuraavien vuosien aikana. Diskonttokorko voi olla, mikä tahansa sijoittajien määrittelemä korko, jonka avulla tulevaisuuden rahavirrat muutetaan verrannollisiksi nykyhetken kanssa. Diskonttokorko on pienimmillään riskittömän sijoituksen

korkeus ja maksimissaan, mikä tahansa sijoittajien asettama tuottovaatimus sijoittamalleen pääomalle. Yksi yleisimmistä käytetyistä diskonttokoroista on pääoman keskimääräinen kustannus (WACC, Weighted Average Cost of Capital) eli yrityksen oman ja vieraan pääoman tuottovaatimus verojen jälkeen (Frank ja Shen 2016, 303).

Kaava 2 Pääoman keskimääräinen kustannus (Frank ja Shen 2016, 303)

$$r_{wacc} = \frac{E}{V} r_E + \frac{D}{V} r_D(1-tc)$$

E = Oman pääoman määrä

D = Vieraan pääoman määrä

V = Oman ja vieraan pääoman määrä

r_E = Oman pääoman kustannus

r_D = Vieraan pääoman kustannus

tc = Verokanta

Kun sijoittajat ovat määritelleet käytettävän diskonttokoron he voivat muuttaa tulevaisuuden rahavirrat nykyhetken arvoiksi ja siten analysoida tarkemmin mahdollisia sijoituskohteita.

Gajekin ja Kucińskin (2017, 1-2) mukaan diskontatun kassavirran laskemisen haasteita ovat epävarmuus siitä, minkä suuruisia tulevaisuuden rahavirrat ovat ja, milloin nämä rahavirrat saavutetaan. Kumpikin näistä epävarmuustekijöistä aiheuttaa epätarkkuuksia laskentaan. Kuten Brotherson ym. (2014) totesivat, diskontatun kassavirran menetelmää ei käytetä alkuvaiheen yritysten arvonmäärityksessä, koska epävarmuustekijät tulevaisuuden rahavirroista ovat liian suuret. Menetelmä on helppokäyttöinen ja kuvaa yksinkertaisesti sekä ymmärrettävästi yrityksen mahdollisia tulevaisuuden tuottoja, mikä helpottaa pääomasijoittajien arvonmääritystä. Diskontatun kassavirran menetelmää käytetään myös yrityksen nettonykyarvon laskemisessa, mitä käsitellään seuraavassa kappaleessa.

3.2.4 Nettonykyarvomenetelmä

Nettonykyarvomenetelmä (NPV) tai tilinpäätösperusteinen tuottoarvomenetelmä on arvonmääritysmenetelmä, jota voidaan hyödyntää, kun arvioidaan investoinnin, kuten pääomasijoituksen kannattavuutta. Marchionin ja Magnin (2018, 361-362) mukaan nettonykyarvoa voidaan pitää teoreettisesti luotettavimpana arvonmääritysmenetelmänä, koska se kuvaa osakkeenomistajan sijoitukselleen saaman arvon. Nettonykyarvomenetelmässä investoinnin tai yrityksen nykyarvo saadaan diskonttaamalla tulevaisuuden rahavirrat nykyhetken arvoonsa ja vähentämällä niistä investointikulut. Yksinkertaisimmillaan investointi tai sijoitus kannattaa toteuttaa, mikäli laskelman tulos on positiivinen ja hylätä, jos se on negatiivinen (Gollier 2010, 143-144; Gradl ym. 2009, 152-153; Mahmoodzadeh ym. 2007, 271).

Alla on esitetty yksinkertainen nettonykyarvon kaava.

Kaava 3 Nettonykyarvonmenetelmä (Crowder ja Reganold 2015, 7611-7616)

$$NPV = NR_t / (1 + i)^t$$

NPV=Nettonykyarvo

NR=Nettotuotto

t=Aika vuosina

i=Diskonttokorko

Crowderin ja Reganoldin (2015, 7611-7616) kaavan mukaan sijoituskohteen nettotuotot (Nettotuotot - investointikulut) diskontataan nykyhetken arvoonsa, jolloin saadaan tietää tuottaako yritys positiivisen vai negatiivisen tuoton. Menetelmän teoreettisena peruslähtökohtana on, että kaikki positiivisen nettonykyarvon tuottavat sijoitukset kannattaa toteuttaa, mikä ei kuitenkaan käytännössä ole mahdollista. Esimerkiksi rajallisten resurssien ja sijoitusprosessin pituuden vuoksi pääomasijoitusyhtiöt pyrkivätkin valitsemaan vain parhaan nettonykyarvon tuottavia yrityksiä sijoituskohteikseen.

Nettonykyarvon käytössä, kuten kaikissa arvonmääritysmenetelmissä on hyviä ja huonoja puolia. Nettonykyarvomenetelmän hyvinä puolina voidaan pitää sen helppoa laskemista sekä selkeää tulosta, mitkä tekevät eri sijoituskohteiden välisen vertailun helpoksi. Tämän lisäksi nettonykyarvomenetelmä ottaa huomioon rahan aika-arvon. Negatiivisina puolina nettonykyarvomenetelmässä voidaan pitää tulevaisuuteen liittyvää epävarmuutta ja kassavirtojen arvioinnin haastavuutta. Muita menetelmän huonoja puolia ovat kuvitelma siitä, että rahavirrat tulevat vuosittaisina erinä sekä oikeanlaisen diskonttokoron valitseminen. Tästä huolimatta nettonykyarvomenetelmä on yleisesti käytetty ja hyväksytty arvonmääritysmenetelmä sijoitusvaihtoehtoja arvioitaessa (Lilford, Maybee ja Packey 2018, 525-531; Mahmoodzadeh ym. 2007, 271; Marchioni ja Magni 2018, 366).

Nettonykyarvomenetelmässä on paljon samankaltaisuuksia diskontatun kassavirran ja sisäisen korkokannan menetelmien kanssa. Kaikki kolme mallia perustuvat tulevaisuuden kassavirtojen ennustamiseen ja niiden nykyarvoon muuttamiseen diskonttokorkoa hyväksi käyttäen, mikä tuo jokaiseen menetelmään paljon epävarmuutta ja niiden antamiin tuloksiin pitääkin suhtautua varauksella. Esimerkiksi Marchionin ja Magnin (2018, 366) mukaan sijoitukseen sisältyvä riski voidaan määritellä tulevaisuuden kassavirtojen heilahteluksi, joka aiheutuu tulevaisuuden stokastisuudesta (sattumanvaraisuudesta) ja sijoittajien rajallisesta informaatiosta. Nettonykyarvonmenetelmä ja diskontatun kassavirran menetelmä eroavat siinä, että NPV-malli käyttää diskontatun kassavirran menetelmää hyväkseen selvittääkseen tulevaisuuden kassavirtojen arvon eli niiden tuottaman tuoton. Tämän jälkeen NPV-malli vähentää tulevaisuuden kassavirroista vielä investointikustannukset, jolloin se pyrkii ennustamaan tarkan summan, minkä sijoitus tulee tuottamaan.

3.2.5 Vertailukauppa-arvo

Verrokkitransaktiot eli verrokkikaupat ovat yksi yleinen tapa määrittellä kohdeyritykselle arvo. Menetelmän tarkoituksena on löytää joko pörssiin listautuneita tai yrityskaupan kautta omistajaa vaihtaneita yrityksiä, joihin kohdeyritystä pystyttäisiin vertaamaan mahdollisimman tarkasti koon, toimialan ja maantieteellisen sijainnin perusteella. Menetelmässä yrityksen arvo saadaan kertomalla jokin tietty yrityksen tunnusluku, kuten käyttökate tai liikevaihto jonkin verrokkiyhtiön vastaavilla luvuilla. Esimerkiksi kohdeyhtiön käyttökate voidaan verrata johonkin saman toimialan pörssilistattuun yhtiöön ja katsoa, minkälaisen arvostuskertoimen pörssi-yhtiö on saanut omalle käyttökateelleen. (Finnerty ja Douglas 2004, 91; Serra ja Fávero 2018, 1974)

Finnerty ja Douglas (2004) nostavat tutkimuksessaan esille syyn, minkä takia pörssilistatun yrityksen käyttäminen verrokkina ei ole kaikista tarkin kohdeyrityksen arvonmäärittämismenetelmä. Kun pääomasijoittaja tekee kerroinvertailua voidaan pitää hyvänä lähtökohtana, että pörssilistatulla yhtiöllä käydään kauppaa päivittäin ja yrityksen tilannetta voidaan pitää verrattain vakaana. Kohdeyrityksessä taas on tapahtumassa omistajanvaihdos, joka aiheuttaa yleensä paljon muutoksia kohdeyrityksen liiketoiminnassa. Finnertyn ja Douglaksen mukaan pääomasijoittajien pitää osata huomioida tämä omistajanvaihdos, kun he vertailevat kertoimia ja pyrkiä asettamaan kohdeyhtiön arvostus tiettyjen kertoimien väliin.

Toinen merkittävä seikka, mihin vertailukauppa-arvon määrittämisessä pitää kiinnittää huomioita on oikeanlaisten verrokkiyhtiöiden valinta. Serra ja Fávero (2018) tutkivat, kuinka saman toimialan yritysten kertoimet muuttuivat, kun yhtiöiden maantieteellinen sijainti oli eri. Tutkimuksessaan he vertailivat saman toimialan yrityksiä Brasiliassa ja Yhdysvalloissa. Tutkimustuloksista selvisi, että neljän vuoden tarkasteluperiodin jälkeen yhdysvaltalaisen yritysten kertoimet olivat nousseet, kun taas brasilialaisten yritysten kertoimet olivat laskeneet, vaikka kaikki yritykset toimivat samalla toimialalla. Tämä tutkimustieto tuo haasteita esimerkiksi pienempien maiden, kuten Suomen vertailukauppa-arvojen määrittämiseen. Monilta toimialoilta ei löydy pörssilistattuja yrityksiä Suomesta, joten vastaavia pörssilistattuja verrokkiryhtiä joudutaan etsimään esimerkiksi muista Pohjoismaista, joka voi aiheuttaa epätarkkuuksia tarkkojen kertoimien määrittelyssä.

Edellisistä seikoista huolimatta vertailukauppa-arvoa voidaan hyvänä lähtökohtana yrityksen arvonmäärittämiselle, koska sen avulla saadaan nopea käsitys siitä, minkälaisia arvostuskertoimia muilla toimialan yrityskaupoilla on ollut. Mikäli pääomasijoittaja ei löydä sopivaa verrokkiyhtiötä julkisen kaupankäynnin kohteena olevista yrityksistä, hänen täytyy etsiä tietoa yrityskaupoista, joiden tiedot eivät ole välttämättä julkisia. Tämänkaltaisissa tilanteissa pääomasijoitus-yhtiö voi käyttää hyväkseen palveluntarjoajia, kuten Mergermarket tai PitchBook, jotka tarjoavat tietoa lähes kaikista maailman yrityskaupoista tiettyä kuu-kausimaksua vastaan.

3.3 Buyout-vaiheen sijoitukseen liittyvän riskienhallinta

3.3.1 SWOT-analyysi

SWOT-analyysi on alun perin Albert Humphreyn 1960-luvulla kehittämä analyysimenetelmä yrityksen strategian laatimiseen sekä yrityksen haasteiden tunnistamiseen ja niihin sopeutumiseen. SWOT-analyysi on saavuttanut asemansa yrityksen toiminnan suunnittelemisessa yli toimialarajojen ja monet johtajat pitävätkin sitä välttämättömänä työkaluna yrityksen strategian suunnittelussa. SWOT-analyysia voidaan käyttää kuitenkin hyväksi myös pääomasijoittamisessa, kun ostava osapuoli pyrkii arvioimaan kohdeyrityksen vahvuuksia ja heikkouksia. SWOT-analyysi tarkastelee yritystä neljän eri kategorian perusteella, joilla se tunnistaa yrityksen sisäisiä ja ulkoisia vahvuuksia sekä uhkia (Kolbina 2015, 75-76)

SWOT-analyysia voidaan hyödyntää yrityksen riskien tunnistamisessa ja arvonmäärittämisessä, koska siinä yritystä arvioidaan neljästä eri näkökulmasta. Ensimmäinen ja toinen arvioitava seikka liittyvät yrityksen sisäisiin vahvuuksiin (Strengths) ja heikkouksiin (Weaknesses), jotka voivat joko tukea tai tuhota yrityksen tulevaisuuden tavoitteet ja kasvuhaaveet. Esimerkiksi uniikki tuote tai tehokas tuotantomenetelmä ovat esimerkkejä yrityksen sisäisistä vahvuuksista. Sisäisiä heikkouksia voivat olla huono työilmapiiri tai osaamaton johto. Toiset kaksi näkökulmaa keskittyvät yrityksen ulkopuolisiin mahdollisuuksiin (Opportunities) ja uhkiin (Threats), jotka voivat mahdollistaa tai estää yrityksen kasvupotentiaalin. Ulkopuolisia mahdollisuuksia voivat olla esimerkiksi uudet innovaatiot ja teknologiat, jotka edistävät yrityksen toimintaan. Uhkia ja riskejä voivat olla haitalliset lainsäädännön muutokset tai uusien kilpailijoiden uhka tulla markkinoille. SWOT-analyysin suosio perustuu sen yksinkertaisuuteen ja helppokäyttöisyyteen (Phadermrod, Crowder ja Wills 2019, 194).

3.3.2 Due diligence

Due diligence on arvio kohdeyrityksen ostamiseen liittyvistä oikeudellisista, rahoituskellisista sekä taloudellisista riskeistä. Samalla se on pääomasijoitusprosessiin liittyvä osa, jolla hallitaan sijoitukseen sisältyvää riskiä ennen kuin sijoituspäätöstä on vielä tehty. Prosessissa pääomasijoittaja eli yrityskaupan ostava osapuoli pyrkii käymään kohdeyrityksen läpi mahdollisimman laaja-alaisesti ja huolellisesti. Due diligence ei ole arvonmäärittäminen, vaan ennen kaikkea riskienhallintamenetelmä, jolla pyritään ehkäisemään ikävien yllätysten paljastuminen kohdeyrityksestä ennen kuin kohdeyritykseen ollaan jo sijoitettu varoja. Due diligencen tarkoituksena on siten selvittää yrityskauppaan liittyviä riskejä ja vastuita. Prosessin laajuuden ja vaativuuden vuoksi due diligence saattaa kestää jopa useita viikkoja (Talmor ja Vasvari 2011, 81; Sinkin ja Putney 2014, 27).

Sinkin ja Putneyn (2014) mukaan due diligence-prosessi alkaa jo siitä hetkestä, kun mahdolliset kaupan osapuolet tapaavat ensimmäisen kerran. Todellinen ja intensiivisempi due diligence aloitetaan, kun molemmat osapuolet ovat hyväksyneet tulevan yrityskaupan pääperiaatteet. Heidän mielestään due diligence-prosessi voidaan jakaa kolmeen eri kategoriaan sen mukaan, mitä tietoa pääomasijoittajalla on kohdeyrityksestä. Ensimmäinen kategoria käsittää kaiken julkisen ja helposti saatavilla olevan informaation, kuten yrityksen tilinpäätös- ja taloustiedot menneiltä tilikausilta. Toiseen kategoriaan kuuluu informaatio, jonka saamiseksi yritys joutuu tekemään haastatteluja ja selvitystyötä, kuten työntekijä- ja asiakastyytyväisyyteen liittyviä seikkoja. Kolmas ja haastavin kategoria on informaatio, jonka voi omaksua vain olemalla yrityksessä läsnä. Tähän kategoriaan kuuluvat esimerkiksi laadunvalvontaprosessien toimivuus sekä avainhenkilöiden haastattelut. Mikäli due diligence-prosessissa törmätään odottamattomiin yllätyksiin, ostava yritys voi joko vetäytyä kaupasta, muokata kaupan ehtoja tai muokata omaa liiketoiminta- tai sijoitussuunnitelmaansa yrityskauppaa varten (Sinkin ja Putney 2014, 26-28).

Tässä tutkimuksessa due diligence tarkoittaa pääomasijoitusyhtiön tekemää kokonaisvaltaista kohdeyhtiön tarkastamista ennen sijoituspäätöstä. Due diligence voidaan jakaa useaan eri osa-alueeseen, kuten kohdeyrityksen johdon, toimialan, kilpailijoiden sekä markkinoiden tulevaisuuden näkymien tarkastamiseen. Samalla tarkastuksessa otetaan huomioon yritykseen kohdistuva operatiivinen ja taloudellinen riski. Pääomasijoitusyhtiö voi toteuttaa due diligencen joko yksin tai sitten se voi käyttää hyväkseen ulkopuolista tarkastajaa, kuten konsultti- tai tilintarkastuspalveluita tarjoavaa yritystä. Riippumatta käytetystä tarkastustavasta due diligence on tyypillisesti rahaa ja aikaa vievä prosessi (Cumming ja Zambelli 2017, 212-213).

Cumming ja Zambelli (2017) ovat tutkineet due diligence-prosessiin käytettyjen resurssien sekä kohdeyrityksen tulevaisuuden menestyksen välistä suhdetta. Tutkimustulokset luovat siten yhteyden myös due diligence-prosessin ja rahaston tuoton välille. Tutkimuksessaan he ovat eritelleet due diligencen suorita ja epäsuorita kustannuksia. Suorita kustannuksia ovat maksut kohdeyritystä koskevista tiedoista, oikeudenkäyntikustannukset henkilötarkistuksista sekä due diligencen tekemiseen käytetty aika. Epäsuoriksi kustannuksiksi Cumming ja Zambelli (2017) nimeävät liian tarkan ja pitkäkestoisen due diligence-prosessin, jonka aikana kohdeyritys vetäytyy neuvotteluista, koska ovat saaneet rahoituksen jo jostain muualta. Due diligence-prosessi on pääomasijoittajien kannalta lähes välttämätön osa sijoitusta, koska he toivovat tekevänsä parempia sijoituspäätöksiä ja siten kasvattamaan rahastonsa tuottoja.

Cummingin ja Zambellin (2017) tutkimuksen mukaan pääomasijoittajien tekemän huolellisen due diligence-prosessin ja kohdeyrityksen tulevaisuuden suorituksen välillä on selkeä yhteys. Tutkimuksessaan Cumming ja Zambelli hyödynsivät itse keräämäänsä dataa Italiassa tapahtuneista pääomasijoituksista vuosina 1999-2006 sekä realisoituneista sijoituksista vuosilta 2000-2012. Tutkimuksessa tultiin tulokseen, jonka mukaan huolellinen due diligence-prosessi johti kohdeyrityksen hyvään taloudelliseen menestykseen tulevaisuudessa, kun

taas puutteellinen due diligence-prosessi johti matalampiin tuottoihin irtautumisvaiheessa. Tämän lisäksi tutkimuksessa selvisi, että muuttujien välinen yhteys esiintyi silloin voimakkaimmin, kun pääomasijoitusyhtiöt eivät ulkoistaneet tarkastusprosessia ulkopuolisille yrityksille vaan tekivät tarkastuksen kokonaisuudessaan itse.

4 TUTKIMUKSEN ETENEMINEN

Tässä luvussa esitellään tutkimuksessa käytettyä tutkimusmenetelmää sekä kuvataan aineistohankintaprosessia yksityiskohtaisesti. Luvun tarkoituksena on kuvata jokaisen asiantuntijan taustaa pääomasijoittamisesta sekä esitellä kvalitatiivinen monitapaustutkimus tutkimusmenetelmänä.

4.1 Tutkimusmenetelmät

Tässä tutkimuksessa tutkimusmenetelmänä on käytetty kvalitatiivista monitapaustutkimusta. Kvalitatiivista tutkimusta voidaan kuvata kokonaisvaltaiseksi tutkimukseksi, jossa pyritään kuvaamaan todellista elämää. Kvalitatiivista eli laadullista tutkimusta pyritään usein kuvailemaan vertailemalla sitä kvantitatiiviseen eli määrälliseen tutkimukseen, koska kvalitatiivinen tutkimus on itsessään hankalasti määriteltävissä. Metsämuurosen (2006, 203) mukaan kvalitatiivisen tutkimuksen määrittely on hankalaa, koska sillä ei ole teoriaa eikä paradigmaa eli yleisesti hyväksyttyä ajattelutapaa tai suuntausta. Vertailu toteutetaan yleisimmin luomalla erilaisia dikotomioita eli vastakkainasetteluja kahden eri tutkimusmenetelmän välille. Karkeimmillaan vastakkainasettelu luodaan juuri yllä mainitulla tavalla jakamalla tutkimusmenetelmät laadulliseen ja ei-numeeriseen (kvalitatiivinen) sekä määrälliseen ja samalla numeeriseen tarkasteluun (kvantitatiivinen).

Hirsjärvi ym. (2009, 164) ovat tehneet listauksen piirteistä, jotka kuvaavat kvalitatiivista tutkimusta:

1. tutkimus on luonteeltaan kokonaisvaltaista tiedonhankintaa ja aineisto kootaan luonnollisissa, todellisissa tilanteissa,
2. tutkija suosii ihmisiä tiedon keruun välineinä,
3. tutkija hyödyntää induktiivista analyysiä,
4. aineiston hankinnassa käytetään laadullisia metodeita,
5. tutkimuksen kohdejoukko valitaan tarkoituksenmukaisesti, eikä satunnaisotoksen menetelmää käyttäen,
6. tutkimussuunnitelma muotoutuu tutkimuksen edetessä ja
7. tapauksia käsitellään ainutlaatuisina sekä aineistoa tulkitaan sen mukaisesti

Tässä tutkimuksessa aineisto kerättiin haastattelemalla tarkoin valittuja pääomasijoittajia hyödyntäen laadullisia metodeja, kuten teemahaastattelua. Tämän lisäksi tutkimussuunnitelma muotoutui jonkin verran koko tutkimuksen ajan, mikä on tyypillistä kvalitatiiviselle tutkimukselle. Tutkimusta voidaan pitää myös induktiivisena analyysinä, sillä teoreettisen viitekehyksen tietoja ja aiem-

pien tutkimusten tuloksia ei pidetty hypoteesina, kun pääomasijoittajia haastateltiin. Haastattelut pyrittiin toteuttamaan mahdollisimman keskustelunomaisina. Tämän lisäksi haastattelujen lähtökohtana ei ollut teorioiden testaaminen vaan ennen kaikkea informaation saaminen tutkimuskysymyksiin vastaamiseen. Tämän vuoksi tutkimuksen haastattelumenetelmänä käytettiin teemahaastattelua, jota esitellään tarkemmin seuraavassa kappaleessa. (Hirsjärvi 2009, 164)

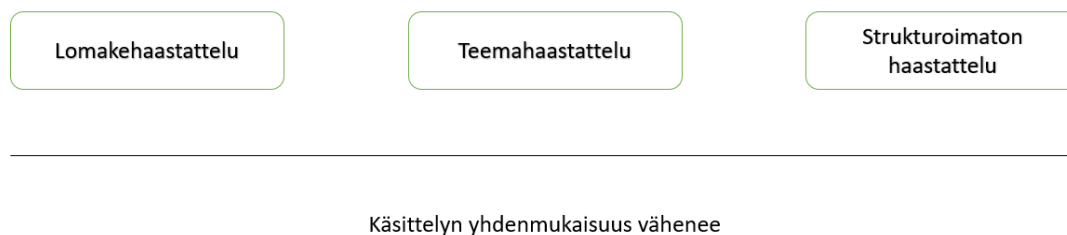
Tutkimuksen aineistonkeruumenetelmänä on käytetty teemahaastattelua, jossa haastateltavat ovat tienneet etukäteen haastattelun teemat, mutta tarkat haastattelukysymykset on esitetty vasta haastattelutilanteessa. Hirsjärvi ja Hurme (2008, 43) määrittelevät haastattelun vuorovaikutustilanteeksi, jolle seuraavat piirteet ovat luonteenomaisia:

1. Haastattelu on ennalta suunniteltu, haastattelija on tutustunut tutkimuksen kohteeseen käytännössä ja teoriassa. Haastattelija pyrkii saamaan luotettavaa tietoa tutkimusongelmasta.
2. Haastattelu on haastattelijan alulle panemaa ja ohjaama vuorovaikutustilanne
3. Haastattelija joutuu tavallisesti motivoimaan haastateltavaa sekä ylläpitämään hänen motivaatiotaan
4. Haastattelija tuntee roolinsa, mutta haastateltava oppii sen vasta haastattelun kuluessa.
5. Haastateltavan on voitava luottaa, että annettuja tietoja käsitellään luottamuksellisesti.

Hirsjärven ja Hurmeen (2008, 43) mukaan edellä mainitut seikat kuvaavat ihan-teellista haastattelua, jota on kuitenkin lähes mahdoton saavuttaa. Edellä mainitut haastattelun piirteet toteutuivat kuitenkin osin myös tämän tutkimuksen aineistonkeruussa. Haastattelutilanteet olivat pääpiirteissään ennalta suunniteltuja ja ne kulkivat haastattelurungon (Liite 1) mukaisesti. Haastattelu oli tutkijan alulle panemaa ja joissakin haastattelutilanteissa tutkijan rooliksi tuli haastattelijan motivoiminen ja aktiivisen keskustelun ylläpitäminen. Haastateltaville tehtiin heti haastattelun alussa selväksi, että tutkimustuloksia käsitellään anonyymisti ja haastateltavien henkilöllisyyttä ei paljasteta.

Kuten jo aiemmin mainittiin tässä tutkimuksessa aineiston hankinnan metodina, on käytetty puolistrukturoitua haastattelua eli teemahaastattelua. Teemahaastattelu kohdistuu ennalta valikoituihin teemoihin, mutta siitä huolimatta teemahaastattelussa ei ole määritelty kysymysten muotoa tai esittämisjärjestystä. Haastattelut noudattivat puolistrukturoitua rakennetta, sillä esitetyt kysymykset saattoivat vaihdella haastattelujen välillä, vaikka haastattelut noudattivatkin samankaltaista yhteisistä teemoista rakennettua perusrunkoa. (Metsämuuronen 2006, 235; Hirsjärvi ja Hurme 2008, 47-48)

Kuvio 2 Haastattelumuodot (Hirsjärvi ja Hurme 2008, 44)



Teemahaastattelua voidaan pitää lomakehaastattelun eli strukturoidun haastattelun ja strukturoimattoman haastattelun välimuotona. Lomakehaastattelussa haastattelutilanteessa käytetään nimensä mukaisesti lomaketta apuna. Strukturoidussa haastattelussa kysymysten ja väitteiden muoto ja esittämisjärjestys ei muutu haastattelujen välillä ja vastaukset luokitellaan ilman tarkempia selityksiä lomakkeille. Lomakehaastattelun vastakohtana voidaan pitää strukturoimatonta eli avointa haastattelua, jossa tutkija pyrkii lähtökohtaisesti keskustelemaan haastateltavan kanssa, jolloin tutkimukselle olennaisten asioiden toivotaan tulevan esiin keskustelun yhteydessä. Strukturoimaton haastattelu ei noudata mitään tiettyä kaavaa ja siitä syystä haastattelut voivat kestää pitkään ja niitä voidaan järjestää useampia kertoja. Edellä mainituista haastattelutyypeistä teemahaastattelu sopi tähän tutkimukseen parhaiten, koska teemahaastattelun avulla saatiin luotua keskustelunomainen haastattelutilanne, jossa tutkimuskysymyksiin saatiin kuitenkin selkeitä vastauksia (Hirsjärvi ym. 2009, 208-209; Hirsjärvi ja Hurme 2008, 44, 47-48).

Aineiston analysointimenetelmänä on käytetty monitapaustutkimusta (multiple case study), joka on yksi tapaustutkimuksen (case study) muodoista. Tapaustutkimukselle ominaisia piirteitä ovat yksilöiden tai ryhmien tutkiminen siten, että tutkija pyrkii lisäämään tietämystään tutkittavasta aiheesta tai ilmiöstä mahdollisimman syvällisesti. (Blatter 2012, 2 ja Gustafsson 2017, 1-3) Tämän lisäksi Robert Yin (2014, 16) määrittelee tapaustutkimuksen empiiriseksi tutkimukseksi, joka tutkii ilmiötä tai tapausta syvällisesti sen todellisessa ympäristössään. Tapaustutkimuksen tarkoituksena on siten saada syvempi ymmärrys tutkittavasta ilmiöstä (aiheesta). Esimerkiksi tässä tutkimuksessa pyritään ymmärtämään pääomasijoittajien arvonmäärittämis- sekä riskienhallintamenetelmiä syvällisemmin.

Yksi tapaustutkimuksen muodoista on tässä tutkimuksessa käytetty monitapaustutkimus. Tutkimusta pidetään monitapaustutkimuksena silloin, kun tutkittavia tapauksia on useita. Monitapaustutkimuksen tarkoituksena on pyrkiä luomaan näistä useista eri ilmiötä kuvaavista tapauksista yleisiä johtopäätöksiä ja teorioita (Yin 2014, 16-19). Tutkittava aihe on kuitenkin luonteeltaan sellainen, että yleisen teorian luominen ei ole mielekäästä ja tarkoituksenmukaista. Tässä tutkimuksessa asiantuntijoiden haastatteluista (tapauksista) pyrittiinkin löytämään yhteisiä teemoja ja tyyppisiä, joiden avulla tutkimuskysymyksiin pystyttiin antamaan selkeitä ja tiiviitä vastauksia.

Tämän tutkimuksen luvussa 5, jossa esitellään tutkimustuloksia hyödynnettään teemahaastatteluille tyypillistä aineiston teemoittelua ja tyypittelyä. Käytännössä teemoittelu voidaan mieltää saadun aineiston pilkkomiseksi ja sen uudelleen järjestelyksi tiettyjen aihetyyppien mukaan. Tässä tutkimuksessa teemat eli aihepiirit on jaettu luvun viisi alalukuihin, joissa jokaista teemaa tarkastellaan tarkemmin yksittäisenä kokonaisuutena. Tämänkaltaisen teemoittelun avulla litteroidusta tekstiaineistosta pystytään saamaan selkeitä vastauksia sekä tuloksia esitettyihin tutkimuskysymyksiin (Eskola ja Suoranta 2014, 175-182).

Teemoittelusta on luontevaa siirtyä aineiston tyypittelyyn, joka tarkoittaa aineiston olennaisten asioiden kokoamista erilaisiin havainnollistaviin tyyppeihin. Aineiston tyypittely edellyttää yleensä jonkinlaista teemoittelua eli tässä tapauksessa litteroidun tekstin jäsentämistä erillisiin teemoihin. Tyypittelyn tarkoituksena on luoda aineiston samankaltaisista vastauksista omia ryhmiään, tyyppejä. Tyyppien tarkoituksena on siten tiivistää ja kuvata laajasti tutkittua aineistoa. Tyypittelyä pidetään myös lukijaystävällisempänä tapana analysoida aineistoa kuin esimerkiksi pelkkää teemoittelua, joka voi äärimmilleen vietyinä näyttää vain suurelta massalta irrallisia sitaatteja ilman sen kummempaa analysointia ja ryhmittelyä. Tässä tutkimuksessa tyypittely toteutettiin siten, että asiantuntijoiden litteroiduista haastatteluista etsittiin samankaltaisia eli tietyn tyyppisiä vastauksia, joista koottiin omia ryhmiään (Eskola ja Suoranta 2014, 182-186).

4.2 Tutkimusaineisto

Tutkimuksen tarkoituksena oli vastata mahdollisimman perustellusti ja kokonaisvaltaisesti tutkijan asettamiin tutkimuskysymyksiin. Aineisto kerättiin haastatteleamalla seitsemää pääomasijoittajaa, jotka ovat tehneet viiden viimeisen vuoden aikana buyout-sijoituksen pohjoismaiseen yritykseen, jonka liikevaihto on ollut sijoitushetkellä 50-100 miljoonaa euroa. Haastateltaviksi valitut pääomasijoittajat ovat olleet ydintiimin (eng. Dealteam) jäseninä, kun sijoitus on tehty eli he ovat olleet osallisina kohdeyrityksen arvonnäilyksessä. Tämän lisäksi haastateltavat pääomasijoittajat ovat jatkaneet toimintaansa kohdeyrityksen toiminnan kehittämisessä myös sijoituksen jälkeen. Täten heillä oli myös asiantuntemusta kertoa sijoitukseen liittyvästä riskienhallinnasta.

Haastattelut on toteutettu kvalitatiivisina teemahaastatteluina kesä- heinä- ja elokuun 2019 aikana. Haastattelujen vastauksia ei voida yhdistää haastateltavaan henkilöön ja tutkimuksessa haastateltaviin viitataan vain kirjaimilla A, B, C, D, E, F ja G anonyymiteetin säilyttämiseksi. Kaikki haastattelut on nauhoitettu haastateltavien luvalla sekä kirjoitettu puhtaaksi eli litteroitu erilliselle työpaperille. Kaikki haastattelut toteutettiin haastateltavien edustamien organisaatioiden tiloissa heille parhaiten sopivana ajankohtana. Haastattelut saatiin toteutettua ilman häiriötekijöitä. Haastateltaville kerrottiin ennen haastattelua teemat, joita haastattelussa tullaan käsittelemään (Liite 1). Osa haastateltavista oli kirjoittanut itselleen muistiinpanoja teemoista jo ennen haastattelutilannetta. Kaikille haasta-

teltaville ei esitetty identtisiä kysymyksiä, mikäli haastateltava oli ottanut kysymykseen kantaa jo edellisen kysymyksen yhteydessä. Seuraavissa kappaleissa esitellään tarkemmin kaikki haastateltavat, jotta lukija saa paremman kuvan haastateltavien taustoista ja kokemuksesta pääomasijoittamisen parissa.

Asiantuntija A

Asiantuntija A toimii tällä hetkellä partnerina suomalaisessa pääomasijoitusyhtiössä, jonka sijoitusten kohteena ovat pienet ja keskisuuret suomalaiset yhtiöt. Yhtiön toiminnan tarkoituksena on kohdeyhtiöiden omistaminen ja toiminnan kehittäminen. Yhtiön sijoitukset ovat kohdistuneet pääasiassa yrityksiin, joilla on jo vakiintuneempaa liiketoimintaa sekä kassavirtaa eli tehdyt sijoitukset ovat olleet buyout-sijoituksia.

Asiantuntija A:lla on noin kymmenen vuoden kokemus suoranaisestä pääomasijoittamisesta ja toinen kymmenen vuotta investointipankkiirina toimimisesta. Asiantuntija A arvioi olleensa noin kymmenessä sijoituksessa mukana niin sanotusti ydintiimissä ja sijoituskomitean jäsenenä hän on ollut mukana kaikissa yhtiön tekemissä sijoituksissa viimeisten vuosien aikana. Asiantuntija A kokee itselleen läheisimmäksi erilaiset kuluttajapalveluita tuottavat yritykset.

”Me pyritään toimimaan sillä tavalla, että vähän karrikoiden sanotusti suurin osa meidän työstä on tehty ennen kuin me ollaan edes tehty sijoitusta.” (Asiantuntija A)

Asiantuntija B

Asiantuntija B toimii tällä hetkellä suomalaisen pääomasijoitusyhtiön hallituksen puheenjohtajana sekä osakkaana. Asiantuntija B on erikoistunut etenkin terveydenhuollon sekä B2C-palveluja tuottavien yritysten toimintaan pääomasijoittajana. Yhtiön kohdesegmenttinä on pohjoismaiset pienet ja keskisuuret yritykset, joihin he ovat tehneet LBO-sijoituksia.

Asiantuntija B:llä on yli kahdenkymmenen vuoden kokemus ammattimaisesta pääomasijoitustoiminnasta. Asiantuntija B arvioi olleensa pääomasijoitusuransa aikana mukana lähes kahdessakymmenessä eri sijoituksessa ydintiimin jäsenenä, mikä osoittaa, kuinka suuren työmäärän yksikin sijoitus vaatii.

Asiantuntija C

Asiantuntija C toimii osakkaana suomalaisomisteisessa pääomasijoitusyhtiössä. Ennen uraansa pääomasijoittajana hän on toiminut investointipankkiiri liiketoiminnassa useamman vuoden ajan. Asiantuntija C:n edustama yhtiö tekee pääomasijoituksia laaja-alaisesti eri toimialoille ja sijoitusten koko liikevaihdolla mitattuna on noin 15-200 miljoonaa euroa, mikä sopii tämän tutkimuksen liikevaihtorajoihin. Asiantuntija C:llä on kuuden vuoden kokemus varsinaisesta pääomasijoittamisesta pääomasijoitusyhtiössä. Tänä aikana hän on ollut mukana noin kymmenessä eri pääomasijoituksessa ydintiimin jäsenenä.

Asiantuntija D

Asiantuntija D on toiminut pääomasijoittajana vuodesta 2011 eli viimeisen kahdeksan vuoden ajan. Näihin viiteen vuoteen mahtuu hänen omien sanojensa mukaan viisi eri pääomasijoitusta, joissa hän toiminut niin sanotun dealteamin jäsenenä. Asiantuntija D ei koe profiloituneensa tietyn toimialan pääomasijoituksiin, sillä hän on osallistunut muun muassa tuotannollisen toiminnan, ohjelmistoalan sekä energiamarkkinapalveluita tarjoavien yritysten toimintaan.

Asiantuntija D:n edustaman pääomasijoitusyhtiön toiminta perustuu keskusurten kohdeyritysten liiketoiminnan kasvattamiseen yrityskauppojen ja kansainvälistymisen avulla. Pääomasijoitusyhtiöllä on tällä hetkellä neljä eri rahastoa, joista kolme keskittyy puhtaasti buyout-sijoituksiin. Asiantuntija D:n tekemät pääomasijoitukset ovat liikevaihtoluokassa 10-80 miljoonaa euroa.

Asiantuntija E

Asiantuntija E on toiminut pääomasijoittajana noin kuuden vuoden ajan. Ennen tätä hän on toiminut konsultointitehtävissä erilaisissa yritysjärjestelyissä sekä -kaupoissa. Tämän lisäksi asiantuntija E on tutkinut opiskeluaikoinaan pääomasijoittamista. Asiantuntija E arvioi olleensa mukana neljässä pääomasijoituksessa alusta loppuun eli aina kohdeyhtiöiden arvonnäilyksessä lopulliseen sijoituksesta irtautumiseen saakka. Hän arvioi olleensa mukana kymmenissä eri sijoituksissa pienemmissä rooleissa, kuten jatkoyrityksostojen toteuttajana.

Asiantuntija E ei ole tietoisesti profiloitunut tietyn toimialan sijoittajaksi, mutta tähän mennessä sijoitukset, joissa hän on ollut alusta asti mukana ovat keskittyneet matkailu- ja majoitusalueelle. Hänen edustamansa yhtiö hallinnoi useita eri rahastoja, joiden sijoitusten kohteiden liikevaihto vaihtelee 30-150 miljoonan euron välillä. Asiantuntija E:n omat sijoitukset ovat olleet yhtiöihin, joiden sijoitushetken liikevaihto on ollut noin 40-80 miljoonaa euroa.

”Mää oon ollut tässä päätoimisesti itse pääomasijoituksia tekemässä 5,5 vuotta suunnilleen ja ennen sitä opiskeluaikana tein tutkimuspuolen juttuja pääomasijoittamiseen liittyen.” (Asiantuntija E)

Asiantuntija F

Asiantuntijalla F on yhteensä noin 15 vuoden kokemus pääomasijoittamisesta. Asiantuntija on toiminut viimeiset 12 vuotta saman pääomayhtiön palveluksessa, jossa hän työskentelee edelleen. Ennen siirtymistä nykyiselle työnantajalleen hän on toiminut pääomasijoittamisen parissa investointipankkiirina. 12 Pääomasijoitusyhtiövuoden aikana hän on kerennyt toimia kahdeksassa eri sijoituksessa sijoitustiimin jäsenenä. Asiantuntija F:kään ei koe erikoistuneensa vain tietyn toimialan sijoituksiin vaan kuvaileekin tehneensä pääomasijoituksia ”aika laidasta laitaan” eli laajalti eri toimialoilta.

Asiantuntija G

Asiantuntija G omaa 12 vuoden kokemuksen pääomasijoittamisesta. Tänä aikana hän on osallistunut viiteen täysin uuteen sijoitukseen sekä osallistunut neuvonantajan roolissa lukuisiin lisäsijoituksiin, joita jo pääomasijoitusyhtiön omistuksessa olleet yhtiöt ovat tehneet liiketoimintaansa edistääkseen. Tehtyjen sijoitusten kohdeyhtiön koko on vaihdellut aina noin sadasta miljoonasta jopa miljardin euron liikevaihtoon.

Asiantuntija G:llä on laaja erikoistuminen useisiin eri toimialoihin omalla pääomasijoitusurallaan. Sijoitusportfoliosta on löytynyt yrityksiä palveluliiketoiminnasta, vähittäiskaupan alalta, terveydenhuollosta sekä prosessi- ja kokoonpanoteollisuudesta. Asiantuntija G kuvaileekin omaa ja yhtiönsä sijoitusstrategiaa generalistiseksi, joka tarkoittaa sitä, että sijoituksia ei etsitä vain tietyiltä toimialoilta vaan kaikille yrityksille luodaan oma riskiprofiilinsa, jonka perusteella sijoitusvaihtoehtoja vertaillaan.

5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

5.1 Pääomasijoittajien sijoituskohteet

Tutkimuksen lähtökohtana oli selvittää pääomasijoittajien käyttämiä arvonmäärittämis- ja riskienhallintamenetelmiä buyout-vaiheen sijoituksissa sekä tutkia riippuvaitko käytetyt menetelmät toimialasta, jolla kohdeyhtiö toimii. Ensimmäisenä on olennaista todeta, että yksikään haastateltavista ei ole erikoistunut sijoittamaan vain tietyn toimialan yrityksiin. Tämä kävi selväksi jokaisen haastattelun alussa, kun haastateltavalta kysyttiin, minkä toimialan sijoituksia he ovat tehneet ja kokevatko he olevansa erikoistuneita tietyn toimialan sijoituksiin. (Liite 1 kysymykset 3 ja 4)

”Puhutaan itsestämme enemmän vaihesijoittajana kuin toimiala fokuoituneena. Enemmän se kohdeyrityksen vaihe kuin joku spesifi toimiala.” (Asiantuntija A)

”Suomen markkinat ovat sen verran pienet markkinat, että sijoituksia on pakko tehdä hyvin laajasti eri toimialoilta, että on tiettyjä toimialoja, mitä me boikotoidaan ja kierretään kaukaa, mutta pääsääntöisesti 90% toimialoista on hyviä ja sijoitukset jakautuvat siten monille eri toimialoille.” (Asiantuntija C)

”Aika lailla erilaisia. Tuotannollista toimintaa, energiamarkkinapalveluita, ohjelmistobisnestä, urheilupaikkarakentamista eli tuotebisnes on kattavin. Myyntipalvelubisnes ja sitten tietokeskus it infra, pk-yritykset, palveluita ja sitten kiinteistöbisnestä. Aika laidasta laitaa.” (Asiantuntija D)

Haastatteluista kävi ilmi, kuinka laaja-alaisesti pääomasijoittajat tekevät sijoituksia eri toimialoille. Tämä on toki luonnollista, sillä pääomasijoitusyhtiön riskien hajauttaminen ja toiminta ei olisi tehokasta, mikäli he pyrkisivät kasvattamaan kaikkien samalla toimialalla toimivien yritysten toimintaa. Asiantuntija G määritteli yrityksensä sijoitusmandaatin generalistiseksi eli heidän strategiaansaakin on kirjattu rahaston sisällä olevien sijoitusten hajauttaminen eri toimialojen kesken. Asiantuntija F taas totesi tekemiensä sijoitusten olleen toimialoittain katsoottuna ”aika laidasta laitaa.”

”Mä oon ollut monessa terveydenhuollon casessa mukana. Eli terveydenhuolto on ollut mun leipälaji, mutta sitten myös kauppa ja b2c:tä.” (Asiantuntija B)

”Sinänsä yrityksemme ei yleisesti ole erikoistunut, mutta minulle on sattunut matkailu- ja majoitusalan caseja. Vaikkakin aivan eri segmentissä, niin kuitenkin paljon yhteisiä draivereita. Muutenkin mä oon ollut pääsääntöisesti palvelupuolen firmoissa ja sekä b2b ja b2c. Sitten aika paljon vuokraamiseen liittyvää bisnestä. Ne ovat enemmän, mitä omalle kohdalle on sattunut.” (Asiantuntija E)

Osa pääomasijoittajista, kuten B ja E pystyivät tunnistamaan tarkemmin toimialoja, joissa he ovat olleet mukana. Näissäkin tapauksissa pääomasijoittajien toimiala fokuoituminen ei kuitenkaan riippunut heidän aiemmasta kokemukses-

taan kyseisellä alalla vaan ennen kaikkea sattumasta ja ajautumisesta tietyn toimialan sijoituksiin. Seuraavissa luvuissa tuodaan esiin asiantuntijoiden näkemyksiä buyout-vaiheen yhtiöiden arvonmäärittämisestä.

5.2 Buyout-vaiheen arvonmäärittäminen

Haastateltavien pääomasijoittajien arvonmäärittämissä tavoissa oli havaittavissa selkeitä yhdenmukaisuuksia. Jokainen haastateltavista mainitsi käyttävänsä LBO-mallinnusta kohdeyrityksen arvonmäärittämiseen. Tämä havainto on vahvasti samassa linjassa aihetta käsittelevän kirjallisuuden kanssa, sillä esimerkiksi Talmorin ja Vasvarin (2011, 283-306) mukaan koko kohdeyrityksen arvonmäärittäminen voidaan toteuttaa pelkästään LBO-mallinnuksella.

”Keskeinen arvonmäärittämenetelmä on LBO-mallinnus eli me ennustetaan tämän potentiaalisen kohteen kehitystä keskipitkällä aikavälillä, joka tarkoittaa 3-5 vuotta ja arvioidaan, miten sen yrityksen tunnusluvut kehittyvät ja, miten sen oman pääoman arvo kehittyy – siihen LBO-mallinnukseen pystyy sisällyttämään kaiken yrityksen sisäisen informaation ja kaikkien suunniteltujen projektien ajoitukset eli siinä on sisällä kaikki se, mitä aiotaan sen firman kanssa tehdä.” (Asiantuntija B)

”Tärkein on LBO-malli ja, minkälaisiin tuottoihin siinä päästään. Taustalla on se lupaus meidän sijoittajille, minkälaisia sijoituksia tulee. Siitä se arvonmäärittäminen muodostuu.” (Asiantuntija D)

”Meillä on kaiken toiminnan taustalla LBO-malli eli siihen kaikki kulminoituu – LBO-homma sisältää sen pääomarakenteen mallinnuksen ja se on ehdottomasti pääsääntö.” (Asiantuntija E)

”Se LBO on mun mielestä se kattavin ja tarkoituksenmukaisin – , joka kokoaa ihan kaiken infon yhteen.” (Asiantuntija G)

Tämän lisäksi seitsemästä asiantuntijasta viisi (B, C, D, E ja F) mainitsi käyttävänsä verrokkitransaktioita hyväksien kohdeyrityksen arvonmäärittämisessä. Asiantuntijoiden B ja C mukaan verrokkitransaktioita ja listattuja verrokkiyhtiöitä katsomalla pystytään löytämään kohdeyrityksen hinnoittelulle oikea taso.

”Sitten lisäksi katsotaan verrokkitransaktioita eli, jos samalla toimialalla tai lähellä on tehty kauppia niin, millaisilla multippeleilla ja hinnoittelulla niitä on tehty ja sitten arvioidaan listattuja verrokkiyhtiöitä, mutta tää on enemmän tällainen sanity-check, että ei olla ihan pielessä siinä hinnoittelussa.” (Asiantuntija B)

”Katsotaan verrokkikauppia ja ihan verrokkiyhtiöiden arvostuskertoimia pörssissä. Se arvostuskerroin, mitä maksetaan siitä, kun me mennään sisään niin ei se saa olla ainakaan hirveen paljon kovempi kuin pörssiyrityksen vastaava kerroin, koska sitten me ollaan ongelmissa siinä exit-hetkellä, kun me ei päästä yhtä kovaan kertoi-meen kuin sisään mennessä.” (Asiantuntija C)

Edellä mainittujen viiden asiantuntijan mukaan verrokkitransaktioita käytetään ennen kaikkea tietynlaisen ”haarukan” luomiseen, kun puhutaan kohdeyrityksen arvosta. Asiantuntijoiden mukaan verrokkitransaktioiden avulla ei voida siten

määritellä kohdeyhtiölle tarkkaa hintaa, mutta sen avulla voidaan luoda pohja, jonka päälle arvonmäärittystä aletaan rakentamaan. Tämän lisäksi asiantuntijat B, C ja E mainitsivat vielä erikseen käyttävänsä skenaarioanalyysiä kohdeyrityksen valuuaatioiden tekemisessä.

”Me tehdään vähintään 3 eri casea. Johdolta tulee jonkun näköinen prognoosi, joka on tosi aggressiivinen niin siinä kaikki kasvuhankkeet onnistuu ja mitkään riskit ei realisoitu niin se on high case ja oma case on base case eli siinä me saadaan jotain mahdollisuuksia hyödynnettyä, mutta myös riskejä saattaa realisoitua – yleensä tehdään vielä sellainen stressitesti-case.” (Asiantuntija C)

Asiantuntijat B, C ja E toivat haastatteluissa esiin, kuinka he luovat tyypillisesti vähintäänkin kolme erilaista skenaariota kohdeyrityksen tulevaisuudesta. Pääomasijoittajien luomat skenaariot ovat korkeatuottoinen skenaario, realistinen skenaario sekä pahimman tapauksen skenaario. Yleensä kohdeyrityksen edustajat esittivät yrityksen tulevaisuuden olevan korkeatuottoinen eli kaikki mahdolliset investoinnit onnistuvat ja olemassa olevat ja tiedostetut riskit eivät realisoitu. Pääomasijoittajat taas tekivät itse yleensä realistisemmän analyysin, jossa osa investoinneista onnistuu, mutta samalla myös mahdolliset riskit saattavat realisoitua. Tämän lisäksi pääomasijoittajat tekivät vielä skenaarion tilanteesta, missä käytännössä kaikki riskit realisoituvat ja yrityksen tulevaisuus näyttää uhatulta. Näiden skenaarioiden pohjalta pääomasijoittajat pystyivät arvioimaan tarkemmin kohdeyhtiön arvoa erilaisissa suhdanteissa ja tulevaisuuden kehityksessä.

Haastatteluista nousi lisäksi esiin mielenkiintoinen havainto, jossa asiantuntijat A, E ja F totesivat erikseen, kuinka he eivät käytä hyväkseen diskontatun kassavirran mallia (DCF) yritysten arvonmäärittämisessä. Tulos on samankaltainen kuin Gompersin, Kaplanin ja Mukharlyamovin (2016) tutkimuksessa, jossa todettiin myös DCF-mallin vähäinen käyttö. Haastatteluista oli mielenkiintoista huomata, kuinka asiantuntijat korostivat tätä seikkaa ilman, että DCF-mallia oli mainittu koko haastattelussa.

”Harvemmin me mitään DCF-mallipohjasta arvonmäärittäystä tehdään.” (Asiantuntija A)

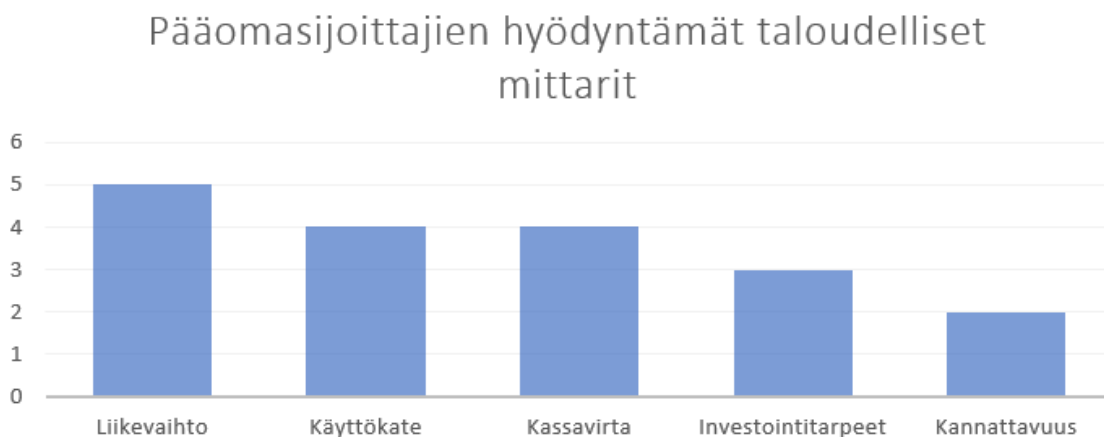
”Ei juurikaan käytetä DCF-mallinnusta.” (Asiantuntija E)

”DCF-case saatetaan tehdä lopuksi, mutta yrityksen arvoa määriteltäessä sitä ei käytetä.” (Asiantuntija F)

Haastatteluissa LBO-mallinnus nähtiin erittäin tärkeänä tekijänä yrityksen arvonmäärittämisessä. Tämän lisäksi verrokkitransaktioiden, pörssilistattujen verrokkiyhtiöiden arvo sekä erilaiset skenaarioanalyysit koettiin olennaisiksi osiksi buyout-vaiheen yritysten arvonmäärittämisestä. Lisäksi haastatteluissa tuli selväksi, kuinka DCF-mallia ei hyödynnetty juuri lainkaan koko arvonmäärittämisprosessissa. Seuraavassa luvussa käsitellään, mitä taloudellisia mittareita pääomasijoittajat katsovat, kun he määrittelevät kohdeyrityksen arvoa.

5.2.1 Taloudellisten mittareiden käyttö kohdeyrityksen arvonmäärityksessä

Asiantuntijoiden mielipiteet olennaisimmista taloudellisista mittareista, jotka vaikuttavat kohdeyrityksen arvoon olivat hyvin yhteneväisiä. Asiantuntijoilta kysyttiin heidän mielestään tärkeimpiä taloudellisia mittareita/tunnuslukuja, jotka vaikuttavat kohdeyrityksen arvoon. Asiantuntijoiden vastaukset on koottu alla olevaan pylväsdiagrammiin.



Kuvio 3 Pääomasijoittajien hyödyntämät taloudelliset mittarit

Kuten yllä olevasta kuviosta voi havaita, suurin osa pääomasijoittajista piti kohdeyrityksen liikevaihtoa, käyttökateä sekä kassavirtaa merkittävimminä taloudellisina mittareina, kun he arvioivat kohdeyrityksen arvoa. Muut haastattelussa useasti toistuneet taloudelliset mittarit olivat yritysten investointitarpeet seuraavien vuosien aikana sekä liiketoiminnan kannattavuus. Tämän lisäksi haastattelussa kävi selväksi, kuinka käytetty mittari riippuu kohdeyrityksen toimialasta. Näitä havaintoja on tuotu esille tarkemmin luvussa 5.2.3. Seuraavassa luvussa käsitellään merkittävimpiä ei-taloudellisia mittareita kohdeyrityksen arvonmäärityksessä.

5.2.2 Ei-taloudellisten mittareiden käyttö kohdeyrityksen arvonmäärityksessä

Haastateltavia pääomasijoittajia pyydettiin määrittelemään merkittävimpiä ei-taloudellisia mittareita, jotka vaikuttavat kohdeyrityksen attraktiivisuuteen sijoituskohteena. Pääomasijoittajat A, B, C ja E korostivat yrityksen johdon merkitystä yrityksen arvon muodostajana.

”Jos käy ihan meidän nettisivulla niin me puhutaan paljon ihmisistä ja jotkut sanoo pehmeistä jutuista, mutta mun mielestä ne on ne kovimmat asiat – ne on ne ihmiset, jotka on siellä tekemässä. Ne on ne, jotka sen tekee tai ei tee. Se on ensisijaisen tärkeää – Meidänkin hommassa se transaktio on tehty sen ensimmäisen tapaamisen ensimmäisen vartin aikana. Sä huomaat, onko nää sellasia ihmisiä, joiden kanssa sää haluut toimii puolin ja toisin.” (Asiantuntija A)

”Johto on kaikki kaikessa. Näissä meidän tyyppisissä hankkeissa, jotka on pieniä keskisuuria paikallisia yrityshankintoja niin korostuu tää johto. Jos sulla on hyvä johto niin sää saat huonommastakin tavarasta huipputuotteen tai vähintään keskinkertaisen, kun taas päinvastoin huono johto voi pilata hyvänkin jutun. Riskipuolella korostuu riippuvuudet yksittäisistä asiakkaista, henkilöistä ja, mistä tahansa binääristä asioista, mutta jos joku pitää nostaa kaiken yläpuolelle niin se on johdon arviointi.” (Asiantuntija B)

”Hyvä johto on kaikista tärkein, että vaikka ois kuinka houkutteleva markkina niin väärillä kavereilla johdossa niin se on täysin ratkaiseva tekijä.” (Asiantuntija C)

Asiantuntija E korosti lisäksi yrityskulttuuria sekä henkilöstön asemaa olennaisissa ei taloudellisissa mittareissa:

”Merkitsevää on firman kulttuuri eli, onko siellä voittava kulttuuri, joka tarkoittaa muutakin kuin firman johtoa. Haluamme että siellä on läpi organisaation menevä vahva käsitys A: mitä ollaan tekemässä ja B: käsitys siitä, että on mahdollisuudet tehdä mitä ollaan tekemässä.” (Asiantuntija E)

Asiantuntija F mainitsi myös johdon merkityksestä, mutta toi asiaan poikkeavan näkökulman. Asiantuntija F näki, että kohdeyrityksen huono johto voi olla itse asiassa jopa sijoituspäätökseen houkutteleva ja mahdollisen sijoituksen tuottoa parantava tekijä.

”Se, että johto ei ole maailman vahvin ei ole välttämättä huono asia. Johdon voi aina vaihtaa. Tavallaan se on enemmän siitä toimialan attraktiivisuudesta ja sitten tällainen klassinen tilanne, jossa toimialan kakkos- tai kolmosyrityksellä on vahva markkina-asema, mutta jostain syystä yrityksen performanssin muuttaminen ei ole ollut parasta mahdollista niin tavallaan se on johtamisen syytä, jolloin siinä näkee jopa erittäin positiivisen tilanteen. Vaikka johtoa vaihtamalla sitä arvoa voi luoda ihan eri lailla.” (Asiantuntija F)

Toinen merkittävä ei-taloudellinen tekijä kohdeyrityksen arvonmäärityksessä oli toimialan sekä koko markkinan kasvupotentiaali ja koko. Asiantuntijat B, C, D, E ja G korostivat toimialan ja markkinoiden merkitystä, kun he arvioivat kannattaako kohdeyritykseen tehdä sijoitusta.

”Keskeisiä arvioitavia asioita on sen kohdeyhtiön markkinat, toimialan trendit, yrityksen positiot.” (Asiantuntija B)

”Vakaasti kasvava ja riittävän suuri markkina, jossa trendinomaisesti tää yhtiö ei ainakaan tarjooman mielestä ole aikaansa jäljessä.” (Asiantuntija C)

”Kyllähän ne lähtee siitä isosta kuvasta. Toimialan tasolta, että miten iso se markkina on, miten kohdemarkkina on kehittynyt, minkälainen markkinaosuus tällä kohdeyhtiöllä on. Mitä isompi osuus sitä parempi, mutta ei saa olla kuitenkaan liian iso.” (Asiantuntija G)

Asiantuntija D korosti lisäksi erityisesti, kuinka suuri merkitys kasvulla on. Hänen mielestään merkittävimpiä tekijöitä ovat yrityksen omat kasvumahdollisuudet sekä toimialan kasvunäkymät. Lisäksi hänen mielestään yrityksen vahvalla markkina-asemalla on suuri merkitys sillä se indikoi sitä, että yrityksen kilpailu-

kykytekijät ovat kunnossa. Asiantuntija C:n mukaan houkuttelevalla kohdeyrityksellä on oltava selkeästi argumentoitavat ja tunnistettavat kilpailuedut, jotta se voi pärjätä markkinoilla. Tämän lisäksi vastauksissa tuli esiin toimialariippuvaisia tekijöitä, joita esitellään seuraavassa luvussa.

5.2.3 Toimialan vaikutus käytetyissä arvonmäärittämissä menetelmissä

Kysymys toimialan vaikutuksesta käytettyihin arvonmäärittämissä menetelmiin jakoi paljon pääomasijoittajien näkemyksiä. Haastatteluista tuli selväksi, että perusarvonmäärittämissä työkalut, kuten LBO-mallinnus ja verrokkitransaktiot ovat yleisesti käytettyjä työkaluja, joita käytetään jokaisessa arvonmäärittämissä riippumatta kohdeyrityksen toimialasta. Havainnot koskivatkin ennen kaikkea arvonmäärittämissä menetelmiä sekä tiettyjä mittareita, joihin eri toimialojen sisällä pitää keskittyä. Kaikki asiantuntijat mainitsevat, kuinka käytetyissä arvonmäärittämissä menetelmissä pitää ottaa huomioon toimialan erityispiirteet ja toimintalogiikka.

”Kyllähän se toimiala määrittelee sen ympäristön, missä me liikutaan. Otetaan, vaikka tää käyttökatekerroin niin projektiluonteinen liiketoiminta, missä joka päivä lähdetään hakemaan uusia projekteja sit niitä, on tai ei oo ja se riippuu sit vähä, mikä se taloudellinen vaihe tässä meidän taloudessa on niin onhan ne kertoimet siellä matalampia – – Me ei voida ainakaan ylöspäin hirveesti irtautua siitä peruslogiikasta, mikä siinä toimialassa asuu.” (Asiantuntija A)

”Mallinnuksessa pitää ottaa huomioon toimialan erityispiirteet ja verrokkikertoimet juuri sen takia, että erilaiset toimialat arvioidaan ja arvostetaan markkinoilla eri tavoin riippuen, mihin ne ovat intensiivisiä. Silloin meidänkin pitää ottaa se huomioon.” (Asiantuntija B)

”Samoin kuin joissain (sijoituksissa) – – saattaa olla toimialakohtaisia multippeleita.” (Asiantuntija F)

Asiantuntijat D ja G toivat esiin mielenkiintoiset käytännön esimerkit siitä, kuinka kohdeyrityksen toimiala vaikuttaa tarkasteltaviin parametreihin yrityksen arvonmäärittämissä.

”Esimerkkinä tällainen ohjelmistobisnes, jossa on hyvä skaalautuvuus ja hyvä kannattavuus ennen myynninkuluja, jolloin se voi kasvuvaiheessa olla heikommin tuotavaa, mutta toiminnan kasvaessa se inkrementoituu. Se logiikka siellä taustalla on hyvin erilainen kuin esimerkiksi palvelubisneksessä, jossa jokainen yksittäinen työntekijä voi tehdä kohtuu lailla saman tuoton tai ebitda-kontribuution.” (Asiantuntija D)

”Mun mielestä tällainen esimerkiksi softa- tai digiorientoituneet firmat niin onhan ne tosi erilaisia ne käytetyt mittarit. Esim. softa-alan mittareissa sulla on asiakkaiden kanssa sopimuksia siitä, mihin ne on sitoutunut ja, kun ne firmat kasvaa niin lujaa niin viime vuoden liikevaihto on aika heikko indikaattori siitä, missä se liiketoiminta on tänä päivänä, mutta jos sä käyt läpi ne sopimuskannat, että joku on laittanut niiden sopimukseen, vaikka eilen niin eihän se näy missään liikevaihdoissa, mutta sää voit olla aika varma, että se on sitoutunut niin silloin se on parempi mittari siitä liiketoiminnan skaalasta. Pystyt myös siitä selvittämään sen liikevaihdon momentumin ja potentiaalisen tulevaisuuden kasvun.” (Asiantuntija G)

Asiantuntijat C ja G toivat haastatteluissa esille toimialalle tyypillisten suorituskykykymittareiden (KPI, Key Performance Indicator) merkityksen.

”Eri toimialoilla on oman tyyppinen ja historian aikana kehittynyt dynamiikka, mitkä ne perusmittarit ovat. Firmat pyrkivät perinteisesti seuraamaan heille keskeisiä KPI-mittareita, jotka pyrkivät ennakoimaan tulevaa. Jos näissä KPI-mittareissa onnistutaan hyvin niin ne johtavat tulevaisuudessa parempaan menestykseen kuin siihen hetkeen saakka.” (Asiantuntija C)

”Katsotaan paljonko toimialalla tehdään keskimäärin katetta eli tällainen toimialatason profiilpool ja sitten se on tosi yrityskohtaista, mitkä toimialakohtaiset KPI:t on mielekkäitä.” (Asiantuntija G)

Asiantuntijat tunnistivat toimialan vaikuttavan kohdeyrityksen arvonmäärittämisessä käytettyihin keinoihin. Ennen kaikkea pääomasijoittajille oli tärkeää ymmärtää toimialan taustalla oleva logiikka, joka helpottaa ymmärtämään toimialan historiaa ja siten myös tulevaisuutta. Asiantuntijat korostivat toimialan ja markkinan roolia arvonmäärittämisessä. Seuraavissa luvuissa käsitellään pääomasijoittajien näkemyksiä alalle tyypillisestä riskien hallinnasta

5.3 Pääomasijoitukseen liittyvän riskin hallitseminen

Haastatteluiden toinen teema liittyi pääomasijoitukseen liittyvän riskin hallitsemiseen. Jokaiselta haastateltavalta kysyttiin heidän oma näkemyksensä siitä, minkälaisia riskejä sijoitukseen liittyy sekä, ovatko suurimmat riskit toimialakohtaisia. Haastatteluissa nousi esiin seuraavan kaltaisia riskejä:

- Avainhenkilöriskit
- Muutokset megatrendeissä
- Lainsäädännölliset tekijät eli regulatiiviset riskit
- Suhdannevaihtelut
- Yrityksen sisäiset riskit
- Toimialan kehitykseen liittyvät riskit
- ESG-riskit
- Yhden merkittävän asiakkuuden riski
- Yhden merkittävän tuotteen riski
- Teknologiariskit

Osa esiin nostetuista riskeistä nousi esiin useammankin kerran, jolloin niitä voidaan pitää merkittävimpinä riskitekijöinä. Esimerkiksi haastateltavien A, B ja D mielestä avainhenkilöriski sekä yritykseen johtoon liittyvät riskit ovat merkittävimpiä uhkia sijoituksen onnistumiselle.

”Yrittäjäporukka on se suuri mahdollisuus, mutta samalla myös se on se suurin uhka. Me ollaan kuitenkin hyvinkin nuorten ja raakojen yritysten kanssa tekemisissä,

että se avainhenkilö on oikeesti se avainhenkilö. Että poistamalla jonkun tai löytämällä, että se on vääränlainen niin voi olla todella huono juttu ja, jos on hyvä niin se voi olla todella hyvä juttu.” (Asiantuntija A)

”Suurin riski kuitenkin on se, että johto on arvioitu väärin, johdossa tapahtuu jotain, johdon motivaatiossa tapahtuu jotain tai toimitusjohtaja rekrytoidaan toiseen firmaan tai se kuolee tai tulee juoppohulluksi tai whatever.” (Asiantuntija B)

Asiantuntijat B, D, E ja F korostivat toimialan merkitystä riskien arvioimisessa. Asiantuntijat käyttivät yhteisenä yläkäsitteenä toimialakohtaista riskiä, mutta tarkentaessaan käsitettä he löysivätkin hieman erilaisia tekijöitä, joita pitävät riskinä yrityksen menestykselle.

”Jos suurin riski on se, että toimialan edellytyksissä kasvaa tapahtuu jotain, että se ei olekaan kasvutoimiala yhtäkkiä niin siellä on sitten ankara taistelu markkinaosuuksista.” (Asiantuntija B)

Asiantuntija D:n mielestä toimialakohtaisia riskejä ovat muutokset kysynnässä sekä kilpailutekijöissä. Tämän lisäksi toimialan yleistä kehitystä on analysoitava tarkkaan, jotta vältytään yllättäviltä ulkoisilta riskeiltä. Asiantuntija F:n mielestä taas toimialan syklisyys vaikuttaa paljon kohdeyrityksen arvonmäärittämiseen, koska pitkään jatkunut noususuhdanne on nostanut monen eri syklisellä toimialalla toimivan yrityksen arvostuskertoimia huomattavasti siitä tasosta, jolla yritys toimisi matalasuhdanteessa. Tällä tavalla toimialan syklisyys aiheuttaa hinnoittelu- ja suhdanneriskejä pääomasijoittajien hinnoitteluun.

Asiantuntijoiden B, D, E ja F mielestä nykyaikana ESG-kriteerien (Environmental, Social and Governance) merkitys on kasvanut huomattavasti. ESG-kriteereillä tarkoitetaan yrityksen suhdetta luontoon, sidosryhmiin sekä hallinnollisiin asioihin, kuten yrityksen johtoon ja sisäiseen valvontaan (Dalal ja Thaker 2019, 45).

”Ajan hengen mukaisesti ESG-riskien merkitys kasvaa.” (Asiantuntija D)

”Nyky päivänä meidän sijoittajat ovat tosi vaativia noissa ESG-asioissa, että ne pitää olla kunnossa ja enemmänkin. Niitä pitää koko ajan kehittää parempaan suuntaan, sillä se on odotusarvo. Ei voi olla mitään tavallaan, minkään sortin väärinkäytöksiä tai sen tyyppisiä sillä puolella.” (Asiantuntija E)

Asiantuntijat C, E ja F toivat haastatteluissaan esille koko pääomasijoitusalaan liittyvän riskin. Muut asiantuntijat eivät tuoneet seikkaa erikseen esiin, mutta yleisesti ottaen kaikkeen sijoitustoimintaan liittyy yleensä riski ja olennaisinta onkin, kuinka tätä riskiä pystyy hallitsemaan ja sietämään

”No jokainen mahdollisuus on myös uhka ja uhka on mahdollisuus. Isot riskit ovat tavallaan myös kolikon kääntöpuolia sille isolle potentiaalille.” (Asiantuntija G)

”Tietty määrä näistä riskeistä me joudutaan aina ottamaan ja hyväksymään, että se kuuluu tähän lajin luonteeseen.” (Asiantuntija C)

”Riskinotto kuuluu meidän töihin, koska ei niitä tuottojakaan sitten saa (Asiantuntija E)

Haastatteluissa tuli selkeästi ilmi, kuinka moninaisia riskitekijöitä pääomasijoitukseen liittyy. Toisaalta pääomasijoittamiseen ja sijoittamiseen muutenkin liittyy tyypillisesti jossain määrin riskiä. Tästä syystä riskien hallintaan on käytettävä paljon resursseja sekä ennen, että jälkeen sijoituspäätöksen.

5.3.1 Riskienhallinta ennen sijoituspäätöstä

Asiantuntijat C ja F kokivat, että tehokkain tapa hallita sijoitukseen sisältyvää riskiä on jättää koko sijoitus tekemättä, mikäli kohdeyrityksen riskit ovat liian suuret.

”Tietysti parasta riskin hallintaa, on se, että kun tunnistetaan liian suuria riskejä niin ei sijoiteta, että jos me tehdään liian riskisiin kohteisiin sijoituksia riittävän monta kertaa niin sittenhän meillä voi laueta sen kokoluokan riski, että toimintaa ei oo enää olemassa.” (Asiantuntija C)

”Se on oikeastaan siten, että sitä sijoitusta ei tee. Siitähän se lähtee.” (Asiantuntija F)

Asiantuntijat G, F ja E mainitsivat, kuinka yrityksen riskiprofiilin analysoiminen ja sitä kautta riskien rajaaminen/hyväksyminen on tehokasta sijoituspäätöstä edeltävää riskien hallintaa. Lisäksi kohdeyrityksen riskien tunnistaminen on olennainen osa pääomasijoitusyhtiön sijoitusprosessia.

”Ensimmäinen askel on identifioida ne isot riskit ja sitten seuraava steppi, on sitten se, että voidaanko me hallita tai minimoida sen riskin realisoituminen tai sen todennäköisyys. Sitten tietysti, jos jollekin riskille ei ole mitään tehtävissä niin jutellaan, voidaanko me kuitenkin kantaa se riski ja hyväksyä se. Uskotaanko me, että se todennäköisyys riskin realisoitumiseen on niin pieni, että me voidaan ottaa se.” (Asiantuntija G)

”Pyrimme tunnistamaan ne keskeiset riskitekijät, mitkä ovat sellaisia isompia ja merkityksellisempiä riskejä ja arvioimaan niitä oikein. Sitten myös niitä sijoituspäätöksiä, että lähdetäänkö me niihin mukaan vai ei. Ollaanko valmiina ottamaan sitä riskiä – – Sitten sijoituspäätöstä miettiessä pitää miettiä, että maksaa oikean hinnan suhteessa riskiprofiiliin. Kaikki tekijät täytyy huomioida, että, mitä on valmis maksamaan. Muutoin sitä on vaikeaa konkreettisesti havainnollistaa.” (Asiantuntija F)

”Se lähtee, että tunnistetaan ne riskit ja, sitten kun ne pystytään tunnistamaan niin arvioidaan niiden todennäköisyys realisoitua ja vaikutus, jos ne realisoituu niin kyl-lähän niitä katsotaan ihan teemakohtaisesti. Se, että mitkä on ne mahdollisuudet, että voiko sitä bisnesmallia muokata jollain tavalla, onko ne jotain asioita, joiden todennäköisyyttä me voidaan pienentää vai, onko ne vaan asioita, mille me ei voida mitään, mutta sitten meidän olla valmiita elämään niiden riskien kanssa. Jos se riski realisoituu niin se realisoituu, että sillä tavalla se menee.” (Asiantuntija E)

Asiantuntijat B, C ja F korostivat huolellisen due diligencen merkitystä riskien hallinnassa. Toisaalta kaikki kolme asiantuntijaa totesivat samassa yhteydessä, että huolellisellakaan due diligence-prosessilla ei voida identifioida kaikkia riskejä, joita sijoitukseen sisältyy.

”Toki due diligence-vaihe on tärkeä, että me käytetään siinä asiantuntijoita ja neuvonantajia ja pyritään tutkimaan sitä toimialaa ja yritystä mahdollisimman hyvin.

Toki due diligence on tyypillisesti aika lyhyt aika, että siinä pystyy noin 1-2 kuu-kautta tutustumaan yritykseen, jolloin voidaan näihin isoimpiin makrokysymyksiin ja yritykseen liittyviä kysymyksiä taklaamaan, mutta ei sitä ikinä jokaista kiveä pysty kääntämään.” (Asiantuntija F)

Asiantuntija A:n mielestä johdon ja avainhenkilöiden haastatteluilla on suuri merkitys kohdeyritykseen tutustumisessa, liiketoiminnan ymmärtämisessä ja riskien hallinnassa.

”Viettämällä aikaa niiden (yrittäjien, avainhenkilöiden) kanssa ja ymmärtämällä liiketoimintaa. Välillä me siinä epäonnistutaan ja silloin niin kuin on. Kyllä se on tärkeä osa meidän prosessia ymmärtää kenen kanssa me ollaan tekemisissä.” (Asiantuntija A)

Asiantuntija C:n mukaan osa riskeistä pystytään ehkäisemään myös erilaisilla sopimusteknisillä ratkaisuilla. Sopimukseen voidaan asettaa esimerkiksi tiettyjä ehtoja, joiden täytyessä kauppahinta maksetaan kokonaisuudessaan.

”Kun tehdään tarjous firmasta niin siihen tarjoukseen voidaan laittaa, että seuraavan tai sitä seuravan vuoden tuloksesta muodostuu joku osa siitä kauppahinnasta. Että, jos se tulos ei tule niin se riski kerkeää laukeamaan. Osa riskeistä pystytään sopimusteknisesti tai kauppahintarakenteellisesti hanskaamaan.” (Asiantuntija C)

Haastatteluissa tuli esiin lukuisia eri tapoja, joilla pääomasijoittajat ja pääomasijoitusyhtiöt pyrkivät vastaamaan pääomasijoituksiin sisältyvään riskiin. Merkittävimpinä seikkoina nousivat esiin mahdollisimman syvällinen tutustuminen kohdeyrityksen liiketoimintaan ja toimialaan. Tätä toteutetaan esimerkiksi johdon haastatteluilla sekä huolellisella due diligence-prosessilla. Pääomasijoittajat tiedostavat, että kaikkia riskejä ei voida ehkäistä ja olennaisinta, onkin tunnistaa yrityksen riskiprofiili ja muokata kauppahintaa sen mukaiseksi. Lisäksi riskien analysoinnissa pitää erottaa hallittavissa ja hallitsemattomissa olevat riskit toisistaan.

5.3.2 Riskienhallinta sijoituspäätöksen jälkeen

Jokainen seitsemästä haastateltavasta totesi aktiivisen hallitustyöskentelyn olevan tehokkain tapa hallita kohdeyhtiön riskejä sijoituspäätöksen jälkeen. Asiantuntijat A ja C korostivat vielä erikseen, kuinka he eivät osallistu kohdeyhtiön operatiiviseen toimintaan.

” – – me ollaan aktiivisia omistajia hallituksesta käsin, ei operatiivisesta.” (Asiantuntija A)

”Hallitustyöskentely on se muodollinen puoli, miten seurataan yhtiön toimintaa ja raportoidaan lukuja niille ja ne raportoi lukuja meille ja pyritään arvioimaan ol-laanko me koko ajan ennusteessa oikeassa ja, missä viiraa, jos jossakin viiraa.” (Asiantuntija B)

”Me toimimme hallituksesta käsin. Emme mene operatiiviseen johtoon. Toimimme aktiivisen hallitustyöskentelyn kautta ja käytämme ääntä firmassa.” (Asiantuntija C)

”3 Jäsentä on aina hallituksessa. 2 on aina varsinaisia ja yksi on varajäsenenä hallituksessa.” (Asiantuntija D)

”Hallituspaikat otetaan yrityksestä ja kehitetään yritystä aktiivisilla omistajilla.” (Asiantuntija F)

”Pääomasijoittajana ja omistajana meidän tärkein tehtävä on löytää hallitukseen hyviä ihmisiä ja hallituksen tehtävä on varmistaa, että yhtiöllä on hyvä ja toimiva johto. Toimiva johto on lähimpänä liiketoimintaa, koska ne elää ja hengittää sitä.” (Asiantuntija G)

Aktiivisen hallitustyöskentelyn lisäksi asiantuntijat A, B ja E korostivat, kuinka formaalimman hallitustyöskentelyn lisäksi he pitävät viikoittain ja jopa päivittäin yhteyttä kohdeyrityksen operatiivisen johdon kanssa. Asiantuntijat pitivät tätä epäformaalimpaa tapaa tehokkaana riskienhallintakeinona.

” – – mutta kyllä me useesti päivittäinkin ollaan sen johdon kanssa tekemisissä.” (Asiantuntija A)

”Mutta oleellisempaa on se, että näe kohdetiimit, jotka on tyypillisesti 2-3 henkilöä/tiimi, että se tiimi pääsisi mahdollisimman hyvään vuorovaikutukseen sen yrityksen johdon kanssa. Pitää päästää ns. iholle, jolloin sää oot läsnä niiden ajatuksissa ja niiden haasteissa. Siinä on paljon epäformaalia toimintaa viikoittaista tai jopa päivittäistä toimintaa, jossa me ollaan niiden kanssa. Ollaan mukana rahoituksen, yrityskauppojen, investointien tai, minkä tahansa suunnittelussa.” (Asiantuntija B)

”Kyllä me viikoittain ollaan tavalla tai toisella tekemisissä portfolioyhtiöiden kanssa. Oli se sitten, mitä vaan.” (Asiantuntija E)

Jokainen seitsemästä pääomasijoittajasta luo kohdeyritykselle tietynlaisen strategian, tulostavoitteen sekä liiketoimintasuunnitelman. Tätä suunnitelmaa kuljetaan koko ajan mukana ja vähintään kerran vuodessa yritykselle tehty liiketoimintasuunnitelma käydään läpi kohdeyrityksen johdon kanssa. Riippuen yrityksen tilanteesta, liiketoimintasuunnitelmaan ja strategiaan voidaan tehdä joitain muutoksia, jotta kohdeyritys pääsee tulostavoitteisiinsa ja pääomasijoitusyhtiö saa aikanaan sijoitukselleen mahdollisimman korkean tuoton.

”Kyllä näissä meidän yhtiöissä suureen strategiakuvaan palataan kerran vuodessa ihan omana teemanaan. Yleensä niin, että vietetään jokunen päivä sen johtoryhmän kanssa ja jumpataan ja mietitään, missä ollaan ja ollaanko tässä nyt sitten opittu jostain, mitä pitäisi ottaa huomioon.” (Asiantuntija A)

”Meillä on joka vuosi per firma tällainen omistuksen arviointiin liittyvä päivä, jolloin validoidaan, mikä sen yhtiön status on ja, miten se on muuttunut ja mikä sen strateginen positio omassa toimialassa on, mikä sen exit-strategia on.” (Asiantuntija B)

”Vuositain, tehdään riskiarvio, onko ne riskit edelleen relevantteja ja, onko tullut uusia. Onko meidän toimenpiteet olleet riittäviä ja sen mukaan päivitetään sitä riskiarviota ja tehdään päivitettyt suunnitelmat ja minimoidaan niitä riskejä.” (Asiantuntija D)

5.3.3 Kohdeyhtiön toimialan vaikutus sijoitukseen liittyvän riskin hallinnassa

Kaikista haastatteluiden aikoina käsitellyistä teemoista toimialan vaikutus riskin hallintaan aiheutti eniten hajontaa asiantuntijoiden keskuudessa. Kaikki asiantuntijat tunnustivat toimialan aiheuttavan muutoksia käytetyissä riskienhallintamenetelmissä, mutta usean asiantuntijan lausunnot olivat lyhyitä ja he eivät eritelleet tarkempia eroja riskienhallintakeinoissa.

”Lähtökohtaisesti on olemassa tietyn alan toimialoja, mihin me ei haluta edes mennä ja se (riski) poistetaan jo sillä, että ei mennä sinne – – tietyillä toimialoilla on omia ominaispiirteitä ja sellaisia kipukohtia, mitä pyritään huomioimaan tarkemmin, josain toimialassa tarkemmin kuin jossain muussa.” (Asiantuntija A)

”Henkilövaltaisissa bisneksissä, kuten terveydenhuollossa ja palvelubisneksissä niin se riskienhallinnan painopiste voi siirtyä sinne, miten näitä henkilöstöresursseja voidaan hallita.” (Asiantuntija B)

”Joo ilman muuta. Riskit ovat toimialakohtaisia niin tietenkin sitten näin tehdään (muokataan riskien hallintakeinoja toimialan mukaan).” (Asiantuntija E)

Asiantuntijat C ja D pystyivät antamaan selkeän esimerkin, miten kohdeyrityksen toimiala vaikuttaa heidän toimintaansa. Asiantuntijoiden sitaateista on huomattavissa, kuinka ympäristönsuojelu ja ilmastonmuutoksen aiheuttamat muutokset ovat tulleet olennaiseksi osaksi pääomasijoittajien riskienhallintaa. Esimerkiksi tietyt toimialat tai tiettyjä raaka-aineita, kuten muovia hyödyntävät yritykset ovat nousseet tarkemman tarkastelun kohteeksi ilmastonmuutoksen aiheuttaman keskustelun vuoksi. Tällä tavalla tietyn toimialan riskienhallintaan kuuluu olennaisena osana yhteiskunnalliseen paineeseen vastaaminen sekä analysointi keinoista, joilla kohdeyritys pystyy sopeutumaan tähän paineeseen.

”Meillä on tällä hetkellä muovituotteita valmistava yritys X. Stabiili yritys siinä mielessä, että niiden tuotteita ostetaan melkein kaikissa suhdanteissa suurin piirtein yhtä paljon. Ne tekee vähän parempaa tulosta suhteessa koko ajan. Toisaalta ylivoimaisena ykkösenä riskien hallinta keskustelua käydään yhteiskunnallista painetta muovin vastaisuudesta eli pystyy jollain tavalla positioitumaan muovin vastaisessa keskustelussa, mutta kuitenkin saada niitä tuotteita myytyä. Tuo on hyvä esimerkki siitä, miten firman ja toimialan erityispiirteet ja -paineet ohjaavat sitä riskien hallintaa.” (Asiantuntija C)

”Jos sulla on jatkuvaa liiketoimintaa, kuten ohjelmistobisnekset tyypillisesti niin niissä voi olla vähemmän ympäristöön liittyviä riskejä. Jos otetaan ympäristönäkökulmasta niin tuotebisneksessä sulla on helpommin riskiä siitä, että mistä tuotteesta aiheutuu esim. ympäristölle tai käyttäjille riskejä. Toisaalta, jos se ohjelmisto on sellainen, että se menee vaikka ydinvoimaloihin niin voihan siinäkin olla merkittävimmät riskit.” (Asiantuntija D)

Asiantuntijat B, D ja G toivat esiin muita seikkoja, jotka vaikuttavat käytettyihin riskienhallintamenetelmiin enemmän kuin kohdeyrityksen toimiala. Asiantuntija B nosti esiin esimerkiksi yrityksen linkaaren vaiheen tärkeämpänä tekijänä kuin kohdeyrityksen toimialan. Lisäksi asiantuntijat D ja G korostivat sitä, kuinka käytetyt riskienhallintakeinot ovat tyypillisesti tapaus- ja yrityskohtaisia

eikä niinkään toimialakohtaisia. Tällä perusteella pääomasijoittajat päättävät käyttämänsä riskienhallintakeinot tapauskohtaisesti eikä tietyille toimialalle luoda ennalta määrättyjä keinoja.

”Enemmän merkitystä on sillä, missä vaiheessa yritys on kuin toimialalla.” (Asiantuntija B)

Kysyttäessä, ovatko käytetyt riskienhallintakeinot toimialakohtaisia:

”Tapauskohtaista. Enemmän hanke- kuin toimialakohtaista.” (Asiantuntija D)

” Hallitsemme riskiä toimialakohtaisesti, mutta ennen kaikkea yrityskohtaisesti.” (Asiantuntija G)

Asiantuntija G:n lausunto yrityskohtaisesta riskienhallinnasta kiteyttää myös muiden asiantuntijoiden näkemyksiä riskienhallinnasta. Haastatteluissa nousi esiin, kuinka jokaiselle yritykselle luodaan omat riskiprofiilit yleisesti käytetyillä menetelmillä, mutta jokaiseen yritykseen sovellettiin juuri kyseisen yrityksen liiketoimintaan ja toimialaan soveltuvia mittareita.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli kuvata, mitä arvonmäärittymenetelmiä ja riskienhallintakeinoja pääomasijoittajat käyttävät kohdeyrityksen arvioimisessa. Tämän lisäksi tutkimuksessa haluttiin selvittää, onko kohdeyrityksen toimialalla merkitystä käytettyihin valuaatio- ja riskienhallintamenetelmiin. Tutkimustavoitteita lähestyttiin kolmen laajemman tutkimuskysymyksen avulla:

1. *Mitä arvonmäärittymenetelmiä pääomasijoittajat käyttävät arvioidessaan kohdeyrityksen arvoa buyout-sijoituksessa?*
2. *Mitä riskienhallinnan keinoja pääomasijoittajat käyttävät pyrkiessään hallitsemaan buyout-sijoitukseen sisältyvää riskiä?*
3. *Riippuvatko käytetyt arvonmäärittymen- ja riskienhallintamenetelmät kohdeyrityksen toimialasta?*

Tutkimuskysymyksiin pyrittiin etsimään vastausta sekä tutustumalla aiempaan kirjallisuuteen että haastattelemalla seitsemää eri pääomasijoittajaa. Tutkimuksen alussa aiheeseen tutustuttiin perehtymällä aiheita käsitteleviin kirjoihin sekä tieteellisiin artikkeleihin, joiden merkittävimpiä havaintoja on esitelty luvuissa kaksi ja kolme. Teoreettisen tutustumisen jälkeen tutkimuskysymyksiin alettiin kerätä vastauksia asiantuntijahaastatteluilla. Haastattelut toteutettiin teemahaastatteluina, jonka jälkeen saatu aineisto analysoitiin. Pääomasijoittajien vastauksia pyrittiin tyypittelemään teemoittain, jotta lukijalle ja tutkijalle rakentuisi mahdollisimman selkeä ja ymmärrettävissä oleva kokonaisuus tutkittavasta aiheesta. Pääomasijoittajien näkemyksistä ja teoreettisesta viitekehyksestä toisiaan tukevia ja yhteneviä näkemyksiä on tuotu esiin jo aineiston esittelyvaiheessa. Tutkimuskysymyksiin onnistuttiin vastaamaan monipuolisesti ja vastauksia esitellään tarkemmin seuraavissa luvuissa.

6.1 Pääomasijoittajien käyttämät kohdeyrityksen arvonmäärittymenetelmät buyout-sijoituksissa

Ensimmäisessä tutkimuskysymyksessä pyrittiin luomaan kuva siitä, minkälaisia arvonmäärittymenetelmiä pääomasijoittajat käyttävät kohdeyrityksen arvonmäärittymisessä. Haastattelujen pohjalta voidaan todeta, että tietyt arvonmäärittymenetelmät, kuten LBO-mallinnus ja verrokkitransaktioiden hyödyntäminen ovat yleisesti käytettyjä työkaluja, joita jokainen pääomasijoitusyhtiö hyödyntää arvonmäärittymisessään. Asiantuntijoiden näkemys LBO-mallin hyödyntämisestä on yhtenevä myös tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen kanssa. Talmorin ja Vasvarin (2011, 283-306) mukaan pääomasijoitusyhtiöt voivat tehdä koko arvonmäärittymisprosessin hyödyntäen pelkästään LBO-mallinnusta. LBO-malli on siten

yksi suuri kokonaisuus, jonka alle pääomasijoittajat rakentavat yksityiskohtaisempia arvonmäärittäjäkaluja ja suorituskykykymittareita.

Toinen yleisesti käytetty arvonmäärittäjämalli, joka haastatteluissa nousi esiin oli verrokkitransaktioiden hyödyntäminen kohdeyrityksen arvonmäärittäjäksessä. Tätä arvonmäärittäjämenetelmän hyödyntämistä tukevat myös Finnertyn ja Douglaksen (2004, 91) sekä Serran ja Fáveron (2018, 1974) tutkimukset, joiden mukaan verrokkitransaktioiden hyödyntäminen on yleinen tapa määrittäjä kohdeyritykselle arvo. Seitsemästä haastattelusta asiantuntijasta viisi (B, C, D, E ja F) kertoi hyödyntävänsä verrokkitransaktioita kohdeyrityksen arvonmäärittäjäksessä. Asiantuntijoiden mielestä verrokkitransaktioilla ei voida luoda kohdeyritykselle tarkkaa arvoa, mutta sen avulla voidaan hahmottaa ”hintahaarukka”, joka on suuntaa antava hinta-arvio kohdeyrityksen lopullisesta arvosta.

Kolmas arvonmäärittäjämenetelmä, joka nousi haastatteluissa useasti esille oli skenaarioanalyysi. Pääomasijoittajat B, C ja E mainitsivat hyödyntävänsä skenaarioanalyysiä kohdeyrityksen arvonmäärittäjäksessä. Asiantuntijoilla oli yhteinen näkemys siitä, että erilaisia skenaarioita luodaan yleensä kolme kappaletta, jotka voidaan jakaa positiiviseen, neutraaliin ja negatiiviseen tulevaisuuden markkinaennusteeseen. Skenaarioanalyysin avulla pääomasijoittajat pyrkivät arvioimaan tarkemmin kohdeyrityksen arvoa erilaisissa tulevaisuuden markkinanäkymissä.

Empiirisen aineiston perusteella syntyi lisäksi mielenkiintoinen havainto, kun haastateltavat A, E ja F totesivat kaikki, kuinka he eivät hyödynnä DCF-mallia kohdeyritysten arvonmäärittäjäksessä. Havainto oli erikoinen, koska DCF-mallia ei oltu otettu haastatteluissa muuten esiin, vaan asiantuntijat kokivat tärkeäksi korostaa tätä seikkaa erikseen. Havainto on kuitenkin linjassa tutkimuksessa käytetyn teoreettisen viitekehyksen kanssa, joten sitä ei voida pitää poikkeavana. Myös Gompers, Kaplan ja Mukharlyamov (2016) havaitsivat omassa tutkimuksessaan DCF-mallin vähäisen käytön. Toisaalta Brotherson ym. (2014) totesivat, että etenkin investointipankit käyttävät kohdeyrityksen arvonmäärittäjäksessä hyväkseen DCF-mallia.

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen teemasta voidaan nostaa esiin seuraavat kaksi havaintoa:

1. Sellaisia arvonmäärittäjämenetelmiä, kuten LBO-mallintamista ja verrokkitransaktioiden hyödyntämistä käytetään yleisesti riippumatta kohdeyrityksen toimialasta.
2. Osa haastatelluista pääomasijoittajista ei käytä DCF-mallia kohdeyrityksen arvonmäärittäjäksessä.

6.2 Pääomasijoittajien käyttämät keinot kohdeyrityksen riskienhallinnassa

Toisessa tutkimuskysymyksessä keskityttiin pääomasijoittajien käyttämiin riskienhallintakeinoihin buyout-vaiheen sijoituksissa. Tutkimuskysymys jaettiin haastatteluihin kahteen erilliseen teemaan: riskienhallintaan ennen sijoituspäätöstä sekä riskienhallintaan sijoituspäätöksen jälkeen. Tutkimuskysymykseen vastaamisen kannalta oli olennaista havaita, kuinka asiantuntijoiden mielestä jatkaiseen pääomasijoitukseen sisältyy toimialakohtaisia riskejä. Tämän lisäksi vastauksissa nostettiin esiin tieto siitä, että pääomasijoitustoiminta sisältää jatkuvasti riskien ottamista ja siten myös riskien hallintaa.

Asiantuntijoiden haastatteluiden perusteella voidaan todeta, että riskienhallinnassa on löydettävissä menetelmiä, jotka ovat yleisesti käytettyjä ja toimialasta riippumattomia. Esimerkiksi ennen sijoituspäätöstä due diligencen tekeminen on ehdoton osa pääomasijoitusyhtiöiden sijoitusprosessia riippumatta kohdeyrityksen toimialasta. Tätä asiantuntijoiden B, C ja F näkemystä tukee myös Cummingin ja Zambellin (2017) tekemä tutkimus, jossa he korostivat huolellisen due diligence-prosessin ja kohdeyrityksen tulevaisuuden tuottojen välistä yhteyttä. Vastaukset yhtenevät myös siinä suhteessa teoreettisen viitekehyksen kanssa, että huolellisellakaan due diligence-prosessilla ei voida varautua kaikkiin kohdeyritykseen sisältyviin riskeihin.

Sijoituspäätöksen jälkeinen yleisesti käytetty ja toimialasta riippumaton tapa riskienhallintaan on aktiivinen toimiminen kohdeyrityksen hallituksessa. Jokainen seitsemästä asiantuntijasta totesi, että aktiivisella hallitustyöskentelyllä voidaan ehkäistä riskejä ja valvoa kohdeyrityksen toimintaa ilman, että sekaannutaan liialti kohdeyrityksen operatiiviseen toimintaan. Asiantuntijoiden mielestä toinen yleisesti käytetty tapa kohdeyrityksen riskienhallintaan on selkeän liiketoimintasuunnitelman, -strategian sekä tulostavoitteiden luominen.

Jokainen seitsemästä pääomasijoittajasta tekee kohdeyritykselle omanlaisensa liiketoimintasuunnitelman sekä tulostavoitteen joko koko sijoitusperiodille tai vain vuodeksi kerrallaan. Pääomasijoitusyhtiön edustajien eli sijoitustiimin jäsenten tehtävänä on valvoa hallituksesta käsin suunnitelman toteutumista ja olla vuorovaikutuksessa yhtiön johdon kanssa, jotta strategian jalkauttaminen onnistuu ja tulostavoitteisiin päästään. Kaikki pääomasijoittajat järjestävät noin kerran vuodessa jokaiselle kohdeyritykselle erikseen ajankohdan, jolloin yrityksen johdon kanssa analysoidaan, onko tulostavoitteisiin päästy. Liiketoimintasuunnitelmaan ja strategiaan voidaan siten tehdä muutoksia, mikäli pääomasijoitusyhtiö kokee sen tarpeelliseksi.

Asiantuntijat A, B ja E korostivat hallitustyöskentelyn ja vuosittaisten ”arviointipäivien” lisäksi päivittäisen läsnäolon merkitystä kohdeyrityksen riskienhallinnassa. Heidän riskienhallintamenetelmiinsä kuuluvat viikoittainen ja jopa päivittäinen epäformaali yhteydenpito kohdeyrityksen operatiivisen johdon kanssa. Asiantuntijat korostivat yhteydenpidon epäformaaliuden tärkeyttä verrattuna esimerkiksi formaalisempaan hallitustyöskentelyyn.

Muita haastatteluissa esiin nousseita sijoituspäätöstä edeltäviä riskienhallintamenetelmiä olivat yrityksen riskiprofiilin analysoiminen sekä riskien rajaaminen, kohdeyrityksen johdon ja avainhenkilöiden haastattelut sekä erilaiset sopimustekniset ratkaisut. Asiantuntijat G, F ja E totesivat, kuinka kohdeyrityksen riskien tunnistaminen sekä analysoiminen on tehokas tapa hallita sijoitukseen sisältyvää riskiä ennen sijoituspäätöstä. Asiantuntija A nosti esiin johdon ja avainhenkilöiden haastattelujen merkityksen yrityksen riskienhallintakeinona. Hänen mielestään johdon kanssa aikaa viettämällä pystyy ymmärtämään paremmin koko liiketoiminnan luonnetta, mikä auttoi hallitsemaan sijoituksessa sisällä olevaa riskiä. Lisäksi asiantuntija C:n mielestä erilaisilla sopimusteknisillä ratkaisuilla, kuten kauppahinnan maksamisella tiettyjen tulostavoitteiden täytyessä, pystytään ehkäisemään mahdollisia riskejä.

Toisen tutkimuskysymyksen teemasta voidaan nostaa esiin seuraava havainto: merkittävimpiä pääomasijoittajien käyttämiä riskienhallintamenetelmiä ovat aktiivinen hallitustyöskentely, yhteisistä tulostavoitteista sopiminen yrityksen johdon kanssa sekä huolellinen due diligence-prosessi ennen sijoituspäätöstä.

6.3 Toimialan vaikutus käytetyissä arvonmääritys- ja riskienhallintamenetelmissä

Kolmannen ja viimeisen tutkimuskysymyksen avulla pyrittiin selvittämään, kuinka kohdeyrityksen toimiala vaikuttaa käytettyihin arvonmääritysmenetelmiin ja riskienhallintakeinoihin. Asiantuntijahaastatteluiden ja teoreettisen viitekehyksen perusteella voidaan todeta, että kohdeyrityksen toimiala ei vaikuta merkittävästi pääomasijoitusyhtiöiden käyttämiin arvonmääritys- ja riskienhallintamenetelmiin. Sekä arvonmäärityksessä että riskienhallinnassa on olemassa yleisesti käytettyjä ja toimialasta riippumattomia menetelmiä, kuten LBO-mallinnus, verrokkitransaktioiden hyödyntäminen, due diligence-prosessi sekä aktiivinen hallitustyöskentely, joita pääomasijoittajat hyödyntävät kaikissa buyout-vaiheen sijoituksissaan.

Asiantuntijat pystyivät tunnistamaan joitakin toimialasta riippuvaisia asioita, jotka vaikuttavat kohdeyrityksen arvonmääritykseen. Esimerkiksi asiantuntijoiden D ja G vastauksista nousi esiin, kuinka merkittävää kohdeyhtiön toimialan liiketoiminnan ymmärtäminen on valuaation tekemisessä. Toimialan logiikan ymmärtämistä pidettiin ehdottomana vaatimuksena yrityksen arvonmäärityksessä. Tätä havaintoa tukevat Smithin (2012) sekä DiGabrielen ja Rileyn (2018) tekemät tutkimukset, joissa he pitävät yrityksen arvonmääritysprosessin kolmantena vaiheena markkina- eli toimiala-analyysiä. Tämän lisäksi Kallungin ja Niemelän (2007) mukaan yrityksen arvonmäärityksen strategisen vaiheen ulkoinen analyysi keskittyy kohdeyrityksen toimialan analysoimiseen.

Asiantuntijoiden C ja G mielestä kohdeyrityksen arvonmäärittämisessä on olennaista tunnistaa ja analysoida toimialalle tyypillisiä suorituskykykymittareita. Tällä tavalla asiantuntijat käyttävät hyväkseen toimialakohtaisia mittareita ja, siten toimialakohtaista arvonmäärittäystä. Arvonmäärittämisessä käytettävien mittareiden osalta arvonmäärittäminen voidaan nähdä olevan toimialariippuvaista. Käytettyjen mittareiden perusteella kohdeyrityksen toimialalla on siten vaikutusta kohdeyrityksen arvoon. Kohdeyrityksen toimiala vaikuttaa siten lopulliseen yhtiön arvoon, vaikka se ei muuttaisikaan pääomasijoittajien käyttämiä arvonmäärittämenetelmiä.

Asiantuntijoiden vastauksissa oli paljon hajontaa, kun heiltä kysyttiin tarkemmin, kuinka kohdeyrityksen toimiala vaikuttaa heidän käyttämiinsä riskienhallintamenetelmiin. Kuten arvonmäärittämisessäkin myös riskienhallinnassa, on yleisesti käytettyjä ja toimialasta riippumattomia menetelmiä, kuten due diligence, tulostavoitteiden luominen ja niiden läpikäyminen sekä aktiivinen hallitustyöskentely. Kohdeyrityksen toimialan vaikutus näkyy ennen kaikkea siinä, miten näitä menetelmiä hyödynnetään ja minkälaisilla painopisteillä liiketoimintastrategiaa tai tulostavoitteita suunnitellaan.

Asiantuntija A tunnisti, kuinka on olemassa kokonaan toimialoja, joille he eivät halua suuntautua, mikä on yksi tapa hallita riskiä. Asiantuntija C taas totesi, kuinka yhteiskunnallinen paine tiettyjä toimialoja kohtaan muokkaa pääomasijoittajien riskienhallintaa. Asiantuntija C antoi esimerkin, kuinka ehdottomasti suurin keskustelunaihe riskien hallinnassa keskittyy muovin vastaisuuteen liittyvään yhteiskunnalliseen paineeseen. Hänen mielestään muovia hyödyntävän yrityksen tulisi onnistua asettumaan jotenkin muovin vastaiseen keskusteluun, mutta samalla saada muovituotteitaan myydyksi. Tämänkaltaisten asioiden ymmärtäminen ja huomioon ottaminen vaikuttavat kohdeyrityksen riskien hallintaan. Asiantuntijat A, B ja F toivat lisäksi esiin eri toimialoille kohdistuvia erilaisia riskejä, mutta yksikään asiantuntijoista ei määrittellyt erillisiä toimialakohtaisia riskienhallintamenetelmiä. Tällä perusteella aiemmin mainitut riskienhallintamenetelmät eivät muutu kohdeyrityksen toimialan mukaan, vaikka toimiala vaikuttakin kohdeyritykseen sisältyvään riskiin.

Lisäksi haastatteluissa nousi esiin myös muita seikkoja kuin kohdeyrityksen toimiala, jotka vaikuttavat pääomasijoittajien riskienhallintaan. Asiantuntijat B, D ja G nostivat yrityksen vaiheen ja yksilöllisyyden merkittävämmäksi riskienhallintamenetelmiin vaikuttavaksi tekijäksi. Heidän mukaansa riskienhallintamenetelmät luodaan siis ennen kaikkea yritysakohtaisesti eikä saman toimialan yrityksiin hyödynnetä samoja riskienhallintakeinoja. Täten kahteen samalla toimialalla toimivaan yritykseen kohdistetut riskienhallintamenetelmät voivat olla erilaisia. Tämän tutkimuksen tulosten mukaan pääomasijoitusyhtiöiden käyttämiä riskienhallintakeinoja ei voida pitää lähtökohtaisesti vain toimialakohtaisina.

Kolmannen tutkimuskysymyksen teemasta voidaan nostaa esiin seuraavat havainnot:

1. Kohdeyhtiön toimiala ei vaikuta käytettyihin arvonmääritys- tai riskienhallintamenetelmiin, vaan käytetyt keinot ovat toimialasta riippumatta samoja. Toimiala kuitenkin huomioidaan osana arvonmääritystä ja riskienhallintaa, jolloin toimiala vaikuttaa yrityksen arvoon ja riskeihin.

2. Riskienhallintakeinot eivät ole toimialakohtaisia vaan ne ovat ennen kaikkea yrityskohtaisia. Jokaiselle yritykselle luodaan oma riskiprofiili, jonka mukaan riskejä pyritään hallitsemaan.

6.4 Jatkotutkimusaiheita

Buyout-vaiheen sijoitusten arvonmäärityksestä sekä riskienhallinnasta on olemassa runsaasti erilaisia jatkotutkimusmahdollisuuksia. Yksi mielenkiintoinen tutkimuslähtökohta olisi tarkastella tarkemmin, kuinka kohdeyrityksistä luodaan riskiprofiili ja kuinka se vaikuttaa käytettyihin riskienhallintamenetelmiin. Tämän lisäksi olisi mielenkiintoista tutkia, kuinka paljon LBO-mallinnus vaihtelee eri pääomasijoitusyhtiöiden välillä. Kaikki haastatellut pääomasijoittajat kertoivat hyödyntävänsä LBO-mallinnusta kohdeyhtiön arvonmäärityksessä, mutta olisi mielenkiintoista tutkia, kuinka paljon LBO-malli voi vaihdella eri pääomasijoitusyhtiöiden sekä eri kohdeyritysten välillä.

Asiantuntijat A, B ja E korostivat epäformaalin yhteydenpidon merkitystä riskien hallinnassa. Yksi mahdollisuus olisi tutkia, miten tätä yhteydenpitoa toteutetaan käytännössä ja kokeeko kohdeyhtiön operatiivinen johto sen hyödylliseksi. Tutkimus voitaisiin toteuttaa haastattelemalla sekä pääomasijoittajia että kohdeyritysten johtoa.

Tämän tutkimuksen tuloksia voivat hyödyntää pääomasijoittajat sekä yrittäjät, jotka pyrkivät määrittelemään kohdeyritykselle oikeaa arvoa. Tämän lisäksi tutkimustuloksia voidaan hyödyntää tilanteissa, joissa kohdeyritys haluaa valmistautua tulevaan sijoitusprosessiin mahdollisimman hyvin jo etukäteen.

LÄHTEET

- Andonov, Aleksandar, Nils Kok ja Piet Eichholtz. 2013. "A Global Perspective on Pension Fund Investments in Real Estate." *The Journal of Portfolio Management* 39 (5): 32-42.
- Axelson Ulf, Tim Jenkinson, Per Strömberg ja Michael Weisbach. 2013. "Borrow Cheap, Buy High? the Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts." *The Journal of Finance* 68 (6): 2223-2267.
- Blatter, Joachim. 2012. "Case Study." *The SAGE Encyclopedia of Qualitative Research Methods*.
- Bonini, Stefan. 2015. "Secondary Buyouts: Operating Performance and Investment Determinants." *Financial Management* 44 (2): 431-470.
- Brotherson, W. Todd, Kenneth M. Eades, Robert S. Harris ja Robert C. Higgins. 2014. "Company Valuation in Mergers and Acquisitions: How is Discounted Cash Flow Applied by Leading Practitioners?" *Journal of Applied Finance* 24 (2): 43-51.
- Collewaert, Veroniek ja Sophie Manigart. 2016. "Valuation of Angel - Backed Companies: The Role of Investor Human Capital." *Journal of Small Business Management* 54 (1).
- Creemers, Stefan. 2018. "Moments and Distribution of the Net Present Value of a Serial Project." *European Journal of Operational Research* 267 (3): 835-848.
- Cumming, Douglas, Donald S. Siegel ja Mike Wright. 2007. *Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance*. Vol. 13.
- Cumming, Douglas ja Simona Zambelli. 2017. "Due Diligence and Investee Performance." *European Financial Management* 23 (2): 211-253.
- Dalal, Karishma K. ja Nimit Thaker. 2019. "ESG and Corporate Financial Performance: A Panel Study of Indian Companies." *IUP Journal of Corporate Governance* 18 (1): 44-59.
- David W. Crowder ja John P. Reganold. 2015. "Financial Competitiveness of Organic Agriculture on a Global Scale." *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America* 112 (24): 7611-7616.
- DeGeorge, Francois, Jens Martin ja Ludovic Phalippou. 2016. "On Secondary Buyouts." *Journal of Financial Economics* 120 (1): 124-145.
- Dhochak, Monika ja Anil Sharma. 2016. "Using Interpretive Structural Modeling in Venture Capitalists' Decision-Making Process." *Decision* 43 (1): 53-65.
- DiGabriele, James A. ja Richard A. Riley. 2018. "Scratchpad: A Private Company Business Valuation Case." *Journal of Forensic Accounting Research* 3 (1): A1-A36.
- Doeswijk, Ronald, Trevin Lam ja Laurens Swinkels. 2014. "The Global Multi-Asset Market Portfolio, 1959-2012." *Financial Analysts Journal* 70 (2): 26-41.
- Dutta, Kabir K. ja David F. Babbel. 2014. "Scenario Analysis in the Measurement of Operational Risk Capital: A Change of Measure Approach." *Journal of Risk and Insurance* 81 (2): 303-334.

- Eskola, Jari ja Juha Suoranta. 2014. Johdatus Laadulliseen Tutkimukseen. *Tampere: Vastapaino*.
- Etula, S. 2014. Osaamista, Verkostoja, Rahaa - Opas Enkelisijoituksen Hakemiseen. *Saarijärvi Offset Oy*.
- Finnerty, John D. ja Douglas R. Emery. 2004. "The Value of Corporate Control and the Comparable Method of Valuation." *Financial Management (Wiley-Blackwell)* 33 (1): 91-99.
- Frank, Murray Z. ja Tao Shen. 2016. "Investment and the Weighted Average Cost of Capital." *Journal of Financial Economics* 119 (2): 300-315.
- Fürth, Sven ja Christian Rauch. 2015. "Fare Thee Well? an Analysis of Buyout Funds' Exit Strategies." *Financial Management* 44 (4): 811-849.
- Gajek, Lesław ja Łukasz Kuciński. 2017. Complete Discounted Cash Flow Valuation. *Vol. 73. Elsevier BV*.
- Gollier, Christian. 2010. "Expected Net Present Value, Expected Net Future Value, and the Ramsey Rule." *Journal of Environmental Economics and Management* 59 (2): 142-148.
- Gompers, Paul, Steven N. Kaplan ja Vladimir Mukharlyamov. 2016. "What do Private Equity Firms Say they do?" *Journal of Financial Economics* 121 (3): 449-476.
- Gompers, Paul A. 1998. "Venture Capital Distributions." *The Journal of Finance* 53 (6): 2161-2183.
- Gradl, Paul R., Alisha D. Youngblood, Paul J. Compton ja Sampson E. Gholston. 2009. "Considering Risk within Net Present Value: Calculations for Government Projects." *The Engineering Economist* 54 (2): 152-174.
- Groh, Alexander Peter ja Heinrich von Liechtenstein. 2011. "The First Step of the Capital Flow from Institutions to Entrepreneurs: The Criteria for Sorting Venture Capital Funds." *European Financial Management* 17 (3): 532-559.
- Gustafsson, Johanna, Engineering. 2017. Single Case Studies Vs. Multiple Case Studies: A Comparative Study. *Academy of Business, Engineering and Science*.
- Harris, Robert, Tim Jenkinson ja Steven Kaplan. 2014. "Private Equity Performance: What do we Know?" *The Journal of Finance* 69 (5): 1851-1882.
- Heinzelmann, Rafael. 2016. "Making Up Performance: The Construction of "performance" in Venture Capital Firms' Portfolios." *Qualitative Research in Accounting & Management* 13 (4): 445-471.
- Hidén, Paulus ja Jyrki Tähtinen. 2005. Pääomarahastot Ja Niiden Sijoitustoiminta. *Enterprise Adviser -Kirjasarja. Helsinki: Talentum*.
- Hirsjärvi, Sirkka ja Helena Hurme. 2008. *Tutkimushaastattelu : Teemahaastattelun Teoria Ja Käytäntö*. Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press.
- Hirsjärvi, Sirkka, Pirkko Remes, Paula Sajavaara ja Eila Sinivuori. 2009. *Tutki Ja Kirjoita*. 15. uud. p. painos. Helsinki: Tammi.
- Hung, Yao-Don ja Ming-Hone Tsai. 2017. "Value Creation and Value Transfer of Leveraged Buyouts: A Review of Recent Developments and Challenges for Emerging Markets." *Emerging Markets Finance and Trade* 53 (4): 877-917.
- Jenkinson, Tim ja Miguel Sousa. 2015. "What Determines the Exit Decision for Leveraged Buyouts?" *Journal of Banking and Finance* 59: 399-408.

- Kallunki, Juha-Pekka ja Jaakko E. Niemelä. 2007. Uusi Yrityksen Arvonmääritys. *Economica-Kirjasarja. 4. p. painos. Helsinki: Talentum.*
- Kamoto, Shinsuke. 2017. "Managerial Innovation Incentives, Management Buyouts, and Shareholders' Intolerance of Failure." *Journal of Corporate Finance* 42: 55-74.
- Kolbina, O. 2015. "SWOT Analysis as a Strategic Planning Tool for Companies in the Food Industry." *Problems of Economic Transition* 57 (9): 74-83.
- Kullman, M., Javier Campillo, Erik Dahlquist, C. Fertner, R. Giffinger, J. Grosse, N. B. Groth, ym. 2016. "Note." *Journal of Settlements and Spatial Planning* 2016: 89.
- Lilford, Eric, Bryan Maybee ja Dan Packey. 2018. "Cost of Capital and Discount Rates in Cash Flow Valuations for Resources Projects." *Resources Policy* 59: 525-531.
- Mahmoodzadeh, S., J. Shahrabi, M. Pariazar ja M. S. Zaeri. 2007. Project Selection by using Fuzzy AHP and TOPSIS Technique. *International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering.*
- Marchioni, Andrea ja Carlo Alberto Magni. 2018. "Investment Decisions and Sensitivity Analysis: NPV-Consistency of Rates of Return." *European Journal of Operational Research* 268 (1): 361-372.
- Matschke, Manfred Jürgen ja Gerrit Brösel. 2008. "Fundamentals of Functional Business Valuation." *Ernst-Moritz-Arndt-UniversitätGreifswald, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät, No. 03/2008.*
- Metsämuuronen, Jari. 2005. Tutkimuksen Tekemisen Perusteet Ihmistieteissä. 3. painos. *Helsinki: International Methelp.*
- Morley, John. 2014. "The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation." *Yale Law Journal* 123 (5): 1256.
- Pääomasijoittajat ry. 2019. *2018 Pääomasijoittaminen Suomessa.*
- Patrick, Michael ja Nick French. 2016. "The Internal Rate of Return (IRR): Projections, Benchmarks and Pitfalls." *Journal of Property Investment & Finance* 34 (6): 664-669.
- Phadermrod, Boonyarat, Richard M. Crowder ja Gary B. Wills. 2019. "Importance-Performance Analysis Based SWOT Analysis." *International Journal of Information Management* 44: 194-203.
- Ruback, Richard S. 2017. *HBR Guide to Buying a Small Business. Harvard Business Review Press.*
- Santavirta, Pia, Meri Koivula ja Heikki Vesterinen. 2018. *Toimialatutkimus: Pääomasijoittajien Vaikutus Yritysten Kasvuun Vuosina 2010-2017.*
- Serra, Ricardo Goulart ja Luiz Paulo Lopes Fávero. 2018. "Multiples' Valuation: The Selection of Cross-Border Comparable Firms." *Emerging Markets Finance and Trade* 54 (9): 1973-1992.
- Silveira, Rafael ja Randall Wright. 2016. "Venture Capital: A Model of Search and Bargaining." *Review of Economic Dynamics* 19: 232-246.
- Sinkin, Joel ja Terrence Putney. 2017. Last in a series: The when, what, And how of Making Sure Everything Checks Out in a Merger. *Journal of Accountancy.*

- Smith, Ernest Patrick. 2012. "The Basics of Business Valuation, Fraud and Forensic Accounting, and Dispute Resolution Services." *The CPA Journal* 82 (6): 6.
- Storey, Eric. 2016. "Using Internal Rate of Return to Score Investments: "And the Winner is..."." *Journal of Property Management* 81 (4): 18-21.
- Talmor, Eli ja Florin Vasvari. 2011. *International Private Equity*. Hoboken: John Wiley & Sons, Incorporated.
- Viitanen Kauko ja Heidi (toim). Falkenbach. *Kansainväliset Arviointistandardit 2013*.
- Wonglimpiyarat, Jarunee. 2009. "The Influence of Capital Market Laws and Initial Public Offering (IPO) Process on Venture Capital." *European Journal of Operational Research* 192 (1): 293-301.
- Yin, Robert K. 2014. *Case Study Research : Design and Methods*. 5th edition.

Liite 1. Teemakysymykset

Teema I Tausta

- 1) Kuinka monen vuoden kokemus teillä on pääomasijoittamisesta?
- 2) Kuinka monessa pääomasijoituksessa olette olleet mukana (arvio)?
- 3) Minkä toimialan pääomasijoituksissa olette olleet mukana?
- 4) Koetteko olevanne erikoistunut tietyn toimialan pääomasijoituksiin?
- 5) Minkä kokoluokan pääomasijoituksia olette tehneet (mittarina kohdeyrityksen liikevaihto)?

Teema II Buyout-vaiheen arvonmääritys

- 1) Mitä arvonmääritysmenetelmiä käytätte arvioidessanne buyout-vaiheen kohdeyhtiötä?
- 2) Miksi käytätte näitä menetelmiä?
- 3) Mitkä tekijät vaikuttavat mielestänne eniten yrityksen arvoon? Miksi?
- 4) Mitä taloudellisia mittareita käytätte kohdeyrityksen arvioimisessa? Miksi?
- 5) Mitä ei-taloudellisia mittareita käytätte kohdeyrityksen arvioimisessa? Miksi?
- 6) Mitkä kolme tekijää ovat teille merkittävimpiä, kun arvioitte buyout-vaiheen kohdeyhtiön potentiaalia sijoituskohteena?
- 7) Riippuvatko käytetyt arvonmääritysmenetelmät kohdeyhtiön toimialasta?

Teema III Buyout-vaiheen sijoituksiin liittyvä riskienhallinnointi

- 1) Minkälaisia riskitekijöitä buyout-vaiheen sijoituksiin yleensä sisältyy?
- 2) Ovatko merkittävimmät riskitekijät toimialakohtaisia?
- 3) Miten pyritte hallitsemaan buyout-vaiheen sijoitukseen sisältyvää riskiä ennen sijoituspäätöstä?
- 4) Miten pyritte hallitsemaan ja mahdollisesti minimoimaan buyout-vaiheen sijoitukseen sisältyvää riskiä, kun sijoitus on jo tehty?
- 5) Oletteko kokeneet käyttämänne toimenpiteet riittäviksi?

6) Hallitsetteko riskiä eri tavalla sijoittaessanne eri toimialan yrityksiin?