



**TURUN AMMATTIKORKEAKOULU
ÅBO YRKESHÖGSKOLA**

Opinnäytetyö

**PÄÄOMASIOITUUKSEN TAVOITTEET,
VAIKUTUKSET JA LISÄARVO**

Hanna Miettinen

Liiketalous

2009

Bioalat ja liiketalous	
Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma	
Tekijä Hanna Miettinen	
Työn nimi Pääomasijoituksen tavoitteet, vaikutukset ja lisäarvo	
Suuntautumisvaihtoehto Taloushallinto	Ohjaaja Markku Heikkilä
Opinnäytetyön valmistumisajankohta Joulukuu 2009	Sivumäärä 65 + liittet
Pääomasijoittamisella tarkoitetaan pääomasijoitusyhtiöiden tekemiä sijoituksia yrityksiin, jotka ovat tavallisesti julkisesti noteeraamattomia ja omaavat hyvät kasvu- ja kehitysmahdollisuudet. Pääomasijoitus tehdään oman pääoman -ehtoisena tai välirahoituksena. Pääomasijoittajat keräävät varoja rahastoihinsa, joista sijoitetaan portfoliossa oleviin kohdeyrityksiin. Ennen pääomasijoituksen tekemistä, kohdeyritykseen tehdään yritystarkastus, jonka tarkoituksena on kartoittaa yrityksen ongelmat ja kehitysmahdollisuudet. Yritystarkastuksen pohjalta kohdeyritykselle tehdään kehityssuunnitelma, johon kirjataan yrityksen ongelmien ratkaisemiseen tähtäävät toimet. Sijoitusaikana pääomasijoittaja monitoroi ja kehittää yrityksen toimintaa osallistumatta kohdeyrityksen päivittäiseen johtamiseen. Pääomasijoittaja pyrkii luomaan lisäarvoa kohdeyritykselle sijoituksen aikana tarjoamalla oman osaamisensa ja kontaktinsa yrityksen käyttöön. Pääomasijoituksen aikana luotu arvonnousu realisoidaan sijoituksesta irtauduttaessa. Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tarkastella pääomasijoitusyhtiöiden harjoittamaa sijoitustoimintaa, kuvailla ja analysoida pääomasijoituksen vaikutuksia kohdeyrityksen näkökulmasta ja pohtia pääomasijoituksen tuottamaa lisäarvoa kohdeyritykselle. Teorian pohjana käytettiin pääomasijoitustoimintaa käsitteleviä artikkeleita, yritysten materiaaleja ja Internet-sivuja sekä muuta kirjallista materiaalia. Tutkimuksen empiiriseen osaan haastateltiin pääomasijoitusyhtiön ja kohdeyrityksen edustajaa ja tutkimuksessa kuvattiin yritysten välistä sijoitussuhdetta. Pääomasijoittamisesta on tullut merkittävä rahoituksen lähde suomalaisille pk-yrityksille. Kuitenkin vain harva yritys saa pääomasijoituksen. Pääomasijoituksen edut muihin rahoituksen lähteisiin verrattuna eivät välttämättä liity yrityksen rahoittamiseen, vaan pääomasijoittajan kohdeyritykselle luomaan lisäarvoon. Lisäarvoa luodaan kohdeyrityksen orgaanista toimintaa tehostamalla tai yritystä kasvattamalla esimerkiksi yritysostoilla. Pääasiassa pääomasijoittajan mukanaolo vaikuttaa positiivisesti kohdeyrityksen toimintaan ja kehitykseen. Se esimerkiksi tuo uskottavuutta yrityksen toimintaan sen sidosryhmien näkökulmasta Toisaalta sijoituksen määräaikaisuus ja epävarmuus yrityksen tulevasta omistajasta aiheuttavat epävarmuutta sidosryhmissä. Talouden tilanteella on suuri vaikutus pääomasijoitustoimintaan. Pääomasijoittajan vaikeudet voivat heijastua kohdeyrityksen toimintaan.	
Hakusanat: pääomasijoittaminen, lisäarvo, rahoitus	
Säilytyspaikka: Turun ammattikorkeakoulun kirjasto, Lemminkäisenkatu	

Life Sciences and Business	
Degree programme Business and Administration	
Author Hanna Miettinen	
Title The Objectives, Effects and Worth Accessing in Private Equity Investment	
Specialization line Financial Management	Instructor Markku Heikkilä
Date December 2009	Total number of pages 65 + appendices
Private equity is finance provided by a private equity firm in the form of share capital or mezzanine finance to unquoted company which has the potential to achieve significant growth and profitability. A private equity investor raises money for its funds and invests it to the target companies. Private equity investor evaluates the possibilities and risks of the target company and the industry with due diligence process. On the basis of the process, a development plan is made which includes all the objectives to improve the operations of the target company. The private equity investor seeks to increase a company's value to its owners without taking day-to-day management control. To increase the value of the company during the investment period, the private equity investor provides advice, expertise and guidance on the target company's strategic and operational issues. The growth in the company's value will be realized in the exit phase. The objectives of this study were to describe the operations of the private equity companies and to analyze the effects of the private equity investment from the target company's point of view and also to focus on the private equity company's possibilities to increase the value of the target company. Private equity has become an important source of funding for small and medium-sized firms in Finland, but companies face difficulties in finding investors. Compared to the other sources of funding, private equity's benefits are rather due to the worth accessing than financing of the target company. The private equity investor can add value of the target company during the ownership period, for example by funding acquisitions, streamlining, optimizing the capital structure, introducing target company to investor's network of contacts, nominating experts to the board of directors and, if necessary, helping to fill gaps in the management team. In general, private equity investment has a positive impact on the target company's development and operations. It increases company's net worth, borrowing capacity and overall financial strength and also enhances the company's credibility among interest groups. On the other hand, the limited time frame of the investment and the uncertainty of the upcoming owner increase insecurity among interest groups. Usually the entrepreneur of the target company also has to be ready to give up the control in the company. The economical situation has a strong impact on the venture capital business, and the difficulties of the private equity firms can also have an effect on the target companies' operations.	
Keywords: private equity, venture capital, worth accessing, financing	
Deposit at: Turku University of Applied Sciences, library, Lemminkäisenkatu	

SISÄLTÖ

1	JOHDANTO	6
2	PÄÄOMASIJOTTAMISEN OSAPUOLET	9
2.1	Kohdeyritys	9
2.1.1	Pääoman ja yrityksen kehittämisen tarve	9
2.1.2	Pääomasijoitus yrityksen rahoitusmuotona ja kehittäjänä	13
2.2	Pääomasijoitusyhtiö	15
2.2.1	Sijoitusstrategia	15
2.2.2	Tuottovaatimus ja ansaintalogiikka	23
2.2.3	Sponsor Capital Oy:n sijoitusstrategia ja tuottovaatimus	24
2.3	Tutkimuksen taustaa	25
3	SOPIMUSSUHTEEN SOLMIMINEN JA YHTEISTYÖ	27
3.1	Osakassopimus	27
3.2	Saunatec Oy:n kehityssuunnitelma	29
3.3	Vaikutukset kohdeyritykseen	31
4	IRTAUTUMINEN KOHDEYRITYKSESTÄ.....	41
4.1	Osapuolien tavoitteet.....	41
4.2	Irtautumismuodot	42
4.3	Irtautuminen ja uusi omistaja Saunatec Oy:ssä.....	45
5	PÄÄOMASIJOTUKSEN LISÄARVO.....	48
5.1	Lisäarvon tuottamisen keinot	48
5.2	Lisäarvo Saunatec Oy:lle	50
5.3	Kasvoton vai kasvollinen omistaja?.....	52
6	POHDINTA	53

LIITTEET

Liite 1. Teemahaastattelurunko pääomasijoitusyhtiö.

Liite 2. Teemahaastattelurunko kohdeyritys.

KUVIOT

Kuvio 1. Pääomasijoitusrahaston rakenne ja toiminta.	7
Kuvio 2. Uusien venture capital -sijoitusten, sijoitusten kohteena olleiden yritysten ja sijoitetun pääoman määrä Suomessa 2005–2008.	19
Kuvio 3. Sijoitusten kappalemääräinen osuus vuonna 2007 yrityksen eri kehitysvaiheissa.	21
Kuvio 4. Sijoitukset (M€) vuonna 2007 yrityksen eri kehitysvaiheissa.	21
Kuvio 5. Helo Group Ltd:iin kuuluvat yritykset.	26
Kuvio 6. Sponsor Capital Oy:n toimintamalli.	30
Kuvio 7. Irtautumisten määrä (kpl) ja arvot (M€) hankintahintaan ilman realisoitua myyntituottoja 2005–2008.	45
Kuvio 8. Saunatec Oy:n pääomasijoitusprosessi, tavoitteet ja niiden toteutuminen sijoitusaikana sekä keinot tavoitteiden saavuttamiseksi.	60

TAULUKOT

Taulukko 1. Saunatecin omistajat ja omistuksen jakautuminen.	33
Taulukko 2. Esimerkkejä irtautumisista.	43

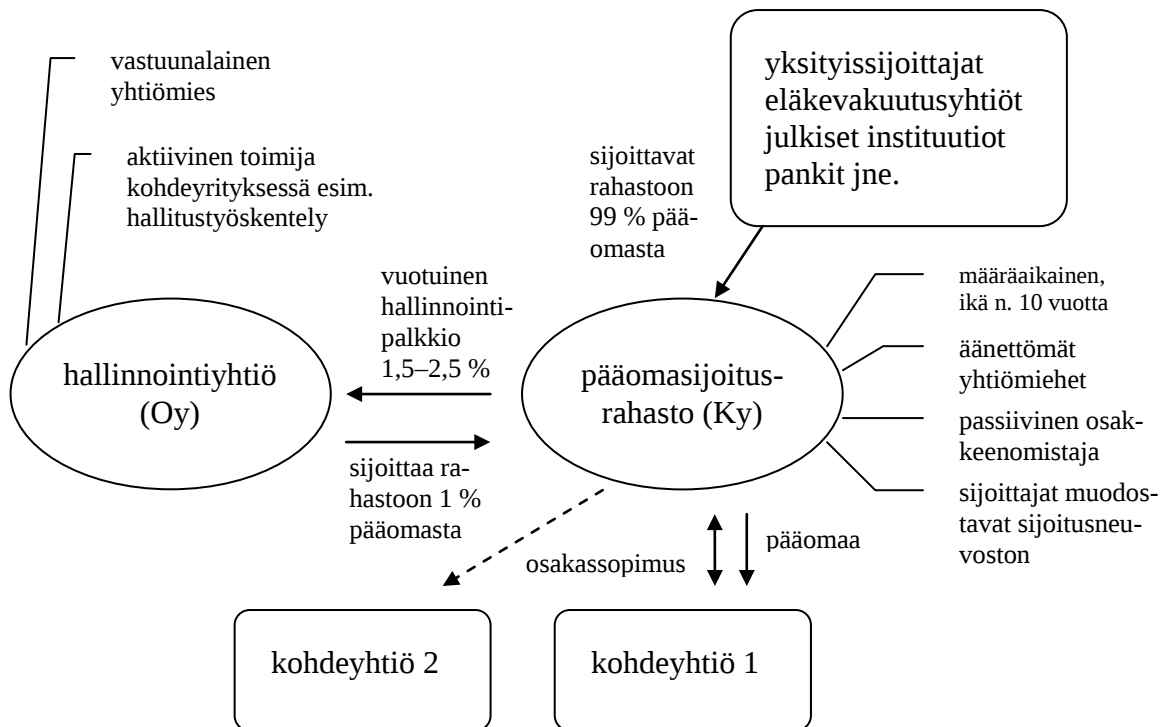
1 JOHDANTO

Pääomasijoittamisella tarkoitetaan sijoitusten tekemistä yritykseen (kohdeyritys), joka omaa hyvät kehittymismahdollisuudet ja on julkisesti noteeraamaton. Pääomasijoitus tehdään oman pääoman -ehtoisena rahoituksena tai välirahoituksena. Pääomasijoittajasta tulee tavallisesti yrityksen omistaja. Sijoituksesta irtaudutaan ennalta sovitun aikataulun mukaisesti. Pääomasijoittajan tarkoituksena on edistää yrityksen arvonnousua tarjoamansa lisäarvon avulla. Arvonnousu realisoidaan sijoituksesta irtauduttaessa (exit). (Hautala 2000, 64; Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009].)

Pääomasijoittajana voi olla rahasto, yhtiö tai yksityishenkilö (Hautala 2000, 64). Pääomasijoittajaksi voidaan kutsua myös pankkien, vakuutusyhtiöiden ja investointipankkien pääomasijoitusyksiköitä (Lauriala 2004, 32). Tässä tutkimuksessa pääomasijoittajalla tarkoitetaan riippumatonta, toimialaerikoistunutta ja yksityistä pääomasijoitusyhtiötä ja sen rahastoja. Ammattimainen rahastomuotoinen pääomasijoittaminen sekoitetaan usein muuhun arvopaperisijoittamiseen ja sijoitusrahastojen ja ennen kaikkea niin sanottujen bisnesenkeleiden toimintaan. Pääomasijoittaminen eroaa muusta arvopapereihin kohdistuvasta sijoitustoiminnasta muun muassa siten, että pääomasijoittaja tekee sijoituksen yleensä aina listautumattoman yhtiön osakkeisiin, sijoitus realisoidaan tietyn määräajan kuluttua, ja sijoittaja osallistuu aktiivisesti sijoituksen kohteena olevan yhtiön toimintaan esimerkiksi hallituksen jäsenenä tai taloudellisena neuvonantajana. (Lauriala 2004, 19, 22–23.)

Pääomasijoitus tehdään pääomasijoitusyhtiön hallinnoimasta pääomarahastosta (ks. kuvio 1). Rahaston varoja sijoitetaan useampaan kohdeyritykseen. Tällä tavoin pyritään pienentämään sijoituksiin liittyvää riskiä (Lauriala 2004, 22). Pääomarahastoihin kerätään varoja suurilta institutionaalisilta sijoittajilta kuten vakuutus- ja eläkeyhtiöiltä, pankeilta ja julkiselta sektorilta, mutta myös yksityishenkilöiltä (Peltola 2007, 31). Rahastot ovat kommandiittiyhtiömuotoisia ja ne perustetaan määräaikaisiksi (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009]). Määräajan kuluessa sijoituksen arvon odotetaan kasvavan merkittävästi sijoittajan tuoman lisäarvon avulla. Pääomasijoitusrahaston elinikä on yleensä

sä 10–13 vuotta. Ensimmäisen viiden vuoden aikana rahaston varat sijoitetaan kohdeyrityksiin. Sijoituksen aikana yhtiöiden arvoa kasvatetaan ja toimintaa monitoroidaan. Lopuksi sijoitukset myydään tai realisoidaan muulla tavoin ja niistä kertyvä tuotto jaetaan rahaston sijoittajille. (Lauriala 2004, 23.)



Kuvio 1. Pääomasijoitusrahaston rakenne ja toiminta (mukaillen Lauriala 2004, 34).

Pääomasijoitustoiminta ja pääomamarkkinat ovat laajentuneet ja kehittyneet paljon viimeisten 15 vuoden aikana Suomessa (Pylkkänen 2008, 40). Tämä johtuu markkinoiden kansainvälistymisestä, yrittäjyyden merkityksen voimistumisesta ja yhteiskunnan rakennemuutoksesta eli siirtymisestä tuotantoteollisuudesta korkean teknologian ja palvelupainotteiseen teollisuuteen. Yhdysvalloista lähtöisin olevasta pääomasijoittamisesta tuli erityisen tärkeä rahoituksen lähde uusille teknologia- ja innovaatioyrityksille 1990-luvun lopulla, jolloin se mahdollisti tuhansien yhtiöiden kasvun, laajenemisen tai ylipäänsä selviämisen. Pääomasijoittamista voidaan pitää tärkeänä yritystoiminnan ja talouden kasvua kiihdyttävänä tekijänä, koska se rohkaisee yrittämiseen, lisää vientiä ja työpaikkoja. (Lauriala 2004, 14–16, 18.)

Pääomasijoittamista kutsutaan usein riskirahoitukseksi. Pääomasijoittamisen riski liittyy siihen, että sijoitus tehdään usein oman pääoman -ehtoisena tai välirahoituksena, jolloin sen asema konkurssissa on huonompi muihin velkoihin nähden (Lauriala 2004, 100). Sijoitetun pääoman määrä on myös useimmiten huomattavan suuri verrattuna sijoituksen kohteena olevan yrityksen vakuuksiin ja omaan pääomaan. Tässä piilee myös pääomasijoittamisen markkinarako rahoituskentässä, koska pankit myöntävät harvoin lainoja ilman riittäviä vakuuksia tai kassavirtaa. (Lauriala 2004, 15.) Pääomasijoitukselle ominaista on korkea riskin lisäksi korkea tuotto (Hautala 2000, 64). Se houkuttelee toimijoita alalle. Pääomasijoittamisen suosion kasvua kuvaa oivallisesti pääomasijoitusyhtiöiden ja sijoitetun pääoman määrän huomattava kasvu Suomessa. Vuoden 2008 lopussa hallinnoitavien pääomien määrä oli yli 5,4 miljardia euroa, josta vajaa puolet (2,3) oli sijoitettuna kohdeyrityksiin (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b [viitattu 10.3.2009]).

Talouden suhdanteet, finanssimarkkinoiden likvidiys ja korkotaso vaikuttavat olennaisesti pääomasijoittajien mahdollisuuksiin tehdä uusia sijoituksia ja kannattavia irtautumisia, sekä halukkuuteen kerätä varoja uusiin rahastoihin (Lauriala 2004, 31–32; Sponsor Capital Oy 2009 [viitattu 10.3.2009]). Voidaan siis olettaa, että nykyisessä taloudellisessa tilanteessa pääomasijoittajien toiminta tulee olemaan passiivisempaa ja pääomasijoitusten määrä tulee laskemaan, koska pääomasijoitusyhtiöiden on muiden ohella vaikeaa saada rahoitusta toiminnalleen (Nurminen 2008, 7). Talouden kääntyessä kasvuun lisääntyvä pääoman tarjonta tulee myös lisäämään pääomasijoitusten kysyntää (Hautala 2000, 64).

Tutkimuksen tavoitteena on tarkastella pääomasijoitusyhtiöiden harjoittamaa sijoitustoimintaa. Pääpaino on pääomasijoituksen vaikutuksien kuvaamisessa ja analysoimisessa kohdeyhtiön näkökulmasta. Kappaleessa kaksi keskitytään pääomasijoittajien sijoituskriteereihin, eli siihen, miten pääomasijoittajat valitsevat sijoituskohteensa. Samalla tarkastellaan tilastoja pääomasijoitustoimintaan sitoutuvasta pääomasta rahoitusmarkkinoilla ja varojen kohdistumisesta erilaisiin yrityksiin. Kappaleessa kaksi kuvataan myös kohdeyhtiön tarpeita ja pääomasijoituksen eroja verrattuna muihin yritysten perinteisesti käyttämiin rahoitusvaihtoehtoihin. Kappaleessa kolme käydään läpi osapuolten välille tehtävän osakassopi-

muksen ja kehityssuunnitelman sisältöä ja niiden vaikutuksia kohdeyritykseen. Neljännessä kappaleessa tarkastellaan pääomasijoituksen realisointitapoja eli irtautumismuotoja ja osapuolten tavoitteita irtautumisessa. Kappaleet muodostavat aikajanan sijoitusvaihtoehtojen etsimisestä sijoituksen tekemiseen ja lopulta siitä irtautumiseen. Tämän aikajänteen kuvaaminen on tärkeää pääomasijoitusyhtiöiden toiminnan luonteen ymmärtämiseksi. Pääomasijoittajan pitäisi tuottaa jonkinlaista lisäarvoa kohdeyritykselle. Kappaleessa viisi pohditaan juuri tätä pääomasijoittajan tuottamaa lisäarvoa, joka erottaa pääomasijoitusyhtiöiden harjoittaman sijoitustoiminnan muista pääoman sijoittamisen muodoista.

Pääomasijoittamisesta on kirjoitettu paljon alan lehdissä, mutta tieteellinen tutkimus ja kirjallisuus ovat vielä lapsenkengissä Suomessa. Teorian pohjana käytetään pääomasijoitustoimintaa käsitteleviä artikkeleita, yritysten materiaaleja ja Internet-sivuja sekä muuta kirjallista materiaalia. Empiriaa tutkimukseen tuodaan haastattelemalla pääomasijoitusyhtiön osakasta ja kohdeyhtiön toimitusjohtajaa. Näiden henkilöiden edustamien yritysten välinen pääomasijoitussuhde on työn toiminnallisen osuuden kulmakivi. Haastatteluosapuolet pyritään valitsemaan niin, että kyseiset henkilöt ovat tehneet yhteistyötä sijoituksen aikana. Toinen kriteeri on, että kohdeyrityksestä on jo irtauduttu, jotta käsittelyyn saadaan koko pääomasijoitusprosessi. Aihe on ajankohtainen ja mielenkiintoinen, koska ammattimainen pääomasijoittaminen on melko uusi ilmiö Suomessa, se on otsikoissa säännöllisesti ja sitä on tutkittu vähän ammattikorkeakouluissa.

2 PÄÄOMASIJOITTAMISEN OSAPUOLET

2.1 Kohdeyritys

2.1.1 Pääoman ja yrityksen kehittämisen tarve

Yritys tarvitsee rahoitusta toimintansa pyörittämiseen. Yrityksen rahoitus voidaan jakaa omaan ja vieraaseen pääomaan (Lauriala 2004, 101). Nämä voidaan jakaa vielä tarkemmin sisäiseen omaan pääomaan ja ulkoiseen omaan ja vieraaseen

pääomaan (Leppiniemi 2009 [viitattu 11.11.2009]). Kannattava yritys rahoittaa toimintansa pääasiassa tulorahoituksella. Yrityksen muita sisäisiä keinoja rahoittaa toimintaansa ovat esimerkiksi

- kassanhallinta ja verojen optimointi
- sijoitustoiminta (esim. säästötili)
- luottokortit ja luotollinen tili
- myyntisaamisten ja ostovelkojen maksuehdot. (Benjamin & Margulis 2005, 81; Leppiniemi 2009 [viitattu 11.11.2009].)

Yrityksen sisäiset rahoituskeinot eivät aina ole riittäviä, kun yritys haluaa kasvaa ja kehittyä. Tällöin yrityksen täytyy turvautua ulkoisiin rahoituskeinoihin. Yrityksen ulkoisia keinoja rahoittaa toimintaansa ovat muun muassa

- valtion lainat ja tuet
- rahoituslaitoslainat
- rahoitusyhtiölainat (esim. factoring- ja leasing-rahoitus)
- yksityinen sijoitus
- listautuminen
- pääomasijoitusyhtiöiden sijoitus. (Benjamin & Margulis 2005, 81; Leppiniemi 2009 [viitattu 11.11.2009].)

Yrityksen rahoituksen tarve riippuu useimmiten yrityksen koosta ja kehitysvaiheesta. Aloittava yritys tarvitsee pääomaa esimerkiksi tutkimukseen ja tuotekehitykseen, tuotteen koemarkkinointiin ennen tuotteen kaupallistamista ja myöhemmin tuotteensa markkinointiin ja jatkokehittämiseen. Kasvua tavoitteleva yritys tarvitsee pääomaa esimerkiksi investoidakseen uuteen tuotantolinjaan tai toimitiloihin sekä mahdollisiin yritysostoihin. Yritys voi tarvita rahoitusta myös lisätäkseen käyttöpääomaansa. Yritys voi olla myös rahoitusvaikeuksissa, jolloin se kaipa rahoitusta kannattavuuden parantamiseen. (Lauriala 2004, 28; Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009].) Pk-yritysbarometri -raportin mukaan seuraavan vuoden sisällä yrityksen ulkoista rahoitusta aikoo hankkia joka neljäs pieni tai keskisuuri yritys. Useimmassa tapauksessa rahoitusta tarvitaan käyttöpääoman kasvattamiseen. Rakennus-, kone- ja laiteinvestointeihin rahoitusta tarvitsevien yritysten määrä on vähentynyt. (Suomen Yrittäjät Ry & Finnvera Oyj 2009, 16.)

Tavallisimmat ulkoisen rahoituksen tavat rahoittaa yrityksen toimintaa ovat vieraan pääoman -ehtoinen pankkilaina ja valtion eri tukimuodot. Noin 50 prosentilla pk-yrityksistä on lainaa rahoituslaitoksilta (Suomen Yrittäjät Ry & Finnvera Oyj 2009, 34, 39). Pankkilainan saamisen ehtona on yleensä aina reaali- vakuus (Hautala 2000, 64). Vajaalla puolella lainaa ottaneista pk-yrityksistä lainan vakuutena on yksityistä omaisuutta (asunto 27 prosentilla vastaajista) (Suomen Yrittäjät Ry & Finnvera Oyj 2009, 34, 39). Erityisesti aloittavassa yrityksessä vieraan pääoman saantia vaikeuttaa yrityksen ja omistajien vakuuksien puute ja oman pääoman pienuus (Hautala 2000, 64). Vieraassa pääomassa on myös korko- ja takaisinmaksuvelvollisuus. Ne hidastavat yrityksen kasvua ja voivat antaa ratkaisevan kilpailuedun muille yrityksille. (Lauriala 2004, 101.) Jos yritys ajautuu ongelmiin, se ei välttämättä kykene maksamaan lainaa ja korkoja takaisin, jolloin rahoittaja voi viimeisenä keinona hakea yrityksen konkurssiin. Valtio myöntää yrityksille muun muassa lainoja, korkotukia, avustuksia, takauksia ja takuita (Leppiniemi 2009 [viitattu 11.11.2009]). Niiden huono puoli on, että niitä tarjotaan useimmiten hyvin rajatulle joukolla. Tilintarkastusyhteisön teettämän selvityksen mukaan yritykset pitävät julkisia tukia tärkeinä, mutta niiden ongelmia ovat kohdistaminen ja hajanaisuus (Isotalus 2009a, 8).

Eniten ulkoista rahoitusta tarvitsevat nuoret ja kasvuhakuisimmat yritykset. Kasvuhakuiset yritykset hakevat muita pk-yrityksiä useammin ulkoista rahoitusta yritysjärjestelyihin, ja vientiin ja kansainvälistymiseen liittyviin kehityshankkeisiin. Rahoituksen yritykset hankkivat Suomen valtion omistamalta rahoitusyhtiöltä Finnveralta (43 %) ja pääomasijoittajilta (21 %). (Suomen Yrittäjät Ry & Finnvera Oyj 2009, 16, 34, 39). Kasvua tavoittelevat ja kooltaan suuremmat yritykset voivat lisätä pääomaansa myös listaamalla osakkeensa pörssiin. Listautuminen mahdollistaa myös myöhemmät osakeannit. Aikaisemmin isoimmille yrityksille listautumisen lisäksi ainoa vaihtoehto rahoituksen saamiseksi suurempiin investointeihin oli kääntyminen pankkien puoleen, mutta pääomasijoitusyhtiöt rahastoineen ovat pitkälti korvanneet pankkien roolin. (Donovan 2007, 6.)

Pk-yritysbarometri -raportin mukaan pääomasijoittajat eivät ole pk-yritysten suosiossa. Vain hieman alle puolet yrityksistä olisi halukkaita vahvistamaan rahoituspohjaansa pääomasijoittajaa hyödyntämällä. 15 prosenttia yrityksistä olisi melko

tai erittäin halukkaita pääomasijoittajan mukaan tulemiseen. Teollisuudessa pääomasijoittajiin suhtaudutaan muita toimialoja myönteisemmin. Myös nuoremmat, suuremmat ja laajemmilla markkinoilla toimivat yritykset suhtautuvat pääomasijoittajien mukaantuloon hieman muita suopeampia. Kasvuhakuiset ja voimakkaasti kasvuhakuiset yritykset ovat myönteisimpiä pääomasijoituksille. (Suomen Yrittäjät Ry & Finnvera Oyj 2009, 34, 39).

Pk-yritykset ovat useimmiten yhdenhengen yrityksiä tai perheyhtiöitä. Yrityksen tavoitellessa kasvua rahallisten resurssien puutteen ohella yrityksellä ei välttämättä ole enää kasvun edellyttävää kokemusta ja osaamista johtoportaan (Pylkkänen 2008, 40). Pk-yritysten suurimmat kehitystarpeet ovat myynnin ja markkinoinnin alueella. Toiseksi eniten kaivataan apua yrityksen henkilöstön kehittämiseen ja koulutukseen. Laadunparantamisessa, tuotekehityksessä ja tuotannossa sekä alihankinnassa ja verkostoitumisessa koetaan myös olevan kehittämisen varaa. Toiminnan vasta aloittaneissa yrityksissä on muita enemmän kehittämistarpeita rahoituksessa ja taloushallinnossa sekä verkostoitumisessa. Suurissa yrityksissä kehitystarpeita on johtamisessa. Yritykset, joilla on suurimmat kasvutavoitteet, pitävät tärkeänä erityisesti viennin ja kansainvälistymisen kehittämistä. (Suomen Yrittäjät Ry & Finnvera Oyj 2009, 27.)

Talouden taantuma koetaan suurimmaksi esteeksi yritysten kehittämisessä. Taantumana takia yritysten rahoitusvaikeudet ovat lisääntyneet ja kilpailu on kiristynyt. Myös korkeat työvoimakustannukset estävät yritystoiminnan kehittämisen. Talouden taantuma on myös vähentänyt pk-yritysten mahdollisuuksia ja halukkuutta tehdä investointeja. Pk-yritysbarometri -raportin mukaan 27 prosenttia ulkoista rahoitusta ottaneista pk-yrityksistä oli havainnut finanssikriisin vaikuttaneen melko tai erittäin suuresti yrityksen rahoitukseen. Vastaavasti 23 prosenttia tutkimuksessa mukana olleista yrityksistä ei ollut huomannut kriisin vaikuttaneen rahoitukseensa. Keskisuurilla ja kansainvälisillä markkinoilla toimivien yritysten rahoituksen tilanne on vaikuttanut eniten. Finanssikriisi on tutkimuksen vastaajien mielestä vaikeuttanut rahoituksen saatavuutta 38 %:lla tutkimuksen yrityksistä, nostanut rahoituksen marginaaleja 57 %:lla tutkimuksen yrityksistä ja kiristänyt vaakuusvaatimuksia 50 %:lla tutkimuksen yrityksistä. (Suomen Yrittäjät Ry & Finnvera Oyj 2009, 3, 16, 27, 36.)

2.1.2 Pääomasijoitus yrityksen rahoitusmuotona ja kehittäjänä

Pääomasijoituksen etu muihin rahoitusmuotoihin on se, että sitä on pääasiassa tarjolla kaikilla aloilla toimiville ja erilaisissa kehitysvaiheissa oleville yrityksille (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009]). Pääomasijoitus sopii parhaiten yrityksille, joilla on voimakkaat kasvumahdollisuudet ja -tavoitteet. Esimerkiksi uuden teknologian kasvuyritykset ovat pääomasijoittajien suosiossa. Ne vaativat alkuvaiheessa nopean ja suuren riskirahoituksen, vaikka takuita tuotteen menestyksestä ei ole (Sinervä 2009, 5). Tällainen niin sanottu riskirahoitus on juuri ominta pääomasijoittamiselle, koska sijoituksessa on suuren riskin lisäksi potentiaalia saavuttaa suuri tuotto (Hautala 2000, 61).

Pääomasijoitus voidaan tehdä oman pääomanehtoisena, jolloin pääomasijoittajasta tulee yrityksen omistaja sovitulla omistusosuudella. Oman pääomanehtoinen rahoitus on tyypillisesti vakuudetonta ja korotonta, eikä sitä pääsääntöisesti tarvitse lyhentää sijoitusaikana. Oman pääomanehtoista rahoitusta käytettäessä pääomasijoittajan riski on yhtä suuri kuin yrityksen muillakin osakkailla. Vasta yrityksen menestymisen myötä oman pääomanehtoinen rahoittaja saa vastinetta sijoitukselleen. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009].) Pääomasijoitus voidaan tehdä myös käyttämällä välirahoitusinstrumentteja, joihin voi sisältyä koron- ja takaisinmaksuvelvollisuus (Lauriala 2004, 128, 142). Pääsijoitus parantaa yrityksen vakavaraisuutta (omavaraisuusastetta) ja lisää ulkopuolisten sidosryhmien luottamusta yritykseen. Esimerkiksi vieraan pääoman saanti helpottuu ja lainaehdot ovat yleensä edullisemmat. Pääomasijoitus siis parantaa yrityksen rahoituksellista pohjaa. Se luo kasvualustan tulevaisuudelle ja toisaalta puskurin yllättävien menojen varalle. Pääomasijoituksen tulorahoitus on myös yleensä käytettävissä yrityksen liiketoiminnan kehittämiseen. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009].)

Myös pääomasijoittajan monipuolinen liiketoimintaosaaminen on yrityksen käytettävissä (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009]). Pääomasijoittaja haluaa kehittää yhtiötä eli olla niin sanotusti aktiivinen omistaja. Pääomasijoittaja luo oman asiantuntemuksensa ja asiantuntijoiden avulla kohdeyritykselle toimivan strategian yrityksen kehittämiseksi. Sijoituksen tekemisen

jälkeen pääomasijoittaja valvoo tavoitteiden toteutumista kohdeyrityksen hallituksessa. (Peltola 2007, 32.) Pääomasijoittaja voi tarjota kohdeyritykselle myös erilaisia tukipalveluja (esimerkiksi lakiapua). Pääomasijoittaja voi olla hyödyksi yrityselle siis pelkästään osaamisensa avulla. Useat voimakkaasti kasvavat ja menestyvät yritykset pystyvät rahoittamaan investoinnit kassavirrallaan, eivätkä ne tarvitse pääomasijoittajaa rahoittajaksi. Yritykset haluavat kuitenkin ottaa pääomasijoittajan mukaan toimintaansa tämän tuoman strategisen näkemyksen ja kontaktien takia. (Hämäläinen 2001, 45.)

Pääomasijoitusyhtiöitä kritisoidaan usein siitä, että ne vähentävät yhtiöiden varoja myymällä yrityksen osia nopean voiton toivossa. Useimmiten kysymyksessä on kuitenkin yrityksen kannattamattomien liiketoimintojen myynti, jolloin pyritään parantamaan koko yrityksen kannattavuutta. Pääomasijoittajan aloitteesta tehdyt yritysjärjestelyt voivat kuitenkin aiheuttaa sen, että yrityksen henkilöstöä joudutaan lomauttamaan. Pääomasijoitusyhtiöiden toiminnalle on tyypillistä myös se, että yritysostot rahoitetaan käyttämällä velkavipua. Velkaa otetaan enemmän kuin yrityksille tavallisesti myönnettäisiin. (Donovan 2007, 6.) Pääomasijoittajien mahdollisuudet käyttää velkavipua ovat kuitenkin heikentyneet. Pankkien lainarahoitus on tiukentunut jo vuoden 2007 lopulta lähtien (Isotalus 2009b, 4–5). Aikaisemmin pääomasijoitukset rahoitettiin velkavivun avulla esimerkiksi neljäsosalla omaa pääomaa ja $\frac{3}{4}$ pankkilainana. Finanssikriisin myötä oman pääoman osuutta on jouduttu kasvattamaan ja pankilta saa lainana enää puolet tai vähemmän. (Anttila 27.3.2009.)

Suuri haaste alalla on pääomasijoittajien kyky selviytyä lainoistaan (The Economist 2009 [viitattu 10.11.2009]). Velan takaisinmaksu saattaa aiheuttaa vakavia ongelmia varsinkin syklisille aloille sijoittaville yrityksille (Donovan 2007, 6). Jos talous horjuu tai korkotasot nousevat, yhä useammat kohdeyhtiötkin joutuvat tiukemmalle pääomasijoittajien ongelmien kasvaessa (The Economist 2009 [viitattu 10.11.2009]). Taantuman takia myös niin sanotut distressed finance -tapaukset lisääntyvät. Tämä tarkoittaa sitä, että hyvätkin yritykset voivat joutua kassakriisiin rahojen loppuessa. Tämä taas muuttaa pääomasijoittajan ja kohdeyrityksen voimasuhteita niin, että pääomasijoittaja voi vaatia pienemmällä sijoitussummalla suuremman omistusosuuden kohdeyhtiöstä. (Anttila 27.3.2009.) Pää-

omasijoittamisen vaikutukset näyttävät kuitenkin pääasiassa olevan positiivisia, kunhan pääomasijoittajan velanhoito on siedettävällä tasolla. (Donovan 2007, 6.)

Taantuma ja finanssikriisi ovat laittaneet pääomasijoitusyhtiöt ahtaalle. Suomalaisen pääomasijoitusyhtiöiden ongelma on erityisesti se, että ne eivät voi olla aktiivisia taantumassa ennen kaikkea pienen kokonsa vuoksi. Tämän takia ulkomaiset pääomasijoittajat ovat tulleet houkuttelevammaksi vaihtoehdoksi suomalaisille kohdeyrityksille. (Isotalus 2009b, 4-5.) Ulkomaiset toimijat ovat yleensä suurempia kuin suomalaiset, jolloin yritys voi varmistua rahoituksen saannista. Pääomasijoitustoiminta on myös kehittyneempää useimmissa maissa kuin Suomessa. Verrattuna esimerkiksi Englantiin ja USA:han, pääomasijoittajiksi on Suomessa ryhtynyt melko kokematon väkeä. (Pylkkänen 2008, 40-41.) Pääomasijoittajien pitää muuttaa toimintatapojaan säilyäkseen toimintakykyisenä kriisin aikana. Pääomasijoittajien pitää keskittyä pienempiin kauppoihin ja vieroittaa itsensä pois velkavivun käytöstä. Pääomasijoitusalan ennustetaan maailmanlaajuisesti kutistuvan merkittävästi. JPMorganin analyytikot ennustavat, että pääomasijoitusyhtiöiden määrä tulee laskemaan 30 %. Toisten mielestä luku lähentelee 70 prosenttia. Ne, jotka selviytyvät lamasta, joutuvat tottumaan laihempiin tuottoihin ja pienempiin kauppoihin. (The Economist 2009. [viitattu 10.11.2009].) Pääomasijoittajien ongelmat tulevat väistämättä heijastumaan kohdeyritysten toimintaan.

2.2 Pääomasijoitusyhtiö

2.2.1 Sijoitusstrategia

Pääomasijoitusyhtiöillä on erilaisia sijoitusstrategioita. Pääomasijoitusyhtiöt voivat rajoittaa sijoituskohteitaan muun muassa sijoitettavan pääoman määrän, kohdeyrityksen koon, kehitysvaiheen ja toimialan mukaan (Pylkkänen 2008, 40). Pääomasijoittajat sijoittavat vain kehityskelpoisimpiin kohdeyrityksiin. Sijoituspäätöstä tehtäessä arvioidaan ensisijaisesti kohdeyrityksen kasvu- ja kehitysmahdollisuuksia. Sen lisäksi arvioidaan kohdeyrityksen perustajaosakkaiden ja johtoryhmän taustat, kokemus ja yrittäjähenkisyys. Johdon on tunnettava kohdemark-

kinat ja vallitseva kilpailutilanne. Erityisen tärkeää on se, että johto sitoutuu yritystoiminnan kehittämiseen. Myös yrityksen tuotteella tai palvelulla täytyy olla jonkinlaista kilpailuetua. (Hautala 2000, 66; Lauriala 2004, 29–31; Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009; Sponsor Capital Oy 2009 [viitattu 10.3.2009].)

Pääomasijoittajat saavat paljon sijoituspyyntöjä yrityksiltä. Sijoittajat hylkäävät heti yhdeksän kymmenestä heille esitetyistä hankkeista. Pääomasijoittaja järjestää tapaamisen mielenkiintoisimpien yritysten edustajien kanssa. Tapaamisten jälkeen putoaa noin puolet yrityksistä pois. (Hämäläinen 2001, 42–43.) Pääomasijoituksen saa alle 5 prosenttia pääomasijoittajan alun perin saamista sijoitusehdotuksista (Hautala 2000, 66; Hämäläinen 2001, 43). Sijoitusehdotus kannattaa lähettää useammalle pääomasijoittajalle, koska yritys ei välttämättä sovi jonkun sijoitusstrategiaan, mutta toiselle kyllä (Hämäläinen 2001, 43).

Sijoitusmuodot

Pääomasijoitus tehdään oman pääoman -ehtoisena tai välirahoituksena. Kun sijoitus tehdään oman pääoman -ehtoisesti, merkitään osakkeita osakepääoman korotuksessa. Sijoitus voidaan tehdä myös pääomalainana tai vaihtovelkakirjalainana, mutta tyypillisemmin näitä välirahoitusinstrumentteja käytetään vasta jatkorahoitusvaiheessa. (Hautala 2000, 64; Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009]). Välirahoitusinstrumenteille on tyypillistä se, että ne ovat konkurssissa huonommassa asemassa esimerkiksi pankkilainoihin nähden, mutta paremmassa asemassa oman pääoman ehtoihin rahoitusinstrumentteihin verrattuna. Välirahoitusinstrumentteja käytetään esimerkiksi yrityskauppoja ja investointeja tehtäessä lisäämään yrityksen omaa pääomaa, mikä mahdollistaa pankkilainan saamisen kaupan rahoitukseen. Välirahoitukseen liittyy useimmiten erilaisia optio-oikeuksia ja koronmaksuvelvollisuus. (Peltola 2007, 31.) Pääomasijoittajat käyttävät useimmiten yksittäistapauksiin räätälöityjä rahoitusvälineitä, joihin liittyy monimutkaisia sopimusjärjestelyjä (Lauriala 2004, 142–143).

Pääomasijoitustoiminnan rahoitusta kutsutaan useimmiten venture capitaliksi. Venture capitalilla tarkoitetaan riskisijoituspääomaa, jolloin pääomasijoittaja on

tyypillisesti vähemmistösisjoittajana kohdeyrityksessä (omistus 1–40 %). Pääomasijoittaja voi myös tehdä niin sanottuja private equity -sijoituksia. Private equity eroaa venture capitalista niin, että siinä ostetaan kokonaisia liiketoimintoja. Koh-teista ostetaan yli 50 prosenttia, jolloin niistä otetaan myös omistaja- ja rahoitus-vastuu. (Anttila 27.3.2009.) Venture capital -tyyppisillä sijoituksella rahoitetaan tyypillisesti alkuvaiheen yrityksiä. Private equity -sijoituksissa keskitytään toimin-tansa ja kassavirtansa vakiinnuttaneiden yritysten tekemien yritysostojen ja pää-omaa sitovien laajennushankkeiden rahoittamiseen ja yritysten tervehdyttämiseen. Suomessa ja Euroopassa pääomasijoittamisesta käytetään näitä molempia termejä kuvaamaan kaikkien kehitysvaiheiden yritysten rahoitusta. (Lauriala 2004, 20.)

Pääomasijoittajat tekevät yleensä sijoituksia listaamattomiin yrityksiin. Pääomasi-joittajat ovat kiinnostuneita myös pörssiyhtiöistä. Yksi tapa tehdä pääomasijoitus on ostaa yrityksen osakkeet pörssistä pois. Yrityksen ottamista pois pörssilistalta kutsutaan privatisoinniksi (eng. delisting). Privatisoinnit ovat varsinkin maailmal-la yleisiä. (Anttila 27.3.2009.) Maailmalla on erityisesti elektroniikka- ja high tech -yhtiöiden keskuudessa herännyt mielenkiinto privatisointeihin. Yhtiöt ovat kyl-lästyneitä neljännesvuosittaiseen tiedotusrytmiin ja tiedonantovelvollisuuteen sekä hankaliin toimittajiin, jotka voivat uutisillaan laittaa osakkeen hinnan sukelta-maan. (Donovan 2007, 6.) Kun pörssikurssit ja yhtiöiden arvostukset ovat alhaal-la, privatisointia tapahtuu enemmän. Taantuma on otollinen aika tehdä privati-sointi, tosin silloin on myös yleensä vaikea saada rahoitusta pankkilainana niiden tekemiseen. (Anttila 27.3.2009.) Privatisointi kannattaa tehdä sellaisessa yhtiössä, jossa hinta on yhtiön arvoon nähden pörssissä edullinen tai alhainen. Privatisoin-nin jälkeen yhtiötä kehitetään ja jossain vaiheessa pääomasijoittaja myy yrityksen pois hyvällä voitolla. (Piisku 26.3.2009.)

Sijoitettavan pääoman määrä

Pääomasijoituksen keskimääräinen koko on 0,1–5 miljoonan euroa, mutta sijoi-tukset voivat olla merkittävästi suurempiakin. Sijoittajat suosivat yleensä kes-kisuuria ja suuria sijoituksia, koska sijoitusprosessin kulut ovat samat riippumatta sijoituksen koosta. Sijoituksen koko riippuu myös kohdeyrityksen kehitysvaihees-ta. Esimerkiksi aloittavan yrityksen pääomarahoitukseen tehtävät sijoitukset ovat

yleensä pienempiä. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009].)

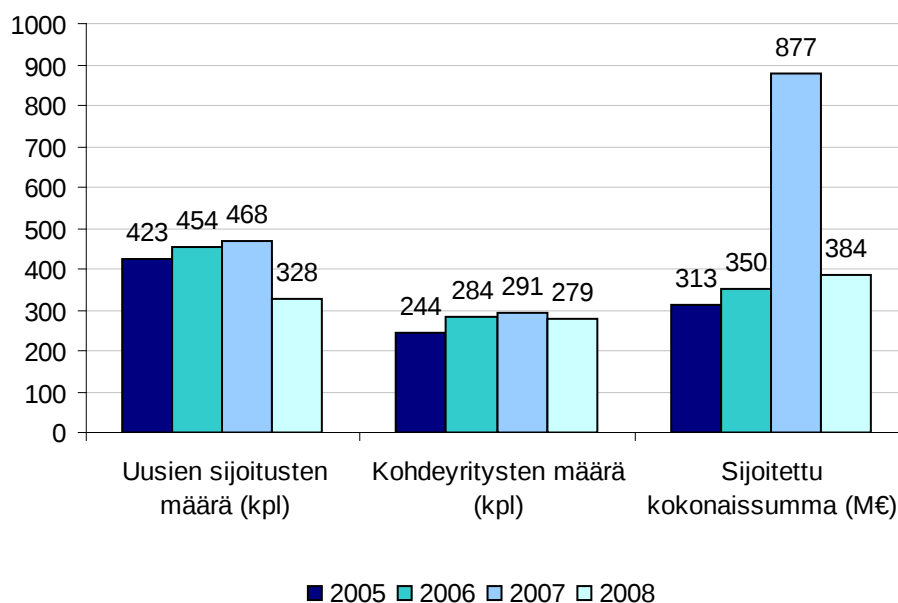
Pääomasijoitus voidaan tehdä yhtenä tai useampana eränä. Ensimmäistä rahaston tekemää sijoitusta kutsutaan ensisijoitukseksi. Ensimmäisen sijoituksen jälkeisiä sijoituksia samaan kohdeyritykseen kutsutaan jatkosijoituksiksi. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009].) Ensimmäisellä kierroksella sijoitetaan esimerkiksi 2–4 miljoonaa euroa ja jatkorahoituskierroksilla 5–7 miljoonaa euroa. Sijoituksen jaksotuksella pääomasijoittaja pyrkii kontrolloimaan kohdeyhtiön johtoa ja vähentämään sijoituksen riskiä. (Lauriala 2004, 94–95.)

Yleensä pääomasijoittajat haluavat tehdä sijoituksen useampana eränä. Pääomasijoittajan suurin painajainen on varojen tuhlaavainen ja tehoton käyttö. Pääomasijoittajat ovat huomanneet, että kohdeyritykselle on parempi asettaa lyhyen tähtäimen tavoitteita, joiden avulla päästään lopulliseen tavoitteeseen. Kohdeyrityksen johto toimii tunnetusti tehokkaammin, jos lähitulevaisuudessa on mahdollista ajautua rahoituskriisiin. Pelotteena on pääomasijoittajan kieltäytyminen jatkorahoituksesta, joka antaa negatiivisen signaalin myös muille mahdollisille rahoittajille. (Lauriala 2004, 94–95.)

Sijoitusten jaksottaminen antaa pääomasijoittajalle myös mahdollisuuden olla käyttämättä jatkorahoitusmahdollisuutta. Pääomasijoittaja voi jokaisella kierroksella määritellä kohdeyrityksen arvon uudelleen ja asettaa uusia ehtoja seuraaville rahoituskierroksille tai jatkaa samoilla ehdoilla. Pääomasijoituksille on tyypillistä, että sijoitukset suurenevat loppuvaiheen sijoituksia kohti mentäessä. Tällä tavoin voidaan minimoida mahdollisia tappioita, jos kohdeyrityksen arvioinnissa on ennen sijoituksen tekemistä tehty virhe. (Lauriala 2004, 94–96.)

Vuodesta 2005 vuoteen 2007 sekä tehtyjen uusien pääomasijoitusten määrä että sijoituksia saaneiden kohdeyritysten määrä kasvoi (ks. kuvio 2). Myös sijoitetun kokonaispääoman määrä euroissa on kasvanut ja vuonna 2007 se kaksinkertaistui edellisiin vuosiin nähden. Finanssikriisin takia vuosi 2008 jäi suurin piirtein vuosien 2005–2006 tasolle. Sijoitettu euromääräinen pääoma kasvoi hieman, mutta uusien sijoitusten määrä laski melkoisesti vuonna 2008, eli vuosiin 2005 ja 2006

verrattuna sijoitusten keskimääräinen koko kasvoi. Vuonna 2008 rahoitusta saaneiden kohdeyritysten määrä kääntyi laskuun, joten aiempaa harvempi yritys sai rahoitusta. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b [viitattu 24.2.2009].)



Kuvio 2. Uusien venture capital -sijoitusten, sijoitusten kohteena olleiden yritysten ja sijoitetun pääoman määrä Suomessa 2005–2008 (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b [viitattu 24.2.2009]).

Finanssikriisi on tuonut monia haasteita pääomasijoitusosalalla toimiville yrityksille. Pääomasijoittajilla on vaikeuksia tehdä uusia sijoituksia. Pääomasijoitusyhtiöt ovat saaneet kerätyksi huomattavia varoja rahastoihin, mutta rahastojen määrääjät uhkaavat tulla vastaan. (The Economist 2009. [viitattu 10.11.2009].) Yrityskauppojen toteuttaminen tulee olemaan entistä vaikeampaa, koska markkinat eivät tällä hetkellä kohtaa. Myyjät pitävät hintoja korkealla ja potentiaaliset ostajat, joita ovat esimerkiksi teolliset toimijat, keskittyvät oman likviditeetin säilyttämiseen. (Isotalus 2009b, 4–5.) Myös yritysten heilahtelevat arvot tekevät hyvien kauppojen löytämisen ja tekemisen vaikeaksi. Ennen finanssikriisiä pääomasijoittajat hankkivat kalliitakin yrityksiä yksinkertaisesti ottamalla paljon lainaa. Tällä hetkellä se ei enää ole mahdollista. Pankit keskittyvät säästämiseen, ja lainan ottaminen on yrityksille kalliimpaa. (The Economist 2009. [viitattu 10.11.2009].) Myös pääomasijoittajien varainhankinta on vaikeutunut merkittävästi (Isotalus 2009b,

4–5). Institutionaaliset sijoittajat ovat pienentäneet suhteellisia sijoitusosuuksiaan rahastoissa (Anttila 27.3.2009).

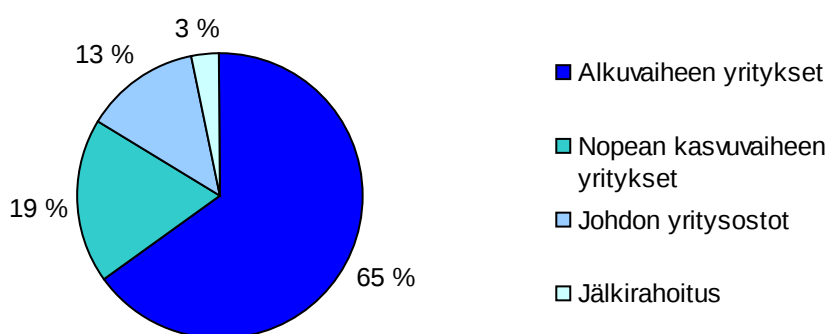
Yrityksen kehitysvaihe

Pääomasijoittajan yksi sijoituskriteeri voi olla kohdeyrityksen kehitysvaihe. Yrityksen kehitysvaiheita ovat:

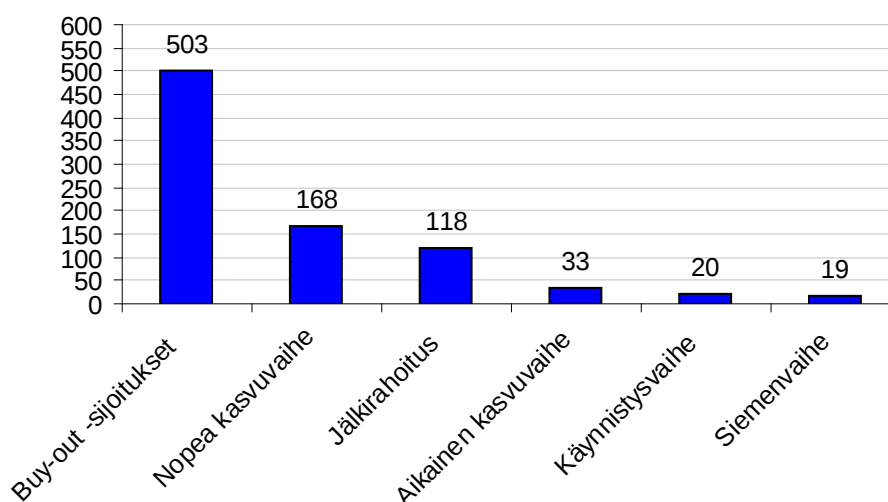
- siemenvaihe (seed)
- käynnistysvaihe
- kasvuvaihe (aikainen tai nopea)
- siirtymävaihe
- tervehdyttäminen
- toimivan johdon yritysosto (MBO) tai ulkopuolisen ryhmän yritysosto (MBI) (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009]).

Siemenvaiheen yritys tarvitsee rahoitusta muun muassa tutkimukseen ja tuotekehitykseen ennen liiketoiminnan varsinaista käynnistämistä. Käynnistysvaiheessa yritystä ollaan perustamassa tai se on toiminut jo hetken aikaa. Rahoitusta tarvitaan tuotekehitykseen ja tuotteen koemarkkinointiin, eli tuotteita ei ole vielä kaupallistettu. Aikaisen kasvuvaiheen yrityksen tuotekehitys on onnistunut ja se tarvitsee rahoitusta kaupallisen tuotannon ja myynnin aloittamiseen. Yritys ei kuitenkaan välttämättä tuota vielä voittoa. Myös nopean kasvuvaiheen yrityksen toiminta voi olla vielä tappiollista, ja rahoitus suunnataankin tuotantokapasiteetin kasvattamiseen, tuotteen markkinointiin tai jatkokehittämiseen. Rahoituksella voidaan lisätä myös pelkästään yrityksen käyttöpääomaa. Siirtymävaiheen rahoitus on tarkoitettu sellaisille yksityisille yrityksille, jotka ovat aikeissa noteerata osakkeensa julkisilla markkinoilla lyhyen ajan kuluessa. Tervehdyttämisessä pyritään rahoitusvaikeuksissa olevan yrityksen kannattavuuden parantamiseen. Toimivan johdon yritysostossa yrityksen toimiva johto ja mahdollinen pääomasijoittaja ostavat koko yrityksen tai vain osan siitä (esimerkiksi tuotantolinjan). Ulkopuolisen ryhmän yritysostossa yrityksen ulkopuolinen ryhmä ostaa yrityksen ja ryhtyy sen toimivaksi johdoksi. (Lauriala 2004, 28; Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009].)

Alkuvaiheen (siemen-, käynnistys- ja aikainen kasvu) yritysten osuus pääomasijoituksista on kasvamassa voimakkaasti. Myös yritysjohton yritysostot (MBO) ovat lisääntyneet voimakkaasti. (Hautala 2000, 68.) Kappalemääräisesti alkuvaiheen yrityksiin sijoitetaan eniten (ks. kuvio 3), mutta toisaalta euromääräisesti vähiten (ks. kuvio 4). Eroa selittää osittain se, että yritysten rahoitustarpeet vaihtelevat eri kehitysvaiheen mukaan. Aloittaviin ja alkuvaiheen yrityksiin tehdään tyypillisesti pienempiä sijoituksia kuin kypsempiin ja voimakkaasti laajentuviin yrityksiin. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b [viitattu 28.1.2009]).



Kuvio 3. Sijoitusten kappalemääräinen osuus vuonna 2007 yrityksen eri kehitysvaiheissa (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b [viitattu 24.2.2009]).



Kuvio 4. Sijoitukset (M€) vuonna 2007 yrityksen eri kehitysvaiheissa (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b [viitattu 24.2.2009]).

Valtaosa suomalaisista pääomasijoittajista ei sijoita alkuvaiheen yrityksiin (Pylkänen 2008, 40). Kuitenkin kolmannes Suomen pääomayhdistyksen varsinaisista jäsenistä ilmoittaa olevansa kiinnostunut sijoittamaan siemen- ja käynnistysvaiheen yrityksiin (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009c [viitattu 26.10.2009]).

Toimialaerikoistuminen ja yrityksen tuote/palvelu

Yleensä pääomasijoittajat tekevät sijoituksia usealle toimialalle, jos muut sijoituskriteerit täyttyvät. Osa pääomasijoittajista on kuitenkin erikoistunut vain jonkun tietyn alan rahoitukseen. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009].) Jonkin tietyn toimialan houkuttelevuutta lisää mahdolliset murrosteikijät alalla. Tällaisia voivat olla esimerkiksi sääntelyn muutokset tai teknologian nopea kehitys. (Sponsor Capital Oy 2009 [viitattu 10.3.2009].) Kehitys on tähän asti ollut nopeinta ja suurinta tietotekniikkaan, telekommunikaation ja internetiin liittyvillä yrityksillä sekä Life-science -alalla. Lääketieteenalaan liittyy tyypillisesti suuria riskejä, mutta toisaalta mahdollisuuksia suureen menestykseen. (Hautala 2000, 68; Lauriala 2004, 24–25.) Joillakin toimialoilla on käynnissä konsolidoituminen eli keskittyminen, joka houkuttelee pääomasijoittajia (Sponsor Capital Oy 2009 [viitattu 10.3.2009]). Finanssikriisin myötä pääomasijoittajat hakevat sijoituskohteita vähemmän suhdanneherkiltä aloilta kuten esimerkiksi terveydenhuollosta. Tämän tyyppisillä aloilla yritysten arvoa pystytään kasvattamaan yritysten johtamis- ja toimintamalleja kehittämällä. (Isotalus 2008, 7.) Jokaisella toimialalla on ominaispiirteitä, jotka vaikuttavat kohdeyritykselle asetettaviin tavoitteisiin, kehitysprosessin aikatauluihin, sijoituksen realisointiin ja yleensä liiketoiminnan menestykseen (Lauriala 2004, 30). Kansainvälisesti katsoen pääomasijoittajat tulevat enemmässä määrin sijoittamaan rahaa yrityksiin, jotka toimivat kasvavilla markkinoilla, joilla on vielä mahdollisuus saavuttaa suurempia tuottoja (The Economist 2009 [viitattu 10.11.2009]).

Vaikka jotkut alat ovatkin pääomasijoittajien suosiossa, toimiala ei kuitenkaan vähennä liiketoiminnan potentiaalia. Kypsä ja vähäriskinen teknologia helpottaa usein pääomasijoituksen saantia. Myös teknologian tuottamat kustannussäästöt tai lopputuotteen ominaisuudet voivat antaa merkittävän kilpailuedun. Mikään näistä ei kuitenkaan ole tärkeämpää kuin innovaatioon liittyvien markkinoiden kaupalli-

nen potentiaali tai kohdeyhtiön johto. Jos kohdemarkkinat ovat kasvaneet huomattavasti ja kohdeyhtiön tuotteille on pystytty määrittelemään selkeä kysyntä tai yhtiön perustajilla tai johdolla on merkittäviä näyttöjä takanaan, kohdeyritys on voinut saada sijoituksen huolimatta puutteellisesta teknologiastaan. Myös vanhan keksinnön tai palvelun soveltaminen uuteen toimintaympäristöön voi antaa merkittävän kilpailuedun ja herättää rahoittajan mielenkiinnon. (Lauriala 2004, 25, 31.)

2.2.2 Tuottovaatimus ja ansaintalogiikka

Pääomasijoittajan päämääränä on saada riittävä tuotto sijoittamilleen varoilleen. Pääomasijoittajan tavoitteena on kohdeyhtiön osakkeiden (eli myös oman sijoituksen) arvonnousu ja tämän arvonnousun realisointi. Yleishyödyllisellä pääomasijoittajalla voi olla muitakin tavoitteita. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, IV 1.) Tuotto realisoituu sijoituksesta irtautumisen yhteydessä. Yrityksestä irtaudutaan 3-5 vuoden kuluttua sijoituksen tekemisestä. Tuotto-odotusten toteutuminen vaatii, että tämän ajan kuluessa yrityksen arvo on kehittynyt odotusten mukaan ja yritys on alkanut kasvaa kannattavasti. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009].)

Pääomasijoittajan sijoitusstrategia kertoo paljon siitä, minkälaisia tavoitteita se asettaa kohdeyritykselle ja sijoituksesta saatavalle tuotolle. Tämän lisäksi jokaisella pääomasijoitusrahastolla on oma sijoituspolitiikkansa ja tuottotavoitteensa. (Lauriala 2004, 32.) Tuottovaatimus vaihtelee toimialan, yhtiön kehitysvaiheen ja suhdanteiden mukaan ollen vuositasolla 30–70 %. Yleinen tuottotavoite on noin 30 prosentin arvonnousu rahaston määräajalle tasoitettuna. (Hautala 2000, 64; Lauriala 2004, 22). Pääomasijoituksen tuotto-odotukseen vaikuttaa myös sijoituksen muoto. Oman pääoman -ehtoisella rahoituksella on suurempi tuotto-odotus ja riski kuin välirahoitusinstrumenteilla, joiden tuotto-odotus ja riski asettuvat oman pääomanehtoisen ja vieraan pääomanehtoisen rahoituksen väliin (Hautala 2000, 64; Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009]).

Pääomasijoitukselta odotetaan aina suurempaa tuottoa kuin muilta sijoituksilta, kuten esimerkiksi suorilta sijoituksilta listattujen yhtiöiden osakkeisiin tai kiinteistösjoiituksilta (Lauriala 2004, 21). Pääomasijoitus listaamattomaan pörssin ulko-

puoliseen yritykseen sisältää yleensä korkean riskin. Sijoitukseen liittyvän riskin takia pääomasijoittajat haluavat korkean tuoton sijoitukselleen. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, IV 1.) Pääomasijoituksen tuotto-odotukseen vaikuttaa yrityksen riskiprofiili. Jos yrityksellä on matala riskiprofiili, sijoituksella on matalampi tuotto-odotus. Jos taas yrityksen riskiprofiili on korkea, riskit ovat suuremmat, mutta myös tuotto-odotukset ovat suuremmat. (Anttila 27.3.2009.)

Pääomasijoittaja pystyy ansaitsemaan rahaa kohdeyrityksestä ainakin neljää kautta. Pääomasijoittaja on useimmiten kohdeyhtiön hallituksessa, joiden jäsenille maksetaan hallituspalkkioita. Tällöin ei kuitenkaan puhuta huomattavista summista. Jos kohdeyrityksellä menee hyvin, se voi jakaa osinkoa osakkeenomistajille, joiden joukkoon pääomasijoittaja kuuluu. (Anttila 27.3.2009.) Pääomasijoittaja saa myös vuosittaisen hallinnointipalkkion. Suurin tuotto syntyy sijoituksen realisoinnin yhteydessä muodostuneesta voitosta. Voitto jaetaan rahaston vastuunalaisille ja äänettömille yhtiömiehille suhteessa 15–25/75–85 % (ks. kuvio 1). Jokainen onnistunut irtautuminen tuo merkittävästi lisätuottoja pääomasijoittajalle. (Lauriala 2004, 32, 34–36.) Pääomasijoitustoiminta on tuottanut mainiosti alalla toimiville yrityksille vuodesta 2002 aina finanssikriisin alkamiseen saakka. Taloudellinen tilanne asettaa kuitenkin paineita myös pääomasijoitusyhtiöiden ansaintalogiikalle. Pääomasijoitusten hallinnointi- ja myyntipalkkiot tuskin tulevat muuttumaan, mutta painetta on muuttama rahastojen transaktioista ja yritysten monitoroinnista ansaittuja palkkioita. (The Economist 2009 [viitattu 10.11.2009].)

2.2.3 Sponsor Capital Oy:n sijoitusstrategia ja tuottovaatimus

Tämän tutkimuksen esimerkkiyrityksenä olevalla Sponsor Capital Oy:llä (myöhemmin Sponsor Capital) on tällä hetkellä kaksi aktiivista rahastoa: Sponsor Fund II ja Sponsor Fund III. Rahastoihin ovat sijoittaneet muun muassa eläkevakuutusyhtiöt Varma ja Ilmarinen, Kuntien Eläkevakuutus, Nordea Oyj, Sampo Oyj ja Suomen Teollisuussijoitus Oy. Rahastoihin on sijoitettuna noin 282 miljoonaa euroa. (Sponsor Capital Oy 2009 [viitattu 10.3.2009].) Sponsor Capital tekee niin sanottuja private equity -sijoituksia. Oman pääoman -ehtoista rahoitusta sijoitetaan yleensä 5–30 miljoonaa euroa yritystä kohden. Sijoituksia tehdään harvakseltaan. Esimerkiksi vuosina 2008 ja 2009 yhtiö ei tehnyt yhtään uutta sijoitusta.

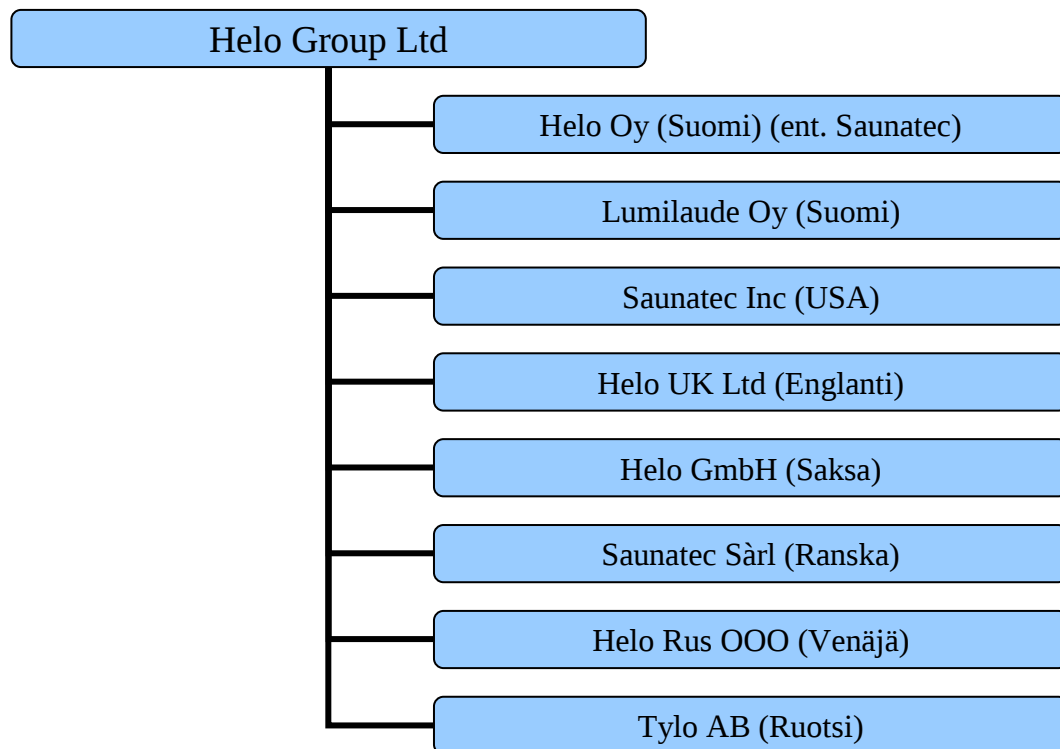
Yhtä sijoitusta kohti Sponsor Capital tutkii vakavasti noin 10 yritystä. Yksi syy sijoituksien vähäiseen määrään on Sponsor Capitalin koko. (Anttila 27.3.2009.) Se on pieni, yksityinen, johdon omistama yhtiö, jossa työskentelee noin kymmenen ihmistä (Sponsor Capital Oy 2009 [viitattu 10.3.2009]). Tästä syystä hallinnoitavien yhtiöiden määrän täytyy pysyä alhaisena, mutta toisaalta niiden täytyy olla suhteellisen suuria (Anttila 27.3.2009).

Sponsor Capital sijoittaa yrityksiin, joiden pääkonttori on Suomessa. Yhtiöllä ei ole toimialarajoituksia. Kohdeyrityksen pitää kuitenkin olla riittävän suuri kooltaan ja sillä pitää olla hyvä kassavirta. Yhtiöihin, jotka voivat mennä konkurssiin tai joiden toiminta on voimakkaan syklistä, ei sijoiteta. Tärkein asia kohdeyrityksessä on sen johto. Johdon pitää olla pätevä ja ajan tasalla. Johdon ansioita arvioidaan esimerkiksi yrityksen menestyksen ja kehityksen kautta. Huomiota kiinnitetään myös yrityksen tulevaisuuden suunnitelmien selkeyteen ja toimialalla pärjäämiseen. Sponsor Capital edellyttää myös, että johto tulee kohdeyrityksen omistajaksi. (Anttila 27.3.2009.)

Sponsor Capitalin tuottotavoite on merkittävä hankekohtainen arvonnousu ja korkea tuotto sijoitukselle (Sponsor Capital Oy 2009 [viitattu 10.3.2009]). Yhtiö ei laske sijoituksen tuottoa prosentteina. Jos raha ei ole tullut sijoituksesta takaisin kolminkertaisena, pidetään sijoitusta epäonnistuneena. Sijoituksen tuotto-odotukseen vaikuttaa eniten sijoituksen riskiprofiili. Jos sijoitukseen sisältyy korkea riski, tuotto-odotus on korkea. Jos sijoituksen epäonnistumisen riski on pieni, voidaan tuotto-odotuskin pitää matalampana. (Anttila 27.3.2009.)

2.3 Tutkimuksen taustaa

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan pääomasijoitusyhtiö Sponsor Capital Oy:n ja Saunatec Group Oy:n (myöhemmin Saunatec) eli nykyisen Helo Group Oy:n tytäryhtiön välistä pääomasijoitussuhdetta. Helo Group on maailman johtava sauna-alan yritys (Helo Group Oy 2008).



Kuvio 5. Helo Group Ltd:iin kuuluvat yritykset.

Yrityksen tuotemerkkejä ovat Helo, Finnleo, Tylo ja Kastor. Yrityksen liikevaihto on noin 100 miljoonaa euroa. Helo Groupin tärkeimmät markkina-alueet ovat Suomi, USA, Saksa, Englanti, Ruotsi, Venäjä, Norja ja Ranska (ks. kuvio 5). Yrityksellä on tuotantotoimintaa Suomessa, Ruotsissa, USA:ssa ja Saksassa. (Helo Group Oy 2008.)

Vuonna 1999 Saunatec oli pörssin I-listalla eli niin sanotulla pienten yritysten listalla. Yrityksen pääomistaja oli Meritan sijoitusyhtiö Merita Investment. Loput osakkeista oli sadoilla tai tuhansilla muilla sijoittajilla. Yritys teki hyvää tulosta ja oli kasvanut pörssissä oloaikana. Yritys teki esimerkiksi vuonna 1998 kaksi suurta yrityskauppaa Suomessa ja USA:ssa. (Piisku 26.3.2009.)

Pääomasijoittaja kiinnostui Saunatecista, koska yhtiö oli aliarvostettu pörssissä. Tämä johtui pörssimarkkinoiden laajentumisesta. Mukaan tuli pohjoismaista aspektia, jolloin analyytikkojen kiinnostus pienempiin yhtiöihin väheni. Pienillä yrityksillä ei siis enää ollut samanlaista analyysivoimaa, ja kukaan ei ollut julkisesti kiinnostunut seuraamaan niitä. Pääomasijoittajan mielestä yritykseen sisälty-

nyt kassavirta- ja kehityspotentiaali olivat kuitenkin arvokkaammat, miksi ne oli arvostettu pörssissä. (Anttila 27.3.2009.) Tämän lisäksi perinteiset ”savupiippuyhtiöt” olivat 90-luvun lopulla edullisempia pörssissä verrattuna kasvaviin high tech -yhtiöihin (Piisku 26.3.2009).

Saunatecin tapauksessa yhtiöllä oli myös matala riskiprofiili. Sillä oli hyvä markkina-asema, hyvä johto, hyvä kassavirta, rauhalliset markkinat, ei rajua kilpailua eikä nopeaa teknologian kehitystä. Sijoituksen epäonnistumisen mahdollisuus oli siis pieni, jolloin sijoittajaksi kannatti lähteä matalammallakin tuotto-odotuksella, vaikka yhtiöstä maksettiin korkea hinta. (Anttila 27.3.2009.)

Pääomasijoittaja teki Saunatecista julkisen ostotarjouksen. Suurin osa yhtiön osakkeista oli pankilla (yli 50 %), jolloin pääomasijoittaja sai ostettua riittävän osuuden osakkeita pörssistä. Yhtiö privatisoitiin. Kun yhtiö privatisoitiin, muodostettiin uusi yhtiö. Uuden yhtiön omisti 100 prosenttisesti Sponsor Capitalin hallinnoima rahasto (Sponsor Fund I), joka tarjosi kohdeyhtiön toimivalle johdolle 10 prosentin omistusosuutta yhtiöstä. (Anttila 27.3.2009.)

3 SOPIMUSSUHTEEN SOLMIMINEN JA YHTEISTYÖ

3.1 Osakassopimus

Kohdeyrityksen johdon tai omistajien ja pääomasijoittajan välille tehdään osakassopimus. Pääomasijoitus tehdään yleensä osakeomistusta vastaan ja sen takia puhutaan osakassopimuksesta. Osakassopimus luo perustan sopimussuhteelle. Siinä sovitaan yhteistyön keskeisistä ehdoista ja toimintatavoista. Osakassopimuksessa ei voi sopia osakeyhtiölain pakottavien säästöjen vastaisesti, mutta toisaalta osakeyhtiölaki ei säätele riittävän yksityiskohtaisesti sopimuksen osapuolten välisiä suhteita. Osakassopimuksella siis täydennetään ja muutetaan osakeyhtiölain sopimuksenvaraisia määräyksiä. Osakassopimuksella pyritään useimmiten parantamaan vähemmistöosakkeenomistajansuojaa. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, II.)

Osakassopimuksen ehtoihin vaikuttavat lain lisäksi kansainvälinen kehitys, sopimuksen osapuolten tavoitteet, luovuus sekä käydyt neuvottelut. Pääomasijoittajan tavoitteet osakassopimuksessa ovat kontrollin lisääminen sijoituskohteessa, sijoituskohteen tekeminen itselleen läpinäkyvämmäksi ja ennakoitavammaksi sekä oman tuoton kasvattaminen. Osakassopimukseen sisälletyillä ehdoilla pääomasijoittaja pyrkii pienentämään sijoitukseen liittyvää riskiä ja tekemään sijoituksesta houkuttelevamman. (Willebrand 2004, 382–383.)

Osakassopimus sisältää tiedot muun muassa

- sopimuksen osapuolista ja taustoista
- osapuolten tavoitteista
- yritystarkastuksesta ja johdon vakuutuksista
- yhtiön omistuksesta ja rahoituksesta ennen ja jälkeen sijoituksen sekä mahdollisuudesta jatkorahoitukseen
- päätäntävallasta
- varojen jaosta (osingonjakopolitiikka)
- omistuksien realisoinnista (exit) (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, II).

Osakassopimuksella halutaan vaikuttaa seuraaviin asioihin:

- osallistuminen tärkeisiin päätöksiin
- omistuksen suhteellisen määrän väheneminen (diluutio)
- likviditeetti vähemmistöomistajan osakkeille
- osakeomistusten muutos yhtiössä
- vaikutusmahdollisuus avainhenkilövalintoihin ja palkkausehtoihin
- osallistuminen yhtiön johtoon ja hallintoon
- tiedonsaanti yhtiön toiminnasta (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, II).

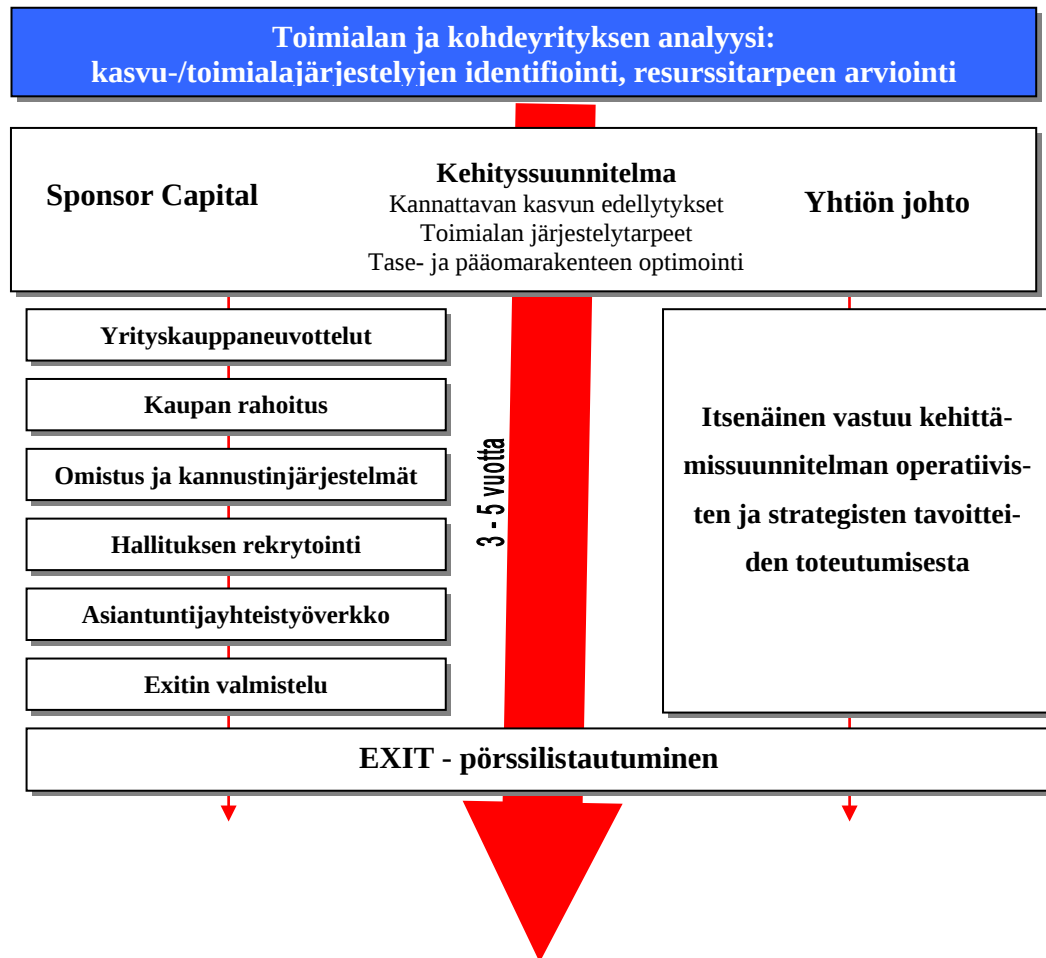
Sopimuksen osapuolina ovat entiset ja tulevat osakkaat ja kohdeyritys. Yrityksen mukaanotto tekee sopimuksesta sitovamman. Esimerkiksi sopimusrikkomustilanteissa korvausvelvollisuus voidaan ulottaa myös yhtiöön. Sopimuksen taustoissa kerrotaan, minkälaisesta yrityksestä on kysymys ja minkälainen kehittymistarve sillä on. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, IV 1–2.) Osakassopimuksen

liitteeksi tehdään yksityiskohtaisempi kehityssuunnitelma (eng. development plan) (Anttila 27.3.2009). Kehityssuunnitelman pohjana voi olla myös kohdeyrityksen liiketoimintasuunnitelma (Lauriala 2004, 31).

Yleensä pääomasijoittajien tavoitteena on saada kohdeyritys kasvamaan. Kasvu voi tapahtua investoimalla olemassa olevaan yritykseen (esimerkiksi uusiin tuotantokoneisiin tai palveluun) tai tekemällä yritysostoja, joilla laajennetaan maantieteellistä verkostoa ja tarjontaa ja vähennetään kilpailijoiden määrää (Pesola 2009, 8). Osapuolten tavoitteeksi osakassopimukseen kirjataan yleensä kasvun sijasta yrityksen arvon kasvattaminen. Mahdollisimman suuri arvonnousu saavutetaan hallinnoimalla ja kehittämällä kohdeyrityksen liiketoimintaa liiketoimintasuunnitelman mukaisesti niin, että osakekannan arvo nousee mahdollisimman suureksi. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, II.) Omistajien ja johdon sitouttaminen yhtiön omistuksen kautta takaa sen, että yhtiön menestys ja kasvataminen on varmasti yhtälailla johdon kuin pääomasijoittajan tavoitteena (Piisku 26.3.2009).

3.2 Saunatec Oy:n kehityssuunnitelma

Sponsor Capitalin toimintatapa (ks. kuvio 6) on se, että yhtiö tekee kohdeyrityksen toimialasta ja itse yrityksestä analyysit. Analyysien avulla arvioidaan kohdeyrityksen resurssitarpeet ja mahdollisuudet kasvu- ja toimialajärjestelyihin. (Sponsor Capital 2009 [viitattu 10.3.2009].) Ennen kuin kohdeyritykseen mennään sisälle, tekee pääomasijoittaja yhdessä kohdeyrityksen toimitusjohtajan ja muun johdon kanssa kehityssuunnitelman, joka kattaa odotetun omistusaajan. Se on tyypillisesti kolmesta viiteen vuotta. Kehityssuunnitelmaa laadittaessa kohdeyrityksen johto ja pääomasijoitusyhtiö käy pitkät neuvottelut siitä, miten yritystä voidaan kehittää ja mitä toimenpiteitä se vaatii. Tarvitaanko yrityskauppoja? Kehitytäänkö sisäisesti? Kansainvälistytäänkö? (Anttila 27.3.2009.)



Kuvio 6. Sponsor Capital Oy:n toimintamalli (Sponsor Capital Oy 2009 [viitattu 10.3.2009]).

Kun kehityssuunnitelma on valmis, sitä lähdetään määrätietoisesti viemään eteenpäin. Yhteistyön aikana osapuolilla on omat vastualueensa. Pääomasijoittaja vastaa yrityskauppaneuvottelujen valmistelusta ja läpiviennistä, kauppajen rahoituksen suunnittelusta ja järjestämisestä, omistus- ja kannustinjärjestelmien suunnittelusta ja täytäntöönpanosta, hallituksen jäsenten rekrytoinnista, asiantuntijayhteistyöverkon ylläpitämisestä ja exitin valmistelusta. Myös hallitus omistajana sitoutetaan kehityssuunnitelman tavoitteisiin. Johto on riippumaton. Sillä on vastuu sekä operatiivisten että strategisten suunnitelmien tekemiseen kehityssuunnitelman pohjalta. Strategian esittelyvastuu on siis johdolla. Pääomasijoittaja vain kommentoi strategiaa hallituksessa johdon tekemän esityksen pohjalta. Toimintatapaan on järkevä syy. (Anttila 27.3.2009.)

”Se syy on se, että vaikka me keksisimme mitä hienoja ajatuksia, mutta jos johto ei ole niiden ajatusten takana tai kykenevä toteuttamaan niitä, niin siitähän ei tule yhtään mitään. Eli sen takia edetään tavallaan siinä tahdissa, missä johto kykenee etenemään.”
(Anttila 27.3.2009.)

Tässä tapauksessa kehityssuunnitelman tavoitteet olivat

- kannattamattoman liiketoiminnan kuntoon saaminen Saksassa
- keskittyminen design tuotteisiin Suomessa
- eteneminen Yhdysvalloissa. (Anttila 27.3.2009.)

Kehityssuunnitelmassa keskityttiin siis lähinnä operatiivisen toiminnan kehittämiseen.

3.3 Vaikutukset kohdeyritykseen

Yritystarkastus ja johdon vakuutukset

Pääomasijoittaja haluaa tutkia kohdeyrityksen perusteellisesti ennen sijoituksen tekemistä. Pääomasijoittaja voi tehdä jopa satoja taustatarkastuksia ennen lopullista sijoituspäätöstä. Pääomasijoittaja vaatiikin laadittavaksi yritystarkastuksen (due diligence -tutkimuksen). Sen avulla pääomasijoittaja arvioi sijoituskohteen riskejä ja arvoa. Yritystarkastuksen tarkoituksena on myös määrittää yrityksen hinta. (Lauriala 2004, 57.) Saunatecin tapauksessa yrityksen hinta määräytyi tavallaan pörssissä (Piisku 26.3.2009).

Yritystarkastuksessa tutkitaan kohdeyrityksen juridinen ja taloudellinen puoli, eli yrityksen kirjanpito, tilinpäätökset, liiketoiminta, oikeudellinen asema, erilaiset sitoumukset (esimerkiksi vakuudet, takaukset) sekä verotukseen liittyvät seikat. Myös johdon ja perustajaosakkaiden osaamista ja tulevaisuuden arvioiden realistiisuutta arvioidaan. Nimenomaan alkavassa yrityksessä tulevaisuudennäkymät ovat olennainen tekijä sijoituspäätöstä tehtäessä. Pääomasijoittaja analysoi myös yrityksen tuotteen tai palvelun mahdollisuuksia menestyä. Yrityksen tutkimisen lisäksi tärkeää on myös toimialan tilanne ja kehitysnäkymät sekä yleisen taloudellisen tilanteen kehitys. Laajan yritystarkastuksen läpivienti on välttämätöntä, koska kohdeyhtiöstä ei ole riittävästi saatavilla julkista luotettavaa tietoa ennen sijoitus-

päätöksen tekoa. Yritystarkastuksen avulla pyritään minimoimaan virheinvestointien mahdollisuus. (Hautala 2000, 66; Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, III 3–4; Lauriala 2004, 13, 30, 56–58.)

Pääomasijoittajan sijoituspäätös perustuu useimmiten muiden osapuolten toimitamaan aineistoon kohdeyhtiöstä. Selvitysten laatijat ovat vastuussa niiden antaman kuvan oikeellisuudesta. Tämän takia osakassopimuksessa sovitaan henkilöosakkaiden vakuutuksista ja korvausvastuusta, jotta kaikki yhtiöön liittyvät riskit tulisivat myös sijoittajan tietoon. Sijoittajalle voidaan joutua maksamaan korvausta esimerkiksi silloin, jos sijoittajalle ei ole ennen sijoituspäätöstä kerrottu, että yritystä koskevia riitoja on vireillä. Johdolle ja omistajille asetettavien vakuutusten tarkoituksena on saada vakuutuksenantajat miettimään vakuutukseen sisältyviä seikkoja ja kertomaan niihin mahdollisesti sisältyvistä epäkohdista ja riskeistä pääomasijoittajalle ennen sijoituksen tekemistä. Osakassopimuksessa listataan tai siihen liitetään ne dokumentit, joihin sijoituspäätös perustuu. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, IV 1, 3–5.) Sijoittaja ei ole oikeutettu vahingonkorvaukseen, jos hänen tiedossa oli ko. seikka ennen sopimuksen allekirjoittamista (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, III 5).

Sponsor Capitalin päätökseen Saunatecin ostamisesta on saattanut jollain tasolla vaikuttaa yhtiöissä työskentelevien aikaisempi yhteinen historia. Sponsor Capitalin perustajat työskentelivät aiemmin entisen KOP-pankin tytäryhtiössä Sponsorissa. Sponsor oli KOPin omistama sijoitusyhtiö, joka omisti Saunatecin ennen pörssiin menoa eli vuoteen 1994 asti. Sponsor Capital Oy:n perustivat siis Sponsorissa työskennelleet henkilöt, joiden hallinnoima rahasto myöhemmin vuonna 1999 osti Saunatecin pörssistä pois. (Piisku 26.3.2009.) Tässä mielessä voidaan siis ajatella, että yhtiö oli melko tuttu pääomasijoittajalle entuudestaan, jolloin yhtiön arvonnäyttö oli luultavasti helpompaa ja päätöksen tekeminen ostamisesta nopeampaa.

Yhtiön omistus ja rahoitus

Pääomasijoittajan tullessa yrityksen osakkaaksi toteutetaan pääsääntöisesti osakepääoman korotus. Sopimuksessa eritellään omistukset ennen ja jälkeen pääomasi-

joituksen sekä mahdolliset optiot ja jatkorahoitusmahdollisuudet myöhemmissä osakepääoman korotuksissa. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, III 6-7.) Hyvään sopimuskäytäntöön kuuluu, että pääomasijoituksia tehtäessä yksilöitäisiin ne kohteet, joihin rahoitus käytetään (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, IV 6). Saunatecin tapauksessa yrityksellä ei ollut erityisiä rahoitustarpeita pääomasijoittajan mukaantulohetkellä tai sijoituksen aikana (Piisku 26.3.2009).

Pääomasijoittaja pystyi Saunatecin tapauksessa (ks. taulukko 1) ostamaan kaikki yhtiön osakkeet pörssistä. Samalla se otti yrityksestä omistus- ja rahoitusvastuun. Sponsor tarjosi kohdeyrityksen johdolle kymmenen prosentin omistusosuutta yhtiöstä. (Anttila 27.3.2009.)

Taulukko 1. Saunatecin omistajat ja omistuksen jakautuminen.

Saunatec Oyj

Osakkeenomistaja	Omistusosuus
Merita Investment	> 50 %
muut	< 50 %

Saunatec Oy

Osakkeenomistaja	Omistusosuus
Sponsor Fund I	90 %
toimiva johto	10 %

Privatisoiduille yhtiöille omistajamäärän väheneminen on yleensä helpotus. Pörsissä oloaikana yhtiöllä on paljon omistajia, joilla saattaa olla useita ristiriitaisia päämääriä. Pääomasijoittajan mukaantulon myötä on vain yksi omistaja ja yksi päämäärä. Myös yrityksen tuottaman voiton investointi esimerkiksi tutkimukseen ja tuotekehitykseen on helpompaa, kun osakkeenomistajat eivät vaadi tuottoja itselleen. Strategisessa suunnittelussa voidaan siis keskittyä enemmän pitkän kuin lyhyen tähtäimen voiton tuottamiseen. (Donovan 2007, 6.)

Päätäntävalta

Pääomasijoitusten kohteina olevissa yrityksissä on useimmiten omistaja-yrittäjä. Kaikki yrittäjät haluaisivat säilyttää päätösvallan yrityksessään. Pääomasijoittajan tullessa sijoittajaksi omistajien on kuitenkin oltava valmiita antamaan pääomasijoittajalle rahoitusta vastaava omistusosuus yhtiöstään. Tämä vaikuttaa olennaisesti kohdeyrityksen toimintaan. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009 [viitat-

tu 28.1.2009].) Saunatecissa ei ollut omistaja-yrittäjää. Omistus oli ollut hyvin hajanainen ja pääomistajana oli ollut sijoitusyhtiö, joten kenelläkään ei ollut varsinaisesti tunnesiteitä yritykseen. Pääomasijoitusyhtiö ilmoittaa useimmiten sijoitusstrategiassaan, haluaako se olla enemmistö- vai vähemmistösijoittaja. Yleensä pääomasijoittaja on vähemmistösijoittaja ja enemmistön yrityksestä omistaa yrittäjä. Omistus voi myös jakaantua useammalle taholle, jotta kenelläkään ei ole enemmistöä. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009 [viitattu 28.1.2009].)

Yritystä koskevat tärkeimmät päätökset tehdään yhtiökokouksessa. Pääomasijoittaja haluaa varmistaa, ettei yhtiökokouksissa päätetä osakassopimuksessa mainituista seikoista ilman pääomasijoittajan hyväksyntää. Tällaisia asioita ovat esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muuttaminen, osakepääoman korottaminen tai alentaminen, omien osakkeiden lunastaminen, optioiden liikkeellelasku, hallituksen jäsenten lukumäärän muuttaminen, sulautuminen tai jakautuminen, yhtiön asettamisesta selvitystilaan tai hakeutuminen saneeraukseen, yhtiön purkaminen, yhtiön liiketoiminta-alueen myyminen tai lopettaminen. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, III 10, IV 1.)

Sponsor Capitalin tultua Saunatecin omistajaksi, pääomasijoittaja edellytti johdolta pysyvää valtakirjaa edustaa itseään yhtiökokouksissa. Valtakirja antaa pääomasijoittajalle käytännössä kaiken vallan päättää edellä mainituista seikoista, eli esimerkiksi myös yhtiön myymisestä ja lisäpääomittamisesta. Lisäpääomittamisen yhteydessä johdolla on oikeus, muttei velvollisuutta osallistua lisäpääomittamiseen. Mutta jos johto ei halua osallistua lisäpääomittamiseen, sen omistus dilutoituu. Jos yrityksen oma pääoma esimerkiksi kaksinkertaistetaan, ja johto on omistanut 10 %, niin johdon omistus pienenee 5 prosenttiin. (Anttila 27.3.2009.) Vaikka omistajan suhteellinen omistus pienenee sijoituksen myötä, omistuksen arvo voi olla tulevaisuudessa paljon suurempi yrityksen arvonnousun myötä (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009 [viitattu 28.1.2009]). Kohdeyritystä myytäessä johdolla on myötämyyntioikeus eli niin sanottu put option. Tämä tarkoittaa sitä, että johto saa myydä samoilla ehdoilla kuin pääomasijoittaja. Toisaalta pääomasijoittajalla on niin sanottu pull option eli veto-optio, jolloin pääomasijoittaja voi pakottaa johdon ja kaikki muut osakkaat myymään samaan aikaan. Rajoitteiden perimmäinen tarkoitus on se, että rahasto pystyy luopumaan omistuksesta, mikä

on pääomasijoittajan kannalta tärkein asia osakassopimuksen ehtoja laadittaessa. (Anttila 27.3.2009.)

Johdon sitouttaminen ja kannustinjärjestelmät

Yrityksen toimivalla johdolla on vastuu kehityssuunnitelman mukaisen strategian toteutuksesta. Johdon kyvyillä ja halulla on keskeinen rooli siinä, onnistuuko yrityksen arvon kasvattaminen. Tämän takia pääomasijoittaja käyttää useimmiten paljon aikaa yrityksen johdon osaamisen arviointiin sijoitusta tehtäessä. Johdon haluun pyritään vaikuttamaan omistuksen ja kannustinten avulla. (Peltola 2007, 32.) Pääomasijoittaja pyrkii siis sitouttamaan kohdeyrityksen johdon kohdeyritykseen sijoituksen ajaksi luomalla taloudellisen intressin yritykseen osakeomistuksen avulla. (Anttila 27.3.2009).

”Omistuksen lisäksi johdolle luodaan sellaiset kannustinjärjestelmät, että niiden mielestä on kiva olla näissä hommissa” (Anttila 27.3.2009).

Johtoa kannustetaan myös edelleen luomaan muulle henkilöstölle hyvät kannustimet, jotta toiminta olisi kaikille taloudellisesti palkitsevaa (Anttila 27.3.2009).

Omistus motivoi johtoa ja sen avulla yhtiön menestys on yhtäläillä johdon kuin pääomasijoittajankin tavoitteena. Kaikille omistus ei kuitenkaan sovi, koska siinä on myös riskinsä. Sijoitus on aina aito sijoitus, eikä esimerkiksi optio, jonka haltijalla ei ole niin sanotusti mitään menetettävää. Sijoitukset ovat pieniä rahassa verrattuna pääomasijoittajan sijoituksiin, mutta henkilökohtaisesti ne ovat suuria. Sijoituksen joutuu tekemään omista säästöistä tai muilla keinoin. Jos yhtiöllä menee huonosti, niin yhtäläillä oma kuin pääomasijoittajankin sijoitus häviää. Johdon omistuksen pakollisuus riippuu pääomasijoittajan tavasta toimia. Jotkut edellyttävät sitä ja jotkut tarjoavat sitä mahdollisuutena. Sekä Sponsor Capital että nykyinen omistaja ovat vaatineet Saunatecin johdon sijoittavan yhtiöön. Sponsor Capitalin ollessa omistajana sijoitus oli noin 10 prosenttia ja se jakaantui yrityksen johdon kesken. (Piisku 26.3.2009.) Johdon omistukset ovat yleensä sidottuja työsuhteeseen. Eli henkilöllä on velvollisuus myydä osakkeet pääomasijoittajalle, jos henkilö lähtee tai joutuu lähtemään yhtiön palveluksesta. (Anttila 27.3.2009.)

Hallitustyöskentely

Pääomasijoittaja haluaa tukea kohdeyrityksen liiketoiminnan kehitystä, arvonnousua ja osakkeiden myyntikelpoisuutta osallistumalla yhtiön hallintoon (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, II). Hallitustyöskentely on tärkein osa pääomasijoittajan ja kohdeyrityksen yhteistyötä (Pylkkänen 2008, 41). Pääomasijoittajan toimenkuvaan kohdeyhtiön hallituksessa kuuluu useimmiten kyvykkäiden ihmisten rekrytointi yritykseen sekä johdon kannustinjärjestelmien kehittäminen. (Lauriala 2004, 200–201.) Kohdeyrityksen hallitukseen pyritään palkkaamaan sellaisia henkilöitä, jotka voivat tuoda lisäarvoa yrityksen toimintaan. Hallituksen pitää voida auttaa johtoa ja olla johdon keskustelukumppani. Hallituksen tehtävä on myös kommentoida ja arvioida resurssien riittävyyttä ja johdon pätevyyttä suhteessa kilpailun asettamiin haasteisiin. (Anttila 27.3.2009.) Kohdeyrityksen johdon kannattaa tutustua pääomasijoittajan nimeämien hallituksenjäsenien taustoihin, pyrkiä antamaan omia ehdotuksia jäseniksi ja pyrkiä sitouttamaan ammattitaitoinen henkilö useammaksi vuodeksi hallituspaikkaan osakassopimuksessa. Hallituksen jäsenten valinta tulisi tehdä yhtä huolellisesti kuin yrityksen johtoryhmän valinta. (Pylkkänen 2008, 41.)

Saunatecin hallituksessa oli viisi henkilöä: yksi asiakkaan edustaja (entinen toimitusjohtaja), kylpyhuonealan yrityksen entinen toimitusjohtaja, kansainvälisen yrityksen toimitusjohtaja ja kaksi pääomasijoittajan edustajaa (Anttila 27.3.2009). Toinen edellä mainituista oli niin sanottu senior partner, joka oli myös kohdeyrityksen hallituksen puheenjohtaja. Hallituksen puheenjohtaja vaihtui kerran. Kohdeyrityksen toimitusjohtaja ehdotti yhtä hallituksen jäsenistä, joka olikin hallituksessa koko sijoituksen ajan. Pääomasijoittajan hallitukseen palkkaamat ulkopuoliset jäsenet toivat yritykseen ennen kaikkea liikkeenjohdon kokemusta ja johdon toiminnan kyseenalaistamista. (Piisku 26.3.2009.)

”Omalla kokemuksellaan he osasivat kysyä ja kyseenalaistaa johtoa tietyistä toimenpiteistä, joita ei tullut itse ajatelleeksi... ja omistajat kansantalous ja rahoituspuolelta toivat sen oman kokemuksensa... Kaikki ei osaa kaikkea. Se oli minun mielestäni hyvä systeemi... Tällainen hallitustyöskentely ja -rakenne on hyvä, mut-

ta ei myöskään mikään uniikki. Uskoisin, että aika moni muukin pääomasijoittaja tekee tällä tavalla, Suomessa ainakin.” (Piisku 26.3.2009.)

Perheyrietyksissä toimitusjohtajana on useimmiten omistaja-yrittäjä. Toimitusjohtaja ei kuitenkaan ole koskaan Sponsor Capitalin kohdeyrietyksissä hallituksessa. Kun omistaja-yrittäjä myy osuuden yhtiöstään, toimitusjohtajaksi tulee usein ammattijohtaja. Omistaja-yrittäjä jää useimmiten kohdeyhtiön hallitukseen, mutta vain, jos hänelle jää omistusta yhtiöön. (Anttila 27.3.2009.) Sponsor Capitalin toimintatapoihin kuuluu myös, että toimitusjohtaja valitsee johtoryhmään kuuluvat henkilöt, mutta toimitusjohtaja joutuu esittämään johtoryhmän jäsenten palkkaukset hallitukselle (Anttila 27.3.2009). Pääomasijoittaja antoi kuitenkin johtoryhmän hoitaa rauhassa Saunatecin jokapäiväisen johtamisen (Piisku 26.3.2009).

”Myöskään tämä pääomasijoittaja ei uskonut, että tuntee saunabisneksen paljon paremmin kuin johto. Pääomasijoittaja antoi tavoitteita, seurasi niitä ja halusi raportteja, mutta ei ollut kertomassa, että mitä tänään tehdään...ettei tullut harastamaan niin sanottua needle-managementtia...” (Piisku 26.3.2009.)

Hallituksen tärkein tehtävä on huolehtia siitä, että yhtiöllä on pätevä toimitusjohtaja (Anttila 27.3.2009). Pääomasijoittaja on vaativa omistaja ja reagoi useimmiten julkisiakin yhtiöitä herkemmin johdon heikkoihin tuloksiin (Peltola 2007, 32). Henkilökemiat vaikuttavat paljon hallituksen ja toimitusjohtajan välisen yhteistyön onnistumiseen, mutta hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan suhde on siinä mielessä poikkeuksellinen, että hallituksen puheenjohtajan täytyy tarvittaessa olla valmis irtisanomaan toimitusjohtaja. (Anttila 27.3.2009.)

”Liian kavereita ei saa olla... Kyllä siinä ihan kovaakin sanankäyttöä välillä oli hallituksen ja johdon välillä. Sehän on ihan selvä asia.” (Anttila 27.3.2009.)

Ammattijohtajien kanssa toimiminen on erilaista verrattuna omistaja-yrittäjien kanssa toimimiseen. (Anttila 27.3.2009.)

”Yrittäjällä on niin paljon enemmän tunnetta ja sielua mukana tässä, sekä hyvässä että pahassa. Heidän kanssa täytyy olla vähän enemmän psykologi kuin näiden

palkkajohtajien kanssa.” (Anttila 27.3.2009.)

Raportointi

Osakassopimuksessa määritellään hallituksen ja toimitusjohtajan välisen vastuun- jaon lisäksi toimitusjohtajan raportointivelvollisuudesta hallitukselle (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, III 13). Raportointi ei tuottanut ongelmia Saunatecin johdolle, koska se oli ollut ennen pääomasijoittajan mukaantuloa pörssissä, jossa raportointivelvollisuus oli vielä tiukempaa. Pörssistä poistuminen oli Saunatecille ennemminkin positiivinen muutos (Piisku 26.3.2009). Vaikka yritys oli pörssissä niin sanotulla pienten yritysten listalla, oli tiedonanto- ja raportointivelvollisuudet samanlaiset kuin päälistalla olevilla yrityksillä. Listautuneiden yhtiöiden yksi tärkeimmistä velvollisuuksista on tiedonantovelvollisuuden noudattaminen. Tiedonantovelvollisuus on säännöllistä ja jatkuvaa. Yrityksen täytyy julkistaa esimerkiksi tilinpäätöstiedotteita ja tulosvaroituksia. (Rahoitustarkastus 2009 [viitattu 4.3.2009].) Julkisten osakeyhtiöiden johtajat mieltävät tiedonantovelvollisuuden enemmässä määrin yrityksen kehitystä haittaavaksi tekijäksi (Peltola 2007, 33).

Saunatecin muuhun toimintaan pörssistä poistuminen ei varsinaisesti vaikuttanut, mutta yrityksen tiedonantovelvollisuuden päättyminen oli helpotus yrityksen johdolle ajankäytön kannalta. Pääomasijoittajan mukaantulon myötä raportointimäärä ei vähentynyt olennaisesti. Tämä johtuu siitä, että pääomasijoittaja ei osallistu kohdeyrityksen operatiiviseen toimintaan, mutta haluaa kuitenkin olla ajan tasalla siitä, miten yrityksellä menee. Pääomasijoittajat ostavat usein perheyrityksiä, joille raportointiin liittyvät muutokset ovat suurempia. (Piisku 26.3.2009.)

”Aika usein perheyrityksen taloushallinto ja raportointi ovat, ei huonolla tasolla, mutta kun niitä ei niin tarvitse sillä tavalla... jos täytyy tehdä kerran vuodessa veroilmoitukset, niin ei se kuukausituloksen tietäminen niin tarpeellisesta ole. Selaiselle pääomasijoittajan mukaantulo voi olla aika isokin muutos. Me taas, kun tultiin pörssistä, jos joku muuttui, niin raportointiin vähemmän. Vähän vähemmän, mutta ei paljon. (Piisku 26.3.2009.)

Kasvutavoitteet ja kasvun hallinta

Yritys voi kasvaa orgaanisesti tai esimerkiksi yrityskaupan avulla. Järkeviin, hyvin perusteltuihin, oman alan tai omaan bisnekseen liittyviin yritysostoihin, joiden myötä yrityksestä kasvaa parempi kokonaisuus, pääomasijoittaja sijoittaa mielellään. (Piisku 26.3.2009). Orgaaninen kasvu on yleensä mielekkäämpää, koska yrityskauppaan sisältyy aina valtavaa suurta riskiä. Jos yritys ostetaan ulkomailta, tulee muitakin ongelmia. Yhtiön taseeseen liittyy usein paljon problematiikkaa ja oman haasteensa luo kulttuurierot. (Anttila 27.3.2009.)

”Ei ole helppoa saada suomalaiseen komentoon erilaisia ihmisiä. Esimerkiksi tyypillisesti amerikkalaiset eivät kauheasti arvosta ylipäänsä eurooppalaisia kovin korkealle, ja suomalaiset ne eivät tiedä yhtään mitään.” (Anttila 27.3.2009.)

Saunatec kasvoi pääomasijoituksen aikana pääasiassa tulorahoituksella. Liikevaihto kasvoi, mutta ainakin alkuvaiheessa kasvu tuli ennen sijoitusaikaa tehdyistä yrityskaupoista. Yhtiö teki vuonna 1998 kaksi strategista yrityskauppaa: yhden suuremman USA:ssa ja yhden Suomessa. (Piisku 26.3.2009.) Saunatec välttyi suuremmalta kulttuurishokilta amerikkalaisten kanssa.

”Meillä sattui olemaan hyvä tuuri, kun toimitusjohtajana oli kolmannen polven suomalainen. Hän oli oikein Suomi-fani, niin hänen kanssaan päästiin hyvin juttuun.” (Anttila 27.3.2009.)

Sponsor Capitalin aikana Saunatec ei tehnyt yhtään yrityskauppaa, koska myytävänä ei sattunut olemaan strategiaan sopivia yrityksiä (Piisku 26.3.2009). Pääomasijoittajan mielestä myöskään kohdeyrityksen kassavirta ei ollut riittävä yrityskauppojen tekemiseen, eli yrityksellä ei ollut varaa ostaa uusia yhtiöitä (Anttila 27.3.2009).

Pk-yritysbarometri -raportin mukaan vain 7 prosenttia yrityksistä on voimakkaan kasvuhakuisia. 34 prosenttia tutkimukseen osallistuneista yrityksistä pyrkii kasvamaan mahdollisuuksien mukaan. 39 prosenttia vastaajista ilmoittaa nykyisessä taloudellisessa tilanteessa pyrkivänsä vain asemansa säilyttämiseen. 18 prosentilla

yrittäjistä ei ole lainkaan kasvutavoitteita ja 2 prosenttia uskoo toimintansa loppuvan vuoden sisällä. Kasvua tavoitellaan kehittämällä uusia tuotteita, panostamalla myyntiin ja markkinointiin sekä verkostoitumalla ja muita yhteistyön keinoja apuna käyttäen. Muita keinoja kasvun saavuttamiseksi ovat viennin lisääminen, uusille markkina-alueille laajentuminen ja yritysostot. (Suomen Yrittäjät Ry & Finnvera Oyj 2009, 24.)

Nopeasti kasvavan yrityksen ongelmaksi voi tulla kasvun hallinta. Nopean kasvun haasteena ovat useimmiten tulorahoituksen riittävyys, osaavien työntekijöiden löytäminen ja organisaation läpinäkyvyys (Isotalus 2009a, 8–9). Nopea ja voimakas kasvu ei siis aina johda toivottuun lopputulokseen. Eräässä tapauksessa pääomasijoittaja haki voimakasta kasvua ja pakotti yhtiön huimapäisiin panostuksiin, joita se ei olisi muuten tehnyt. Yritys ajautui konkurssiin, koska pääomasijoittaja epäroi sijoittaa lisää noin 150 000 euroa lainan maksuun. Sijoittajan epärointi antoi myös pankille signaalin, että omistajalta on loppunut usko, joten pankkikaan ei enää luottanut yritykseen. (Mauno 2008, 7).

”Pääomasijoittajia on hyvin erilaisia ja joka lähtöön... Mutta ei pääomasijoittaja yleensä kuitenkaan hae, mitä ehkä joskus pörssiyhtiö enneminkin hakee, hyvin lyhytaikaista kasvua tai kannattavuuden parantamista. Kyllä pääomasijoittaja ymmärtää senkin, ettei kukaan osta yhtiötä sen takia, jos viime kuussa meni hyvin, jos toissa kuussa ei.” (Piisku 26.3.2009.)

Osingonjako

Kohdeyrityksestä voidaan jakaa osinkoa sijoituksen aikana, jos yrityksen kassatilanne ja liiketoiminnan kehittäminen eivät sitä estä. Osinkoa jaetaan hallituksen esityksen mukaisesti. Osingonjako voidaan myös kieltää osakassopimuksella siihen saakka, kunnes sijoittaja irtautuu kohdeyrityksestä. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, III 11.) Osingonjako kohdeyhtiössä on pääomasijoittajan kannalta hyvä asia. Rahaston hallinnointiyhtiö (eli pääomasijoittaja) joutuu maksamaan peruskorkoa rahastosijoittajille. Osingonjaosta saatujen tuottojen avulla pääomasijoittaja pystyy hoitamaan koron maksun niin, ettei sen tarvitse käyttää muita varojaan siihen. Kohdeyhtiön johdollekin osingonjaosta on useimmiten

hyötyä. Yleensä johtoryhmän jäsenet joutuvat rahoittamaan ainakin osan henkilökohtaisesta sijoituksestaan yhtiöön lainarahalla. Osingonjaon avulla johto pystyy lyhentämään velkaansa pankille. Osingonjakoa vastaan voi yleensä olla vain kohdeyhtiötä rahoittava pankki. Yleensä pankki vaatii, että sitoumukset pankkia kohtaan on hoidettu täysin ennen kuin osinkoja saa maksaa. (Anttila 27.3.2009.)

4 IRTAUTUMINEN KOHDEYRITYKSESTÄ

4.1 Osapuolien tavoitteet

Kohdeyrityksestä irtaudutaan sovitus määrääjän kuluttua tai sopivan ajankohdan tullessa, esimerkiksi silloin, kun kohdeyritys listautuu pörssiin tai kun se tulee omillaan toimeen ja on hyvällä kasvu-uralla. Sijoittajat pyrkivät irtaantumiseen sijoituksistaan korkeasuhteudessa, koska näyttävät, onnistuneet ja tuottoiset irtautumiset ovat hyvää mainosta pääomasijoitusyhtiölle. Ne myös helpottavat varojen keräämistä uusiin rahastoihin. (Hautala 2000, 69; Lauriala 2004, 31–32.)

Rahastojen elinikä on tyypillisesti 10 tai 12 vuotta. Sponsor Capitalin rahastoissa ainakin puolet rahaston eliniästä on sijoitusaikaa, eli sijoitukset kohdeyrityksiin on tehtävä esimerkiksi 10 vuoden rahastossa ensimmäisen viiden vuoden aikana. Vaikka sijoitus tehtäisiin viimeisenä viidentenä vuotena, niin yrityksen kehittämiseen jää vielä viisi vuotta aikaa. Joissain tapauksissa rahaston määräaika on ollut menossa umpeen. Jos tilanne on näyttänyt huonolta, on rahastoon sijoittaneiden kanssa usein sovittu esimerkiksi vuoden lisääjasta, mutta ne on kuitenkin ennemmin tai myöhemmin realisoitava. (Anttila 27.3.2009.) Finanssikriisin myötä sijoitus- ja jatkorahoituspäätösten realisoiminen voi osoittautua ylivoimaiseksi ja sitä kautta johtaa pääomasijoitusyhtiöt vakaviin likviditeettiongelmiin. Lisäksi periaatteessa valmiit yrityskaupat saattavat kaatua. Jotkut yrityskaupat on jouduttu viemään läpi pääomasijoitusyhtiöiden omalla pääomalla, koska etukäteen sovitut rahoituskuviot ovat kaatuneet. (Nurminen 2008, 7.)

Pääomasijoituksen määräaikaaisuuden takia osapuolilla täytyy olla sama käsitys sijoituksen kestosta ja realisoinnista (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003, II). Yritykseen sijoittavan rahaston jäljellä oleva elinaika kannattaa aina selvittää, koska ajan pituus vaikuttaa siihen, kuinka pian sijoittaja haluaa realisoida voittonsa ja se taas voi heijastua yrityksen jokapäiväiseen elämään. Jos yrittäjän ja sijoittajan näkemykset exitistä ovat samanlaisia, se kasvattaa todennäköisyyttä onnistua yhteistyössä loppuun saakka. (Pylkkänen 2008, 40–41.) Osakassopimuksessa irtautumisesta sovitaan vaan teknisluonteisia asioita. Jos kohdeyritys esimerkiksi listataan pörssiin, voidaan osakassopimuksessa sopia esimerkiksi siitä, milloin pääomasijoitusyhtiö voi luopua omistuksestaan yhtiössä kokonaan. Irtautumismuotoa ei voi tietää osakassopimusta tehtäessä, vaan vasta silloin, kun irtautuminen tulee ajankohtaiseksi. Tämän takia kaikki vaihtoehdot jätetään yleensä osakassopimuksessa avoimiksi. (Piisku 26.3.2009.)

Sponsor Capitalin yleinen tavoiteaika kohdeyrityksistä irtautumiseen on 3-5 vuotta (katso kuvio 6). Pääomasijoittaja voi myydä sijoituksen vaikka heti, mutta huonolla hetkellä ei kannata irtautua (Piisku 26.3.2009). Saunatecin tapauksessa kehityssuunnitelman toteuttaminen vei 6-7 vuotta 3-5 vuoden sijaan, eli ainakaan pääomasijoittajan asettamat tavoitteet eivät ihan toteutuneet. Suurin syy sijoitusajan venymiseen oli hankaluudet Saksassa. Saksassa oli ylisuuri organisaatio ja ylisuurat kustannukset, jotka rasittivat yhtiön kannattavuutta erittäin paljon. Yhtiön omien ongelmien lisäksi Saksassa oli suuri investointilama ja markkinoilla meni ylipäänsä huonosti. Pääomasijoittaja lähti exitoimaan yhtiötä, kun yrityksen kannattavuus oli saatu halutulle tasolle. (Anttila 27.3.2009.)

4.2 Irtautumismuodot

Yleisimmät tavat pääomasijoituksesta irtautumiseen ovat

- yrityskauppa
- kohdeyhtiön listaaminen pörssiin
- osakkeiden takaisinmyynti.

Näiden lisäksi sijoitus voi epäonnistua, mikä johtaa useimmiten irtautumiseen kohdeyrityksen selvitystilan ja konkurssin kautta. Yrityskaupassa kohdeyhtiön

osakekanta myydään teolliselle/kaupalliselle ostajalle. (Lauriala 2004, 199–201, 214.) Näin tapahtui esimerkiksi silloin, kun huonekaluketjut Asko ja Sotka myytiin Kesko konsernille (ks. taulukko 2). Pääomasijoittajan tavoitteet täyttyvät parhaiten, jos se saa listattua kohdeyrityksen osakkeet pörssiin ja tätä kautta myytyä osakkeensa jälkimarkkinoille. Kohdeyrityksen arvo nousee listautumisessa yleensä muita irtautumisvaihtoehtoja korkeammalle. Osakkeiden takaisinmyynnissä yrityksen toimiva johto voi hankkia osakkeet takaisin itselleen lunastamalla pääomasijoittajan osakkeet. Pääomasijoittaja voi myös myydä osakkeensa toiselle pääomasijoittajalle. Irtautumista voi vaikeuttaa muun muassa sopivan listautumisajankohdan puuttuminen, institutionaalisten osakesijoittajien ja yrityskauppaosapuolten puute, kohdeyhtiön vastustus tai huono menestys. (Lauriala 2004, 199–201, 214.)

Taulukko 2. Esimerkkejä irtautumisista (Sponsor Capital Oy 2009 [viitattu 10.3.2009]).

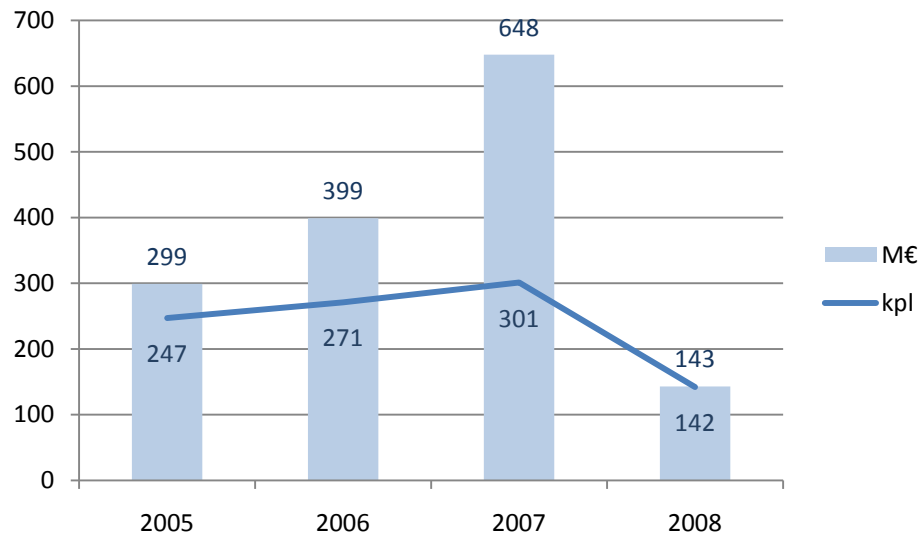
Yritys	Toimiala	Exit/irtautumismuoto
Teleste Oyj	telekommunikaatio	listautuminen pörssiin vuonna 1999
Indoor Group (Sotka, Asko)	kulutustavarat	myynti Kesko Oyj:lle vuonna 2004
Exel	urheiluvälineet ja teollisuusprofiilien valmistus	listautuminen pörssiin I-listalle vuonna 1998
Saunatec Group	kulutustavarat	myynti toiselle pääomasijoitusyhtiölle 2006

Listautuminen tuo uusia edullisempia rahoituslähteitä yrityksen käyttöön ja laajentaa yrityksen omistusrakennetta. Yhtiö hankkii pääomaa listautumisannilla ja myöhemmin uusilla julkisilla osakeanneilla. Muita etuja listautumisesta ovat muun muassa listautuneelle yhtiölle ja sen osakkeelle muodostuva markkina-arvo. Se kertoo osakkeenomistajille yrityksen arvon ja menestyksen. Yhtiö voi myös sitouttaa avainhenkilöitä osakesidonnaisten kannustinjärjestelmien avulla. Osakkeenomistajat voivat muuttaa omistuksensa rahaksi millä hetkellä tahansa. Yhtiö voi myös käyttää osakkeita maksuvälineenä yritysjärjestelyissä. Pääomasijoittaja

ei yleensä irtaudu sijoituksesta heti listautumishetkellä. Se haluaa odottaa yrityksen arvon kasvavan edelleen, mutta myös listautumisen järjestävät investointipankit yleensä velvoittavat pääomasijoittajan sitoutuvan säilyttämään osan sijoituksesta kohdeyrityksessä listautumisen jälkeenkin, jotta luottamus kohdeyritykseen säilyisi. (Lauriala 2004, 201–203.)

Kaikkien osapuolien kannalta ikävin irtautumisvaihtoehto on kohdeyrityksen selvitystila ja sen seurauksena konkurssi. Yksi syy sijoituksen epäonnistumiseen voi olla sijoituskohteen valinnan epäonnistuminen. Kohdeyrityksen tuotekehitys voi esimerkiksi epäonnistua, jolloin sijoitetut varat menetetään. Pääomasijoittajan likviditeetti voi myös heikentyä merkittävässä määrin, jos se ei onnistu omassa toiminnassaan. Se voi ajautua rahoituskriisiin, jos se ei saa palautettua pääomia muista sijoituksista. Sijoitus kohdeyrityksessä voi myös muuttua kannattamattomaksi, jos sijoituksen pitoaika kasvaa liian suureksi ja keskimääräinen vuosituotto sitä myöten laskee. Sijoituksen epäonnistuminen voi johtua myös siitä, että rahoituksesta huolehtiva pääomasijoittaja tulee liian sokeaksi kohdeyrityksen kannattamattomalle toiminnalle, eikä ymmärrä luopua sijoituksesta ajoissa. (Lauriala 2004, 213–214.)

Irtautumisten määrä on kasvanut tasaisesti 2000-luvun alusta lähtien. Vuonna 2007 saavutettiin ennätyslukemat irtautumisissa hankintahinnoissa mitattuna. Finanssikriisin ja talouden alamäen takia vuosi 2008 oli käännekohta ennätystehtailussa (ks. kuvio 7). Vuonna 2008 sekä irtautumisten määrä kappaleissa että euroissa sukelsivat rajusti. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b [viitattu 11.11.2009].) Pääomasijoittajilla on vaikeuksia irtautua sijoituksistaan. Pääomasijoitusyhtiöt ovat saaneet kerätyksi yllin kyllin varoja rahastoihin tuhlattavaksi, mutta rahastojen määrääjat uhkaavat tulla vastaan. (The Economist 2009. [viitattu 10.11.2009].)



Kuvio 7. Irtautumisten määrä (kpl) ja arvot (M€) hankintahintaan ilman realisoituja myyntituottoja 2005–2008 (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b [viitattu 11.11.2009]).

Yleisin irtautumismuoto vuonna 2008 oli teolliset yrityskaupat (51 % kaikista irtautumisista), joita tehtiin 72 miljoonalla eurolla. Listatun yhtiön osakkeita myytiin 21 miljoonalla eurolla, joka vastasi 15 prosentin osuutta kaikista irtautumisista. Osittaisia ja täydellisiä alaskirjauksia jouduttiin tekemään 15 miljoonalla eurolla (45 miljoonaa euroa vuonna 2007), joka vastasi 10 (7 %, 2007) prosenttia kaikkien investointien yhteissummasta. (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b [viitattu 11.11.2009].)

4.3 Irtautuminen ja uusi omistaja Saunatec Oy:ssä

Saunatecin tapauksessa yrityksestä järjestettiin rajatulle joukolle suunnattu huutokauppa (eng. limited auction). Huutokaupan järjesti pääomasijoittajan palkkaama investointipankki. Kohdeyhtiöstä tehtiin sijoitusmuistio (eng. information memorandum), joka jaettiin potentiaalisille ostajaehdokkaille. Ostajaehdokkaat olivat sekä teollisia että rahasto-ostajia. Ostajaehdokkailta pyydettiin sijoitusmuistioon perustuva alustava tarjous. Tarjousten perusteella valittiin kolme erilaista ostajaehdokasta, jotka saivat tavata Saunatecin toimitusjohtajan ja muun johdon ja tehdä yritykseen yritystarkastuksen. Sen jälkeen kandidaateilta pyydettiin toisen kieroksen tarjoukset, joiden perusteella valittiin lopullinen ostaja. Tässä tapauksessa

se oli ABM Amron (nykyään AAC Capital Partners) kansainvälinen pääomasijoitusrahasto. (Anttila 27.3.2009.) Loppuvaiheessa mukana oli myös yksi teollinen yritys ja kotimainen pääomasijoittaja (Piisku 26.3.2009).

Pääomasijoitusyhtiöt pyrkivät usein listaamaan privatisoimansa yhtiön uudelleen 3-5 vuoden kuluttua (Donovan 2007, 6). Saunatecin toimitusjohtajan mielestä pörssilistaus Suomen tai Ruotsin pörssiin olisi ollut mahdollista, jos sijoituksen aikana olisi tehty suurempi yrityskauppa. Kohdeyrityksen olisi pitänyt ostaa esimerkiksi samankokoinen tai itseään suurempi kilpailija. Samanlaisena ja samankokoisena yritystä ei olisi ollut järkevää listata takaisin pörssiin tai se olisi ainakin ollut hyvin vaikeaa. (Piisku 26.3.2009.)

Pääomasijoittaja ei edes harkinnut kohdeyrityksen listaamista pörssiin irtautumisvaihtoehtona. Helsingin pörssi liitettiin irtautumisen aikoihin Pohjoismaiden pörssiin, jonka seurauksena listautumismarkkinat käytännössä sulkeutuivat Saunatecin kaltaisilta pieniltä yrityksiltä. (Anttila 27.3.2009.)

”Yrityksen liikevaihtotason pitäisi olla satoja miljoonia euroja, ja tällä hetkellä sekään ei riittäisi” (Anttila 27.3.2009).

Kohdeyrityksen johto pystyi vaikuttamaan tulevan omistajan valintaan. Jos pääomasijoittaja ja kohdeyrityksen johto olisivat olleet eri mieltä ostajasta, asiat olisi pitänyt vaan pystyä ratkaisemaan neuvottelemalla. Yritystä ei voi myydä ilman johdon suostumusta, ellei ostajalla (esimerkiksi teollisella) ole korvaavia henkilöitä samoihin tehtäviin. (Anttila 27.3.2009.)

”Eihän kukaan osta meiltä semmoista yhtiötä, missä ei ole johtoa. Eli kyllä johdon täytyy olla sitä mieltä, että vaihtoehto on hyvä. Vaikka meillä on muodollinen oikeus päättää asiasta, niin kyllä myyminen aina edellyttää ehdotonta konsensusta siitä, että on hyvä ostaja.” (Anttila 27.3.2009.)

Tässä tapauksessa ostaja oli molemmille osapuolille mieluinen. Tämä johtui siitä, että kyseinen taho tarjosi merkittävästi paremman hinnan kuin muut kandidaatit,

jolloin sekä pääomasijoittaja että kohdeyrityksen johto saivat paremman tuoton sijoitukselleen. (Anttila 27.3.2009.)

”Kyllä me alun alkaen yritetään luoda niin kovat taloudelliset intressit eli kannusteet johdon edustajille, että heitä kiinnostaa se korkea hinta yhtä paljon kuin meitäkin. Kyllä tämä perustuu tämmöiseen terveeseen ahneuteen.” (Anttila 27.3.2009.)

Ulkomainen pääomasijoitusrahasto osti kaikki kohdeyrityksen osakkeet (omistus 100 %). Kohdeyrityksen johto sai myötämyyntioikeiden perusteella myydä oman osuutensa kaupassa samalla hinnalla kuin Sponsor Capitalin pääomasijoitusrahasto. Uusikin omistaja tarjosi pientä omistususuutta yhtiöstä Saunatecin johdolle. (Piisku 26.3.2009.)

”Se on sitten sen uuden omistajan tehtävä hurmata uudestaan kohdeyhtiön toimitusjohtaja, eli luoda aina uusi sellainen paketti, että hänen kannattaa jatkaa toimitusjohtajana, eikä lähteä kävelemään siitä (Anttila 27.3.2009).”

Uuden omistajan aikana Saunatec on ostanut ydinliiketoimintaa tukevan yrityksen, joka valmistaa ja suunnittelee saunan sisustuksia. Tämän lisäksi yritys osti ruotsalaisen itsensä kokoisen kilpailijan. Saunatecin toimitusjohtaja kuitenkin uskoo, että nämä kaupat ja rahoitukset niihin olisivat voineet toteutua yhtälailla Sponsor Capitalin aikana. Toimitusjohtajan mielestä pääomasijoittajien välillä ei ole suuria eroja, vaikka uusi omistaja on ulkomaalainen. Esimerkiksi pääomasijoittajien toimintatavat ovat melko samanlaiset. Uusi omistaja käytti ostoprosessin aikana muun muassa suomalaista laki- ja suomalaista tilintarkastustoimistoa. Yrityksen rahoitus neuvotellaan nykyäänkin suomalaisista pankeista ja yrityksen päärahoittaja on edelleen Suomessa toimiva pankki. Pääomasijoittajien käyttämät rahoitusmuodot eroavat jonkin verran toisistaan, mutta rahoitusvaihtoehdot ja -tekniikat ovat ylipäänsä muuttuneet ja kehittyneet jonkin verran viime vuosina. (Piisku 26.3.2009.)

5 PÄÄOMASIOITUKSEN LISÄARVO

5.1 Lisäarvon tuottamisen keinot

Pääomasijoitustoiminnan terminologiassa puhutaan usein lisäarvosta. Pääomasijoittajan pitäisi sijoitusaikana tuottaa jonkinlaista lisäarvoa kohdeyritykselle. Mitä tämä niin sanottu lisäarvo on? Mistä lisäarvo muodostuu? Miten sitä mitataan? Lisäarvon pitäisi sananmukaisesti lisätä kohdeyrityksen arvoa jollain tavalla. Arvon nousua voidaan mitata esimerkiksi niin, kuinka paljon kohdeyhtiön osakkeiden arvo on sijoituksen aikana noussut (Lauriala 199–200). Kun pääomasijoittaja tulee omistajaksi yhtiöön, yhtiön osakkeista maksetaan niin sanottu markkinahinta. Kohdeyhtiön markkinahintaa pitää pystyä kasvattamaan, jotta yhtiöstä saataisiin parempi hinta siitä irtauduttaessa. Markkinahintaa pystytään nostamaan lisäarvoa tuottamalla. Lisäarvoa voidaan luoda parantamalla pysyvästi yrityksen kannattavuusedellytyksiä joko orgaanista toimintaa tehostamalla tai kasvulla esimerkiksi yrityskauppojen avulla. (Anttila 27.3.2009.)

”Lisäarvoa ei tule mistään tyhjästä, vaan ainoastaan siitä, että yrityksen tulos paranee... Jos käyttökate on tänä vuonna 5 miljoonaa, niin sen täytyy olla vähintään 8 miljoonaa, kun yhtiö myydään. Siinä se lisäarvo mitataan. Paraneeko kannattavuus vai ei? Kasvaako yritys vai ei?” (Anttila 27.3.2009.)

Koska pääomasijoittaja tulee aina yhtiön (enemmistö tai vähemmistö) omistajaksi, on osakkeiden ja yhtiön arvon nostaminen yhtä lailla pääomasijoittajan kuin muidenkin omistajien edun mukaista. (Lauriala 199–200.) Pääomasijoittajalla on kuitenkin useimmiten kiinnostusta kehittää yhtiötä muussakin kuin vain taloudellisessa mielessä (Piisku 26.3.2009).

Lisäarvon tuottaminen alkaa jo ennen pääomasijoittajan varsinaista mukaantuloa yrityksen arvonmääritysprosessin aikana, jolloin tutkitaan yrityksen resurssit ja potentiaali sekä mahdolliset epäkohdat. Selvitysten laatiminen saa myös kohdeyrityksen silloisen johdon pohtimaan yrityksen tilaa, ongelmia, kehitysmahdollisuuksia ja tulevaisuuden tavoitteita. Lisäarvon tuottaminen jatkuu sopimusneuvotteluista ja sopimuksen tekemisestä aina irtautumiseen saakka. (Lauriala 199–200.)

Pääomasijoittaja voi luoda lisäarvoa monella tavalla. Avainasemassa on kuitenkin pääomasijoittajan oma osaaminen ja yhteysverkostot. Hyvä pääomasijoittaja tuo valtavan määrän osaamista ja hyvät verkostot kohdeyrityksen käyttöön (Pylkkänen 2008, 40). Pääomasijoittajilla voi itsellään olla yrityksen alaan liittyvää tietoa ja liikkeenjohdon kokemusta, jolloin apua voi tuoda myös itse operatiiviseen toimintaan, mutta se on harvinaista. (Piisku 26.3.2009.)

”Ei ole yhtään pääomasijoittajaa (yhtiötä), jossa olisi joukko sauna-alan yrittäjiä. Meidän tapauksessa oli pikkuisen niin, koska yksi niistä henkilöistä oli aikanaan ollut meidän hallituksessa vanhan Sponsorin aikaan.” (Piisku 26.3.2009.)

Pääomasijoittaja luo lisäarvoa yritykselle hankkimalla

- paremman ja asiantuntevamman johdon
- asiantuntijoita ratkaisemaan yrityksen ongelmia
- rahoituksen esimerkiksi yritysostoihin ja laajenemiseen (Piisku 26.3.2009).

Ammattijohdon hankkiminen kohdeyritykseen ja ylipäänsä johtamisjärjestelmien kehittäminen ovat merkittäviä tekijöitä yhtiötä kehitettäessä ja eteenpäin vietäessä, koska johdolla on vastuu strategioiden toteuttamisesta (Peltola 2007, 32). Asiantuntijoiden apua voidaan antaa tai hankkia yhtiön operatiiviseen toimintaan esimerkiksi yhtiön taloudellisia järjestelmiä kehitettäessä sekä markkinointiin ja budjetointiin. Kohdeyritykselle myös hankitaan ammattilaisista koostuva hallitus. Laajat yhteysverkostot ovat tärkeitä juuri esimerkiksi hallitusta koottaessa. Hallituksen jäsenillä on useimmiten tuntemusta eri toimialoilta ja kansainvälistymisestä sekä asiantuntemusta liiketoiminnan eri osa-alueista. Pääomasijoittajan kotimaisia ja ulkomaisia yhteysverkkoja hyödynnetään myös lisärahoitusta suunniteltaessa ja haettaessa esimerkiksi yritysjärjestelyihin. (Hautala 2000, 64; Lauriala 2004, 200–201; Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a [viitattu 28.1.2009]; Piisku 26.3.2009.)

Pääomasijoittajan mukanaolo tuo uskottavuutta yrityksen toimintaan sen sidosryhmiin nähden. Yrityksen tärkeimmät sidosryhmät ovat työntekijät, rahoittajat, asiakkaat ja tavarantoimittajat. (Anttila 27.3.2009.) Pääomasijoittajalla on useimmiten vankka kokemus rahoitusosalta ja yritystoiminnasta. Siksi pääomasijoittajan

mukanaolo tekee yleensä rahoituksen saannin kohdeyritykselle helpommaksi (Hautala 2000, 64,66). Pankin suhtautuminen yritykseen muuttuu useimmiten myönteisemmäksi, kun yritykseen tulee ammattimainen omistaja (Anttila 27.3.2009). Yritystoimintaan liittyvää riskiä jakaa useampi osapuoli, ja pääomasijoittaja on arvioinut tarkkaan yritykseen liittyviä riskejä ja on silti sijoittanut varojaan siihen (Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009 [viitattu 28.1.2009]).

Sidosryhmille eniten epävarmuuden tunnetta aiheuttaa sijoituksen määräaikaisuus ja siihen liittyvä omistajanvaihdos. Asiakkaat suhtautuvat vähän ristiriitaisesti pääomasijoittajaan. Tämä johtuu epävarmuudesta liittyen tulevaan omistajaan pääomasijoittajan jälkeen. Saunatecin tapauksessa asiakkaiden suhtautumisella ei ollut suurta merkitystä, koska yrityksen tuotteet myydään suoraan jälleenmyyjien tai maahantuojaisten kautta lopullisille asiakkaille. Asiakkaita kiinnostaa vain se, että tuotteiden takuu pelaa. Jos taas yrityksellä on pitkät suhteet asiakkaisiin, pääomasijoittajan mukanaololla on enemmän merkitystä. Omistuksen määräaikaisuus herättää eniten keskustelua yrityksen henkilökunnan keskuudessa. Eniten pelätään sitä, että kilpailija ostaa yrityksen. (Anttila 27.3.2009.)

”Mutta me sanotaan aina, että älkää murehtiko. Te hoidatte asianne parhaiten sillä, että yhtiön kannattavuus on mahdollisimman hyvä, niin silloinhan te olette korvaamattomia.” (Anttila 27.3.2009.)

Saunatecissa pääomasijoittajan mukaantulo ei vaikuttanut yhtiön organisaatioon tai aiheuttanut muutoksia henkilöstöön.

”Ei kukaan menettänyt työpaikkaa, eikä tullut uusia työpaikkoja... Kyllähän seitsemän vuoden aikana joitakin muutoksia tuli, mutta ne olisivat tulleet muutenkin. Eivät ne olleet omistuksesta johtuvia muutoksia.” (Piisku 26.3.2009.)

5.2 Lisäarvo Saunatec Oy:lle

Saunatecin tapauksessa yhtiön ongelmia ja tavoitteita mietittiin development plania laadittaessa. Pääomasijoittaja hankki kohdeyritykselle hyvän hallituksen, joka oli hyvä keskustelukumppani johdolle. Toimintaa vietiin määrätietoisesti eteen-

päin ja pyrittiin kannattavuusedellytysten pysyvään parantamiseen. Yksi tärkeimmistä asioista oli apu, joka yhtiön strategiapuolelle annettiin. Pääomasijoittajan aloitteesta Saksan tytäryhtiössä luovuttiin yhdestä kannattamattomasta liiketoiminta-alueesta. Saksassa oli ylisuuri organisaatio ja muutenkin ylisuuret kustannukset, jotka rasittivat yhtiön kannattavuutta erittäin paljon. Pääomasijoittajan toimesta Saksassa tehtiin useampia yrityssaneerauksia. Kannattamatonta liiketoimintaa yritettiin myös myydä, mutta siinä ei onnistuttu. Loppujen lopuksi liiketoiminta kutistettiin niin pieneksi, että sen negatiivinen kustannusvaikutus oli mahdollisimman pieni. (Anttila 27.3.2009.)

Saunatec oli perustanut yhtiön USA:han jo vuonna 1990. Vuonna 1998 toteutetun yrityskaupan jälkeen USA:sta tuli tärkeä markkina-alue yhtiölle. Pääomasijoittajan avulla USA:n toimintoja muutettiin ja kehitettiin paljon, koska pääomasijoittaja ymmärsi Yhdysvaltoihin liittyvän markkinapotentiaalin. USA:ssa panostettiin erityisesti uusiin bisnesalueisiin. (Piisku 26.3.2009.) USA:n tytäryhtiön toimitusjohtaja lähti aktiivisesti kehittämään yrityksen jakelujärjestelmää ja kehittämään uusia tuotteita valikoimaan. Amerikassa alettiin valmistaa niin sanottuja saunahuoneita ja infrapunasaunoista tuli erittäin suuri menestys. (Anttila 27.3.2009.)

Yrityksen liikevaihto kasvoi sijoituksen aikana, mutta osa kasvu johtui ennen pääomasijoittajan mukaantuloa tehdyistä yrityskaupoista. Saunatecin toimitusjohtajan mielestä pääomasijoittajalla olisi ollut merkittävä rooli myös yrityskauppaa neuvoteltaessa ja kaupan rahoituksessa, jos sijoitusaikana olisi tullut mahdollisuus ostaa esimerkiksi kilpailija. (Piisku 26.3.2009.) Saunatecin tapauksessa keskityttiin kuitenkin ennemmin yrityksen kannattavuuden parantamiseen kuin kasvuun. Yksi tärkeä asia kannattavuuden parantamisessa oli osaamisen saaminen yrityksen rahoituspuolelle, jota kehitettiin pääomasijoittajan neuvojen ja ohjeiden avulla (Piisku 26.3.2009).

”Hän ovat rahoituspuolen ammattilaisia.” (Piisku 26.3.2009.)

Pääomasijoittaja pyrki optimoimaan kohdeyrityksen tase- ja pääomarakenteen. Vaikka yhtiö ei kasvaisikaan paljon ja kannattavuus pysyisi samana, yhtiö voi hyvän kassavirran avulla maksaa velkojaan pois ja tätä kautta luoda lisäarvoa

omistajalle. Jokainen euro, joka on veloista pois, siirtyy omistaja-arvoon. (Anttila 27.3.2009.)

”Eli, jos yhtiöllä on alussa 10 miljoonaa velkaa ja se 10 miljoonaa maksetaan omistusaikana pois, niin että yhtiö on velaton, mutta saat siitä kuitenkin saman hinnan kuin silloin, kun olet mennyt siihen yhtiöön sisälle, niin olet 10 miljoona ansainnut näille omistajille. Eli se finanssipuoli on erittäin tärkeää.” (Anttila 27.3.2009.)

Pääomasijoittajien toimia kritisoivat väittävät, että pääomasijoittajien arvon luonnista merkittävä osa perustuu rahoituksellisiin järjestelyihin ja velkavivun käyttöön. Tutkimusten mukaan yli 60 prosentissa tapauksista arvonluonti perustui yhtiön markkinoita parempaan kehitykseen ja 32 prosentissa tapauksista velkavivun käyttöön ja toimialan kehitykseen. (Peltola 2007, 33.)

5.3 Kasvoton vai kasvollinen omistaja?

Yrityksen omistajasta voidaan kielikuvallisesti puhua niin sanotusti ”kasvottomana” tai ”kasvollisena” omistajana. ”Kasvottomasta” omistajasta puhutaan useimmiten silloin, kun yritys on pörssissä ja yrityksellä on satoja tai tuhansia omistajia (Piisku 26.3.2009). ”Kasvoton” omistaja ei siis esimerkiksi ole henkilökohtaisessa kanssakäymisessä yrityksen henkilöstön kanssa tai aktiivisesti mukana yrityksen kehittämisessä. ”Kasvollinen” omistaja on taas esimerkiksi perheyhtiöllä. Omistaja on yleensä myös yrityksen toimitusjohtaja, joka tuntee työntekijöiden lapsetkin nimeltä (Anttila 27.3.2009). Pääomasijoittaja voi käyttää näitä molempia rooleja, mikä on valtava etu joissain tilanteissa.

Kohdeyhtiön henkilöstölle pääomasijoittaja on enemmän finanssiomistaja, koska pääomasijoittaja ei osallistu yhtiön operatiiviseen toimintaan (Anttila 27.3.2009). Jokaisessa kohdeyrityksessä pääomasijoittaja tulee tutuksi ainakin yhtiön johdolle, koska pääomasijoittaja on johdon kanssa tiiviissä yhteistyössä hallitustyöskentelyn välityksellä. Saunatecin toimitusjohtaja arvostaa sitä, että pääomasijoittaja on aktiivinen omistaja. On tärkeää, että pääomasijoittaja osallistuu yrityksen toimintaan ja sen kehittämiseen. Pääomasijoittajan täytyy myös osallistua päätöksente-

koon ja tulla jakamaan päätöksiin sisältyvää riskiä. Eli pääomasijoittajan on oltava aktiivisesti mukana ja kiinnostunut yhtiön asioista. Toimitusjohtajan on vaikea tehdä työtään, jollei hän tiedä, mitä omistaja haluaa. (Piisku 26.3.2009.)

”On hankalaa, jos joku ostaa yrityksen ja sanoo, että tule vuoden päästä kertomaan miten menee” (Piisku 26.3.2009).

Pääomasijoittajalla on usein tärkeä rooli tehtäessä yrityskauppoja. Sen lisäksi, että pääomasijoittaja neuvottelee rahoituksen kauppaan, pääomasijoittaja on pääasiallinen neuvottelija ja sopimuksentekijä kaupan osapuolen kanssa. (Piisku 26.3.2009.) Tällaisessa tapauksessa pääomasijoittaja on usein neutraalimpi omistaja ostajan/myyjän näkökulmasta. Tämä on tärkeä asia esimerkiksi perheyritykselle kilpailijaa ostettaessa. Perheyrityksille kilpailijan osto on yleensä hankalaa, koska yrityksissä työskentelevillä on useimmiten paljon yrityksiin liittyviä henkilökohtaisia tunteita ja mahdollisesti myös konflikteja vuosikymmenten takaa (Piisku 26.3.2009).

Yritys on aina omistajansa näköinen. Ennen pääomasijoittajan mukaantuloa kohdeyritykselle on muodostunut oma identiteetti eli yrityskuva, joka ainakin pienemmissä yhtiöissä yleensä henkilöityy yrityksen omistajaan ja vetäjään. Pääomasijoittaja voi muuttaa tätä kuvaa sekä hyvässä että pahassa. Pääomasijoittaja tuo usein uskottavuutta yrityksen toimintaan tiettyjen sidosryhmiin näkökulmasta, mutta toisaalta se voi aiheuttaa epävarmuutta sidosryhmissä.

6 POHDINTA

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tarkastella pääomasijoitusyhtiöiden harjoittamaa sijoitustoimintaa, kuvailla ja analysoida pääomasijoituksen vaikutuksia kohdeyrityksen näkökulmasta ja pohtia pääomasijoituksen tuottamaa lisäarvoa kohdeyritykselle.

Yrityksillä on erilaisia rahoitustarpeita, jotka voidaan tyydyttää sisäisillä ja ulkoisilla rahoituksenlähteillä. Yrityksen sisäiset rahoituksenlähteet ovat riittävät, jos

yritys haluaa vain säilyttää nykyisen asemansa. Jos yritys haluaa tavoitella kasvua, sen pitää investoida tai kehittää toimintatapojaan jollain tavalla. Yleensä investoinnit edellyttävät suurempaa määrää pääomaa kuin mitä yrityksen tulorahoituksella voidaan saavuttaa, jolloin yritys turvautuu ulkoisiin rahoituslähteisiin. Yritysten yleisimmin käyttämät ulkoisen rahoituksen lähteet ovat rahoituslaitoslainat ja valtion tuet, lainat ja takaukset. Yrityksen pankkilainan saantia vaikeuttaa usein vakuuksien puute. Sillä on myös korko- ja takaisinmaksuvelvollisuus. Valtion tukien ja takauksien heikkoudet ovat niiden kohdistaminen ja hajanaisuus.

Pääomasijoituksesta on tullut merkittävä ulkoisen rahoituksen lähde yrityksille. Noin puolet pk-yrityksistä on halukkaita ottamaan pääomasijoittajan mukaan toimintaansa vahvistamaan rahoituksellista pohjaansa. Pääomasijoitus on suosituinta teollisuuden alalla toimivien, nuorten, kasvuhakuisten, suurempien ja laajoilla markkinoilla toimivien yritysten keskuudessa. Pääomasijoitusta mainostetaan usein rahoituksena, jota on tarjolla kaikenkokoisille ja kaikilla toimialoilla toimiville yrityksille. Pääomasijoitusta voi hakea kaikki yritykset, mutta harvat sitä todellisuudessa kuitenkaan saavat. Monien yritysten hakemukset hylätään pääomasijoittajien sijoittaessa vain parhaisiin ja hyvin marginaaliseen osaan yrityksistä. Jossain lähteissä pääomasijoituksen sanotaan myös olevan koroton ja ettei sitä tarvitsisi maksaa takaisin, mutta nämä asiat riippuvat pääomasijoituksen muodosta ja osakassopimuksen ehdoista. Pääomasijoittajan tehdessä oman pääoman -ehtoisen sijoituksen väite voi pitää paikkansa, mutta jos pääomasijoitus tehdään välirahoituksena, sijoituksella on useimmiten korko- ja takaisinmaksuvelvollisuus.

Pääomasijoituksella on myös toinen funktio rahoituksen kentässä. Pankit eivät ole voineet 90-luvun pankkikriisin jälkeen omistaa yrityksiä suoraan, eivätkä ne välttämättä olisi halukkaitakaan siihen. Pankkien suurin pelko on, että ne jäävät tappiollisten bisnesten maksajiksi. Näin voi käydä enää oikeastaan vain yrityksen konkurssissa, jos pankki on ollut yrityksen päärahoittaja ja -velkoja. Pääomasijoitusyhtiöiden sijoitustoimintaa voidaankin kutsua korvaavaksi väyläksi pankeille tehdä välillisiä sijoituksia suomalaisiin ja kansainvälisiin yrityksiin. Suurin riski sijoitusten epäonnistumisesta jää pääomasijoitusyhtiöille.

Talouden taantuma on aiheuttanut päänvaivaa niin yrityksille kuin pääomasijoittajillekin. Yritysten rahoituksen saatavuus on heikentynyt ja lainojen marginaalit ja

vakuusvaatimukset ovat kasvaneet. Pääomasijoitustoiminta kukoistaa yleensä korkeasuhdanteessa. Tällä hetkellä uusien sijoitusten tekeminen, sijoituksista irtautuminen ja uusien varojen kerääminen rahastoihin on vaikeutunut tai se on jopa mahdotonta. Alan odotetaan kutistuvan merkittävästi. Ainakin kolmanneksen alalla toimivista yrityksistä odotetaan katoavan. Pääomasijoittajan vaikeudet voivat heijastua kohdeyrityksenkin toimintaan. Ongelmat voivat näkyä ainakin sijoituksen pitkittymisenä ja rahoituksen saatavuuden heikkenemisenä. Useimpien pääomasijoitusrahastojen realisointia tullaan varmasti lykkäämään, mutta määräaikojen umpeutuminen voi laittaa pääomasijoittajat ahtaalle ja tekemään hätiköityjä päätöksiä. Pääomasijoittajan rahoitusvaikeudet voivat pahimmillaan johtaa kohdeyrityksestä irtaantumiseen väärin perustein ja uusi omistaja voi tulla todellisenä yllätyksenä kohdeyritykselle.

Pääomasijoittajilla on erilaisia sijoitusstrategioita. Pääomasijoitusyhtiöt voivat rajoittaa sijoituskohteitaan muun muassa sijoitettavan pääoman määrän, kohdeyrityksen koon, kehitysvaiheen ja toimialan mukaan. Pääomasijoittajat sijoittavat vain kehityskelpoisimmiksi katsomiinsa kohdeyrityksiin. Kohdeyrityksessä pitää olla kasvu- ja kehitysmahdollisuuksia, jotta pääomasijoittaja voisi yritystä kehittämällä saavuttaa mahdollisimman suuren tuoton sijoitukselleen. Sijoituksen tuotto-odotukseen vaikuttavat yrityksen riskiprofiili ja sijoituksen muoto. Korkean riskin omaavilla yrityksillä on korkea tuotto-odotus ja päinvastoin. Oman pääoman -ehtoisella sijoituksella on suurempi tuotto-odotus kuin välirahoitusinstrumenteilla.

Ennen kuin pääomasijoittaja sijoittaa yritykseen, se haluaa tehdä yritystarkastuksen. Pääomasijoittajalle yritystarkastuksen tekeminen on tärkeää, koska sen avulla pääomasijoittaja viimeistään päättää, sijoittaako se varojaan yritykseen. Jos yritystarkastus on ollut puutteellinen, se voi johtaa pääomasijoittajan kannalta katastrofaaliseen lopputulokseen. Yritystarkastuksen tavoitteena on kartoittaa yritykseen liittyvät riskit ja potentiaali yrityksen kehittämiseen. Yritystarkastuksen avulla määritetään myös kohdeyrityksen hinta. Yritystarkastuksen yhteydessä ilmenee viimeistään ne kohteet, jotka kohdeyrityksessä kaipaavat kehittämistä. Yrityksen kehittämiseen tähtäävät toimenpiteet kirjataan osakassopimukseen liitettävään kehityssuunnitelmaan.

Osakassopimus tehdään pääomasijoittajan ja kohdeyhtiön johdon ja/tai omistajayrittäjän välille. Osakassopimuksen tarkoituksena on sopia yhteistyön keskeisistä ehdoista. Pääomasijoittajan osakassopimukseen sisällyttämät ehdot tähtäävät kontrollin lisäämiseen kohdeyhtiössä. Pääomasijoittaja haluaa yleensä päätäntävällän yritystä koskeviin tärkeimpiin kuten lisäpääomittamista ja yrityksen myyntiä koskeviin päätöksiin. Osakassopimuksen ehdoilla pääomasijoittaja haluaa varmistaa, että se pystyy irtautumaan sijoituksesta, koska pääomarahastot ovat määräaikaista.

Yrityksen kehityssuunnitelmasta ilmenee kohdeyritykselle asetetut tavoitteet toiminnan kehittämiseksi pääomasijoitusajaksi. Yritystä kehittämällä kohdeyritykselle pyritään luomaan lisäarvoa. Lisäarvoa luodaan kohdeyrityksen orgaanista toimintaa tehostamalla tai yritystä kasvattamalla esimerkiksi yritysostojen avulla. Pääomasijoittajalla on tärkeä rooli lisäarvon tuottamisessa. Pääomasijoittaja pystyy luomaan lisäarvoa kohdeyritykselle

- antamalla oman osaamisensa yrityksen käyttöön
- hyödyntämällä laajat yhteysverkostonsa asiantuntijoista koostuvan hallituksen kokoamiseksi yritykselle
- hankkimalla ulkopuolista apua yrityksen ongelmien ratkaisemiseksi
- palkkaamalla yritykselle ammattijohdon
- olemalla kohdeyrityksen johdolle keskustelukumppani ja strategioiden kyseenalaistaja
- järjestämällä rahoituksen esimerkiksi investointeihin ja yrityskauppoihin, ja toimimalla neutraalina neuvotteluosapuolena yrityskauppatilanteissa
- neuvomalla laajenemiseen ja kansainvälistymiseen liittyvissä asioissa
- optimoimalla yrityksen tase- ja pääomarakenteen.

Pääomasijoittaja ei välttämättä ole ammattilainen juuri sillä alalla, millä kohdeyritys toimii, mutta pääomasijoittajilla on paljon tietoa yritystoiminnasta yleisellä tasolla, ja rahoitukseen liittyvissä asioissa he ovat ammattilaisia. Pääomasijoittajan kokoama hallitus on yksi tärkeimmistä lisäarvoa tuottavista tekijöistä. Kohdeyrityksen edustajien kannattaa ehdottaa hallitukseen jäseniä. Hallituksen koonpano ratkaisee paljon, minkälaista henkistä pääomaa yrityksellä on käytös-

sää. Hallitus ja pääomasijoittaja eivät osallistu yrityksen päivittäiseen johtamiseen, mutta heiltä voi saada apua ja neuvoja siihenkin.

Omistaja-yrittäjän/johtoryhmän taustalla, kokemuksella, toimialatuntemuksella ja yrittäjähenkisyydellä on suuri merkitys pääomasijoittajalle sijoituspäätöstä tehtäessä. Jos yritystä on ennen pääomasijoittajan mukaantuloa johdettu hyvin, ja johtajilla on selkeät tulevaisuuden suunnitelmat ja näkemyksiä toiminnan kehittämiseen, he saavat jäädä yritykseen. Muussa tapauksessa kohdeyritykselle kannattaa palkata ammattijohto. Erityisen tärkeää on, että johto sitoutetaan yritystoiminnan kehittämiseen, koska johdolla on vastuu kehityssuunnitelman tavoitteiden toteuttamisesta. Johto sitoutetaan yritykseen ja tavoitteisiin omistuksen avulla. Johdolle ja muulle henkilöstölle luodaan tarvittaessa muitakin kannustinjärjestelmiä.

Miten lisäarvon tuottaminen kohdeyritykselle onnistui, selviää, kun kohdeyrityksestä irtaudutaan. Rahastojen määräaikaaisuuden takia kohdeyrityksestä pitää irtautua 3–5 vuoden kehitysjakson jälkeen. Irtautuminen voi tapahtua esimerkiksi kohdeyrityksen myynnillä teolliselle ostajalle tai toiselle pääomasijoittajalle, listamalla kohdeyhtiön osakkeet pörssiin tai osakkeiden takaisinmyynnillä. Irtautumismuotoa ei voi tietää pääomasijoituksen ja osakassopimuksen tekovaiheessa. Varsinkin private equityä käyttävät pääomasijoittajat tekevät kohdeyrityksen myyntiä koskevat päätökset. Selvää on se, ettei yritystä voi myydä, jos johto vastustaa myyntiä. Tämän takia pääomasijoittaja luo johdolle kannustinjärjestelmät, joilla se varmistaa, että johdon intressi on sama kuin pääomasijoittajan intressi, eli mahdollisimman hyvä tuotto sijoitukselle.

Tutkimuksen empiirisessä osassa oli mielenkiintoinen ja erilainen lähtökohta pääomasijoittamiseen. Pääomasijoittamista käsittelevissä julkaisuissa puhutaan usein tapauksista, joissa kohdeyrityksessä on omistaja-yrittäjä. Tällaisissa tapauksissa pääomasijoittajan mukanaan tuomat muutokset ovat varmasti hieman erityyppisiä kuin tässä tutkimuksessa. Tämän tutkimuksen mielenkiinto kohdistui lähtöasetelmaan. Saunatec oli pörssin I-listalla. Yhtiö ei etsinyt uutta omistajaa tai rahoittajaa toiminnalleen. Se olisi voinut esimerkiksi osakeantien avulla kerätä pääomaa investointeihin. Pääomasijoittaja osti kohdeyrityksen osakkeet pörssistä, eli privatisoi yhtiön. Privatisoinnit ovat yleisiä varsinkin maailmalla pääomasijoittamisen

muotona. Pääomasijoittajien toimenkuvaan kuuluukin, että ne seuraavat pörssiyhtiöiden kehitystä ja tekevät ”vallankaappauksia”, jos hyvä sijoituskohde löytyy.

Saunatecin privatisointiin oli monia syitä. Privatisointi osui aikaan, jolloin taloudessa oli pieni laskuvaihe ja pörssikurssit olivat verrattain alhaalla. Pääomasijoittaja kiinnostui Saunatecista, koska yhtiön hinta oli pörssissä alhainen yhtiöiden arvoon nähden. Pääomasijoittaja siis uskoi, että se saisi Saunatecin osakkeista myöhemmin paremman hinnan kuin minkä se niistä maksaisi. Saunatec oli matalan riskiprofiilin ja matalan tuoton sijoitus. Saunatecista teki riskittömän se, että yhtiöllä oli riskitön teknologia, rauhalliset markkinat, hyvä kassavirta ja yhtiö oli johtavassa markkina-asemassa. Tämän lisäksi Saunatecilla oli ammattijohto, joka oli pääomasijoittajalle erityisen tärkeä kriteeri sijoituspäätöstä tehdessä.

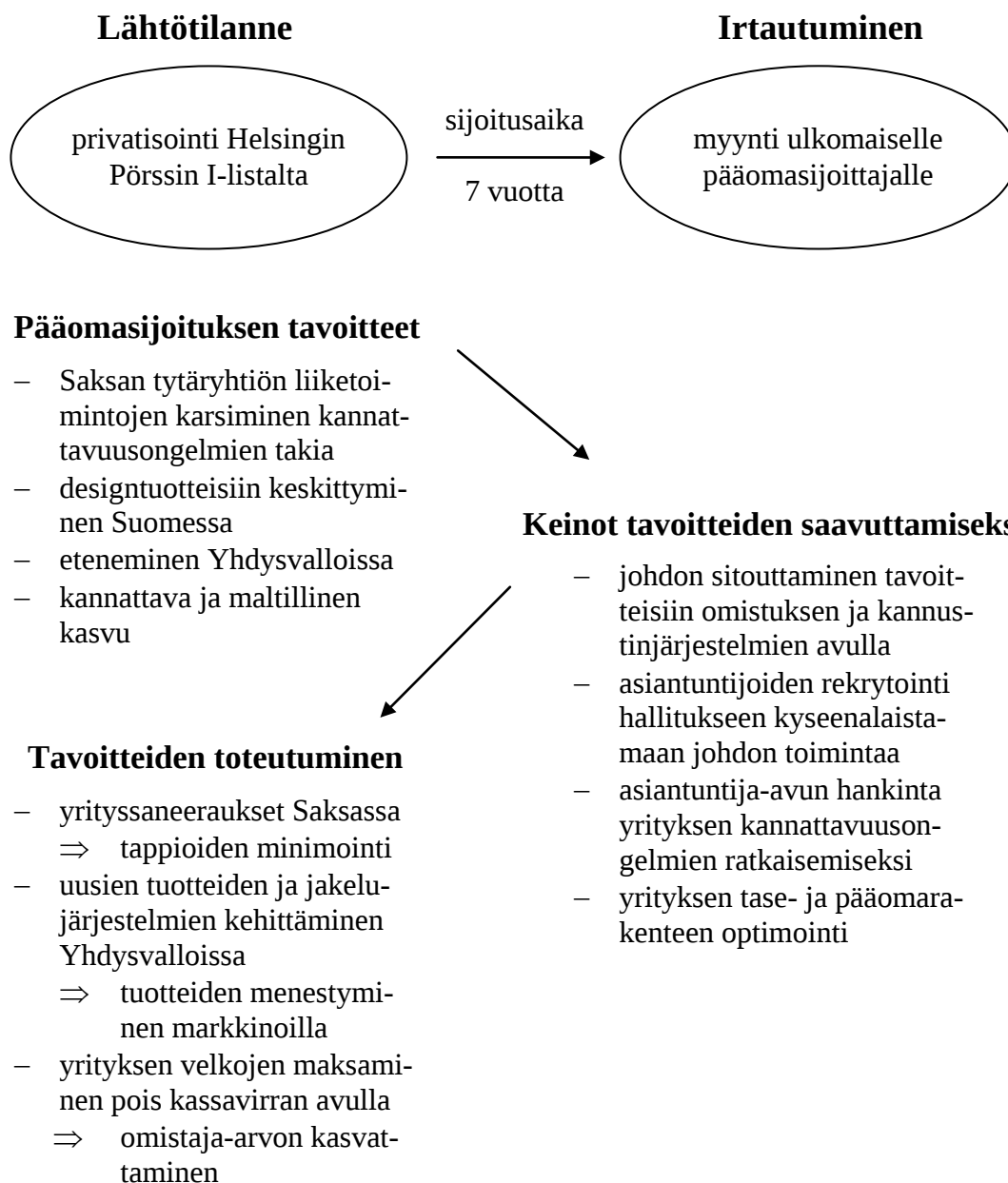
Saunatecille privatisointi oli positiivinen muutos. Yksi syy oli se, että yhtiö oli liian pieni pörssiin. Yrityksen liikevaihtotaso oli kaukana siitä, mitä pörssiyhtiöllä pitäisi olla ja analyytikot eivät olleet enää kiinnostuneita seuraamaan pieniä yhtiöitä. Pörssistä poistumisen seuraus oli myös, että yhtiön ei tarvinnut enää noudattaa tiedonantovelvollisuutta. Kohdeyrityksen ei tarvinnut enää elää neljännesvuosittaisessa tiedotus- ja tulostenjulkistamisrytmissä, vaan yritys pystyi keskittymään paremmin pidemmän tähtäimen tavoitteisiin ja kannattavuuden parantamiseen. Pääomasijoitus voi siis olla hyvä vaihtoehto pörssiyhtiöille, jotka ovat kyllästyneet tiukkaan säätelyyn ja rytmiin. Pääomasijoittajan ostaessa yrityksen, myös omistajien määrä yhtiössä vähenee, ja yritys voi keskittyä olennaiseen asiaan, eli yhtiön kehittämiseen. Pörssiyhtiöissä voidaan joskus myös fokusoida liikaa omistajien haluun pumpata varat ulos yhtiöstä, jolloin yhtiön tuotekehitys tai investoinnit unohtuvat.

Pääomasijoittaja osti kaikki yhtiön osakkeet pörssistä, eli teki ns. private equity sijoituksen, jolloin se otti yhtiöstä omistaja- ja rahoitusvastuun. Saunatecin toimivalle johdolle tarjottiin 10 prosentin omistusosuus yhtiöstä. Johdon ja pääomasijoittajan välille tehtiin osakassopimus. Johdon, jolla siis oli myös omistusta yrityksessä, piti antaa pääomasijoittajalle valtakirja edustaa itseään yhtiökokouksissa. Valtakirja kavensi huomattavasti johdon oikeuksia omistajana. Pääomasijoittaja sai tehdä kaikki yhtiötä koskevat tärkeät päätökset.

Saunatecin kehityssuunnitelmassa pyrittiin tukemaan kannattavan kasvun edellytyksiä, kartoittamaan toimialan järjestelytarpeet ja optimoimaan yrityksen tase- ja pääomarakenne (ks. kuvio 6). Johdolla oli vastuu yrityksen operatiivisesta toiminnasta ja siitä, että kehityssuunnitelmassa asetetut tavoitteet toteutuivat. Saunatecin tapauksessa yrityksellä oli pääomasijoittajalle mieluinen ammattijohto. Pääomasijoittajan toimesta yritykselle luotiin omistus ja kannustinjärjestelmät, rekrytoitiin osaava hallitus, annettiin pääomasijoittajan asiantuntijayhteistyöverkko kohdeyrityksen käyttöön ja valmisteltiin ja toteutettiin exit eli irtautuminen. Sponsorin aikana yrityksen toimintaa virtaviivaistettiin ja yrityksen rahoitusrakennetta parannettiin ja kannattamattomista liiketoiminta-alueista luovuttiin (ks. kuvio 8).

Hallitus toimi ennen kaikkea johdon strategioiden kyseenalaistajana, mikä oli Saunatecin toimitusjohtajan mielestä hyvä asia. Toimitusjohtajan mielestä tärkeää oli kuitenkin myös se, ettei pääomasijoittaja puuttunut liikaa yrityksen päivittäiseen johtamiseen, vaikka tässä tapauksessa pääomasijoittajalla olikin jonkin verran kokemusta sauna-alasta. Toimitusjohtaja arvosti myös sitä, että pääomasijoittaja osoitti olevansa kiinnostunut yrityksen asioista, eli pääomasijoittaja antoi tavoitteita ja seurasi niiden toteutumista. Erityisen tärkeänä asiana toimitusjohtaja piti pääomasijoittajan rahoitusosaamista ja sitä, että pääomasijoittaja seurasi yrityksen kannattavuutta aktiivisesti.

Saunatecin kehityssuunnitelman läpivienti vei 7 vuotta (ks. kuvio 8) Sponsor Capitalin yleisen tavoitteen eli 3–5 vuoden sijasta (ks. kuvio 6). Sijoitusaikaa venytti tyytymättömyys yrityksen kannattavuustasoon. Yrityksellä meni huonosti erityisesti Saksan tytäryhtiössä, jonka tappiollinen liiketoiminta heikensi koko konsernin kannattavuutta. Lähdekirjallisuudessa puhutaan joskus siitä, että pääomasijoittaja voi tulla sokeaksi sijoituksenkohteena olevan yrityksen ongelmille ja irtautuminen voi sen takia osoittautua hankalaksi. Tässä tapauksessa on voinut käydä niin, mutta Saunatecista irtauduttiin luultavasti ainakin sen takia, että rahaston määräaika oli umpeutumassa.



Kuvio 8. Saunatec Oy:n pääomasijoitusprosessi, tavoitteet ja niiden toteutuminen sijoitusaikana sekä keinot tavoitteiden saavuttamiseksi.

Sijoituksesta irtauduttiin myymällä yritys toiselle pääomasijoittajalle huutokaupalla. Pääomasijoittajan mukaan rahasto sai hyvän tuoton sijoitukselle Saunatecista. Voitaisiin kuitenkin olettaa, ettei pääomasijoittaja ollut ihan tyytyväinen pitkittyneeseen sijoitusaikaan. Toisaalta, jos sijoituksesta olisi irtauduttu aiemmin, siitä ei olisi välttämättä saatu niinkään hyvää tuottoa, mitä nyt saatiin. Saunatec oli taloudellisesti hyvä sijoitus sekä johdolle että pääomasijoittajalle ja osapuolet olivat tyytyväisiä sijoitussuhteeseen muullakin tavoin.

Tutkimuksessa päädyttiin seuraaviin tuloksiin:

- Pääomasijoittamisesta on tullut yhä merkittävämpi rahoituksen lähde yrityksille. Pääomasijoittaminen on osittain korvaamassa erityisesti pankkien roolin yritysten suurempien investointien rahoittajana.
- Pääomasijoituksen edut muihin rahoituksen lähteisiin verrattuna eivät niinkään välttämättä liity yrityksen rahoittamiseen, vaan pääomasijoittajan kohdeyritykselle luomaan lisäarvoon, jota luodaan yritystä kehittämällä pääomasijoittajan osaamisen ja kontaktien avulla.
- Talouden tilanteella on suuri merkitys pääomasijoitustoimintaan. Pääomasijoittajien vaikeudet voivat heijastua kohdeyrityksien toimintaan.
- Pääomasijoitukset tehdään hyvät kasvutavoitteet omaaviin ja kehityskelpoisimpiin yrityksiin, joista on mahdollisuus saada korkea tuotto.
- Pääomasijoittaja kartoittaa kohdeyrityksen johdon kanssa yrityksen ongelmat, joiden ratkaisuun tähtäävät toimet kirjataan yrityksen kehitys- tai liiketoimintasuunnitelmaan.
- Johdon osaamisella on tärkeä merkitys niin itse yritykselle kuin pääomasijoittajallekin, koska johto vastaa kehityssuunnitelmaan kirjattujen tavoitteiden toteuttamisesta.
- Pääomasijoittajan tavoitteet ovat yhtäläillä yrityksen johdon tavoitteena, kun johdolle luodaan omistuksen ja kannustinjärjestelmien avulla henkilökohtainen intressi yrityksen menestymiseen.
- Osakassopimuksen ehtojen perimmäinen tarkoitus on, että pääomasijoittaja pystyy irtautumaan sijoituksesta rahastojen määräaikaisuuden takia.
- Pääomasijoittajan on oltava aktiivinen omistaja, koska pääomasijoittajan panostuksen määrä kohdeyhtiön kehitykseen on usein suoraan verrannollinen kohdeyrityksen menestykseen.
- Lisäarvoa luodaan kohdeyrityksen orgaanista toimintaa tehostamalla tai yritystä kasvattamalla esimerkiksi yritysostojen avulla. Orgaanisen kasvun tukeminen on yleensä mielekkäämpää, koska yritysostoihin liittyy yleensä valtavat riskit.
- Kohdeyritykselle luotua lisäarvoa mitataan sillä, onko yrityksen tulos kasvanut ja/tai kannattavuus parantunut.

- Pienemmissä perheyhtiöissä pääomasijoittajan mukaantulo voi johtaa
 - raportointimäärän ja -vaatimusten kasvuun
 - ammattijohdon palkkaamiseen
 - omistaja-yrittäjän toimenkuvan muutoksiin
 - päätäntävällän menettämiseen.
- Pääomasijoittajan mukanaolo tuo uskottavuutta yrityksen toimintaan sen sidosryhmien näkökulmasta. Toisaalta sijoituksen määräaikaisuus ja epävarmuus yrityksen tulevasta omistajasta aiheuttavat epävarmuutta sidosryhmissä.
- Pääomasijoittaja vaikuttaa kohdeyrityksen yrityskuvaan, koska yritys on usein omistajansa näköinen.
- Privatisointi johtaa yleensä positiivisiin muutoksiin kohdeyhtiössä. Yritys pystyy keskittymään paremmin yrityksen kehittämiseen, kun omistajamäärä vähenee ja tiedonantovelvollisuudesta johtuva hektisyys päättyy.

Pääomasijoitus on tullut merkittäväksi rahoituksenlähteeksi erityisesti yrityksille, joilla on potentiaalia kasvaa, mutta joita pankit eivät välttämättä uskalla suoraan rahoittaa niihin liittyvän korkean riskin takia. Pääomasijoittamisella on myös merkittävä rooli yhteiskunnallisessa mittakaavassa, koska rahoitus mahdollistaa yritysten kasvun ja kehityksen, jotka jossain vaiheessa edelleen luovat työpaikkoja ja lisäävät vientiä. Pääomasijoitus voi luoda lisäarvoa yritykselle monella tavalla. Kun mietitään pääomasijoituksen tuottamaa lisäarvoa yritykselle, pitäisi palauttaa mieleen pääomasijoitusta edeltänyt tilanne, pääomasijoittajan kanssa määritetyt tavoitteet ja arvioida, minkälaisia muutoksia saatiin aikaan ja olivatko muutokset positiivisia vai negatiivisia. Yrityksille olisi tärkeää, että muutokset tukisivat yrityksen pitkän tähtäimen tavoitteita. Pääomasijoituksen lopullisia vaikutuksia kohdeyritykseen ja sen menestymiseen voidaan arvioida vasta vuosia sijoituksesta irtautumisen jälkeen. Ja on hyvä muistaa, että myöhemmin on myös helpompaa olla jälkiviisas tehtyjen ratkaisujen suhteen.

Pääomasijoittaminen herättää kuitenkin myös monia kysymyksiä. Eniten pääomasijoittamisessa mietityttää se, että kohdeyrityksen kehittämiseen ja arvonnostamiseen varattu aika on melko lyhyt. Kohdeyrityksessä täytyy ryhtyä melko radikaaleihin toimiin, että 3–5 vuoden aikana yritys voisi täyttää pääomasijoittajan kor-

keat tuottotavoitteet. Nopeimmin kasvua voi saavuttaa yrityskaupoin, mutta niihin taas usein liittyy suuria riskejä. Onko pääomasijoittaminen vain raakaa bisnestä, jossa kaikki toimet yhtiön kehittämisessä tähtäävät loppujen lopuksi yrityksen tuloslaskelman ja taseen lukujen parantamiseen? Mitä sitten kun yrityksestä irtaautetaan? Kuka on uusi omistaja? Onko kohdeyritys astunut loputtomaan oravanpyörään, jossa omistajat vaihtuvat viiden vuoden välein? Jääkö esimerkiksi omistaja-yrittäjille lopulta muuta vaihtoehtoa kuin ostaa yritys takaisin itselleen tai jättää se oman onnensa nojaan?

Tämän tutkimuksen tutkimustulokset eivät ole tilastollisesti yleistettäviä, koska empiirinen aineisto käsittää suppean joukon yrityksiä. Myöskään teoreettista aineistoa ei ole analysoitu tilastollisin menetelmin. Tilastollisen yleistettävyyden sijaan tutkimus tuo esiin empiirisen ja teoreettisen aineiston vuoropuhelun kautta mielenkiintoisia näkökulmia pääomasijoittamiseen ja sitä kautta tuottaa lisäarvoa pääomasijoittamisen tutkimukseen. Tämän tutkimuksen empiria tuki teoriaa ja päinvastoin. Aiheesta voisi tehdä monia jatkotutkimuksia. Yksi mielenkiintoinen aihe olisi tutkia sidosryhmien suhtautumista yritykseen, jossa on pääomasijoittaja. Myös pääomasijoitusyhtiöiden toimintaa tutkimalla saisi monta mielenkiintoista tutkimusta. Myös tilinpäätösanalyysien tekeminen sellaisiin yhtiöihin, joissa on ollut pääomasijoitus, olisi mielenkiintoista.

LÄHTEET

- Anttila, Olli 2009. Sponsor Capital Oy. Haastattelu 27.3.2009.
- Benjamin, Gerald & Margulis, Joel 2005. *Angel capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Donovan, John 2007. *Is Private Equity the Wave of the Future?* Portable Design; Aug 2007; ProQuest Science Journals, 6.
- Hautala, Heikki 2000. *Mitä kaikkea pääomasijoittaminen pitää sisällään?* Tilisatomat 5/2000, 64–66, 68–69.
- Helo Group Oy 2008. *Lehdistötiedote*. 21.8.2008.
http://www.saunatec.fi/data/pdf/fi_lehdistotiedote_210808.pdf.
- Hämäläinen, Karo 2001. *Pääomasijoittaminen on finanssisektorin kasvuala*. Arvopaperi 5/2001, 41-43.
- Isotalus, Päivi 2009a. *Kasvuyritykset kaipaavat vaihtoehtoisia rahoitusmuotoja*. Kauppalehti 22.1.2009, 8-9.
- Isotalus, Päivi 2009b. *Pääomasijoittajien ranteita pakottaa*. Kauppalehti 2.2.2009, 4–5.
- Isotalus, Päivi 2008. *Terveystalon ostaja ei usko julkisen terveydenhuollon alasajoon*. Kauppalehti 20.22.2008, 7.
- Lauriala, Jari 2004. *Pääomasijoittaminen*. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Leppiniemi, Jarmo 2009. *Yritysrahoitus*. WSOYpro Oy. [viitattu 11.11.2009].
- Mauno, Auli 2008. *CapManin salkkuyhtiö kaatui Ruotsissa*. Kauppalehti 17.10.2008, 7.
- Nurminen, Tapio 2008. *Pääomasijoitusyhtiöille heruu huonosti luottoa*. Kauppalehti 17.10.2008, 7.
- Peltola, Juha 2007. *Miksi pääomasijoittaminen kasvaa?* Chydenius 3/2007, 29-33.
- Pesola, Ritva 2009. *Terveystalon ostaja ei usko julkisen terveydenhuollon alasajoon*. Kauppalehti 22.1.2009, 8.
- Piisku, Pentti 2009. Saunatec Oy. Haastattelu 26.3.2009.
- Pylkkänen, Jorma 2008. *Miten valitsen pääomasijoittajan?* Fakta 2/2008, 40–41.

- Rahoitustarkastus 2009. *Onko yhtiösi listautumassa?* [viitattu 4.3.2009]. Saatavissa
http://www.rata.bof.fi/Fin/Listayhtiolle/Onko_yhtiosi_listautumassa/etusivu.htm.
- Sponsor Capital Oy 2009. [viitattu 10.3.2009]. Saatavissa <http://www.sponsor.fi>.
- Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2003. *Osakassopimusmalli*. Helsinki: Suomen pääomasijoitusyhdistys ry, Asianajotoimisto Borenius & Kemppinen Oy.
- Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009a. *Pääomasijoittaminen*. [viitattu 28.1.2009]. Saatavissa <http://www.fvca.fi> > pääomasijoittaminen.
- Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009b. *Tilastoja*. [viitattu 24.2.2009]. Saatavissa <http://www.fvca.fi> > tilastoja.
- Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry 2009c. *Jäsenet*. [viitattu 26.10.2009]. Saatavissa <http://www.fvca.fi> > jäsenet.
- Suomen Yrittäjät Ry & Finnvera Oyj 2009. *Pk-yritysbarometri kevät 2009-raportti*. [viitattu 11.11.2009]. Saatavissa
http://www.yrittajat.fi/File/aegef320-aeff-4837-a91f-41fc40640d4c/Pk_yritysbarometri_kevat2009.pdf.
- The Economist 2009. *The outlook for private equity. Sticking-plasters of the universe*. [viitattu 10.11.2009] Saatavissa
http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story_id=14753850.
- Willebrand, Martin von 2004. *Sopimus- ja yhtiöoikeuden risteyksessä: Pääomasijoittajan sijoitus osakeyhtiöön*. Defensor Legis 3/2004, 382–390.

Yrityksen tausta

- haastateltavan tausta
- paljonko yritys saa sijoitusehdotuksia kuukaudessa/vuodessa
- sijoituskriteerit
- velkavivun käyttö

Tuottovaatimus

- tuoton mittaaminen
- tuotto-odotukseen vaikuttavat tekijät
- ansaintalogiikka
- osingonjako kohdeyrityksestä
- tuotto ko. sijoituksesta

Pääomasijoituksen tekeminen

- miksi kiinnostuitte ko. kohdeyrityksestä
 - o kohdeyrityksen teknologia
 - o kohdeyhtiön johto
- mitä tavoitteita kohdeyritykselle asetettiin
- pääomasijoituksen muoto, määrä ja kesto
 - o kuinka paljon rahastolla oli elinikää jäljellä
 - o kuinka monta vuotta kohdeyrityksen arvoa kohotettiin
- yrityksen omistusrakenne ennen ja jälkeen sijoituksen

Osakassopimus

- osakassopimukseen sisällytetyt ehdot
- kohdeyritykselle asetetut tavoitteet
 - o kasvun suhteen
 - o oliko johdolla ja pääomasijoittajalla samat tavoitteet
 - o lyhyen tähtäimen vs. pitkän tähtäimen tavoitteet
- yritystarkastus

Yhteistyöaika

- hallitustyöskentely
 - o kokoonpano
 - o tavat
- millä muilla tavoin tehtiin yhteistyötä
 - o kuinka aktiivisesti pyritte osallistumaan muuhun toimintaan ja päätöksentekoon
 - o miten henkilökemiat vaikuttavat
- kohdeyhtiön toimintatapojen muutokset
 - o raportointikäytäntöjen ja – määrän muutos
 - o henkilöstömuutokset
 - o toimintojen ja käytäntöjen muutokset
 - o muut käytännön toiminnassa tapahtuneet muutokset

Irtautuminen

- irtautumiselle asetetut tavoitteet
 - o ajankohta ja irtautumismuoto
- kohdeyrityksen vaikutusmahdollisuudet uuden omistajan valintaan
- mitä muita irtautumisvaihtoehtoja harkittiin

Uusi omistaja/ulkomainen pääomasijoittaja

- kotimaisen ja ulkomaisen pääomasijoittajan erot
 - o rahoituksen saatavuudessa
 - o rahoitusinstrumenttien käytössä
 - o osaamisessa, yhteysverkostoissa

Finanssikriisi

- finanssikriisin vaikutukset pääomasijoitustoimintaan

Pääomasijoittajan lisäarvo yritykselle

- mitä osa-alueita pääomasijoittaja pystyi kehittämään

Yrityksen tausta

- haastateltavan tausta
- minkälainen yritys oli ennen pääomasijoittajan mukaantuloa
- yrityksen rahoitus- ja kehitystarpeet

Pääomasijoitustoiminta

- kenelle pääomasijoitus sopii
- kuva pääomasijoitustoiminnasta ennen ja jälkeen sijoituksen

Pääomasijoituksen tekeminen

- pääomasijoituksen muoto, määrä ja kesto
- yrityksen omistusrakenne ennen ja jälkeen sijoituksen
- jatkorahoitusmahdollisuudet

Osakassopimus

- osakassopimuksen ehdot
- ehtojen vaikutukset yritykseen
- yritystarkastus
- osingonjakopolitiikka
- johdon motivointi ja sitouttaminen
- minkälaiset tavoitteet yritykselle asetettiin
 - o kasvun suhteen
 - o oliko johdolla ja pääomasijoittajalla samat tavoitteet
 - o lyhyen tähtäimen vs. pitkän tähtäimen tavoitteet

Yhteistyöaika

- toimintatapojen muutokset
 - o raportointikäytäntöjen ja -määrän muutos
 - o henkilöstömuutokset
 - o muut toiminnassa tapahtuneet muutokset
- hallitustyöskentely
 - o hallituksen kokoonpano

- o vaikutusmahdollisuus henkilövalintoihin
- o hallituksen jäsenten osaaminen
- o hallituksen toimintatapa
- muut yhteistyön muodot pääomasijoittajan kanssa
- pääomasijoittajan aktiivisuus
- henkilökemioiden vaikutus sijoitussuhteeseen
- toiminnan kehittyminen sijoitusaikana, tavoitteiden saavuttaminen

Irtautuminen

- irtautumiselle asetetut tavoitteet
 - o ajankohta ja irtautumismuoto
- yrityksen vaikutusmahdollisuudet uuden omistajan valintaan
- mitä muita irtautumisvaihtoehtoja harkittiin

Uusi omistaja/ulkomainen pääomasijoittaja

- omistusrakenne
- kotimaisen ja ulkomaisen pääomasijoittajan erot
 - o rahoituksen saatavuudessa
 - o rahoitusinstrumenttien käytössä
 - o osaamisessa, yhteysverkostoissa

Finanssikriisi

- finanssikriisillä vaikutukset rahoituksen saatavuuteen

Pääomasijoittajan lisäarvo yritykselle

- muutokset yrityksen toiminnassa
- rahoitusjärjestelyt
- johtamisjärjestelmien kehittäminen
- liiketoiminnan ongelmien ratkaiseminen
- yritysjärjestelyiden hoito
- sidosryhmien suhtautumisessa tapahtuneet muutokset
- pääomasijoittajassa arvostettava osaaminen ja ominaisuudet