

Pääomasijoitusprosessi vakiintuneessa kasvuyrityk- sessä

Jaakko Turtiainen



Tekijä(t) Jaakko Turtiainen	
Koulutusohjelma Liiketalous	
Raportin/Opinnäytetyön nimi Pääomasijoitusprosessi vakiintuneessa kasvuyrityksessä	Sivu- ja liitesivumäärä 47 + 2
<p>Pääomasijoitus on yksi rahoituskeino kasvuhakuisille yrityksille. Pääomasijoittajat sijoittavat rahastonsa varoja listaamattomiin yrityksiin, joilla on potentiaalia kasvaa suuremmiksi. Sijoitus toteutetaan pääsääntöisesti oman pääoman ehtoisena tai välirahoituksena, joka on sekoitus oman pääoman ja vieraan pääoman rahoitusmuotoja.</p> <p>Pääomasijoittaminen on kasvava toimiala Suomessa. Viime vuosina suomalaiset pääomasijoittajat ovat sijoittaneet ennätysellisen paljon rahaa potentiaaliin kohdeyrityksiin. Kansantalouden näkökulmasta pääomasijoittaminen on merkittävää. Sijoitusten kautta syntyy uusia työpaikkoja ja vienti ulkomaille lisääntyy.</p> <p>Opinnäytetyön ensimmäisessä teoriaosuudessa käsitellään yleisesti pääomasijoitustoimintaa ja siihen liittyviä sidosryhmiä. Toisessa osuudessa keskitytään pääomasijoituksiin johtaviin prosesseihin vakiintuneissa kasvuyrityksissä. Vakiintuneisiin kasvuyrityksiin tehdään Suomessa eniten buyout-sijoituksia, joka on suosituin enemmistö-sijoituksen muoto. Toiseksi eniten kasvuyritykset saavat niin sanottuja growth-sijoituksia, joka tarkoittaa vähemmistö-sijoitusta.</p> <p>Opinnäytetyön empiirisessä osassa tutkitaan enemmistö- ja vähemmistö-sijoitusten eroja. Tutkimusta on rajattu siten, että kohdeyrityksistä otetaan huomioon ainoastaan vakiintuneet kasvuyritykset. Tutkimus suoritettiin koostamalla väittämiä teoriaosuuden pohjalta. Väittämiä testattiin kahdella pääomasijoitustoiminnan ammattilaisella.</p> <p>Tutkimuksen tuloksena selvisi, että pääomasijoitusprosessit ovat monimuotoisia ja ainutlaatuisia. Enemmistö- ja vähemmistö-sijoituksen tekotapa on useimmiten erilainen. Enemmistö-sijoituksessa pääomasijoittaja ostaa yrityskaupan yhteydessä koko kohdeyrityksen osakekannan hallinnoimalleen holding-yhtiölle. Vähemmistö-sijoitus tehdään useimmiten suoraan yritykseen suunnatun osakeannin kautta. Tämä ero syntyy kuitenkin vain silloin kun enemmistö-sijoituksena on buyout-sijoitus. Tutkimuksen tuloksista oli muutoin huomattavissa, että prosessien väliset erot eivät johdu pelkästään hankittavan omistussuuden määrästä. Prosessien eroihin vaikuttavat omistussuuden määrän lisäksi esimerkiksi kohdeyrityksen toimiala ja koko.</p>	
Asiasanat Pääomasijoittaminen, pääomasijoitusprosessi, vakiintunut kasvuyritys	

Sisällys

1	Johdanto.....	1
1.1	Opinnäytetyön rakenne	1
1.2	Tutkimusongelma, rajaukset ja tutkimusmenetelmä	2
1.3	Pääomasijoittamisen keskeiset käsitteet.....	2
2	Yleistä pääomasijoittamisesta	4
2.1	Pääomasijoittamisen historia.....	6
2.2	Kohdeyritykset.....	7
2.2.1	Startup-yritykset	7
2.2.2	Kasvuyritykset.....	10
3	Pääomasijoittajat	14
3.1	Pääomasijoitusyhtiöt	14
3.1.1	Sijoitusyhtiöiden varainkeruu	15
3.1.2	Sijoitusyhtiöiden strategiat	16
3.2	Bisnesenkelit	17
3.3	Corporate venturing.....	17
4	Pääomasijoitusprosessi kasvuyrityksissä.....	19
4.1	Prosessin käynnistyminen.....	20
4.2	Liiketoimintasuunnitelma	21
4.3	Kohdeyrityksen arvonmääritys	23
4.4	Rahoitusrakenne	28
4.5	Neuvotteluiden edistyminen ja alustava tarjous	30
4.6	Due diligence.....	31
4.7	Osakassopimus.....	33
4.8	Prosessin päättäminen.....	35
5	Tutkimuksen tulokset	36
6	Pohdinta	39
6.1	Johtopäätökset.....	39
6.2	Tutkimuksen luotettavuus ja hyödynnettävyys.....	40
6.3	Oman oppimisen arviointi.....	41
	Lähteet	43
	Liitteet.....	48

1 Johdanto

Tämän opinnäytetyön aiheena on pääomasijoittaminen Suomessa. Työssä keskitytään yleisesti pääomasijoitustoimintaan ja pääomasijoituksiin johtaviin prosesseihin. Pääomasijoitus on riskisijoittamista, jossa pääomasijoittajat sijoittavat rahastojensa varoja listaamattomiin yrityksiin, joilla on potentiaalia kasvaa suuriksi ja menestyviksi yrityksiksi. Pääomasijoittajilla on merkittävä rooli kansantaloudessa. Heidän tehtävänä on nostaa kasvupotentiaalisia nuoria sekä vahvoja pk-yrityksiä menestyviksi kansainvälisiksi suuryrityksiksi, joka synnyttää työpaikkoja ja vientiä. (Pääomasijoittajat ry 2019a.)

Yrityksille pääomasijoittajat tarjoavat vaihtoehtoisen rahoitusmuodon kasvun tukemiseksi. Yrityksillä ei välttämättä ole tarpeeksi vakuuksia pankkilainan saamiseksi, jolloin heidän tulee pohtia muita rahoituksen keinoja. Yrityksellä saattaa olla halu kasvaa nopeasti, ja tuotteella voisikin olla mahdollisuudet pärjätä hyvin kansainvälisillä markkinoilla, mutta kasvun rahoittaminen pelkällä yrityksen kassavirralla on usein liian hidasta. Tällöin pääomasijoittaja voi olla paras ratkaisu kasvun vauhdittamiseksi. Pääomasijoittajat ovat usein aktiivisia sijoittajia, jotka tuovat yritykseen muutakin kuin rahaa. Heidän tehtävänä on rakentaa kasvua sijoittamaansa yritykseen. Sijoittajien tietotaidon ansiosta yrityksillä on paremmat mahdollisuudet kasvaa voimakkaasti. Pääomasijoittajat hakevat sijoitukselleen korkeaa tuottoa, joten riskitkin ovat suuret. (Pääomasijoittajat ry 2019h.)

Opinnäytetyön tavoitteena on ymmärtää yleisesti pääomasijoitustoimintaa ja sijoituksiin liittyviä prosesseja. Työssä keskitytään ensisijaisesti vakiintuneisiin kasvuyrityksiin tehtäviin sijoituksiin, vaikkakin startup-sijoittaminenkin käydään läpi. Aihe on mielenkiintoinen, kasvava ja ajankohtainen. Ala on verrattain nuori Suomessa. Pääomasijoittaminen on viime vuosina kasvanut Suomessa huomattavasti. Vuonna 2018 rahaa sijoitettiin ennätysmäärä, noin 1,5 miljardia euroa, suomalaisiin yrityksiin (Pääomasijoittajat ry 2019j).

1.1 Opinnäytetyön rakenne

Opinnäytetyön teoreettinen osa eli viitekehys koostuu kolmesta pääluvusta. Kaksi ensimmäistä lukua käsittelevät pääomasijoitustoimintaa yleisellä tasolla, sekä avaavat lukijalle pääomasijoitustoimintaan osallistuvat tahot. Kolmannessa pääluvussa kerrotaan pääomasijoitusprosessista, johon työn empiirinenkin osa pohjautuu. Teoriaosuudessa pyritään johdonmukaisesti selittämään pääomasijoitustoiminnan pääpiirteet, jotta työn empiirinen osuus olisi helpommin ymmärrettävissä. Neljännessä pääluvussa tutkimustuloksia verrataan kolmannen pääluvun teoriaan, jonka jälkeen on pohdintaosio, jossa käydään läpi opinnäytetyöprosessia ja sen onnistumista tekijän omasta näkökulmasta.

1.2 Tutkimusongelma, rajaukset ja tutkimusmenetelmä

Opinnäytetyön tutkimusongelma on: ”Miten pääomasijoitusprosessi vakiintuneeseen kasvuyritykseen eroaa silloin, kun kyseessä on enemmistö- tai vähemmistösijoitus?”

Opinnäytetyön tutkimusongelman alaongelmia ovat: 1. Mikä on vakiintuneeseen kasvuyritykseen kohdistuvassa pääomasijoitusprosessissa erityisen tärkeää silloin, kun kyseessä on enemmistö- tai vähemmistösijoitus? 2. Löytyykö prosessista jokin vaihe, joka esiintyy ainoastaan enemmistö- tai vähemmistösijoituksia tehtäessä?

Tarkoituksena on selvittää prosessien mahdollisia yleisiä eroja, vaikkakin jokainen pääomasijoitusprosessi on pieniltä yksityiskohdiltaan erilainen. Tutkimus on rajattu suomalaisiin vakiintuneisiin kasvuyrityksiin ja niihin sijoitaviin suomalaisiin pääomasijoitusyhtiöihin. Prosessi alkaa ensimmäisestä yhteydenotosta ja päättyy sijoituksen tekohetkeen, joten sijoitusaika ja irtaantuminen on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle.

Tutkimus on laadittu kvalitatiivisella eli laadullisella tutkimusotteella. Tutkimukseen sisältyy erilaisista lähteistä koottu teoriaosuus, jossa on selvitetty prosessin kulkua ja mahdollisia eroja sijoitusta tehtäessä. Teorian pohjalta on koostettu väittämiä, jotka kuvaavat prosessien eroja ja yhtäläisyyksiä. Väittämät on esitetty alan ammattilaisille, jotka työelämässään hoitavat pääomasijoitusprosessien eri vaiheita. Tarkoituksena on selvittää, onko teoriasta löytyneet eroavaisuudet tosielämässä paikkaansa pitäviä.

1.3 Pääomasijoittamisen keskeiset käsitteet

Pääomasijoittamista kutsutaan myös riskisijoittamiseksi, joka tarkoittaa ammattimaista yksityisellä pääomalla sijoittamista julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin. Pääomasijoitustoiminnalle on muutamia erilaisia nimityksiä, jotka tulevat englanninkielestä, kuten private equity, venture capital ja buyout. Termejä käytetään paljon myös Suomessa, koska niille ei ole syntynyt vakiintuneita suomennoksia. Private equity toimii ns. yläkäsitteenä kaikelle pääomasijoitustoiminnalle. Tämän alla toimii kaksi käsitettä venture capital (VC) ja buyout. Venture capital-termi tarkoittaa pääomasijoittamista alkuvaiheen pieniin yrityksiin, joita kutsutaan startup-yrityksiksi. Buyout sijoittamista tehdään vakiintuneisiin kasvuyrityksiin, joilla liiketoimintaa on jo huomattava määrä. (Lauriala 2004, 19-20; Sijoitustieto 2017.) Vaikkakin Suomessa pääomasijoittamisesta puhuttaessa käytetään termiä venture capital ja private equity samassa yhteydessä, tässä työssä venture capital tarkoittaa ainoastaan yllä mainittua sijoittamista alkuvaiheen startup-yrityksiin ja buyout-sijoittamisella tarkoitetaan sijoituksia vakiintuneisiin kasvuyrityksiin.

Kasvuyrityksen käsite on Suomessa hyvin laaja. Välillä siihen viitataan puhuttaessa startup-yrityksestä, joka on lähtenyt kasvamaan kovaa vauhtia ja, jolla on potentiaalia kasvaa suureksi yritykseksi. Tässä työssä kasvuyritykseen viitattaessa tarkoitetaan vakiintunutta kasvuyritystä, jolla pääomasijoittajat ry:n mukaan voi olla liikevaihtoa muutamasta miljoonasta satoihin miljooniin euroihin. Startup-yritykseen viitattaessa, tarkoitetaan nuorta innovatiivista yritystä, jonka tavoitteena on nopea kasvu kansainvälisillä markkinoilla skaalautuvalla liiketoiminnalla. (Pääomasijoittajat ry 2019c.) Yritykset joihin pääomasijoittajat tekevät sijoituksia kutsutaan kohdeyrityksiksi (Pääomasijoittajat ry 2019a).

Työssä viitataan usein myös pääomasijoitusyhtiöihin, joissa toimii sijoittajia. Tällä tarkoitetaan pääomasijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä, jotka holding yhtiöiden kautta hallinnoivat pääomasijoitusrahastoja. Rahaa pääomasijoittajat ovat keränneet rahastoihinsa institutionaalisilta sijoittajilta, joita ovat esimerkiksi vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot. Rahastojen kautta pääomasijoittajat sijoittavat rahaston varoja kohdeyrityksiin. (PWC 2006, 6, 13-14.)

2 Yleistä pääomasijoittamisesta

Pääomasijoittaminen on Suomessa kokoaan vaikuttavampi ala lisääntyvien työpaikkojen ja uusien innovaatioiden kehittyessä. Suomalaiset pääomasijoittajat ovat ammattitaitoisia ja kokeneita liike-elämän tekijöitä, joilla on paljon annettavaa suomalaisille yrityksille. (Pääomasijoittajat ry 2019a.)

Pääomasijoittamisella tarkoitetaan oman pääoman ehtoista sijoitusta, joka tehdään julkisesti noteeraamattomiin pieniin ja keskisuuriin yrityksiin. Pääomasijoituksen tarkoitus on vauhdittaa kohdeyrityksensä kasvua. Pääomasijoituksen mukana yritys saa usein rahan lisäksi itse sijoittajan tai sijoitusyhtiöön kuuluvan henkilön mukaan yrityksen toimintaan, joka auttaa kohdeyritystä kasvamaan ja kehittymään. Sijoittaja saa kaupan yhteydessä vastineeksi kohdeyrityksen osakkeita, joita merkitään yleensä korottamalla osakepääomaa suunnatulla osakeannilla. Sijoituksen tekovaiheessa laaditaan myös irtaantumissuunnitelma. Irtautumisella tarkoitetaan sijoittajan omistamien osakkeiden myyntiä uusille omistajille esimerkiksi yrityskaupan tai pörssiin listautumisen kautta. (Kontkanen 2012, luku 12.)

Pääomasijoittajan on tarkoitus tehdä itselleen ja kohdeyritykselleen tuottoa sijoituksen myötä. Tuotto perustuu yrityksen arvon kasvattamiseen. Sijoituksen yhteydessä määritellään sijoituksen kesto, joka vaihtelee 4-7 vuoden välillä. (Kontkanen 2012, luku 12.) Arvon kasvattamiseksi sijoittaja tarjoaa omaa osaamistaan yrityksen käyttöön. Osaaminen voi liittyä esimerkiksi yritysrakenteen muutoksiin, markkinointiin, johtamiseen tai tuotekehitykseen (Taloustieto Oy). Pääomasijoittajat pyrkivät myös usein kohdeyrityksiensä hallitukseen, joka osaomistuksen myötä onkin hyvin mahdollista. Myös osaavia työntekijöitä ja johtoa pyritään pitämään yrityksessä kiinni sopivilla kannustimilla, jotta yrityksen kasvu jatkuisi myös tulevaisuudessa. Lisäksi suuri pääomasijoittajan tuoma hyöty on sen olemassa olevat kontaktit muuhun yritysmaailmaan. (Paasi 11.6.2014.)

Pääomasijoittaja jakaa samat riskit kuin kohdeyrityksen alkuperäiset omistajat. Mikäli kohdeyritys ei menestykään ennalta toivotulla tavalla, on pääomasijoittaja huonommassa asemassa saada rahansa kuin esimerkiksi vieraan pääoman ehtoisesti hankitut varat. Pahimmassa tapauksessa yrityksen mennessä konkurssiin voi pääomasijoittaja menettää kokonaisuudessaan yritykseen sijoittamansa varat. (Taloustieto Oy.)

Pääomasijoittajat voidaan jakaa karkeasti kahteen ryhmään. On niin sanottuja venture capital-sijoittajia (VC), jotka sijoittajat aikaisessa vaiheessa oleviin yrityksiin. Toinen ryhmä

on niin sanotut buyout-sijoittajat, jotka sijoittavat liiketoiminnaltaan jo kehittyneisiin yrityksiin.

Taulukko 1. Sijoitusvaiheet (Pääomasijoittajat ry 2019g).

VENTURE Pääasiassa alkuvaiheen yrityksiin kohdistuvat pääomasijoitukset	Siemenvaihe (Seed)	Siemenvaihe
	Käynnistysvaihe (Start-up)	Käynnistysvaihe, Muu aikainen vaihe
	Myöhempi venture (Later stage venture)	Myöhempi venture, Siirtymävaihe
BUYOUT Yläkäsite erilaisille johdon yritysostojen rakenteille	Kasvuvaihe (Growth)	Kasvuvaihe
	Tervehdyttäminen (Rescue/Turnaround)	Tervehdyttäminen
	Jälkirahoitus (Replacement capital)	Jälkirahoitus, Pankkilainan uudelleenrahoitus
	Yritysostot (Buyouts)	Toimivan johdon yritysosto (MBO), Ulkopuolisen johdon yritysosto (MBI), Julkisesta yksityiseksi, Muu listattujen osakkeiden osto, Muu leveroitu yritysosto

Yllä olevassa taulukossa nämä kaksi pääryhmää voidaan jakaa vielä tarkemmin eri tilanteissa oleville kohdeyrityksille. Suomessa tehdään rahamäärällisesti eniten VC-sijoituksia käynnistämisyksivaiheessa oleviin yrityksiin. Toiseksi eniten tehdään myöhempiä venture sijoituksia ja kolmanneksi siemenvaiheen sijoituksia. Kappalemäärillä mitattuna käynnistämisyksivaiheessa tehdään eniten sijoituksia, toisena tulevat siemenvaiheen ja kolmantena myöhempi venture. Siemenvaiheeseen tehdään siis kappalemääräisesti enemmän sijoituksia kuin myöhempään ventureen, mutta myöhempi venture saa enemmän rahaa kuin siemenvaihe. Tämä johtuu yrityksen arvonnäytelmästä, jossa siemenvaiheen yritykset arvostetaan pienemmiksi kuin myöhemmät venturet. (Pääomasijoittajat ry 2019g.)

Buyout-sijoituksia tehdään rahamäärällä mitattuna ylivoimaisesti eniten yritysostojen yhteydessä. Toisena tulevat kasvuvaiheen yritykset. Tervehdyttämistä harjoitetaan Suomessa jonkin verran. Jälkirahoitusta ei juuri ollenkaan. Kappalemääräisesti sijoituksia tehdään eniten kasvuvaiheen yrityksiin, toiseksi eniten yritysostojen yhteydessä. Euromääräisesti yritysostoihin menee enemmän rahaa kuin kasvuvaiheen yrityksiin, joka johtuu siitä, että kasvuvaiheessa yritystä ei osteta kokonaan sijoittajalle, vaan kohdeyritysten omistajat

luopuvat vain osittain yrityksensä osakekannasta, kun taas yritystoston yhteydessä kohdeyrityksen omistajat myyvät koko yrityksen pääomasijoittajalle. (Pääomasijoittajat ry 2019f.)

2.1 Pääomasijoittamisen historia

Pääomasijoittamisen historian maailmalla voidaan katsoa alkaneen jo 600 vuotta sitten. Silloin Espanjan kuningatar sijoitti varoja Kristoffer Kolumbuksen tutkimusmatkaan Amerikkaan saadakseen sieltä varoja, vaikka riski matkan suhteen olikin suuri. (Lauriala 2004, 21.)

Nykyaikaisempi pääomasijoitustoiminta Yhdysvalloissa kehittyi 1800-luvun lopulla ja 1900-luvun alkupuolella. Rikkaat suvut alkoivat tuolloin etsiä mahdollisuuksia sijoittaa varojaan potentiaalisesti kasvaviin yrityksiin. Kuitenkin tuohon aikaan sijoitustoiminta oli verrattain pientä eikä niin ammattimaista. Organisoitumpi pääomasijoitustoiminta alkoi 1930- ja 1940-luvun taitteessa, kun rikkaiden sukujen edustajat palkkasivat alan ammattilaisia etsimään potentiaalisesti kasvavia nuoria yrityksiä. (Compers 1994, 5.) Lample (1989, teoksessa Compers 1994, 5) kertoo, että ensimmäinen ammattimainen pääomasijoitusyhtiö perustettiin 1946. MIT:n presidentti Karl Compton, Massachusettsin sijoitusrahaston puheenjohtaja Merril Griswold, Bostonin keskuspankin presidentti Ralph Flanders ja Harvard business schoolin professori Georges Doriot perustivat American Research and Development (ARD) nimisen yrityksen, jonka tarkoituksena oli rahoittaa teknologiayrityksiä, jotka perustettiin toisen maailmansodan aikana. (Compers 1994, 5.) Tämän jälkeen kasvu jatkui maltillisena 1980-luvulle asti, jolloin pääomasijoituksia alkoi tulla enemmän. Siihen aikaan pääomasijoittajat alkoivat aggressiivisemmin sijoittaa varojaan. Sijoittajia tuli myös enemmän mukaan pääomasijoitustoimintaan. Tämä kiihdytti erityisesti teknologiakuplan syntymistä, joka sitten puhkesi vuonna 2000. (Powers 2012.)

Euroopan historia pääomasijoitustoiminnassa on huomattavasti lyhyempi kuin Yhdysvalloissa. Läntisen Euroopan ammattimaisen pääomasijoitustoiminnan voidaan katsoa alkaneen 1980-luvun alussa (Dudocage & Rivaud-Danset, 1). Suomen historia yksityisellä puolella pääomasijoitustoiminnassa on myös verrattain lyhyt. Esimerkiksi pääomasijoittajat ry perustettiin vasta vuonna 1990. (Pääomasijoittajat ry 2019d.) Suomen pankin ja suurten liikepankkien perustama pääomasijoitusyhtiö Sponsor Oy oli Suomen ensimmäinen pääomasijoitusyhtiö. Sponsor Oy perustettiin 1967. Yhtiön tarkoituksena oli sijoittaa pieniä summia aikaisessa kasvuvaiheessa oleviin yrityksiin. Kun rahoitusmarkkinat vapautuivat 1980-luvulla, syntyi myös yksityisiä pääomasijoitusyhtiöitä. Ne olivat kuitenkin verrattain pieniä ja monet niistä lopettivat toimintansa 1990-luvun laman aikana. (Rekola

2008, 10-11.) Pikespo Invest Oy on vanhin Suomessa edelleen toimiva pääomasijoitusyhtiö. Yhtiö on perustettu vuonna 1984. (Pikespo Invest Oy.) Pääomasijoitustoiminta on Suomessa kasvanut erityisesti 1990-laman jälkeen. Tällä hetkellä pääomasijoittajat ry:n varsinaisina jäseninä on 78 yritystä. Varsinaisten jäsenten joukossa ovat sekä suomalaiset pääomasijoittajat että pääomasijoitusrahastoihin sijoittavat yritykset. (Pääomasijoittajat ry 2019e.)

2.2 Kohdeyritykset

Yrityksiä, joihin pääomasijoituksia tehdään, kutsutaan kohdeyrityksiksi. Pääomasijoittajat jakavat kohdeyritykset karkeasti kahteen ryhmään. Ensimmäisen ryhmän muodostavat startup-yritykset. Toisen ryhmän muodostavat vakaan kassavirran kasvuyritykset, joilla on jo liikevaihtoa muutamasta miljoonasta jopa satoihin miljooniin euroihin. Yhteistä näille molemmille yrityksille on hyvät tulevaisuuden kasvumahdollisuudet kotimaassa tai jopa kansainvälisillä markkinoilla. (Pääomasijoittajat ry 2019a.)

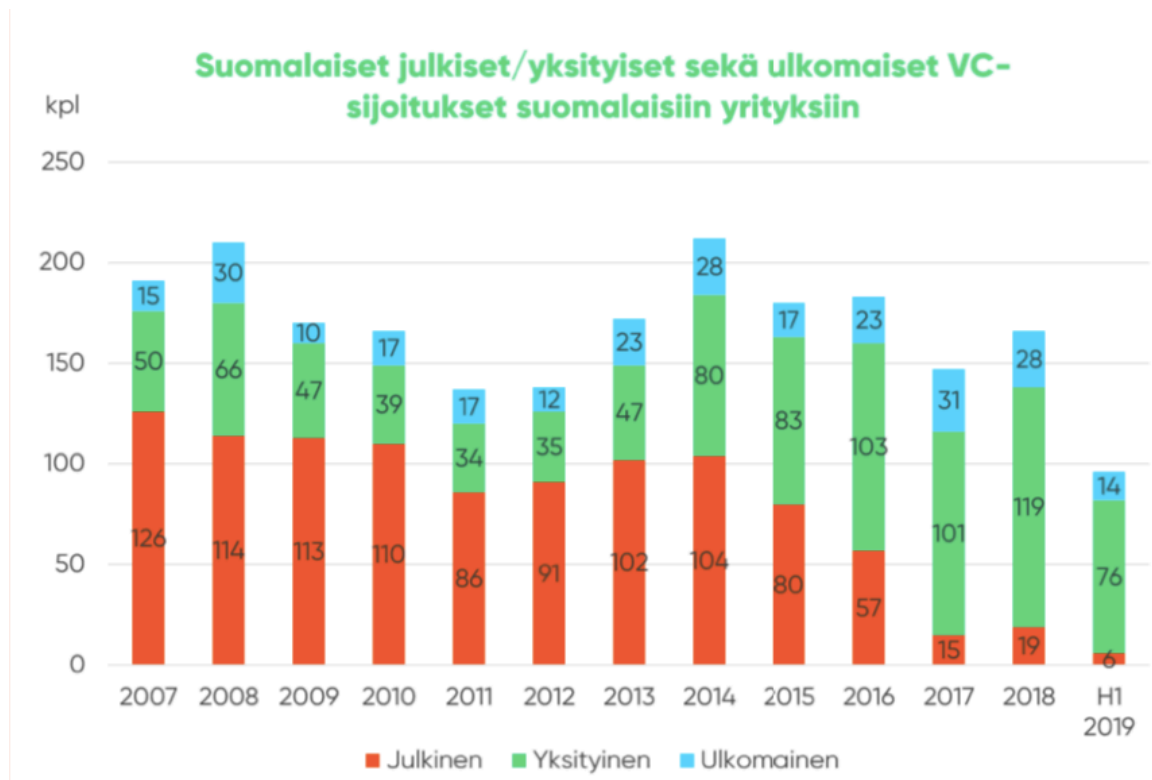
2.2.1 Startup-yritykset

Startup-yritys-käsitteelle ei ole yleisesti hyväksyttyä tarkkaa määritelmää (Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminta 2016,18). Yleisesti termiä kuitenkin käytetään pienistä ja uusista yrityksistä, joilla on potentiaalia kasvaa kansainvälisillä markkinoilla skaalautuvalla liiketoimintamallilla. Startup-vaiheen enimmäiskestona voidaan pitää yrityksen kolme ensimmäistä vuotta. Tänä aikana yritys pyrkii löytämään omalle tuotteelleen sopivan markkinaan, kehittämään tuotettaan ja hankkimaan rahoitusta. (Lukkari 2018; Nykopp2014.)

Startup-yritykset ovat usein siemenvaiheessa tappiollisia, koska ne rakentavat vielä tuotettaan ja pyrkivät löytämään sopivaa markkinarakoa. Pääomasijoittajan saaminen tässä vaiheessa onkin oiva keino vauhdittaa kehitystä pääoman ja uuden osaamisen voimin. Pääomasijoittaja tulee startup-yrityksissä vahvasti mukaan liiketoimintaan tavoitteenaan kasvattaa yrityksestä menestyvä ja voitollinen. Startup-yrityksillä, jotka haluavat pääomasijoittajan mukaan yritykseen, on oltava potentiaalia kasvaa kansainvälisille markkinoille. Idean tai tuotteen on siis oltava hyvin innovatiivinen, jotta oikea markkinarako löytyisi. Lisäksi yrittäjän on pystyttävä sitoutumaan omaan yritykseensä vähintään 5-7 vuodeksi, jotta kasvu olisi mahdollista. Pääomasijoittajat usein vaativat, että yrittäjä ei ole muualla samaan aikaan töissä, jotta sijoituksen onnistumisen todennäköisyys kasvaisi. (Pääomasijoittajat ry 2019b, 6.)

Alla olevasta kuviosta 1 voidaan todeta, että julkisen sektorin suorat pääomasijoitukset startup-yrityksiin ovat vähentyneet huomattavasti viimeisen kymmenen vuoden aikana.

Yksityisen sektorin rooli on kasvanut huomattavasti. Se onkin tehnyt kaikista VC-sijoituksesta vuonna 2018 jopa 72% kappalemäärillä mitattuna. Kuviosta 1 voidaan myös todeta, että sijoitettavien VC-sijoitusten kokonaismäärä ei ole kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana. Päinvastoin sijoituksia tehdään vähemmän kappalemääräisesti. Huomion arvoista kuviossa 1 on se, että se kertoo, kuinka monta sijoitusta on tehty. Se ei kerro sijoituksen saaneiden yritysten lukumäärää.

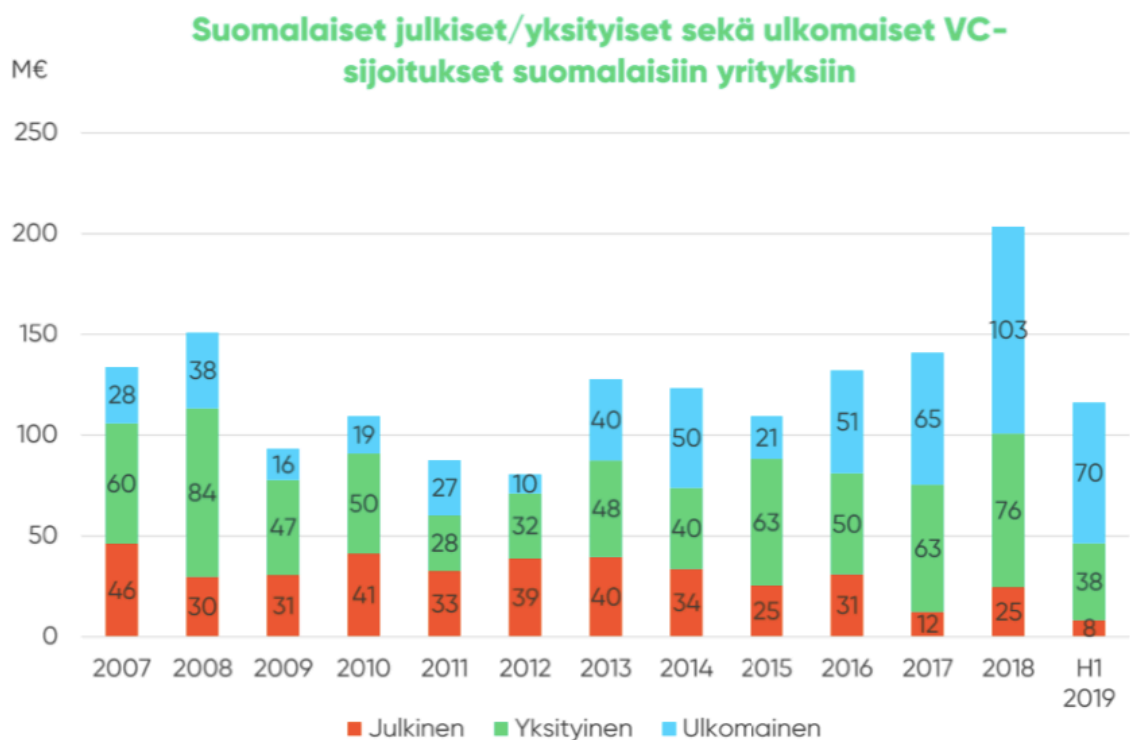


Kuvio 1. Suomalaiset julkiset/yksityiset sekä ulkomaalaiset VC-sijoitukset (Kpl) suomalaisiin yrityksiin (pääomasijoittajat ry 2019g).

Suomessa perustetaan vuosittain noin 4000-5000 pientä yritystä. Näistä yrityksistä suurin osa on ainoastaan yrittäjän itsensä työllistäviä yrityksiä, joilla ei ole aikomustakaan pyrkiä kansainvälisille markkinoille tai kasvattaa liiketoiminnastaan kovinkaan suurta. Sellaisia yrityksiä, joilla on mahdollisuus ja tahtotila kasvattaa huomattavasti myyntiä ilman, että kulut kasvavat oli vuonna 2016 perustetuista yrityksistä ainoastaan 79 kappaletta. Nämä edellä mainitut yritykset ovat siemenvaiheen pääomasijoittajien tähtäimissä. Ne syntyvät usein yrityshautomoissa tai yrityskiihdyttämöissä. Potentiaalisimmat startup-yritykset olivat vuonna 2016 softa-alalla. Niissä oli monissa tapauksissa enemmän perustajajäseniä kuin muissa yrityksissä. (Kotiranta, Pajarinen, Rouvinen & Sadeoja 2018, 33.)

Kasvuhakuisiksi startup-yrittäjiksi päätyvät usein ihmiset, joilla on korkea osaamistaso ja aiempaa kokemusta johtamisesta ja yrittämisestä. Lisäksi heitä usein yhdistää valmius ottaa suuriakin riskejä hyvien tuottojen toivossa. Yrittäjyydessä kasvuhakuisia yrittäjiä yhdisti halu vaurastua vielä enemmän kuin aiemmassa palkkatyössä, vaikkakin he olivat jo lähtökohtaisesti olleet hyvätuloisia. Kasvuhakuisten startup-yritysten yrittäjien ikää katsoamalla havaittiin, että nuoret yrittäjät olivat todennäköisemmin kasvuhakuisia kuin vanhemmat. Vuonna 2005 perustetuista kasvuhakuisista yrityksistä oli toiminnassa vuonna 2013 noin puolet. Keskimäärin ne työllistivät 9,8 henkilöä. Tämä tarkoittaa myös sitä, että niissä saattoi olla jo perustamisvaiheessa enemmän kuin yksi työntekijä. Kasvavien henkilöstömäärien taustalla vaikuttaa yrittäjien aikaisempi kokemus yrittämisestä ja johtamisesta, jolloin he uskaltavat ottaa muita enemmän riskejä ja investoida yrityksiin jo perustamisvaiheessa. (Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminta 2016, 26-27.)

Suomalaisiin kasvuhakuisiin startup-yrityksiin sijoitettiin vuonna 2018 ennätysmäärä VC-sijoituksia, ja vuoden 2019 ensimmäinen puolisko on myös ollut hyvä sijoitusten suhteen (Pääomasijoittajat ry 2019g).



Kuvio 2. Suomalaiset julkiset/yksityiset sekä ulkomaiset VC-sijoitukset (M€) suomalaisiin yrityksiin (Pääomasijoittajat ry 2019g).

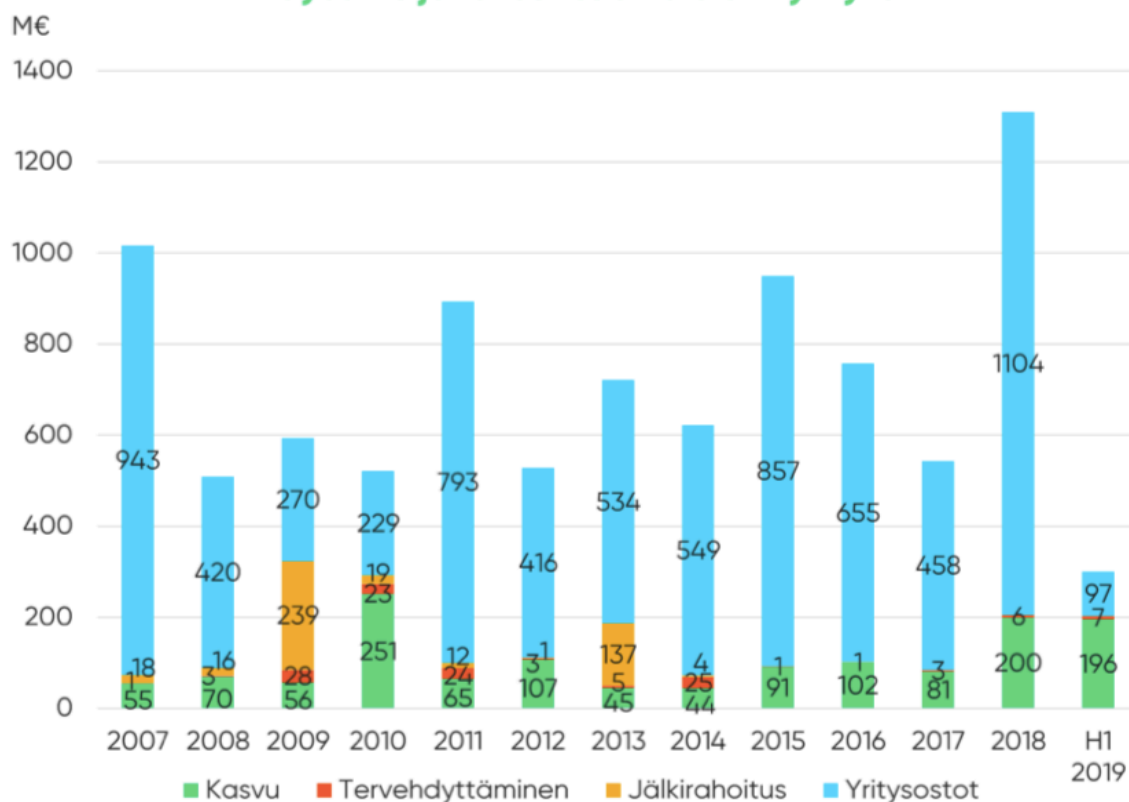
Yllä olevasta kuviosta 2 voidaan todeta, että erityisesti ulkomaisten pääomasijoittajien osuus on ollut kovassa kasvussa. Suomalainen kasvuhakuinen startup-toiminta kiinnostaa

ulkomaisia VC-yrittäjiä, joka johtuu suomalaisten startup-yritysten laadun kehittymisestä ulkomaisia sijoituksia houkuttelevalle tasolle. Toinen kiinnostava piirre ulkomaisissa VC-sijoituksissa on niiden alhainen kappalemäärä suhteutettuna käytettyihin euroihin. Kuviossa 1 todetaan, että ulkomaiset sijoittajat tekivät vuonna 2018 ainoastaan 28 sijoitusta ja käyttivät 103 miljoonaa euroa. Tämä tarkoittaa sitä, että keskimääräinen sijoitus oli 3,68 miljoonaa euroa, joka on suuri sijoitus VC-sijoittamisessa. Viimeisen kymmenen vuoden aikana (2008-2018) ulkomaisen rahan määrä on kasvanut 65 miljoonaa euroa. Yksi merkittävä huomio kuviossa 2 on julkisen pääomasijoitustoiminnan roolin pienentyminen kokonaiskuvassa. Vaikkakin julkinen puoli ei rahamäärällisesti olekaan pienentynyt hirveästi, suhteutettuna kokonaisuutensa eron huomaa selvästi. Vuonna 2018 julkisen rahan määrä oli 12% kaikista sijoituksista, kun taas kymmenen vuotta aiemmin samainen luku oli 20% kaikista sijoituksista. Yksityinen sektori on myös toipunut vuoden 2008 talouskriisistä, joka pudotti yksityisen rahan liikkumista pääomasijoitusmarkkinoilla.

2.2.2 Kasvuyritykset

Suomessa kasvuyritys-termiä käytetään hyvin laajasta joukosta eri tilanteissa olevista yrityksistä. Tässä raportissa kasvuyrityksellä tarkoitetaan OECD:n ja EU:n mukaan yritystä, jolla on vähintään kymmenen työntekijää ja jonka henkilöstö kasvaa seuraavana kolmena vuonna ainakin 20 prosenttia. Toinen tapa, jolla kasvuyrityksen voi määrittää, on sen liikevaihdon kasvu samanlaisella kaavalla kuin henkilöstön kasvu. Toisinaan kasvuyritysten tunnistamista vaikeuttaa se, että yritykset kasvavat esimerkiksi konsernin sisäisen järjestyksen avulla. Näin ollen kasvua tapahtuu teknisesti, mutta yritys ei ole välttämättä itsessään kasvava ilman konsernin apua. (Kiljunen & Rikama 2011.)

Buyout-sijoitukset suomalaisiin yrityksiin

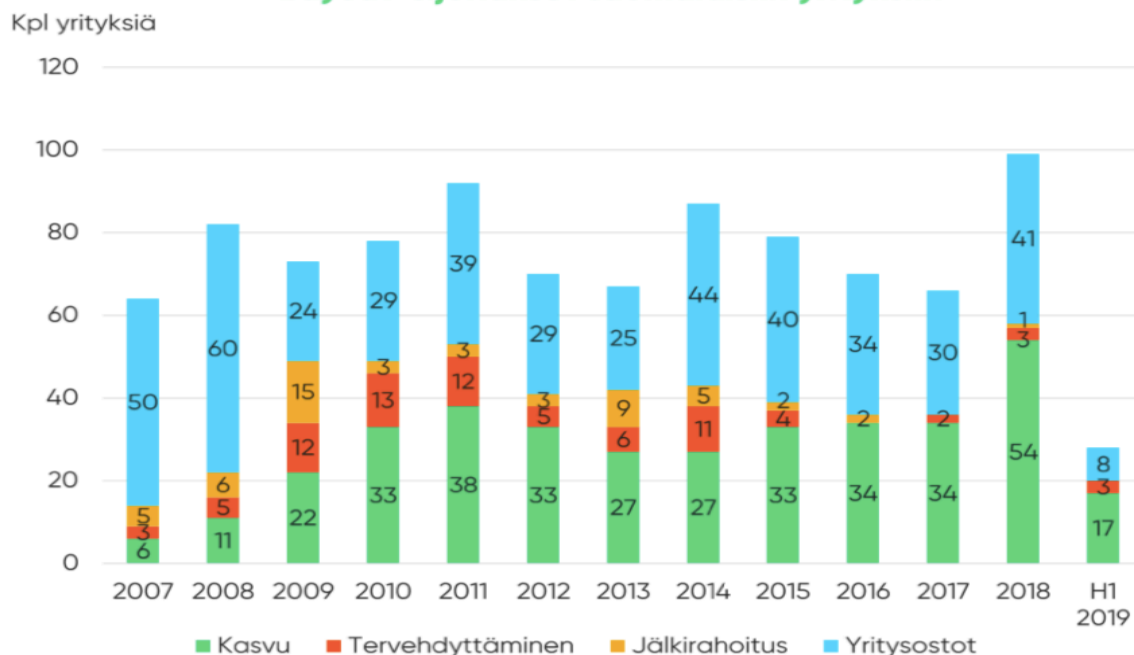


Kuvio 3. Buyout-sijoitukset (M€) suomalaisiin yrityksiin (Pääomasijoittajat ry 2019f).

Kuten ylläolevasta kuvioista 3 voidaan todeta, suomalaisiin yrityksiin tehtiin rahamäärällisesti historiallisen paljon buyout-sijoituksia vuonna 2018. Näistä sijoituksista yritysostoja oli eniten. Niitä tehtiin yli miljardilla eurolla. Sijoituksia tekivät suomalaiset ja ulkomaalaiset pääomasijoittajat. Ulkomaisilta pääomasijoittajilta tuli suomalaisille yrityksille melkein kaksi kertaa enemmän rahaa (871M€) kuin kotimaisilta sijoittajilta (438M€). (Pääomasijoittajat ry 2019f.)

Yritysostot ovat yleistermi kohdeyrityksen päätäntävällän hankkimiseksi. Yksi yritysoston muoto on toimivan johdon yritysosto, josta käytetään myös englannin kielistä termiä management buy out (MBO). Tämä tarkoittaa rahoitusta, jossa yrityksen toimiva johto ja mahdolliset sijoittajat hankkivat kohdeyrityksen liiketoiminnan tai koko yrityksen omistukseensa. Toinen tapa tehdä yritysosto on ulkopuolisen ryhmän yritysosto, josta käytetään myös englannin kielistä termiä management buy in (MBI). Tässä tilanteessa ulkopuolinen ryhmä hankkii kohdeyrityksen omistukseensa, ja ryhtyy sen toimivaksi johdoksi. Kolmas tapa tehdä yritysosto on leveraged Buyout (LBO). Tässä muodossa kohdeyritys hankitaan suurelta osin lainarahalla, jonka vakuutena käytetään kohdeyrityksen varallisuutta. (PWC 2006, 45.)

Buyout-sijoitukset suomalaisiin yrityksiin



Kuvio 4. Buyout-sijoitukset (kpl) suomalaisiin yrityksiin (Pääomasijoittajat ry 2019f).

Vaikka rahamäärällisesti ulkomaiset sijoittajat olivat vuonna 2018 tehneet melkein kaksi kertaa enemmän sijoituksia, niin kappalemäärissä tilanne oli aivan toinen. Suomalaiset pääomasijoittajat olivat tehneet 82 yritykselle pääomasijoituksen, kun taas ulkomaisten sijoittajien osuus jäi ainoastaan 15 kappaleeseen. Kappalemäärissä buyout-sijoituksia tehtiin eniten kasvuvaiheessa olleisiin yrityksiin. Yhteensä 54 kasvuvaiheen yritystä sai pääomasijoituksen vuonna 2018. (Pääomasijoittajat ry 2019f.)

Suomessa kasvuyrityksillä, joihin tehdään pääomasijoituksia, on yleisesti oltava vähintään kahden miljoonan euron liikevaihto. Tämä tarkoittaa sitä, että kasvuyrityksillä on jo vakiintunutta liiketoimintaa, mutta sijoituksen saamiseksi vaaditaan useimmiten mahdollisuus kasvaa myös jatkossa. Liikevaihdolla ei sinällään ole mitään ylärajaa, vaan se voi olla jopa satoja miljoonia euroja. (Pääomasijoittajat ry 2019c.) Kasvuyritykset ovat usein pk-yrityksiä, joka tarkoittaa, että yrityksellä on vähemmän kuin 250 työntekijää, liikevaihto on enintään 50 miljoonaa euroa ja taseen loppusumma on enintään 43 miljoonaa euroa (Tilastokeskus 2019).

Kasvuyrityksen tavoitteena on jatkaa yrityksen liikevaihdon kasvattamista lisäämättä kuluja, jolloin yritys tulee kannattavammaksi. Kasvu voi tähdätä esimerkiksi ulkomaan markkinoille tai pörssiyritykseksi. Tähän tarvitaan kuitenkin useasti apua esimerkiksi pääomasijoittajilta. Sijoittajan mukaan tulo tuo kasvuyritykselle rahallisen panostuksen lisäksi valtavasti tietotaitoa siitä, kuinka yritystä kasvatetaan. (Pääomasijoittajat ry 2019b, 8.) Monilla kasvuyritysten johtajilla ei välttämättä ole osaamista suuren yrityksen pyörittämiseen. He ovat

saattaneet pärjätä pienenä yrityksenä hyvin, mutta kun kasvua tapahtuu, tulee mukaan uusia ongelmia, joita pitää pystyä ratkomaan. Tällaisissa asioissa esimerkiksi pääomajoittajasta voi olla paljon hyötyä. (AFN 2014.)

3 Pääomasijoittajat

Suomessa pääomasijoitustoimintaa tekevät pääomasijoitusyhtiöt ja bisnesenkelit. Osa pääomasijoitusyhtiöistä on julkisia valtion omistavia yhtiöitä. Loput ovat yksityisellä rahoituksella perustettuja yhtiöitä. Bisnesenkelit ovat hyvin varakkaita yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat omia varojaan lähinnä aikaisen vaiheen startup-yrityksiin. Näiden kahden joukon lisäksi Suomessa myös suurilla teollisuus- ja palvelualan yrityksillä voi olla omaa pääomasijoitustoimintaa. Tätä kyseistä pääomasijoitustoimintaa kutsutaan corporate venturing-sijoittamiseksi eli teolliseksi sijoittamiseksi, jossa suuryritys sijoittaa pääomasijoituksen muodossa omalle toimialalleen. (PWC 2006, 6-7.)

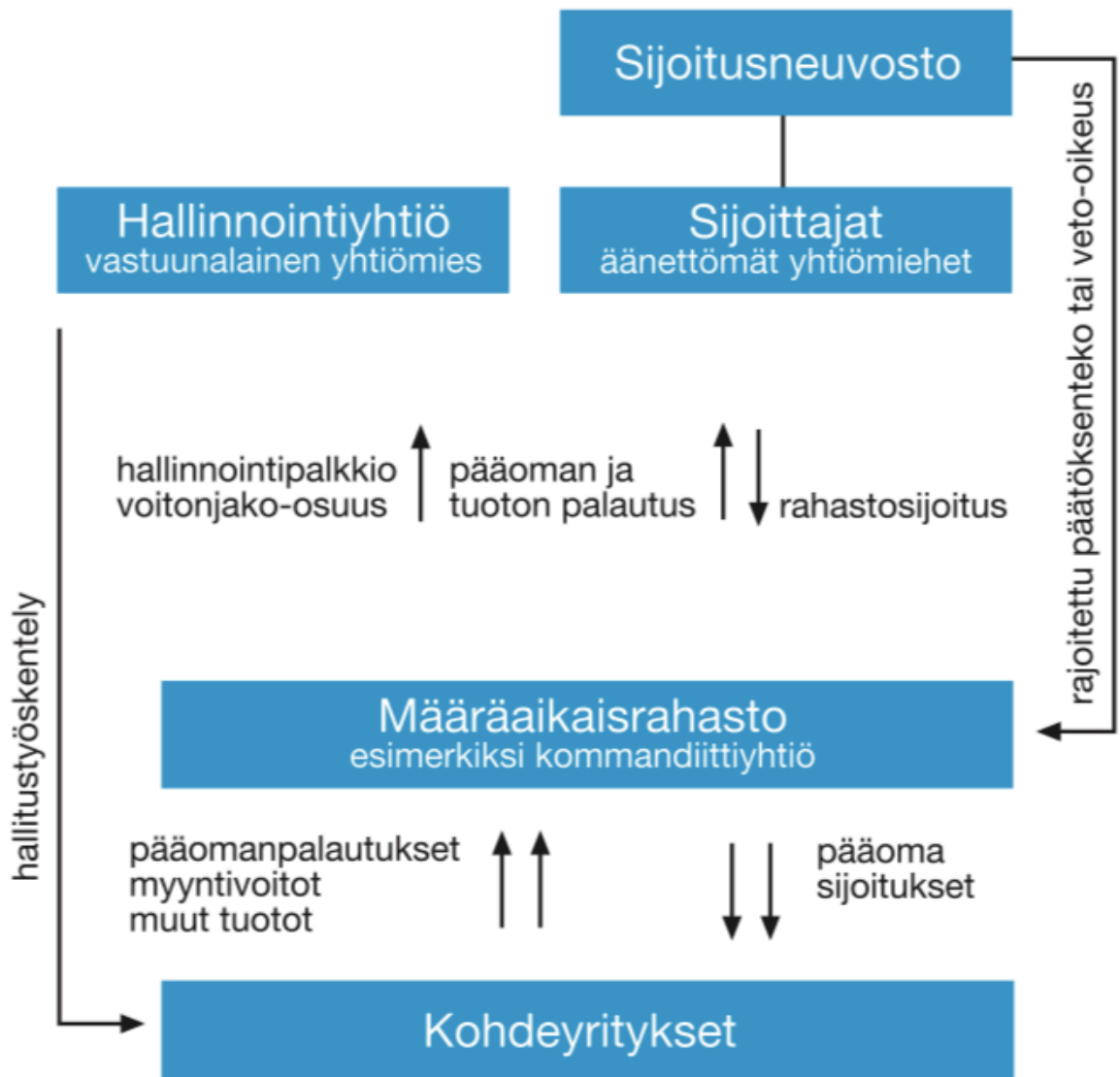
3.1 Pääomasijoitusyhtiöt

Pääomasijoittajat ry:n varsinaisia jäseniä on tällä hetkellä 78 kappaletta. Nämä yritykset edustavat Suomessa toimivia pääomasijoitusyhtiöitä sekä yrityksiä, jotka sijoittavat pääomasijoitusrahastoihin. (Pääomasijoittajat ry 2019e.)

Suurin osa yrityksistä on yksityisomisteisia, mutta myös valtion omistuksessa olevia sijoitusyhtiöitä on Suomesta. Valtion omistuksessa olevat yritykset ovat: Suomen Teollisuussijoitus Oy, Business Finland, Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra, Solidium Oy, Valtion kehitysyhtiö Vake Oy, Governia Oy ja Suomen Malmijalostus Oy. Puhtaasti pääomasijoitusyrityksiä ovat Suomen Teollisuussijoitus Oy (Tesi), Business Finland (entinen Tekes ja Finpro), Sitra ja Vake Oy. Näistä yrityksistä Suomen Teollisuussijoitus Oy on vähemmistö-sijoituksia tekevä pääomasijoitusyhtiö, jolla on aina irtautumissuunnitelma. Muut kolme Business Finland, Sitra ja Vake Oy harjoittavat VC sijoittamista startup-yrityksiin. Loput Suomen valtion omistavat yritykset harjoittavat sijoitustoimintaa suomalaisiin yrityksiin, mutta eivät toimi pääomasijoitusmallin mukaan. (Hakala 2019, 14-28; Vake 2020.) Lisäksi pääomasijoitusmarkkinoilla toimii erityisrahasto Finnvera, joka on valtion omistuksessa oleva yritys. Finnveran tarkoituksena on tarjota rahoitusta yritystoiminnan alkuun, sekä pk-yritysten muutostilanteiden rahoittaminen. Finnveraa koskee erityislainsäädäntö ja sen toiminnalta edellytetään itsekannattavuutta. (Finnvera 2019.)

Pääomasijoitusyhtiöt ovat osakeyhtiöitä, jotka hallinnoivat pääsääntöisesti vain pääomasijoitusrahastoja. Pääomasijoitusrahastot ovat Suomessa kommandiittiyhtiöitä, joissa sijoitusyhtiöt ovat vastuunalaisina yhtiömiehinä ja sijoittajat äänettöminä yhtiömiehinä. Tällaiseen järjestelyyn on Suomessa päädytty pääomasijoitustoiminnan kehittymisen myötä, koska kommandiittiyhtiöön on mahdollista perustaa määräaikainen pääomarahasto. Lisäksi varojen kerääminen ja jakaminen pystytään järjestämään helpommin kuin osakeyhtiössä. Verotuksellisissa asioissa tämä yhtiömuoto helpottaa hallinnointiyrittäjästä ja sijoittajia

jakamaan verorasitukset keskenään. Rahaston rakenteella tavoitellaan tilannetta, jossa sijoittajalle ei synny suurempia verokustannuksia verrattuna tilanteeseen, jossa sijoittaja olisi sijoittanut suoraan kohdeyritykseen. Tähän tilanteeseen päästään siten, että rahasto on verotuksellisesta näkökulmasta ainoastaan läpivirtausyksikkö. Näin ollen itse rahasto ei ole verovelvollinen, vaan sijoittaja maksaa itse veronsa oman veroasemansa mukaisesti. (PWC 2006, 6,13-15.)



Kuvio 5. Rahastorakenne (PWC 2006, 14).

3.1.1 Sijoitusyhtiöiden varainkeruu

Pääomasijoittajat keräävät varoja omaan pääomasijoitusrahastoonsa. Kilpailu varoista on kova, jolloin pääomasijoitusyhtiön on pystyttävä markkinoimaan omaa rahastoaan hyvin, jotta sijoituksia saadaan. Esimerkiksi aikaisempi näyttö hyvin menneistä pääomasijoituksista toimii loistavasti uusien sijoitusten houkutellessa. Rahastojen suurimpina sijoittajina toimivat eläkerahastot, eläkevakuutusyhtiöt, vakuutusyhtiöt sekä julkiset rahastosijoittajat.

Sijoittajat, jotka sijoittavat suoraan pääomasijoitusrahastoihin ovat poikkeuksetta institutionaalisia sijoittajia, koska varoja tarvitaan niin suuria määriä. (PWC 2006, 13.)

Yksityishenkilöt voivat kuitenkin olla mukana pääomasijoitustoiminnassa sijoittamalla pörssinoteerattuihin etf-rahastoihin, jotka sijoittavat varojaan pääomasijoitusyhtiöihin. Etf on myös siinä mielessä parempi vaihtoehto piensijoittajalle, koska rahasto-osuudet ovat paljon likvidimpiä kuin suorat pääomasijoitusrahastot. Hallinnointiyhtiöt vaativat rahastoihin sijoittavilta yleensä 5-10 vuoden sitoumuksen, kun taas etf:llä voi käydä kauppaa teknisesti joka päivä, tosin osalla rahastoista käydään verrattain vähän kauppaa pörssissä. Toinen vaihtoehto on ostaa esimerkiksi pääomasijoitusyhtiön osakkeita pörssistä. Tässä sijoitusmuodossa hajautus ei ole niin hyvällä tasolla kuin etf:ssä. (Möttölä 2011.)

Suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt keräsivät vuonna 2019 tammi-kesäkuun aikana yhteensä 362 miljoonaa euroa pääomasijoitusrahastoihin tulevia sijoituksia varten. Tästä koko summasta buyout-rahastoihin sijoitettujen varojen määrä oli 221 miljoonaa euroa. Startup-yrityksiin sijoittavat rahastot keräsivät tuona aikana 141 miljoonaa euroa. (Pääomasijoittajat ry 2019f; Pääomasijoittajat ry 2019g.)

3.1.2 Sijoitusyhtiöiden strategiat

Pääomasijoitusyhtiöt voidaan jakaa karkeasti kahteen ryhmään. Toiset keskittyvät startup-yrityksiin ja toiset vakiintuneisiin kasvuyrityksiin. Tästä voidaan käyttää myös termejä venture capital (VC), joka sijoittaa startup-yrityksiin, tai buyout/growth, jotka sijoittavat vakiintuneisiin kasvuyrityksiin. Sijoitusstrategiat ja -kriteerit löytyvät aina kunkin rahaston oppaista. Sijoituskriteerit ohjaavat pääomasijoittajien tulevia sijoituksia. Kriteerit voivat pitää sisällään esimerkiksi alueellisia rajauksia kohdeyrityksistä. Lisäksi yritysten kokoluokka, toimiala ja se, missä vaiheessa yritys on (startup/kasvu), kun sijoitus tehdään, ovat luetta- vissa sijoituskriteereistä, mikäli tällaisia rajoituksia on päätetty tehdä. (Pääomasijoittajat 2019b.) Toimiala rajaus on yleisempää corporate venturing-toiminnassa. Suurin osa pääomasijoittajista voi sijoittaa usealle toimialalle. Alueellisia rajauksia ei ole läheskään kaikilla toimijoilla, vaan ne voivat sijoittaa koko maan alueelle. Kaikista suurin rajaus koskee useimmissa tapauksissa juuri yrityksen elinkaaren vaihetta ja yrityksen kokoluokkaa. Ne myös pitkälti määrittävät yrityksen rahoituksen tarvetta. (PWC 2006, 11-13.)

Rahoituksen määrä riippuu yrityksen tarpeesta, joten kohdeyrityksen mahdolliset pääomasijoittajat voidaan etsiä sijoituskriteereiden avulla. Suomessa suurin osa startup-yrityksiin tehtävistä sijoituksista on vähemmistö-sijoituksia. Keskimääräinen sijoitus startup-yritykseen on Suomessa 650 000 euroa. Kasvuyrityksiin tehtävät pääomasijoitukset ovat Suomessa enimmäkseen ns. buyout-sijoituksia. Tämä tarkoittaa enemmistöosuutta yrityksen

osakkeista. Keskimääräinen rahasumma, joka yritykseen sijoitetaan, on Suomessa 10 miljoonaa euroa. Kasvuyrityksiin tehdään myös ns. growth-sijoituksia, jotka ovat vähemmistöosuuksia osakekannasta. Nämä ovat kuitenkin Suomessa harvinaisempia kuin buyout-sijoitukset. (Pääomasijoittajat 2019b.)

3.2 Bisnesenkelit

Bisnesenkelit ovat huomattavan varakkaita yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat omia pääomiaan usein siemenvaiheen startup-yrityksiin. Sijoitukset ovat pääomasijoitusyhtiöihin verrattuna pieniä, mutta pienille yrityksille merkittäviä rahasummia. Bisnesenkelit ovat tyypillisesti 35-65 vuotiaita henkilöitä, jotka ovat toimineet pitkään yritysmaailmassa johtotehtävissä tai yrittäjinä. Bisnesenkelit sijoittavat aina vähemmistöosituksen kohdeyrityksiin. Tyypillisesti sijoituksen prosenttiosuus on 10-40 prosenttia yrityksen osakekannasta. Suomessa toimi noin 1000 enkelisijoittajaa vuonna 2014. (Etula 2014, 12-14.)

Bisnesenkelin tavoitteena on kasvattaa kohdeyrityksen arvoa vauhdittamalla liiketoimintaa. Sijoitetun rahan lisäksi enkeli antaa oman tietotaitonsa ja kontaktinsa kohdeyrityksen käyttöön. Kohdeyhtiöille monesti kontaktit ja tietotaito ovat arvokkaampia kuin raha, joka tulee sijoituksen mukana. Enkelit sijoittavatkin aina toimialalle, jossa heillä on annettavaa yritykselle aiemmin hankkimansa kokemuksen myötä. Vuonna 2013 ICT ala oli suosituin sijoitusten kohde, 21% kaikista sijoituksista. Toiseksi suosituin sijoituksen kohde oli terveydenhuolto/ lääketeollisuus (19%). Keskimäärin enkelisijoittajan yrityksessä oloaika kestää kahdeksan vuotta, jonka jälkeen irtaantuminen tapahtuu. Tilastojen mukaan puolet enkelisijoituksista epäonnistuu kokonaan. Neljässä tapauksessa kymmenestä sijoittaja saa omansa takaisin ja vain yksi sijoitus kymmenestä onnistuu toivotulla tavalla. Onnistuneesta sijoituksesta saa niin suuret tuotot, että ne kattavat muut tehdyt sijoitukset. Suomessa enkeleillä tyypillinen sijoitussumma on yhdellä rahoituskierröksellä 10-50 tuhatta euroa. Korkeimmillaan sijoitukset voivat olla miljoonaa euroa. Kohdeyrityksen valuaatioksi eli arvoksi arvioidaan tyypillisesti alle 1,2 miljoonaa euroa. (Etula 2014, 15-18.)

3.3 Corporate venturing

Corporate venturing (teollinen sijoittaminen) tarkoittaa suuryritysten pääomasijoitustoimintaa. Suuryritysten ideana on perustaa rahasto tai tytäryhtiö, joka hoitaa sijoitustoimintaa. Toiminnan tarkoituksena on etsiä potentiaalisia kasvu- ja startup-yrityksiä, joista voisi olla hyötyä emoyhtiön liiketoiminnalle. Yritysten tekemät pääomasijoitukset voidaan jakaa karkeasti neljään pääluokkaan. Ensimmäinen pääluokka sisältää olemassa olevan liiketoiminnan tueksi jo omalla toimialalla toimivat yritykset. Toiseen pääluokkaan kuuluvat omaa

nykyistä liiketoimintaa täydentävät tai laajentavat sijoitukset. Kolmannen ryhmän muodostavat nykyisen liiketoiminnan ulkopuolella olevat uudet innovaatiot. Neljäntenä sijoituskohteenä on pelkästään taloudellisiin perusteisiin nojautuva sijoitustoiminta. (Marttila 18.12.2017.)

Yksi loistava esimerkki corporate venturing-toiminnasta Yhdysvalloissa on iFund niminen pääomasijoitusyhtiö, jota Apple oli perustamassa vuonna 2008. Silloin Applen iPhoneihin sai aloittaa uusien pelien ja appien suunnittelun. Rahasto oli kooltaan 100 miljoonaa euroa ja sen tarkoituksena oli rahoittaa pääomasijoituksen muodossa yrityksiä, jotka kehittivät appeja. Näin ollen Apple sai valtavan määrän uusia applikaatioita kuitenkin käyttämättä läheskään niin paljon rahaa kuin mitä sillä olisi itse mennyt, jos applikaatiot olisi tehnyt Apple. Tämä oivallus Applelta oli merkittävässä roolissa Nokian ja Applen välisessä kilpailussa, jonka Applen iPhone voitti suhteessa Nokiaan ja Symbianiin. Nokia ei keskittynyt samalla lailla applikaatioiden kehittämiseen ja rahoittamiseen. (Lerner 2013.)

Suomessa corporate venturing-toiminta oli jo 90-luvulla edistyneimpien suuryritysten käytössä. Vuoden 2009 lamaan asti Suomessa tätä sijoitusmuotoa harjoitettiin, mutta laman vaikutuksesta toiminta hiipui vuosiksi. Laman jälkeisen viimeisen viiden vuoden aikana toiminta on selkeästi kasvanut. Vuodesta 2011 lähtien vuoden 2017 kolmannen kvartaalin väliseen aikaan Suomessa toimivat yritykset olivat tehneet 89 corporate venturing-sijoitusta. Suomen bruttokansantuotteeseen (BKT) verrattuna sijoituksia tehtiin enemmän kuin muissa pohjoismaissa. Suuryritysten tarve tehdä näitä sijoituksia johtuu erityisesti digitalisaation mukana tulevista muutoksista yritysten liiketoimintamalleissa. Isot yritykset joutuvat jatkuvasti uudistamaan ja miettimään uusia mahdollisuuksia liiketoimintansa kannattavuuden ylläpitämiseksi. (Marttila 18.12.2017.)

Nordea, joka on yksi pohjoismaiden suurimmista rahoituslaitoksista, on lähtenyt tekemään corporate venturing-sijoittamista. Nordea perusti Nordea Ventures nimisen yhtiön, joka tekee pääomasijoituksia fintech-alan startup-yrityksiin. Sijoitusten on tarkoitus tukea Nordean pankkitoimintaa, joka on digitaalisessa murroksessa. Jotta Nordea pystyy itse vaikuttamaan tulevaisuuden digitaalisiin pankkipalveluihin, on se päättänyt lähteä pääomasijoittamisen kautta kehittämään alaa eteenpäin. Investoinnit pyritään tekemään yrityksiin, jotka toimivat Pohjoismaiden alueella. Yksi yritys, johon Nordea on sijoittanut, on ruotsalainen raha-asioiden seurantasovellus Tink. Sovellus on synkronoitu Nordean mobiilipankin kanssa, jotta Nordean asiakkaille mobiilipankin käyttö helpottuisi ja käyttökokemus paranis. (Nordea 2017.)

4 Pääomasijoitusprosessi kasvuyrityksissä

Pääomasijoituksen prosessiin kuuluu monia vaiheita. Prosessi kohdeyrityksen ja pääomasijoittajan ensimmäisestä yhteydenotosta sijoitukseen kestää tavallisesti yhdestä kuukaudesta jopa vuoteen. Suomessa kasvuyrityksiin tehdään eniten buyout-sijoituksia, joissa pääomasijoittajan hallinnoima holding-yhtiö hankkii kohdeyrityksen kokonaan omistukseensa. Tässä tapauksessa kohdeyrityksen myyjä voi jäädä näin sovittaessa merkittävään rooliin yrityksessä ja hänelle pyritään rakentamaan sopivat kannustimet, jotta hän pyrkii jatkossakin kasvattamaan yrityksen arvoa. Myyjän jääminen kohdeyritykseen tapahtuu siten, että myyjä sijoittaa osan saamastaan kauppasummasta holdingyhtiöön, joka yrityskauppojen myötä hankki kohdeyrityksen omistukseensa. Näin myyjä jää vähemmistöomistajaksi kohdeyritykseen. Toinen tapa tehdä pääomasijoitus kasvuyritykseen on vähemmistösijoitus, joka tehdään suoraan yritykseen osakepääomaa korottamalla. Nämä kaksi sijoitustyyppiä ovat yleisimmät kasvuyrityksiin tehtävät pääomasijoitukset. Prosessit ovat aina yrityskohtaisia ja pieniä yksityiskohtia on paljon, mutta tietty runko niissä useimmiten on taustalla. (PWC 2006, 24; Pääomasijoittajat ry 2019b, 17.)

Tässä kappaleessa kuvataan pääomasijoitusprosessia ensimmäisestä yhteydenotosta sijoituksen tekemiseen. Kaikki lähtee liikkeelle ensimmäisestä kontaktista sijoitusyhtiön ja kohdeyrityksen välillä. Yhteydenoton jälkeen sijoittajat alkavat perehtyä kohdeyrityksen liiketoimintasuunnitelmaan ja keskustelevat siitä kohdeyrityksen omistajien kanssa. Liiketoimintasuunnitelman läpikäynnin jälkeen alkavat neuvottelut yrityksen arvosta, josta molemmilla puolilla on omat arvionsa. Kun tästä on päästy alustavasti sopimukseen, täytyy neuvotella, kuinka rahoitus käytännössä järjestetään. Seuraavassa vaiheessa neuvotellaan siitä, mitä muuta pääomasijoittaja tuo yritykseen ja kuinka hän saa äänensä kuuluviin päätöksenteossa. Kun nämä asiat on ratkaistu, on alustavan tarjouksen aika, jonka jälkeen alkaa yrityksen tarkka läpivalaisu eli due diligence. Due diligencessä selvitetään, että yritys on siinä kunnossa, joka neuvotteluhetkellä on annettu sijoittajille ymmärtää. Mikäli kaikki on kunnossa, tulee osakassopimuksen ja kauppakirjan laatimisen aika. Osakassopimukseen kirjataan ylös kaikki asiat, joista on neuvoteltu aikaisemmassa vaiheessa. Lopuksi kauppakirja allekirjoitetaan ja yrityskauppa on tehty.

Alla olevassa taulukossa on esitelty pääomasijoitusprosessin kulkua, sekä sitä mitä se edellyttää siihen osallistuvilta henkilöiltä.

Taulukko 2. Pääomasijoitusprosessi pähkinänkuoressa (PWC 2006, 30).

Vaihe	Yrittäjä	Yrittäjä ja pääomasijoittaja	Pääomasijoittaja	Raportit
pääomasijoittajan lähestyminen / liiketoimintasuunnitelman arviointi ▼	<ul style="list-style-type: none"> - nimittää neuvonantajat - laatii liiketoimintasuunnitelman - ottaa yhteyttä pääomasijoittajiin 		<ul style="list-style-type: none"> - arvioi liiketoimintasuunnitelman 	<ul style="list-style-type: none"> - liiketoimintasuunnitelma
ensimmäiset tiedustelut sekä neuvottelut ▼	<ul style="list-style-type: none"> - toimittaa lisätietoja 	<ul style="list-style-type: none"> - tapaavat keskustellakseen liiketoimintasuunnitelmasta - rakentavat suhdetta - neuvottelevat yleisehtoja 	<ul style="list-style-type: none"> - tekee ensimmäiset tiedustelut - arvioi liiketoiminnan - harkitsee rahoitusrakennetta 	<ul style="list-style-type: none"> - tarjous
due diligence ▼		<ul style="list-style-type: none"> - keskustelevat due diligencen tekijöiden kanssa 	<ul style="list-style-type: none"> - käynnistää due diligence -prosessin 	<ul style="list-style-type: none"> - due diligence -raportit
neuvotteluiden päättäminen ▼	<ul style="list-style-type: none"> - tuo ilmi kaiken olennaisen tiedon liiketoiminnasta 	<ul style="list-style-type: none"> - neuvottelevat lopulliset ehdot - tekevät sopimukset 	<ul style="list-style-type: none"> - tekee loppudokumentaation 	<ul style="list-style-type: none"> - salassapitosopimus - vakuutukset - perustamiskirja - yhtiöjärjestys - osakassopimus

4.1 Prosessin käynnistyminen

Pääomasijoituksissa kaikki alkaa kohdeyrityksen tai pääomasijoittajan etsinnästä. Aloitteita syntyy molemmilta puolilta. Mikäli kohdeyritys haluaa itse pääomasijoitusta, täytyy sen ymmärtää eri pääomasijoittajien toimintamallit. Sijoittajilla on aina sijoituskriteerit, jonka mukaan kohdeyrityksiä valitaan. Näin ollen pääomasijoitusyhtiöistä täytyy selvittää, onko heillä esimerkiksi toimialaan liittyviä rajoituksia tai maantieteellisiä rajauksia toiminnassaan. Kasvuyrityksiin sijoittavat pääomasijoittajat tekevät tyypillisesti suurempia sijoituksia kuin esimerkiksi startup-yrityksiin sijoituksia tekevät sijoittajat. Kuitenkin kasvuyrityksiin keskittyvät pääomasijoittajatkin keskittyvät usein tietyn kokoisiin yrityksiin. Yksi hyvin tärkeä sijoituskriteeri, joka kohdeyrityksen täytyy tietää pääomasijoittajasta, on tekevätkö sijoittajat enemmistö- vai vähemmistösijoituksia. Suomessa suurin osa kasvuyrityksiin tehtäviä sijoituksia on enemmistösijoituksia, mutta myös vähemmistösijoituksia tehdään jonkin verran. Sijoitusyhtiöiden sijoitusstrategiat ovat usein luettavissa pääomasijoittajien kotisivuilta. (Pääomasijoittajat ry 2019b, 14.)

Sijoitusprosessit voivat lähteä liikkeelle kolmella eri tavalla. Ensimmäinen tapa on se, että yrittäjä tai yhtiö on itse yhteydessä pääomasijoitusyhtiöön. Syy tähän voi olla esimerkiksi omistajan eläköityminen, kansainvälistyminen tai jokin suurempi investointi kuten yritysosto. Pääomasijoittajat kannustavatkin yrittäjiä olemaan rohkeasti yhteydessä sijoittajiin.

Toinen tapa, jolla sijoitusprosessi voi lähteä liikkeelle on yrityksen hankkiman neuvonantajan yhteydenotto sijoittajiin. Kasvuyritykset voivat käyttää esimerkiksi investointipankkiireja neuvonantajinaan. Neuvonantajan roolina on löytää oikea pääomasijoittaja tai mahdollisesti useampikin sijoittaja, jolloin suurempi kysyntä nostaa kohdeyrityksen arvoa. Neuvonantajan tehtävänä on myös neuvotella kohdeyrityksen omistajien puolesta sijoittajien kanssa. Tässä tapauksessa ongelmaksi voi syntyä se, että sijoittajien ja kohdeyrityksen omistajien välille ei synny yhtä luonnollisesti luottamuksellista suhdetta, joka on tärkeä yrityksen tulevaisuuden kannalta silloin, kun sekä yrittäjä että sijoittaja jäävät yritykseen töihin. Pääomasijoittajat kartoittavat myös potentiaalisia sijoituskohteita jatkuvasti. Kasvuyrityksistä on julkisesti saatavilla olevaa tietoa, jota hyödyntämällä pääomasijoittajat pyrkivät tunnistamaan potentiaaliset sijoituskohteet. Lisäksi pääomasijoittajat omaavat vahvat kontaktit yritysmaailmasta, joten he pystyvät tiedustelemaan omien kontaktiensa kautta kiinnostavia sijoitusmahdollisuuksia. (Pääomasijoittajat 2019b, 14-15.)

4.2 Liiketoimintasuunnitelma

Liiketoimintasuunnitelman laatii yrityksen johto. Liiketoimintasuunnitelmassa avataan tavoitteita ja keinoja yrityksen tulevaisuuden parantamiseksi ja kehittämiseksi. Liiketoimintasuunnitelman tulee olla selkeä ja hyvin rakennettu, jotta pääomasijoittaja ymmärtää kasvuyrityksen liikeidean ja sen kehittämiseen suunnitellut keinot. Suunnitelmasta löytyvät markkinamahdollisuudet, menestystekijät, tarvittavat resurssit ja toimenpiteet tavoitteiden saavuttamiseksi. Pääomasijoittajat tuntevat usein potentiaaliset kasvuyritykset päällisin puolin jo ennen ensimmäisiä tapaamisia. Silti kannattaa panostaa yrityksen liiketoimintasuunnitelman esittelyyn, koska sijoittajalla voi olla virheellistä tietoa tai muita väärinkäsityksiä yrityksen liiketoimintasuunnitelmasta. Esittelemällä itse asiansa varmistuu siitä, että se ymmärretään oikein, eikä yrityksen toiminnasta jää epäselvyyksiä. Suunnitelma toimii ensisijaisesti johdon työkaluna, mutta myös mainiona markkinointivälineenä mahdollisia sijoittajia ajatellen. (Pääomasijoittajat 2019b, 15; PWC 2006, 16.)

PWC:n (2006, 17) mukaan tavanomaisen liiketoimintasuunnitelman sisällykseen kuuluvat:

1. Tiivistelmä
2. Yritys
3. Tuote tai palvelu
4. Markkina- ja kilpailutilanneanalyysi
5. Markkinointi- ja operatiivinen suunnitelma
6. Johtoryhmä ja organisaatio
7. Päämäärät ja välitavoitteet (virstanpylväät)
8. Taloudelliset tarkastelut
9. Liitteet

Ensimmäisen yhteydenoton yhteydessä sijoittajille luovutetaan liiketoimintasuunnitelma tai liiketoimintasuunnitelman tiivistelmä. Tiivistelmä voi usein riittää aluksi, koska pääomasijoittajat saavat paljon yhteydenottoja yrityksiltä, jotka hakevat pääomasijoitusta. Näin ollen resurssien säästämiseksi pelkkä tiivistelmä voi riittää aluksi. Sijoittajat antavat vastauksensa jatkohalukkuudestaan muutaman viikon sisällä. Lähetti yritys sitten tiivistelmän tai koko suunnitelman, on erityisen tärkeää, että se on hyvin tehty ja että siitä löytyvät tarvittavat tiedot tulevaisuuden kehittämistä ajatellen. Aluksi sijoittaja toimii ainoastaan liiketoimintasuunnitelman pohjalta arvioidessaan yrityksen mahdollisuutta kehitykseen. Kieltävä päätös voi syntyä jo siitä syystä, että sijoittaja ei löydä liiketoimintasuunnitelmasta tarvittavia tietoja kohdeyrityksen arvioimiseen. Mikäli näin on, kannattaa yritysten kysyä sijoittajilta, mikä tai mitkä asiat liiketoimintasuunnitelmassa ovat heidän mielestään pielessä, vai onko kieltävä päätös johtunut muista syistä, kuten esimerkiksi johdon heikkouksista tai puutteellisesta markkinatutkimuksesta. Näin yrittäjä saa hyvää sparrausta suunnitelmansa kehittämiseen seuraavia hakukierroksia varten. (PWC 2006, 17,24.)

Silloin kun pääomasijoittaja haluaa edetä neuvotteluissa, on erittäin tärkeää, että kaikki johdon jäsenet tuntevat liiketoimintasuunnitelman läpikotaisin ja pystyvät vastaamaan luontevasti sijoittajien esittämiin kysymyksiin. Kysymyksiä voi tulla kaikilta suunnitelman osa-alueilta, esimerkiksi sijoittajat saattavat haluta tietää lisää liiketoimintaideasta, markkinoinnista sekä muista samalla alalla olevista yrityksistä eli kilpailijoista. Yleensä neuvotteluiden edetessä liiketoimintasuunnitelmaa kehitetään yhdessä sijoittajan, johdon ja kohdeyrityksen omistajan kanssa, mikäli omistaja halutaan pitää yrityksessä mukana sijoituksen jälkeen. Sijoittajilla on oman kokemuksensa ja ammattitaitonsa takia näkemys siitä, kuinka yritystä saadaan kehitettyä. (PWC 2006, 24.)

Jos yrityksen liikeidea on erityisen salainen, voi yrittäjä pyytää sijoittajaa kirjoittamaan salassapitosopimuksen, joka estää sijoittajaa käyttämästä tietoa, joka on tullut julki kohdeyrityksen liiketoimintasuunnitelmaa luettaessa. Salassapitosopimusta on hyvän tavan mukaisesti soveliasta pyytää vasta silloin, kun sijoittaja on lukenut liiketoimintasuunnitelman tiivistelmän ja halunnut jatkaa neuvotteluissa eteenpäin. Yrityksen on järkevää jättää tiivistelmästä ja ensimmäisestä yhteydenotosta yrityksen arkaluontoiset yksityiskohdat pois ennen kuin tiedossa on sijoittajan halukkuus jatkaa neuvotteluita. Asiakirjat laaditaan usein englanniksi kuten monet muutkin sopimukset. Salassapitosopimuksesta käytetään termiä non-disclosure agreement (NDA). (PWC 2006, 24.)

Mahdollisen pääomasijoituksen saamiseksi kasvuyrityksen taloudelliset luvut ovat avainasemassa liiketoimintasuunnitelman lisäksi. Tulevaisuuden näkymät ovat tietenkin todella tärkeitä, koska sijoitukselle pitäisi saada tuottoa. Joskus pääomasijoittajia voi olla vaikeaa

saada vakuuttuneiksi, mikäli yritys ei ole kasvanut merkittävästi ilman pääomasijoitusta, siitä että yritys saadaan kasvamaan sijoituksen avulla. Tällaisissa tilanteissa liiketoimintasuunnitelman tulisi vakuuttaa sijoittajat siitä, että nimenomaan sijoituksen avulla yritys saadaan uudelle tasolle esimerkiksi investoinnin, kehityshankkeen tai yritysoston myötä. (Pääomasijoittajat 2019h.)

Kohdeyrityksen johdon on saatava pääomasijoittajat vakuuttuneeksi kyvyistään kehittää ja kasvattaa yrityksen arvoa varsinkin MBO-ostoissa. Mikäli sijoittajien mielestä yrityksen johto on pätevä viemään yritystä eteenpäin, on heidät pyrittävä sitouttamaan yrityksen palvelukseen. Tämä tapahtuu hyvin usein siten, että toimivan johdon tulee sijoittaa omia varojaan yritykseen, jotta he ponnistelisivat yhä enemmän yrityksen puolesta, eivätkä esimerkiksi vaihtaisi kilpailijaan tai muuhun yritykseen töihin. Pääomasijoittajat tekevätkin usein buyout-sijoituksen vain sellaiseen yritykseen, jossa johto haluaa tulla yrityksen osanomistajiksi. (Pääomasijoittajat 2019h; Pääomasijoittajat 2019b, 12.)

Toisinaan yrityksissä johdon ja omistajien näkemykset yrityksen tulevaisuudesta eivät kohtaa. Näissä tilanteissa pääomasijoitusta tehtäessä on tärkeää ymmärtää enemmistö- ja vähemmistö-sijoituksen erot. Enemmistö-sijoitusta tehtäessä pääomasijoittajan kannalta on tärkeämpää löytää sellainen yritys, jossa johdon mielipide yrityksen tulevaisuuden suunnasta kohtaa sijoittajan näkemykset. Tilanteessa, jossa omistajan ja johdon näkemykset eroavat, voidaan yrityksen omistaja pudottaa sijoituksen jälkeen yrityksen toiminnasta pois. Vähemmistö-sijoituksessa tilanne on toinen, sillä silloin yrityksen omistajien, johdon ja pääomasijoittajan näkemykset tulisivat olla yhtäläiset yrityksen tulevaisuuden suhteen. Yhteydenpito kaikkien toimijoiden kesken on äärimmäisen tärkeää. Mikäli omistajat eivät ole johdon kanssa tiiviisti yhteydessä, voi syntyä tilanne, jossa yrityksen toimiva johto ottaa vetovastuun yrityksestä ja vie sitä haluamaansa suuntaan, mikä ei välttämättä palvele yrityksen omistajia. (YOM 2018.)

Hyvän operatiivisen johtotiimin lisäksi yrityksessä on oltava vahva yrityskulttuuri. Pääomasijoitusten yhteydessä saatetaan yrityksen rakennetta muokata siten, että esimerkiksi yhdistetään kaksi tai useampi yritys yhdeksi. Muutokset vaativat aina paljon voimavaroja, joten vahva yrityskulttuuri on tarpeellinen muutoksen tapahtuessa. (Pääomasijoittajat 2019h.)

4.3 Kohdeyrityksen arvonmääritys

Pääomasijoitusprosessissa kohdeyrityksen arvonmääritys on hyvin merkittävä asia, joka korostuu kasvuyrityksiin tehtävissä sijoituksissa. Arvonmääritysvaiheeseen edetään tilan-

teissa, joissa sijoittaja on liiketoimintasuunnitelman luettuaan halukas jatkamaan neuvotte-
luita. Toiseksi yrityksen arvoa aletaan määrittää silloin, kun sijoittajat ovat ottaneet itse yh-
teyttä potentiaalisen yrityksen omistajiin ja he ovat halukkaita jatkamaan neuvotteluita.
Kohdeyrityksen arvo voidaan laskea usealla eri tavalla. Loppujen lopuksi tärkeää on, että
pääomasijoittaja ja yrittäjä pääsevät yhteisymmärrykseen yrityksen arvosta, koska muuten
sijoitusta ei saada tehtyä. (PWC 2006, 25.)

Pääomasijoittajan arvioidessa kohdeyrityksen arvoa puhutaan yleisesti yrityksen valuaa-
tiosta. Yritykselle lasketaan ensin sijoitusta edeltävä valuaatio (pre money valuation). Tä-
män jälkeen lasketaan, mikä olisi yrityksen valuaatio sijoituksen jälkeen (post money valu-
ation). Sijoittajan prosentuaalinen omistusosuus kohdeyrityksestä lasketaan sijoituksen
jälkeisen valuaation mukaan. Sijoituksen jälkeiseen valuaatioon vaikuttaa kolme kohtaa
pääomasijoitusta tehtäessä. Ensimmäinen kohta on itse pääomasijoitus, joka pitää sisäl-
lään rahaa. Toinen kohta on osaamispääomasijoitus, joka tarkoittaa pääomasijoittajan
mukanaan tulevan osaamisen arvostamista. Tästä kohdasta pääomasijoittaja ja yrittäjä
pyrkivät pääsemään yhteisymmärrykseen ja sopimaan siitä, kuinka tämä osaamispääoma
on mitattavissa konkreettisesti. Käytetäänkö mittarina esimerkiksi pääomasijoittajan yrityk-
seen käyttämää aikaa vai hänen osaamisensa ansiosta johtuneita parempia tuloksia? Kol-
mas kohta on verkostopääomasijoitus, joka voi hyvinkin olla näistä kolmesta arvokkain
kohdeyrityksen tulevaisuuden kannalta. Verkostopääomasijoituksella tarkoitetaan pää-
omasijoittajan yritykseen tuomia uusia kontakteja ja näkyvyyttä. Yritys voi sijoittajan kon-
taktien avulla saada paljon uusia merkittäviä yhteistyökumppaneita, asiakkaita ja esimer-
kiksi muita rahoittajia myöhemmillä kierroksilla. (Etula Group 2017a.)

Toisinaan yrittäjä ja sijoittaja ovat eri mieltä kohdeyrityksen arvosta. Sijoittaja haluaa mak-
simoida omaa tuottoaan exit-vaiheessa, jota parantaa alhaisempi valuaatio sijoitusvai-
heessa. Vähemmistösijoituksissa yrittäjä haluaa pitää itsellään mahdollisimman suuren
osakekannan, joka suurella valuaatiolla jäisikin yrittäjälle, mikäli euromääräinen sijoitus
olisi vakio. Buyout-ostoissa yrittäjä haluaa yrityksestään mahdollisimman suuren summan.
Näitä näkemyseroja yrityksen valuaatioista kutsutaan valuaatiokuiluiksi. Valuaatiokuilu on
yksi merkittävimpiä syitä, miksi neuvottelut pääomasijoituksesta keskeytyvät. (Etula Group
2017b.)

Tähän ongelmaan on kuitenkin kehitetty keinoja, joilla kuilua saadaan pienemmäksi. Yksi
keinoista on optio-oikeudet sijoittajalle ostaa tulevilla rahoituskierroksilla lisää yrityksen
osakkeita samalla valuaatiolla kuin ensimmäiselläkin kierroksella. Näin ollen sijoittaja
saattaa maksaa omasta mielestään liian kovaa hintaa ensimmäisellä kierroksella, mutta

yrittäjän menestyessä ja arvon noustessa seuraavalla kierroksella sijoittaja pystyy ostamaan osakkeita alennettuun hintaan. Tämä toteutuu vain siis silloin, kun yritys menestyy toivotulla tavalla. Optiot eivät pakota sijoittajaa ostamaan lisää osakkeita. Toinen vaihtoehto saada kuitua pienennettyä on tapa, jolla rahoitus järjestetään. Sijoittaja voi maksaa omasta mielestään liian korkealla valuaatiolla esimerkiksi siten, että yrittäjä ottaa puolet rahoista lainana, jonka yrittäjä on velvoitettu maksamaan takaisin, mikäli yritys ei menestykään niin kuin oli tarkoitus. Kolmas keino on osingonjaossa korkeammat osingot sijoittajalle kuin muille osakkeenomistajille. Tätä varten sijoittajalle on laskettava uusia erisarjaisia osakkeita kuin jo olemassa olevat osakkeet. Muuten suurempia osinkoja ei pystytä maksamaan. (Etula Group 2017b.)

Yrityksen arvo määräytyy markkinoiden mukaan. Se hinta, jolla sijoittajat ovat valmiita yrityksen ostamaan ja omistajat myymään, määrää hinnan. Arvonmääritykseen on useita menetelmiä, mutta ne voidaan jakaa yleisesti kolmeen eri ryhmään, jotka on kuvattu alla olevassa kuviossa. (Consulting Oy 2015.)



Kuvio 6. Arvonmääritysmenetelmät (mukaillen 3J Consulting Oy 2015).

Kohdeyrityksen arvon eli valuaation määrittämiseksi voidaan käyttää monia keinoja. Yksi sijoittajien käyttämä tapa arvonmäärityksessä on arvokerroinperusteinen eli markkinamalli. Kohdeyrityksen arvoa lähdetään tässä tapauksessa määrittämään vertaamalla kohdeyritystä jo pörssissä noteerattuun samalla toimialalla olevaan yritykseen tai tiedossa oleviin hintoihin muissa yrityskaupoissa, jotka ovat samalta toimialalta. Arvokerroinperusteisessa laskentatavassa kohdeyritykselle täytyy ensin määrittää sopiva arvokerroin, joka sopii toimiala huomioon ottaen kyseiseen liiketoimintaan. Arvokerroin on yleensä liiketoiminnan arvo suhteessa liikevoittoon tai nettotulokseen (P/E-luku). P/E-luku tulee englannin kielen sanoista price per earnings. Tunnusluvussa kirjain P tarkoittaa yrityksen osak-

keen hintaa ja kirjan E tarkoittaa yhden osakkeen tulosta. Näin ollen, kun hinta jaetaan tuoksella, saadaan P/E-luku, joka kertoo kuinka monta vuotta kestää, että osake on tuottanut yhtä paljon, kun se on maksanut. Esimerkiksi kohdeyrityksen osake maksaa 15 euroa ja yhden osakkeen osakekohtainen tulos on 1 euro. Tässä tapauksessa P/E-luku on 15, eli kestää 15 vuotta ennen kuin osake on tuottanut siitä maksetun hinnan. Nämä tunnusluvut ovat löydettävissä kaikista pörssistä noteeratuista yrityksistä. Kun vertailuyrityksen arvokerroin on päätetty, saadaan kohdeyrityksen arvo määriteltä kertomalla liiketoiminnan tulos arvokertoimella. (Heikkilä 2019; PWC 2006, 25.)

Tietenkään kohdeyrityksen arvoa ei voida suoraan määrittää edellä mainitulla tavalla, mutta sillä voidaan saada suuntaa antava arvo. P/E-lukua käyttämällä täytyy huomioida, minkä tilikauden mukaan ne on määriteltä ja löytyykö siltä tilikaudelta jotain tavallisesta poikkeavaa. Joskus osakekohtaista tulosta voi heikentää esimerkiksi suuri investointi vertailuyrityksessä. Toiseksi tässä arvostusmenetelmässä ongelmallisuus syntyy siitä, että täysin vastaavaa, mutta suurempaa pörssiyritystä, on vaikea löytää. Arvokertoimet määrittyvät sijoittajien kiinnostuksen mukaan. Mitä suurempaa hintaa yrityksen osakkeista ollaan valmiita maksamaan, sitä enemmän yritystä arvostetaan. Tämä taas nostaa esimerkiksi P/E-lukua. Helsingin pörssissä historiallisten P/E-lukujen keskiarvo on 16. Lukuun vaikuttavat aina toimiala kohtaiset kasvunäkymät, yritysten koko ja yrityksen johto. (Heikkilä 2019; PWC 2006, 25.)

Toinen tapa määrittää kohdeyrityksen arvo on laskea tuottoarvoon perustuva hinta. Tuottoarvoa mitataan laskemalla yrityksen tuottoja uusien omistajien alaisuudessa tulevana vuosina. Ostajaa kiinnostavat aina yrityksen tulevaisuudessa ansaitsemat varat. Tätä varten yrityksen täytyy laskea realistinen tulosennuste, jossa tulevat tuotot lasketaan yhteen esimerkiksi viideltä seuraavalta vuodelta. Näiden tuottojen summa on yrityksen arvo tuottoarvolla mitattuna. Yrityksen hintaan vaikuttaa erityisesti se, kuinka pitkältä ajalta tuotot on laskettu yhteen. Yleisesti halpana yrityksenä pidetään alle kahden vuoden tuottojen summaamista, kun taas kalliina yrityksenä pidetään yli kuuden vuoden tuottojen summaa. Laskutapa riippuu yrityksen kiinnostavuudesta rahoittajien silmissä ja toimialan tulevaisuuden ennusteista. Liian korkealle arvostetun yrityksen on vaikeampi saada rahoitusta kuin alhaisemmalle arvostetun yrityksen. Tuottoarvon laskeminen alkaa aikaisempien vuosien tuloslaskelmista, joista saadaan pohja tulevaisuuden ennusteille. Tuloslaskelmat ovat lähtökohtaisesti tehty verottajaa varten, joten ne eivät anna oikeaa kuvaa yrityksen rahanteopotentialista ilman sopivia oikaisuja. Oikaisut voivat joko nostaa tai laskea yrityksen ns. oikeaa tulosta, mutta ne on silti tehtävä. (Suomen yrityskaupat 2020.)

Tuottoperusteiseen arvonmääritykseen pääomasijoittajat käyttävät myös DCF-mallia (Discounted Cash Flow), joka tarkoittaa tulevien kassavirtojen muuttamista nykyrahaksi. Arviot tulevaisuuden tuotoista saadaan, kuten edellisessäkin mallissa, historian tuloslaskelmista ja tulevaisuuden arvioista toimialalla ja yrityksessä. DCF-mallissa täytyy myös määrittää sidotun pääoman kustannus, eli se rahamäärä, joka yrityksen osakekantaan sijoitetaan. Tämä raha on siis sidottu yritykseen, joten se ei voi olla tuottamassa omistajilleen muualla lisää rahaa. Pääoman kustannusta kutsutaan WACC (Weighted Average Cost of Capital), joka muodostuu useista eri komponenteista. Kun WACC on laskettu, tiedetään pääoman kustannus, jonka jälkeen rahalle voidaan määrittää diskonttokorkokanta. Diskonttokorkokannan avulla kohdeyrityksen arvo voidaan määrittää siten, että tulevaisuudessa yrityksen arvoksi voidaan ennusteiden perusteella arvioida olevan tietty summa. Yrityksen ostovaiheessa kohdeyritys ei siis vielä ole niin arvokas kuin tulevaisuudessa, vaan hinnasta vähennetään diskonttokorkokanta. (3J Consulting Oy 2015.)

Kolmas tapa laskea kohdeyrityksen arvo on substanssiarvon määrittäminen eli kustannusperusteinen malli. Substanssiarvo on yrityksen minimihinta. Yksinkertaisimmillaan substanssiarvo tarkoittaa yrityksen taseessa omaa pääomaa lisättynä varauksilla. Tase on kuitenkin rakennettu ensisijaisesti verottajaa varten, joten omaisuutta täytyy arvostaa uudelleen. Oikaisuja tarvitsee tehdä myytäviin omaisuuseriin, joita ovat esimerkiksi kiinteistöt, tuotantolaitteet ja ajoneuvot. Näiden omaisuuserien markkina-arvot täytyy selvittää, jotta niiden todellinen arvo saadaan laskettua mukaan substanssiarvoon. Yrityksen substanssiarvon selvittämisellä saadaan tietää kohdeyrityksen osakekannan arvo. Mikäli yrityksestä ollaan myymässä ainoastaan vähemmistöosuutta, on osakkeen todellinen hinta markkinoilla lähempänä substanssiarvoa kuin tuottoarvoa. (Suomen yrityskaupat 2020.)

Yleensä toimivalla ja terveellä yrityksellä, joita pääomasijoittajat etsivät, tuottoarvo ylittää substanssiarvon. Tällöin kauppvoja helpottaa se tosiasia, että tulevaisuuden tuottojen tulisi kustantaa ostetun yrityksen kaikki omaisuus sekä tuottaa lisätienestejä. Mikäli asia on toisinpäin, ollaan vaikeammassa tilanteessa, jossa kaupat jäävät todennäköisemmin tekemättä. Sijoittajan on tarkoitus tehdä kaupoilla tuottoa itselleen. Jos viiden vuoden päästä sijoituksesta tuottoa ei ole tullut yrityksen substanssiarvon vertaamalla, on vaikea nähdä kuinka sijoittaja saisi tarpeeksi tuottoa irtaantumsvaiheessa. (Suomen yrityskaupat 2020.)

Lopulliseen kauppahinnan muodostuminen selviää neuvotteluiden edetessä. Ensin molemmat kaupan osapuolet esittävät omat arvionsa yrityksen valuaatiosta, josta neuvottelut hinnasta alkavat. Lopulliseen hintaan vaikuttavat edellä mainittujen arvonmääritysten lisäksi kaupan kohteena olevat palaset yrityksestä. Toisinaan yrityksistä myydään ainoas-

taan tiettyjä liiketoiminnan osia joko kokonaan tai osittain. Alle on listattu Suomen yritys-kauppojen mukaan seuraavat kohdat, jotka voivat olla yrityskaupassa mukana yhdessä tai erikseen. (Suomen yrityskaupat 2020.)

1. Yhtiön osakkeet tai osuudet, joko kokonaan tai osittain
2. Liiketoiminta varastoineen, koneineen, laitteineen, joko kokonaan tai osittain
3. Vaihto-omaisuus, joko kokonaan tai osittain
4. Käyttöomaisuus, joko kokonaan tai osittain
5. Immateriaalioikeudet, joko kokonaan tai osittain
6. Sopimukset

Yllä mainitut asiat ovat vahvasti mukana lopullisen kauppahinnan määräytymisessä, koska niissä selviävät ostettavat instrumentit. Niissä tapauksissa, joissa yrityksestä myydään osia, on niille laskettava arvot erikseen. Pääomasijoittajat pyrkivät toisinaan yhdistelemään yrityksiä saavuttaakseen paremmat katteet liiketoiminnalle. Näissä tapauksissa yrittäjät saattavat hankkia pääomasijoittajien avustuksella kilpailevia yrityksiä osaksi omaa yritystään. Kilpailijan poisostamisessa markkinoilta yrityksen hinta saattaa olla korkeampi kuin muissa tapauksissa. Silloin yrityksestä voi hyvinkin maksaa enemmän, sillä tulevat tuotot ja markkinaosuuden kasvu ovat hyviä syitä maksaa yrityksestä yli tuottoarvon määrittelevä hinta. (Suomen yrityskaupat 2020.)

4.4 Rahoitusrakenne

Kun neuvotteluissa on edetty jo pidemmälle ja yrityksen arvosta on päästy sopuun alkavat neuvottelut siitä, kuinka rahoitus käytännössä ohjataan kohdeyrityksen käyttöön. Sijoittaja tekee usein kohdeyrityksen omistajille alustavan tarjouksen, josta rahoitusrakenne käy ilmi. Yrittäjä voi tämän jälkeen neuvotella asiasta mahdollisen neuvonantajan ja sijoittajan kanssa, jotta rahoitus tulisi yrityksen kannalta parhaalla mahdollisella tavalla yrityksen käyttöön. Pääomasijoitus on pääsääntöisesti omanpääomaehtoista, mutta myös niin sanottuja välipääomarahoituksia käytetään sijoitusta tehtäessä. Välipääomarahoitus tarkoittaa oman ja vieraan pääoman yhdistelmää. (PWC 2006, 26-27.)

Yleisin pääomasijoittajien käyttämä rahoitusmalli on rahan vaihtaminen kohdeyrityksen osakkeisiin. Kohdeyritys voi myydä osakkeitaan sijoittajalle kahdella tapaa. Ensimmäinen tapa on suunnattu osakeanti sijoitusyhtiölle, jossa lasketaan liikkeelle uusia osakkeita kohdeyrityksestä. Sijoittaja hankkii osakkeet maksamalla niistä merkintähinnan. Kun uusia osakkeita lasketaan liikkeelle, vaimenee yrityksen omistajien prosentuaalinen osuus yrityksestä, vaikka yrittäjä ei omia osakkeitaan myisikään. Osakkeista saadut rahat merkitään yleensä osakepääoman korottamisena tai varat merkitään kokonaan tai osittain sijoitetun oman pääoman rahastoon eli SVOP:iin. Mikäli osakkeella ei ole nimellisarvoa, voi-

daan osakepääomaa korottaa myös ilman uusien osakkeiden merkitsemistä. Tässä tapauksessa yhden osakkeen hinta nousee aikaisemmasta. Edellä mainitulla tavalla toimitaan vain siinä tapauksessa, kun kyseessä on vähemmistösjointus kohdeyritykseen. Buyout-ostoissa pääomasijoittajan hallinnoima holding-yhtiö hankkii koko yrityksen osakkeen. Mikäli pääomasijoittaja näkee, että entisen omistajan olisi syytä jatkaa yrityksessä mukana, voidaan sopia, että myyjä sijoittaa kaupasta saatuja rahoja takaisin holding-yhtiöön ja näin ollen tulee takaisin vähemmistöomistajaksi. (Lindblad 2014; Pääomasijoittajat ry 2019b, 17-18.)

Toinen tapa, joka on osa osakkeiden hankintaan kohdeyrityksestä, on antaa lisäksi optio-oikeuksia pääomasijoittajalle. Rahoitus järjestetään siten, että pääomasijoittaja hankkii sijoitushetkellä kohdeyrityksen osakkeita ennalta sovitulla valuaatiolla. Tämän jälkeen yrityksen kehittyessä voi tulla eteen toinen rahoituskierrös, jossa etsitään uusia sijoittajia. Toisella rahoituskierröksellä alkuperäinen pääomasijoittaja voi hankkia lisää yrityksen osakkeita aikaisemmin sovitulla hinnalla, joka on pienempi kuin sen hetkinen yrityksen arvo. Optio-oikeudella voi saada alkuperäisen valuaation korkeammaksi, mikä hyödyttää yrittäjää sijoitushetkellä. Mikäli yritys kasvaa kovaa vauhtia, saa sijoittaja lisää kohdeyrityksen osakkeita myöhemmin halvemmalla. Optio-oikeuksien käytöstä sijoittaja saa siis lisää osakkeita. Niistä maksettu hinta merkitään yrityksen omaan pääomaan tai SVOP:iin kokonaan tai osittain. (PWC 2006, 27.)

Rahoitus voidaan järjestää myös ns. välipääomarahoituksena, joka tarkoittaa oman pääoman ja vieraan pääoman sekoitusta. Yksi välipääomarahoituksen rakenne on vaihtovelkakirjalaina. Yrityksen ottaessa vaihtovelkakirjalainaa pääomasijoittajalta on kyseessä vieras pääoma, joka on siis velkaa sijoittajalle. Tämä velka täytyy maksaa sijoittajalle takaisin ennalta sovitulla ehdoilla. Vaihtovelkakirjalainassa on myös määritelty ehdot, joilla sijoittaja voi vaihtaa saamisiaan kohdeyrityksen osakkeisiin. Ehdoissa on sovittu kuinka paljon osakkeita lainan määrällä voi yrityksestä saada. Sijoittajan voi itse päättää käyttääkö se osakkeiden vaihto-oikeuttaan koko lainasummalla vai osittain. Lainan määrä pienenee sen mukaisesti, kun sijoittaja vaihtaa lainaamaansa rahaa osakkeisiin. (Lindblad 2014a.)

Toinen välipääomarahoituksen muoto on pääomalaina. Pääomalaina on rahoitusinstrumentti, joka merkitään taseeseen usein vieraaseen pääomaan omana eränään. Pääomalaina eroaa tavallisesta lainasta siten, että lainan korkoja voi maksaa vain siinä tilanteessa, kun yrityksellä on jakokelpoisia varoja. Lainan pääoman palauttaminen vaatii vahvaa tasetta. Yrityksen mennessä konkurssiin pääomalainalla ei ole samoja oikeuksia kuin velkojilla, jotka ovat rahoittaneet yritystä vieraalla pääomalla. Pääomalainan voi kuitenkin saada takaisin siinä tapauksessa, että velkojat ovat saaneet rahansa ja varoja on jäänyt

pääomallainan maksuun. Oma pääoma tulee viimeisenä maksettavaksi osakkeenomistajille. Muilta osin pääomallaina voi toimia esimerkiksi myös vaihtovelkakirjalainana eli sijoittajan niin halutessa hän voi vaihtaa koko pääomallainan tai osan siitä yrityksen osakkeisiin. Pääomallainan hyviä puolia yrityksen kannalta on se, että se lisää yhtiön vakavaraisuutta, koska lainan takaisinmaksua ja korkojen maksua on rajoitettu. Toinen tapa käyttää pääomallainaa on se, että olemassa olevaa velkaa muunnetaan pääomallainaksi sijoittajan avulla. Tämä helpottaa yritystä vaikeina aikoina erityisesti silloin, kun kasvuun tarvitaan enemmän yrityksen varoja. Yrityksen ei tarvitse silloin lyhentää tai maksaa lainan korkoja. (Lindblad 2014b.)

Rahoitusrakennetta mietittäessä täytyy pääomasijoittajan pohtia myös sitä, kuinka hän saa oman rahoituksensa kuntoon, jotta pystyy yrityskaupan kauppahinnan entisille omistajille maksamaan. Varsinkin buyout-ostoissa vakiintuneisiin kasvuyrityksiin kauppahinnat ovat niin suuria, että pääomasijoittajan ei ole järkevää, tai sillä ei ole kykyä sijoittaa pelkästään omalla pääomalla. Tällaisissa tilanteissa tulee vaihtoehdoksi leveraged-buyout (LBO), jossa pääomasijoittaja ostaa kohdeyrityksen käyttämällä suurta velkavipua. (Pajari-
nen, Rouvinen & Ylhäinen 2016, 46.) Pääomasijoittaja pyrkii saamaan lainan, jossa se käyttää ostettua yritystä lainan vakuutena. Tässä palataan yrityksen arvonnäyttykseen, sillä mikäli yrityksen kauppahinta on liian suuri, ei pääomasijoittaja saa lainaa pankista, joten yrityskauppa jää toteuttamatta. Kohdeyrityksen on tuotettava tarpeeksi, jotta pääomasijoittaja pystyy maksamaan lainan lyhennykset ja korot sijoitusaikana. (Yrityspörssi 2020.) Vähemmistö-sijoitukset tehdään yleensä suoraan yritykseen, jolloin pääomasijoittajasta tulee vähemmistöomistaja kohdeyritykseen. Näin ollen lainoja ei tarvitse yrityksen puolesta neuvotella uudestaan, koska kohdeyrityksen enemmistöomistaja ei vaihdu. (Pääomasijoittajat 2019b,17.)

4.5 Neuvotteluiden edistyminen ja alustava tarjous

Neuvottelujen edetessä korostuu keskustelu sijoittajan roolista kohdeyrityksessä. Pääomasijoittajat eivät tuo yritykseen pelkästään lisää pääomaa, vaan he auttavat yritystä myös muilla keinoin kehittymään suuremmiksi ja tuottoisammaksi. Sijoittajat haluavat lähes poikkeuksetta paikan kohdeyrityksen hallituksesta joko itselleen tai heidän nimittämälle edustajalleen. Toinen neuvoteltava asia on se, että mitä tapahtuu, jos yritys ei pääse sijoittajan ja omistajan yhdessä sovittuihin tavoitteisiin tai yritys ei pysty maksaa velkojaan. Neuvotteluissa sovitaan myös lopullisesta sijoittajan saamasta prosentiosuudesta yrityksestä. Tämä on sijoittajan kannalta paljon tärkeämpi tieto kuin osakkeiden absoluuttinen määrä. Lisäksi sovitaan, millä aikataululla sijoittajan on toimitettava sovittu summa yrityksen tilille tai omistajille. Maksetaanko koko summa kerralla vai saako yritys lisää sijoitettuja varoja tietyn ajanjakson umpeutuessa? Lopuksi sijoittajan ja yrittäjän on

sovittava, kuka maksaa due diligencen teettämisen yrityksen tilasta ja kuinka laajasti selvitys tullaan tekemään. (PWC 2006, 28.)

Kun kaikista asioista on päästy sopuun, pääomasijoittaja lähettää yrityksen omistajille tarjouksen, josta kaikki edellä mainitut seikat käyvät ilmi. Tässä vaiheessa sijoittaja ja yrityksen omistaja voivat solmia aiesopimuksen, joka tarkoittaa sitä, että sijoitus toteutuu, mikäli tulevassa yrityksen läpivalaisussa eli due diligencessä ei selviä mitään yllättävää. Jos kaikki menee hyvin due diligencessä eikä yrityksestä löydy mitään ongelmia, tehdään sopimus. Neuvotellut asiat kirjataan osakassopimukseen varsinaisen yrityskaupan yhteydessä. (PWC 2006, 28-27.)

4.6 Due diligence

Due diligence on vakiintunut englanninkielinen termi, jota käytetään yrityskauppojen yhteydessä. Sen voisi suomentaa ”huolellinen läpikäynti ennen ostoa”. (Åstrand 2020.) Due diligence -prosessin tarkoituksena on selvittää, että kohdeyritys on todellisuudessa siinä kunnossa, kuin se on yrityksen ostajille neuvotteluvaiheessa esitelty. Due diligence -prosessi on melko työläs ja se toteutetaan vain silloin, kun neuvotteluissa ollaan jo loppusuoralla. Due diligence kestää yleensä muutaman viikon. (Katajamäki 2019.) Prosessin tarkoituksena on selvittää yrityksen sen hetkinen tila läpikotaisin yrityksen eri osa-alueilla. Näin pystytään tunnistamaan mahdolliset riskit ja uhat, jotka liittyvät suunniteltuun yritysjärjestelyyn. (Grägg 2020.)

Ennen due diligence -prosessin alkamista sijoittajalla ja myyjällä voi olla tehtynä niin sanottu aiesopimus, joka tarkoittaa sitä, että mikäli prosessin aikana ei selviä mitään yllättävää, niin sijoitus toteutetaan ennalta neuvotellun sopimuksen mukaisesti. (Grägg 2020.) Tästä syystä onkin erityisen tärkeää perehtyä due diligencen aikana kohdeyrityksen taloudellisiin lukuihin, koska niiden takaa löytyy useimmiten kauppahintaan vaikuttavia tekijöitä. Enemmistökaupoissa kauppahinnan määrittäminen on vaikeampaa, joten varsinkin silloin taloudellinen due diligence on syytä suorittaa erittäin huolellisesti. Mikäli due diligencen aikana selviää jotain uutta yrityksen tilasta, joka ei ollut aikaisemmin osapuolien tiedossa, voi se vaikuttaa kauppahintaan tai neuvotteluehtoihin. Ostajalla on myös velvollisuus ottaa selvää ostokohteesta ja, mikäli due diligence -prosessi suoritetaan, katsotaan tämä velvollisuus täytetyksi. (Katajamäki 2019; Pääomasijoittajat ry 2018.) Ostajan selvitysvelvollisuus perustuu siihen, että yleensä lopullisessa kauppakirjassa viitataan due diligence -tarkastuksessa löytyneisiin seikkoihin, joten niihin ei voida vedota virheenä myöhemmin (Varho 2019).

Due diligence -tarkastuksen voi teettää joko ostaja, jolloin kyseessä on buy side due diligence, tai sen voi teettää myyjä, jolloin kyseessä on vendor due diligence. Myyjät käyttävät vendor due diligenceä tyypillisesti silloin, kun ostajaehdokkaita on monta ja yrityksestä syntyy niin sanottu huutokauppatilanne. Toinen syy myyjien käyttämään due diligenceen on tietää jo neuvotteluvaiheessa mahdollisista ongelmista, jotka voidaan selvittää mahdollisille ostajille hyvissä ajoin, joten ostajat eivät pääse oman due diligencensä jälkeen yrittämään laskea kauppahintaa yrityksestä. (PWC 2006, 29.) Teettäpä tarkastuksen kumpi tahansa puoli, on due diligence -prosesseja kovin erilaisia. Ne on jaoteltu yrityksen eri osa-alueille. Suomen yksi johtavista tilitarkastusyriyksistä KPMG tarjoaa yrityksille seuraavia due diligence -palveluja. (Grägg 2020.)

1. Taloudellinen due diligence (Financial due diligence)
2. Verotuksellinen due diligence (Tax due diligence)
3. Juridinen due diligence (Legal due diligence)
4. Henkilöstön due diligence (HR due diligence)
5. Eläkkeiden due diligence (Pensions due diligence)
6. Ympäristöasioiden due diligence (Environmental due diligence)
7. Kestävän kehityksen due diligence (Sustainability due diligence)
8. Operatiivinen due diligence (Operations due diligence)
9. Kaupallinen due diligence (Commercial due diligence)
10. IT-toimintojen due diligence (IT due diligence)
11. Teknologiaratkaisujen due diligence (Technology due diligence)
12. Tietoturvan due diligence (Cyber due diligence)
13. Hallinnon due diligence (Governance due diligence)
14. Pörssilistautumisen edellytysten selvitys (IPO readiness)
15. Forensic due diligence (Forensic due diligence)
16. Toiminnan asianmukaisuutta koskeva due diligence (Integrity due diligence)
17. Korruption vastainen due diligence (Anticorruption due diligence)
18. Kiinteistöjen due diligence (Real estate due diligence)
19. Vakuutusten due diligence (Insurance due diligence)

Due diligencen laajuus ja se, mistä kaikista osa-alueista se koostuu, riippuu yrityksen toimialasta ja koosta. Lisäksi laajuuteen vaikuttaa kaupan rakenne. Mikäli kyseessä on koko osakekannan ostos, siirtyy yritys pääomasijoittajalle sellaisenaan. Näin ollen due diligencen on oltava kattavampi kuin liiketoiminnan ostossa tai vähemmistöosakekannan ostossa. On pitkälti sijoittajan päätettävissä, mistä kaikista osa-alueista se haluaa due diligencen teetättää silloin kun kyseessä on buy side due diligence. Kaikkia kohtia ei ole järkevää tutkia kustannusten takia ja siitä syystä, että kaikki kohdat eivät koske kaikkia kohdeyrityksiä. (Myllynen 2020; Ruohola 2012.) Tyypillisimmät due diligence -prosessit pitävät sisällään ainakin taloudellisen, verotuksellisen, juridisen ja kaupallisen tarkastuksen (3J Partners Oy 2020).

Due diligence -prosessi vaatii valtavan työmäärän, joka voi monesti yllättää myyjän. Siksi olisikin suotavaa, että yrityksen tiedot olisivat hyvin järjestyksessä ja helposti saatavilla prosessin alkaessa. Kohdeyritys voi alkaa valmistautumaan due diligenceen jo hyvissä

ajoin yrityskauppa neuvottelujen alkuvaiheessa. Näin myyjä pystyy luovuttamaan tiedot nopeasti ja prosessi etenee jouhevammin. Tämä myös usein lisää luottamusta ostajan ja myyjän välillä. Ostajalle tulee sellainen olo, että yrityksessä asiat hoidetaan mallikkaasti. (Varho 2019.) Kun neuvottelut ovat edenneet jo pitkälle ja due diligence on alkamassa, tulee sijoittajan usein allekirjoittaa salassapitosopimus, mikäli sitä ei olla aikaisemmin tehty (Myllynen 2020).

4.7 Osakassopimus

Osakassopimukset ovat tärkeä osa pääomasijoitusprosessia. Sopimuksesta käyvät ilmi sijoituksen ehdot, eli se, miten sijoitus käytännössä toteutetaan (rahoitusrakenne), kuinka paljon osakkeita sijoittaja tulee sijoituksen yhteydessä saamaan. Pääomasijoittajaa ei varsinaisesti kiinnosta saatujen osakkeiden absoluuttinen määrä, vaan se, että kuinka suuren omistusosuuden hän saa koko yrityksen osakekannasta. Osakassopimukseen merkitään myös jo ostettujen osakkeiden lisäksi optio-oikeudet ja muut osakkeiksi mahdollisesti muuntuvat oikeudet, kuten esimerkiksi vaihtovelkakirjalainat ja pääomalainat. (Hannula & Kari 2007, 49-50.)

Osakassopimukseen kuuluu paljon muutakin kuin vain sopimus osakkeiden määrästä pääomasijoittajalle. Yksi tärkeä sovittava asia on se, että kuinka pääomasijoittaja varmistaa osallistumisensa päätösten tekoon kohdeyrityksissä varsinkin vähemmistösjoituk- sissa. Yleensä sijoittaja vaatii paikkaa yrityksen hallituksesta joko itselleen tai häntä edus- tavalle henkilölle. Toinen paikka, jossa sijoittaja pääsee osallistumaan tärkeisiin päätök- siin, on yhtiökokous, jossa kaikki osakkeen omistajat ovat oikeutettuja äänestämään yri- tystä koskevissa asioissa. Toisinaan sijoittajan osoittamalle henkilölle, joka toimii koh- deyrityksen hallituksessa, tulee ristiriitaisia tilanteita eteen. Hänen tulisi toimia osakassopi- muksen mukaan pääomasijoittajan hyväksi, mutta yrityksen etu ja sijoittajan etu eivät aina kohtaa päätöksiä tehdessä. Hallituksen on lain mukaan pyrittävä tekemään päätöksiä, jotka tuottavat osakkeenomistajille voittoa. Toisaalta pääomasijoittajalla voi olla muitakin tavoitteita, jotka on osakassopimukseen kirjattu. (Hannula & Kari 2007, 50.)

Osakassopimuksen mallin rakenne on vakiintunut. Suomen pääomasijoitusyhdistys ry on laatinut yleisen pohjan, jota pääomasijoittajat pääosassa käyttävät. Alla on Hannulan ja Karin (2007, 51) mukaan sopimuksen keskeinen sisältö.

1. Sopijapuolet
2. Sopimuksen tarkoitus
3. Yhtiön omistuksen jakautuminen (ja rahoitus)
4. Sopijapuolten vakuutukset
5. Yhtiökokous

6. Yhtiön hallitus
7. Toimitusjohtaja
8. Työntekovelvoite
9. Aineettomat oikeudet
10. Osakkaiden ansainta yhtiössä
11. Osakkeiden luovutukset
12. Kilpailukiello
13. Salassapito
14. Sopimusrikkomus
15. Sopimuksen voimassaolo
16. Sovellettava laki ja erimielisyyksien ratkaiseminen
17. Sopimuskappaleet
18. Allekirjoitukset
19. Liiteluettelo

Yllä lueteltujen asioiden lisäksi osakassopimukseen voidaan kirjata myös muitakin ehtoja. Ennen lopullisen sijoituksen tekemistä sijoittaja voi vaatia vielä tarkempaa läpivalaisua kohdeyrityksestä. Näin ollen osakassopimukseen voidaan kirjata lisää ehtoja sijoituksen toteutumisen edellytykseksi. Yrityksen läpivalaisuun liittyvät esimerkiksi due diligence -raportin teettäminen, tilintarkastuksesta sopiminen ja sijoittajan oikeus saada yrityksestä tietoa. Muita ehtoja voi olla esimerkiksi sijoittajan vaatima antidilutio-oikeus, joka tarkoittaa sitä, että sijoittajalla on oikeus säilyttää suhteellinen omistusosuus kohdeyrityksestä tulevilla rahoituskierröksillä. Lisäksi sijoittajan ja yrittäjän on sovittava sijoituksen yhteydessä syntyvien kulujen jakamisesta. Kuluja syntyy esimerkiksi due diligence -tutkimuksen teettämisestä. Pääomasijoittajalla on usein kriteereitä ja edellytyksiä, joiden täytyy täytyä, jotta sijoitus tehdään kohdeyritykseen. Sijoittajan asettamat tavoitteet yrityksen kehityksestä kirjataan osakassopimukseen. Sopimukseen kirjataan myös se, mitä tapahtuu, mikäli asetettuihin tavoitteisiin ei päästä. (Hannula & Kari 2007, 51-52.)

Viimeinen ja erittäin oleellinen asia pääomasijoittajan kannalta, joka merkitään osakassopimukseen, ovat sijoituksesta irtaantumisen ehdot. Pääomasijoitus tehdään aina määräajaksi eli sijoittajan ei ole tarkoitus jäädä yritykseen ikuisiksi ajoiksi. Vaikka sijoitus on määräaikainen, ei koskaan voida sanoa tarkalleen missä vaiheessa sijoituksesta irtaannutaan, koska irtaantumiseen tarvitaan uusi ostaja ja suotuinen tilanne markkinoilla, jotta yrityksen myymisestä saadaan voittoa. Osakassopimuksella pyritäänkin turvaamaan sijoittajan oikeus myydä omat osakkeensa sopivan ostajan ollessa niistä kiinnostunut. Lisäksi osakassopimuksella voidaan tarvittaessa velvoittaa muutkin osakkeenomistajat myymään omat osakkeensa pääomasijoittajan lisäksi. Tätä velvoitetta kutsutaan myötämyyntivelvoitteeksi (drag along), jossa pääomasijoittajan ollessa enemmistöomistaja hän voi velvoittaa muut osakkeenomistajat myymään omat osuutensa uuden ostajan löytyessä exit-vaiheessa. Toinen kohta, joka liittyy myös yrityksen myymiseen, ja on tärkeä osa osakassopimusta, on myötämyyntioikeus (tag along). Myötämyyntioikeus mahdollistaa vähemmistöosakkaan myymään omat osakkeensa samalla hinnalla kuin jokin toinen omistajista,

joka on neuvotellut omien osakkeidensa myynnistä uusille omistajille. (Hannula & Kari 2007, 52; Lindfelt 2017, 26.)

4.8 Prosessin päättäminen

Toisinaan due diligence -tarkastuksessa löytyy jotain uusia tietoja, jotka vaikuttavat kauppoihin. Silloin sijoittajan ja myyjän on neuvoteltava kaupan ehdoista uudestaan. Nämä tilanteet voivat olla raastavia tilanteita kaupan molemmille osapuolille. Tästä syystä onkin pyrittävä pitämään yllä rakentava ilmapiiri, jossa molemmat osapuolet pyrkivät löytämään ratkaisun, jolla kauppa saataisiin päätökseen. Kumpikaan osapuoli ei varmasti haluaisi vetäytyä kaupasta tässä vaiheessa prosessia, mutta niinkin voi käydä, jos syntyy sellainen umpikuja, josta ei päästä eteenpäin. (Kapanen 2016.)

Kun kaikki asiat on neuvoteltu ja sovittu, on aika tehdä lopulliset kauppakirjat yrityksestä. Sijoittajalla ja myyjällä on saattanut olla aiesopimus ennen due diligence -prosessin alkamista. Mikäli tarkastuksessa ei käynyt ilmi mitään sellaista, joka vaikuttaisi jo neuvoteltuihin ehtoihin, voidaan lopullisia kauppakirjoja laatia. (PWC 2006, 30.) Kaikki yritysostoa koskevat yksityiskohdat on syytä kirjata sopimukseen. Esimerkiksi se minä päivänä liiketoiminta lopullisesti vaihtaa omistajaa, ja minä päivänä rahat siirtyvät joko yrityksen tai entisen omistajan tilille. Itse allekirjoittaminen on määrämuotoinen tilaisuus, joka voidaan järjestää esimerkiksi rahoituslaitoksen tiloissa. (Kapanen 2016.) Yrityksen myyjien on syytä hakea lainopillista apua virallisten kauppakirjojen läpikäymisen tueksi. Heidän on ymmärrettävä kaikki ehdot ja juridiset seikat. (PWC 2006, 30.)

5 Tutkimuksen tulokset

Tutkimus suoritettiin kvalitatiivisella menetelmällä, jossa teorian pohjalta koostettiin kolme toista väittämää pääomasijoitusprosessiin liittyen. Väittämät käsittelivät vakiintuneeseen kasvuyritykseen tehtäviä pääomasijoituksia. Niitä tehtiin 2-3 aihealueesta riippuen. Aihealueet olivat prosessin käynnistyminen, liiketoimintasuunnitelma, kohdeyrityksen arvonnäytäminen, rahoitusrakenne, due diligence ja osakassopimus. Tarkoituksena oli selvittää, löytyykö enemmistö- tai vähemmistö-sijoituksia tehtäessä yleisiä eroja prosessin sisällä. Kyselyyn vastasi kaksi henkilöä. Ensimmäinen vastaaja työskentelee asianajotoimistossa. Hänellä on vuosien asiantuntijakokemus yrityskaupoista. Toinen vastaaja työskentelee yritysvälittäjänä. Työssään hän keskittyy yritysten myynti- ja ostotoimintaan. Molemmat vastaajat korostivat jokaisen pääomasijoitusprosessin ainutlaatuisuutta, josta johtuen kaikkiin väittämiin ei ole yhtä ja oikeaa vastausta.

Ensimmäisenä tutkimuksessa keskityttiin prosessin käynnistymiseen ja siihen, kuka ottaa ensimmäiseksi yhteyttä kaupan toiseen osapuoleen. Prosessi voi käynnistyä kolmella eri tavalla, jossa ensimmäisen kontaktin kaupan toiseen osapuoleen tekee joko yrittäjä, sijoittaja tai yrittäjän palkkaama neuvonantaja. Vastaajien mukaan enemmistö- tai vähemmistö-sijoituksella ei ole merkitystä prosessin käynnistymisen kannalta. Toinen vastaajista kuitenkin huomauttaa, että prosessin alkuvaiheessa aktiivisempi osapuoli on vahvemmassa asemassa neuvotteluissa. On siis tärkeää olla aloitteellinen ja aktiivinen hyvän lopputuloksen saavuttamiseksi.

Toisessa osiossa selvitettiin liiketoimintasuunnitelman merkitystä. Tutkittiin johdon ja omistajien mielipiteiden merkitystä liiketoimintasuunnitelman toimivuudesta enemmistö- ja vähemmistö-sijoituksissa. Lisäksi pyrittiin selvittämään sijoittajien mahdollisuutta liiketoimintasuunnitelman muokkaamiseen, mikäli sijoittajilla olisi eriäviä mielipiteitä kohdeyrityksen johdon tai omistajien kanssa. Ensimmäisen vastaajan mukaan liiketoimintasuunnitelmasta puhuttaessa enemmistö-sijoituksissa tulisi ennemmin puhua kasvustrategiasta. Sijoittajan täytyy vakuuttua kasvustrategian toimivuudesta ennen sijoituksen tekemistä. Lisäksi enemmistö-sijoituksissa pääomasijoittaja on vahvasti mukana strategian suunnittelussa ja jalkauttamisessa hallitustyön kautta. Ensimmäinen vastaaja on myös sitä mieltä, että vähemmistö-sijoituksissa korostuu johdon ja tiimin kyvykkyyden arviointi. Lisäksi myös vähemmistö-sijoittaja pystyy vaikuttamaan kasvustrategian sisältöön. Mikäli sijoittaja ei pääse strategiaan vaikuttamaan, voi sijoitus jäädä tekemättä. Toisen vastaajan mukaan sijoittajaa kiinnostaa aina liiketoimintasuunnitelman realistisuus ja sen toimivuuden arviointi. Kiinnostukseen ei ensisijaisesti vaikuta joko enemmistöosuuden tai vähemmistö-

osuuden hankkiminen kohdeyrityksestä. Toinen vastaaja on myös sitä mieltä, että toimivan johdon on aina laadittava liiketoimintasuunnitelma, jonka he esittävät yrityksen hallitukselle. Pääomasijoittaja saa usein paikan kohdeyrityksen hallituksesta sijoituksensa takia. Hallituksessa sijoittajat käyttävät valtaansa luottamalla toimivaan johtoon tai vaihtamalla sen. Operatiivisen toiminnan sijoittajat jättävät johdolle eivätkä he itse puutu siihen.

Kolmannessa osiossa keskityttiin kohdeyrityksen arvonmääritykseen ja siihen, vaikuttaako enemmistö- tai vähemmistösijoitus yrityksen arvonmääritykseen. Lisäksi tutkittiin arvonmääritystapaa ja sitä, vaikuttaako enemmistö- tai vähemmistösijoitus käytettyyn arvonmääritystapaan. Ensimmäisen vastaajan mielestä ei saisi yleistää sitä seikkaa, että enemmistösijoitusta tehtäessä kohdeyritys arvostettaisiin korkeammalle kuin vähemmistösijoitusta tehtäessä. On kuitenkin olemassa niin sanottu vähemmistöalennus, jossa kohdeyrityksen arvostamiseen vaikuttaa se seikka, että omistaja säilyy yrityksessä enemmistöosakkaana. Arvonmääritystapaan ei, ensimmäisen vastaajan mukaan, vaikuta se, onko kyseessä enemmistösijoitus vai vähemmistösijoitus. Yrityksen arvo pohjautuu enemmän tulevien kassavirtojen nykyarvoon. Substanssiarvoa ei käytetä muuten kuin niissä tilanteissa, joissa tuottoarvo jää alle substanssiarvon, mutta sijoittaja uskoo silti yrityksen tuottavan voittoa tulevaisuudessa. Toisen vastaajan mukaan enemmistö- tai vähemmistösijoitus ei vaikuta kohdeyrityksen arvonmäärittämiseen. Lisäksi sijoituksia tehtäessä edellytetään, että tuottoarvo ylittää substanssiarvon. Sijoitusten yleisin arvonmääritystapa on tuottoarvoon pohjautuva laskelma. Joissain tapauksissa sijoitettavat yritykset ovat niin huonossa kunnossa, että lähtötilanteessa substanssiarvo on lähempänä totuutta, mutta sijoittaja näkee yrityksessä potentiaalia. Näissä tapauksissa sijoituksen saa tehtyä edullisesti.

Neljännessä osassa tarkasteltiin kohdeyrityksen rahoitusrakennetta. Osiossa pyrittiin selvittämään, kuinka enemmistö- tai vähemmistösijoituksissa sijoitus käytännössä tehdään. Lisäksi selvitettiin sitä, tarvitseeko yrityksen lainoja neuvotella uudestaan yrityksen siirtyessä kokonaan uuteen omistukseen. Ensimmäisen vastaajan mukaan yleisin tapa enemmistösijoituksissa on 100% osuuden osto kohdeyrityksestä. Tässä tapauksessa kohdeyritys siirtyy kokonaisuudessaan sijoittajan omistamaan yhtiöön, jolloin syntyy konserni. Kauppahinta maksetaan kokonaisuudessaan myyjille. Mikäli myyjät halutaan pitää kohdeyrityksessä mukana, velvoitetaan heidät sijoittamaan osan kauppasummasta takaisin kohdeyritykseen. Tämä tapahtuu siten, että myyjä sijoittaa konsernin emoyhtiöön. Usein myyjä saa osuuden halvemmalla kuin on myynyt, sillä emoyhtiöllä on usein velkaa, joka laskee sen arvoa. Vähemmistösijoitukset tehdään usein suunnatulla osakeannilla, mutta myös muita vaihtoehtoja on. Ensimmäinen vastaaja on sitä mieltä, että lainojen uudelleen järjestely voi tapahtua, mutta ei välttämättä. Lainojen uudelleen järjestely ei liity siihen, että kyseessä olisi joko enemmistö- tai vähemmistösijoitus. Toisen vastaajan mukaan

sekä enemmistösijoitus että vähemmistösijoitus voidaan tehdä samalla logiikalla. Sijoitus toteutetaan esimerkiksi osakeannilla tai yritys myy vanhoilta osakkailta lunastamia omia osakkeitaan sijoittajalle. Toisen vastaajan mielestä sijoitus ei tuo muutoksia kohdeyrityksen lainoihin.

Viidennessä osassa käsiteltiin kohdeyrityksiin tehtäviä due diligence- tarkastuksia. Pyrittiin selvittämään, onko due diligence- tarkastuksen laajuudessa eroja silloin, kun yritykseen tehdään joko enemmistösijoitus tai vähemmistösijoitus. Toinen asia, johon keskityttiin, oli se, että onko due diligencen sisällössä yleisiä eroja enemmistö- tai vähemmistösijoituksissa. Ensimmäisen vastaajan mielestä toisinaan enemmistösijoituksiin tehdään laajemmat due diligence- tarkastukset, vaikka näin ei saisi olla. Vastaaja kuitenkin huomauttaa, että ammattimaiset vähemmistösijoittajat tekevät monipuoliset ja kattavat due diligencet aina sijoitusta tehtäessä. Ensimmäisen vastaajan mukaan molemmissa sijoitustavoissa kohdeyrityksen strategia, kilpailuedut, ihmiset ja liiketoiminnalliset kysymykset ovat tärkeimpiä. Vasta tämän jälkeen keskitytään yrityksen taloudellisiin lukuihin. Toisen vastaajan mielestä enemmistösijoituksissa tehdään kattavammat due diligence- tarkastukset kuin vähemmistösijoituksissa. Toisen vastaajan mukaan enemmistösijoitusta tehtäessä keskitytään enemmän lukuihin. Vähemmistösijoittaja tutustuu ennemmin yrityksen ihmisiin ja heidän osaamiseensa. Lisäksi vähemmistösijoittajaa kiinnostaa erityisesti osakassopimuksen sisältö.

Viimeisessä osiossa keskityttiin osakassopimukseen. Tässä osiossa tahdottiin selvittää, vaikuttaako enemmistö- tai vähemmistösijoitus osakassopimuksen rakenteeseen. Lisäksi selvitettiin myötämyyntivelvollisuuden ja myötämyyntioikeuden merkitystä osakassopimuksen kannalta. Molempien vastaajien mukaan osakassopimus on tärkeä sekä enemmistö- että vähemmistösijoituksissa. Ensimmäisen vastaajan mielestä taitavat vähemmistösijoittajat osaavat suojata asemansa yrityksessä osakassopimuksen avulla. Toinen vastaaja huomauttaa, että osakassopimus tulisi aina laatia, kun yrityksessä on enemmän kuin yksi omistaja. Ensimmäisen vastaajan mielestä myötämyyntivelvollisuuden ja myötämyyntioikeuden merkitys osakassopimuksessa on tärkeä. Kuitenkin kaikista tärkeintä on yrityksen edun huomioiminen osakassopimusta tehtäessä. Yrityksen etu ennen sijoittajien omia etuja tuo ensimmäisen vastaajan mukaan parhaita tuloksia. Toisen vastaajan mielestä sekä myötämyyntivelvollisuus että myötämyyntioikeus ovat tärkeimpiä asioita kirjattavaksi osakassopimukseen.

6 Pohdinta

Pääomasijoittaminen on Suomessa kasvava toimiala. Tilastoista on havaittavissa, että suomalaisiin yrityksiin virtaa vuosi vuodelta enemmän rahaa pääomasijoitusten muodossa. Suomalaisia pääomasijoittajia ja pääomasijoitusyhtiöitä on enemmän kuin ennen. Pääomasijoitustoiminnalla on kansantaloudessa kasvava merkitys. Kokeneet sijoittajat auttavat omalla ammattitaidollaan ja resursseillaan suomalaisia listaamattomia yrityksiä. Yritysten kasvaessa syntyy lisää työpaikkoja ja innovatiiviset yritykset lisäävät vientiä maailmalle. Pääomasijoittajat ry:llä on merkittävä asema sijoitusyhtiöiden järjestäytymisessä ja tiedonannossa sijoituksia haluaville yrityksille.

6.1 Johtopäätökset

Pääomasijoittaminen on verrattain nuori ala Suomessa, joten tutkimuksia ja materiaalia aiheesta ei ole liiaksi saatavilla. Käsitteet eivät ole vielä vakiintuneet riittävästi, jonka takia syntyy sekaannuksia puhuttaessa pääomasijoittamisesta ja siihen liittyvästä toiminnasta. Moni käsite tarkoittaa eri asioita eri ihmisille. Esimerkiksi kasvuyritykseen viitattaessa osa tarkoittaa startup-yritystä, jolla on kasvupotentiaalia. Toinen yhteys, jossa kasvuyritykseen viitataan, on jo vanhempi, merkittävää liiketoimintaa harjoittava yritys, jolla voi olla jo kymmenien miljoonien liikevaihto.

Pääomasijoitukseen johtavat prosessit ovat hyvin monivaiheisia. Prosessit ovat aina ainutlaatuisia ja niissä on paljon muuttujia. Tämä johtuu siitä, että jokainen kohdeyritys on erilainen ja jokainen pääomasijoittaja sijoittaa omalla tyylillään. Tutkimuksessa pyrittiin löytämään yleisiä eroja enemmistö- ja vähemmistösijoitusten välillä vakiintuneisiin kasvuyrityksiin. Kasvuyrityksellä tarkoitettiin tässä tutkimuksessa merkittävää liiketoimintaa harjoittavia yrityksiä, joilla on liikevaihtoa monia miljoonia. Tutkimuksen ulkopuolelle jätettiin startup-yritykset.

Tutkimuksen tuloksena ei voitu löytää selviä eroja, jotka pätsivät kaikissa tapauksissa. Tuloksista on huomattavissa, että prosessien eroavaisuudet eivät johdu yleisesti pelkästään tietyn osakekannan hankkimisesta. Yleisin ero, joka tutkimuksessa selvisi, oli enemmistö- ja vähemmistösijoituksen tekotapa. Enemmistösijoitus tarkoittaa useimmiten Buyout-sijoitusta, jossa pääomasijoittaja ostaa koko osakekannan. Sijoituksen jälkeen kohdeyritys siirtyy pääomasijoittajan hallinnoiman holding-yhtiön omistukseen. Myyjä saa sijoituksen yhteydessä kauppasumman itselleen. Vähemmistösijoitus suoritetaan useimmiten suoraan yritykseen suunnatulla osakeannilla. Myös muut rahoitusmuodot, kuten vaihtovelkakirjalainat tai pääomalainat ovat yleisiä vähemmistösijoituksissa. Tämä kyseinen

ero syntyy kuitenkin vain silloin, kun kyseessä on koko osakekannan osto eikä ainoastaan enemmistöosuuden hankinta.

Tutkimus suoritettiin siten, että teorian pohjalta koostettiin väittämiä, joita testattiin pääomasijoitustoiminnassa mukana olevilla ammattilaisilla, jotka toimivat neuvonantajan roolissa pääomasijoitusprosesseissa. Tuloksista selvisi, että teorian ja käytännön välillä on eroja. Lisäksi tämä seikka korostaa entisestään sijoitusprosessien ainutlaatuisuutta. Monet asiat voidaan hoitaa monella eri tavalla sijoitusprosessin aikana.

6.2 Tutkimuksen luotettavuus ja hyödynnettävyys

Laadullisen tutkimuksen luotettavuutta mitataan sen uskottavuudella ja yleistettävyydellä. Uskottavuudella tarkoitetaan sitä, että tutkijan käsitys ja tulkinta vastaavat tutkittavien käsityksiä aiheesta. Tutkittavilta tulisi pystyä tarkistamaan tulkintojen oikeellisuus. Tutkimuksen yleistettävyydellä tarkoitetaan sitä, että tutkimuksen tulokset ja päätelmät olisi pystyttävä yleistämään koko tutkittavaan ryhmään tai tilanteeseen. Tämä tarkoittaa sisäistä yleistettävyyttä. (Järvenpää 2.2.2006.)

Tutkimus suoritettiin sähköpostiin lähetetyllä lomakkeella, johon vastaajat vastasivat omat mielipiteensä väittämistä. Jälkikäteen ajateltuna tutkimus olisi ollut varmasti paremmin toteutettavissa kasvotusten keskustelemalla. Tällöin olisi syntynyt enemmän keskustelua ja aiheesta olisi päästy syvemmälle. Vastaukset olivat kuitenkin hyvin selkeästi kirjoitetut, joten olen varma, että ymmärsin vastaajien mielipiteet vastauksista. Näin ollen uskottavuus toteutuu mielestäni kohtalaisen hyvin, vaikka parempi lopputulos olisi ehkä saatu kasvotusten.

Toinen tutkimuksen luotettavuutta mittaava käsite on tutkimuksen yleistettävyys. Tutkimusta varten keräsin useista lähteistä teoriaa, jonka kautta rakensin väittämät. Teorian laajuus ja luotettavuus oli riittävällä tasolla, joten se puoltaa tutkimuksen yleistettävyyttä. Väittämiin vastasi kaksi eri henkilöä, joilla on vahva asiantuntemus kyseisestä aiheesta. Kokonaisuudessaan tutkimuksen voi hyvin yleistää kuvaamaan koko ryhmää ja tilannetta.

Opinnäytetyön viitekehys on koottu pitkälti lukuisista internet-lähteistä. Tämä johtuu siitä, että aiheesta ei löydy paljoa tuoretta kirjallisuutta. Toki muutamia kirjalähteitäkin on käytetty. Internet-lähteistä eniten sain tietoa Pääomasijoittajat ry:n kotisivuilta. Lisäksi aiheesta on kirjoitettu artikkeleita yritysmaailmaan keskittyviin verkkolehtiin ja pääomasijoittajien kotisivuille. Lähteitä käyttäessäni keskityin kirjoittajien ammattitaidon arvioimiseen ja julkaisuajankohtaan. Pyrin käyttämään mahdollisimman tuoreita lähteitä. Lähteiden poh-

jalta kootut väittämät olivat mielestäni hyvät. Väittämien avulla suoritettu tutkimus oli mielestäni hyvä tässä aiheessa. Väittämät auttavat rajaamaan vastauksia, jotta keskustelu tai vastaukset eivät leviä liian laajalle alueelle. Mielestäni se myös helpottaa vastaajien työtä, koska pelkät avoimet kysymykset enemmistö- tai vähemmistösijoitusten eroista eivät olisi tässä tutkimuksessa toimineet.

Tutkimusta ja siitä tehtyä raporttia voivat hyödyntää pääomasijoittamisesta kiinnostuneet oppilaat ja yrittäjät. Tietoa pääomasijoittamisesta on aika niukasti. Ala on kasvava, joten raportista on hyötyä pääomasijoitusta harkitsevalle yrittäjälle. Tuotoksesta saa lisätietoa pääomasijoitusprosessista. Raportti ei kuitenkaan mene kovin syvälle jokaiseen prosessin kohtaan, joten aiheesta on haettava lisätietoa. Lisäksi jokainen sijoitusprosessi on ainutlaatuinen, joka vaikuttaa tämän työn hyödynnettävyyteen.

6.3 Oman oppimisen arviointi

Pääomasijoittaminen oli aiheena erittäin mielenkiintoinen. Idean opinnäytetyöhön sain suuntautumisen rahoituksen kurssilla, jossa tein ryhmätyön aiheesta. Kun rupesin tutkimaan aihetta tarkemmin, huomasin, että pääomasijoittaminen on ajankohtainen ja kasvava ala Suomessa. Lisäksi huomasin, ettei pääomasijoittamisesta ole tehty useita opinnäytetöitä. Valitsemassani aiheessa minua kiinnosti erityisesti pääomasijoitukseen johtava prosessi. Mitä se pitää sisällään? Miksi joku yritys saa sijoituksen ja joku toinen jää ilman? Näitä kysymyksiä pyörittelin päässäni ja keskustelin aiheesta pääomasijoitustoiminnassa olevien ihmisten kanssa. Päädyin tutkimaan enemmistö- ja vähemmistösijoitusten eroja. Itse aiheessa minua ei kiinnosta niinkään enkelisijoittaminen ja startup-yritykset. Vakiintuneiden kasvuyritysten mahdolliset listautumiset ja kasvamisesta suuryrityksiksi ovat itselleni mielenkiintoisempia aiheita.

Asuin ja työskentelin suurimman osan opinnäytetyöprosessista ulkomailla. Tämän takia jouduin käyttämään lähteinä suurimmaksi osaksi internet-lähteitä ja e-kirjoja. Tämä rajasi painetun kirjallisuuden käytön aika minimiin, mutta onneksi valitsemastani aiheesta tuoreimmat lähteet olivat juuri internet-lähteitä. Opinnäytetyöprosessi kesti kokonaisuudessaan kahdeksan kuukautta. Vaikeinta oli työn suunnittelu ja aloittaminen. Aiheen selkiytyessä sain työtä hyvin eteenpäin. Pyrin tekemään työtä jatkuvasti pieniä määriä, jotta asiat ei unohtuisi eikä työ jäisi roikkumaan.

Prosessin edetessä tutkimusongelmani vaihtuivat. Huomasin, että alkuperäinen ideani oli liian laaja ja vaikeasti toteutettavissa. Tutkimusongelman vaihto ei kuitenkaan vaikeuttanut prosessin etenemistä eikä siitä aiheutunut takapakkia. Olin kirjoittanut tuossa vaiheessa teoriasta puolet. Jälkikäteen ajateltuna työtäni olisi voinut rajata vieläkin enemmän, jolloin

olisin voinut keskittyä vielä yksityiskohtaisemmin valitsemaani aiheen johonkin tiettyyn osaan. Kokonaisuutena olen kuitenkin tyytyväinen prosessiin ja koin sen olevan opettavainen.

Lähteet

- 3J Consulting Oy. 2015. Arvonmääritysopas. 3J Consulting Oy. Luettavissa: <https://www.hameenuusyrittyskeskus.fi/img/file.php?id=20695>. Luettu: 12.2.2020
- 3J Partners Oy. 2020. Yrityskaupan avainsanastoa. 3J Partners Oy. Luettavissa: <https://3j.fi/avainsanastoa/>. Luettu: 9.3.2020
- AFN Oy. 2014. Yritysten kilpailuympäristö ja asiakkaiden valinnanmahdollisuudet muuttuvat nopeasti – internet tuo maailman markkinat ja kilpailun myös pk-yritysten syyliin. AFN Oy Yritys- ja lakipalvelut. Luettavissa: https://www.afn.fi/?page_id=129. Luettu: 27.12.2019
- Compers, P. 1994. Rise and fall of venture capital. University of Chicago working paper. Luettavissa: <https://thebhc.org/sites/default/files/beh/BEHprint/v023n2/p0001-p0026.pdf>. Luettu: 28.12.2019
- Dubocage, E & Riavud-Danset, D. The development of venture capital in Europe – The role of public policy. Nomurafoundation. Luettavissa: https://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2014/09/20021203-04_Frederique_Sachwald_-_Dorothee_Rivaud-Danset.pdf. Luettu: 29.12.2019
- Etula Group. 2017a. Valuaatio ja siihen liittyvät käsitteet. Etula Group Oy. Luettavissa: http://etula.fi/rahoitus_ja_talous/valuaatio-ja-siihen-liittyvat-kasitteet/. Luettu: 29.1.2020
- Etula Group. 2017b. Valuaatiokuilu (Valuation gap) ja sen poistaminen. Etula Group Oy. Luettavissa: <http://etula.fi/sijoittaminen/valuaatiokuilu-valuation-gap-ja-sen-poistaminen/>. Luettu: 30.1.2020
- Etula, J. 2014. Osaamista, Verkostoja, Rahaa – opas enkelisijoituksen hakemiseen. FI-BAN. Saarijärvi. Luettavissa: https://www.fiban.org/uploads/7/8/5/7/78578870/opas_enkelisijoituksen_hakemiseen.pdf. Luettu: 4.1.2020
- Finnvera. 2019. Esittely – Finnvera lyhyesti. Finnvera. Luettavissa: <https://www.finnvera.fi/finnvera/tietoa-finnverasta/finnvera-esittely>. Luettu: 4.1.2020
- Grägg, C. 2020. Due diligence -selvityksessä punnitaan yritysjärjestelyn riskit ja mahdollisuudet. KPMG Suomi. Luettavissa: <https://home.kpmg/fi/fi/home/palvelut/neuvontapalvelut/yritysjarjestelyt/due-diligence.html>. Luettu: 8.3.2020
- Hakala, J. 2019. Selvitys. Selvitys valtion sijoitusyhtiöistä – Valtioneuvoston kanslia. Valtioneuvoston kanslia. Luettavissa: <https://vnk.fi/documents/10616/5661496/Selvitysmies+Jouni+Hakalan+selvitys.pdf/f4ebf997-38e1-d479-6933-bf61c05ebc42/Selvitysmies+Jouni+Hakalan+selvitys.pdf>. Luettu: 4.1.2020
- Hannula, A. & Kari, M. 2007. Osakassopimukset. WSOYpro. Helsinki.
- Heikkilä, T. 2019. Kolme sijoittajan tärkeintä tunnuslukua. Luettavissa: <https://www.sijoittaja.fi/64957/kolme-sijoittajan-tarkeinta-tunnuslukua/>. Luettu: 10.2.2020

- Järvenpää, E. 2.2.2006. Professori. Laadullinen tutkimus. Helsingin teknillinen yliopisto. Seminaariesitys. Helsinki. Luettavissa:
<https://www.cs.tut.fi/~ihtesem/k2007/materiaali/luento4.pdf>. Luettu: 26.4.2020
- Kapanen, A. 2016. Yrityskauppaprosessi 3/3: Sopimus ja päättäminen. Comset. Nordic Growth Oy. Luettavissa:
<https://comset.fi/fi/yrityskauppaprosessi-33-sopimus-ja-paattaminen/>. Luettu: 10.3.2020
- Katajamäki, T. 2019. Due diligence voi ratkaista yritysmyyntin toteutumisen. 3J Partners Oy. Luettavissa:
<https://3j.fi/2019/02/due-diligence-voi-ratkaista-yritysmyyntin-toteutumisen/>. Luettu: 8.3.2020
- Kontkanen, E. 2012. Pankkitoiminnan käsikirja. FINVA. Helsinki.
- Kotiranta, A, Pajarinen, M, Rouvinen, P & Sadeoja, S. 2018. Startupit kansantaloudessa. Taloustieto Oy. Helsinki. Luettavissa:
<https://www.sttinfo.fi/data/attachments/00477/2703ddf8-96d3-446b-a278-fbfe333354c1.pdf>. Luettu: 18.12.2019
- Kiljunen, M & Rikama, S. 2011. Sitä saa mitä tilaa. Kasvuyritysten monet muodot hämentävät. Tieto & trendit-lehti. Luettavissa:
https://www.stat.fi/artikkelit/2011/art_2011-11-01_002.html?s=0. Luettu:21.12.2019
- Lauriala, J. 2004. Pääomasijoittaminen. Edita. Helsinki.
- Lerner, J. 2013. Corporate Venturing. Harvard business review, october issue. Luettavissa:
<https://hbr.org/2013/10/corporate-venturing>. Luettu: 6.1.2020
- Lindblad, M. 2014a. Pääomasijoitus rahoituskeinona. Asianajotoimisto Lindblad & Co Oy. Luettavissa:
<https://lindblad.fi/paaomasijoitus/>. Luettu: 20.2.2020
- Lindblad, M. 2014b. Pääomalaina rahoitusmuotona. Asianajotoimisto Lindblad & Co Oy. Luettavissa:
<https://lindblad.fi/paaomalaina/>. Luettu: 25.2.2020
- Lindfelt, V. 2017. Osakassopimus – Lakimiehen laatima opas osakassopimuksen tekemiseen. Lakius Oy. Luettavissa:
<https://lakius.fi/wp-content/uploads/2017/04/Osakassopimusopas.pdf>. Luettu: 30.3.2020
- Lukkari, J. 2018. Etlä: Suomessa syntyy vuodessa sata startup-yritystä – vain yksi on onnistunut kasvamaan todella isoksi. Tekniikka & Talous. Luettavissa:
<https://www.tekniikkatalous.fi/uutiset/etla-suomessa-syntyy-vuodessa-sata-startup-yritysta-vain-yksi-yritys-on-onnistunut-kasvamaan-todella-isoksi/c3c049a4-9992-3b35-9bbe-a084878063d5>. Luettu: 18.12.2019
- Marttila, P. 18.12.2017. Corporate venturing: Liiketoiminnan kehitystyökalu on taas täällä! Directors' Institute Finland - blogi. Luettavissa:
<https://dif.fi/blogit/jasenblogit/corporate-venturing-liiketoiminnan-kehitystyokalu-taas-taalla/>. Luettu: 5.1.2020
- Myllynen, O-P. 2020. Due diligence -tarkastus. Andoms Lakiasiat Oy. Luettavissa:
<https://andoms.fi/yrityskaupat/due-diligence>. Luettu: 9.3.2020
- Möttölä, M. 2011. Etf ei sovi kaikkiin sijoituksiin. Analyysi. Morningstar Luettavissa:

<https://www.morningstar.fi/fi/news/83317/etf-ei-sovi-kaikkiin-sijoituksiin.aspx>. Luettu: 3.1.2020

Nordea 2017. Uusi Nordea Ventures investoi fintech-yrityksiin, lehdistötiedote. Nordea Bank Oyj. Luettavissa: <https://www.nordea.com/fi/media/utiset-ja-lehdistotiedotteet/press-releases/2017/11-29-13h30-uusi-nordea-ventures-investoi-fintech-yrityksiin.html>. Luettu: 6.1.2020

Nykopp, J. 2014. Yritystä perustamassa. T-lehti. Luettavissa: <https://t-lehti.fi/2014/05/13/yritysta-perustamassa/>. Luettu: 12.12.2019

Paasi, M. 11.6.2014. Korjaavatko pääomarahastot tuotot ennen muita? Säästäminen & Sijoittaminen. Nordnet - blogi. Luettavissa: <https://blogi.nordnet.fi/korjaavatko-paaomarahastot-tuotot-ennen-muita/>. Luettu: 12.12.2019

Pajarinen, M, Rouvinen, P & Ylhäinen, I. 2016. Kasvun nälkä – Pääomasijoitetut yritykset muutosagentteina. Taloustieto Oy. Helsinki. Luettavissa: <https://www.etla.fi/wp-content/uploads/Kasvun-Nalka.pdf>. Luettu: 3.4.2020

Pikespo Invest Oy. 2020. Vahvat juuret, vankka osaaminen. Pikespo Invest Oy. Luettavissa: <https://www.pikespoinvest.fi/>. Luettu: 11.3.2020

Powers, J. 2012. The history of private equity & venture capital. Corporate livewire. Luettavissa: <http://www.corporatelivewire.com/top-story.html?id=the-history-of-private-equity-venture-capital>. Luettu: 29.12.2019

PWC 2006. Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun. PricewaterhouseCoopers. Helsinki. Luettavissa: https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf. Luettu: 1.1.2020

Pääomasijoittajat ry 2018. Pääomasijoittajat kertovat, mikä ratkaisee sijoituspäätöksen startupiin ja kasvuyritykseen. Luettavissa: <https://paaomasijoittajat.fi/paaomasijoittajat-kertovat-mika-ratkaisee-sijoituspaatoksen-startupiin-ja-kasvuyritykseen/>. Luettu: 22.1.2020

Pääomasijoittajat ry 2019a. Pääomasijoittamisen merkitys Suomessa – kasvua, työtä ja hyvinvointia. Luettavissa: <https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/05/Paaomasijoittamisen-merkitys-Suomessa.pdf>. Luettu: 12.12.2019

Pääomasijoittajat ry 2019b. Näin haet pääomasijoitusta – opas yrittäjälle. Luettavissa: <https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2018/02/Nain-haet-paaomasijoitusta-opas-yrittajalle.pdf>. Luettu: 17.12.2019

Pääomasijoittajat ry 2019c. Kuinka löydän oikean pääomasijoittajan? Luettavissa: <https://paaomasijoittajat.fi/yrityksille/kuinka-loydan-oikean-paaomasijoittajan/#pk>. Luettu: 21.12.2019

Pääomasijoittajat ry 2019d. Tietoa meistä. Luettavissa: <https://paaomasijoittajat.fi/yhdistys/tietoa-meista/>. Luettu: 29.12.2019

Pääomasijoittajat ry 2019e. Pääomasijoittajat ry:n vuosikatsaus 2019. Luettavissa: <https://paaomasijoittajat.fi/yhdistys/jasenet/#jasenet>. Luettu: 3.1.2020

Pääomasijoittajat ry 2019f. Pääomasijoittaminen Suomessa H1/2019 Buyout. Tilasto. Luettavissa:

<https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/12/Buyout-sijoittaminen-Suomessa-H1-2019.pdf>. Luettu: 4.1.2020

Pääomasijoittajat ry 2019g. Pääomasijoittaminen Suomessa H1/2019 Venture Capital. Tilasto. Luettavissa:

https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/11/20191118_Venture-Capital-sijoittaminen-Suomessa-H1-2019.pdf. Luettu: 4.1.2020

Pääomasijoittajat ry 2019h. Mitä on pääomasijoittaminen? Luettavissa:

<https://paaomasijoittajat.fi/yrittajille/mita-on-paaomasijoittaminen/>. Luettu: 11.4.2020

Pääomasijoittajat ry 2019j. 2018 pääomasijoittaminen Suomessa – Buyout. Tilastoja varainkeruusta, sijoituksista ja irtautumisista. Tilasto. Luettavissa:

<https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2020/01/Buyout-Suomessa-2018-FINAL-irtautumiset-muokattu.pdf>. Luettu: 11.4.2020

Rekola, L. 2008. Pääomasijoitustoiminnan tuotot ja toimintaedellytykset: Suomen ja Yhdysvaltojen väliset erot. Pro Gradu. Tampereen yliopisto. Luettavissa:

<https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/80066/gradu03096.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Luettu: 29.12.2019

Ruohola, J. 2012. Ostettavan yrityksen tarkastus. Asianajotoimisto Lukander Ruohola HTO Oy. Luettavissa:

<https://www.lrhto.fi/artikkelit/yrityskaupat-ja-sukupolvenvaihdokset/ostettavan-yrityksen-tarkastus/>. Luettu: 5.4.2020

Sijoitustieto 2017. Sijoittajan sanasto. Luettavissa:

<https://www.sijoitustieto.fi/Sijoitussanasto>. Luettu: 5.4.2020

Suomen yrityskaupat 2020. Yrityksen arvonmääritys. Luettavissa:

<https://www.yrityskaupat.net/fi/ohjeita-yrityskauppaan/yrityksen-arvo/yrityksen-arvonmaaritys/>. Luettu: 12.2.2020

Taloustieto Oy. Yritystoiminnan rahoitus. Luettavissa:

<http://www.taloustieto.fi/lukiotext/1text607.html>. Luettu: 12.12.2019

Tilastokeskus 2019. Käsitteet. PK-yritys. Luettavissa:

https://www.stat.fi/meta/kas/pk_yritys.html. Luettu: 27.12.2019

YOM 2018. Yrittäjästä omistajaksi-testi. Visio yrityksen tulevaisuudesta ei ole yhtenäinen eikä strategia palvele omistajien tahtoa. Luettavissa:

<https://yrittajastaomistajaksi.fi/visio-yrityksen-tulevaisuudesta-ei-ole-yhtenainen-eika-strategia-palvele-omistajien-tahtoa/>. Luettu: 3.4.2020

Yrityspörssi 2020. Yrityskaupan rahoitus. Yrityspörssi - blogi. Luettavissa:

<https://www.yritysporssi.fi/blogi/yrityskaupan-rahoitus-509>. Luettu: 3.4.2020

Vake Oy 2020. Valtion kehitysyritys Vake Oy. Vake – sillanrakentaja. Luettavissa:

<https://vake.fi/perustehtava/>. Luettu: 4.1.2020

Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminta 2016. Startup-yritysten kasvun ajurit ja pullonkaulat. Luettavissa:

<https://tietokayttoon.fi/documents/10616/1034423/Startup-yritysten+kasvun+ajurit+ja+pullonkaulat/31152558-ae58-42ef-9cf0-e2483ec45bc1/Startup-yritysten+kasvun+ajurit+ja+pullonkaulat.pdf?version=1.0>. Luettu: 12.12.2019

Varho, K. 2019. Due diligence -tarkastus. Advanceteam Oy. Luettavissa:
<https://www.advanceteam.fi/blogi/2019/03/due-diligence-tarkastus/>. Luettu: 9.3.2020

Åstrand, C. 2020. Mitä due diligence tarkoittaa ja miksi se on yrityskaupoissa tärkeä? Talouselämä - blogi. Luettavissa:
<https://www.talouselama.fi/kumppaniblogit/bdo/mita-due-diligence-tarκοittaa-ja-miksi-se-on-yrityskaupoissa-tarkeaa/8be24e72-ec43-4135-92c9-03e81b69094e>. Luettu: 11.4.2020

Liitteet

Liite 1.

Tutkimuslomakkeen väittämät:

Prosessin käynnistyminen:

1. Prosessi voi käynnistyä kolmella tavalla, jossa ensimmäisen kontaktin kaupan toiseen osapuoleen tekee joko yrittäjä, sijoittaja tai yrittäjän palkkaama neuvonantaja.
2. Prosessin käynnistymistapaan ei vaikuta se, onko kyseessä enemmistö- vai vähemmistö-sijoitus.

Liiketoimintasuunnitelma:

3. Enemmistösijoituksessa pääomasijoittajat keskittyvät enemmän kohdeyrityksen johdon mielipiteisiin liiketoimintasuunnitelmasta, mutta vähemmistösijoituksissa painopiste on enemmän kohdeyrityksen omistajan mielipiteillä liiketoimintasuunnitelmasta.
4. Enemmistösijoituksessa pääomasijoittaja pystyy muokkaamaan liiketoimintasuunnitelman mieleisempään, mutta vähemmistösijoituksessa sijoittaja pystyy ainoastaan neuvomaan omistajaa liiketoimintasuunnitelmassa.

Kohdeyrityksen arvonmääritys:

5. Enemmistöosuutta yrityksestä hankittaessa kohdeyritys arvostetaan korkeammalle kuin vähemmistökaupoissa.
6. Vähemmistösijoitusta tehtäessä kohdeyritykset arvostetaan lähelle substanssiarvoa.
7. Enemmistösijoitusta tehtäessä yrityksen arvo pohjautuu esimerkiksi tuottoarvoon, joka on suurempi kuin substanssiarvo.

Rahoitusrakenne:

8. Enemmistösijoituksissa kyseessä on useimmiten yrityksen koko osakekannan tai liiketoiminnan osto kohdeyrityksen omistajilta, mutta vähemmistösijoituksissa sijoittaja sijoittaa suoraan yritykseen suunnatun osakeannin kautta.

9. Enemmistö-sijoituksissa yrityksen lainat täytyvät neuvotella uudestaan, mutta vähemmistö-sijoituksissa lainat pysyvät ennallaan yrityksen nimissä.

Due diligence:

10. Enemmistö-sijoituksissa due diligence on kattavampi kuin vähemmistö-sijoituksissa.

11. Enemmistö-sijoituksissa perehdytään tarkemmin yrityksen lukuihin, mutta vähemmistö-sijoituksissa keskitytään enemmän kohdeyrityksen ihmisiin ja heidän osaamiseensa viedä yritystä eteenpäin.

Osakassopimus:

12. Osakassopimuksen rakenteeseen ei vaikuta se, onko kyseessä enemmistö- vai vähemmistö-sijoitus.

13. Enemmistö-sijoituksissa osakassopimuksen yksi tärkeimmistä kohdista on myötämyyntivelvollisuuden liittäminen osaksi sopimusta, mutta vähemmistö-sijoituksissa myötämyyntioikeus on yksi tärkeimmistä sopimuksen kohdista.