

Alexi Kankaanranta

PÄÄOMASIJOITTAJIEN KRITEERIT KOHDEYHTIÖIDEN VALINNASSA

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Kandidaatintutkielma
Helmikuu 2024

TIIVISTELMÄ

Aleksi Kankaanranta: Pääomasijoittajien kriteerit kohdeyhtiöiden valinnassa
Kandidaatintutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden kandidaatti
Helmikuu 2024

Listaaamattomien yhtiöiden vähäisen raportointivelvollisuuden takia pääomasijoittajista ja listaamattomien yhtiöiden markkinasta on julkaistu niukasti tutkimuksia. Ajoittaiset suuret tuotot ovat kuitenkin 2000-luvulla saaneet myös tutkijat kiinnostumaan pääomasijoittamisesta. Pääomasijoittamista käsittelevä tutkimuskirjallisuus on keskittynyt suurimmilta osin arvonluontiin, sijoitusten tuottoihin ja kohdeyhtiöiden suoriutumiseen sijoitusajan jälkeen. Varsinainen pääomasijoittajien valintaprosessi sijoituskohteita etsiessä on jäänyt vähemmälle huomiolle.

Tämän tutkielman tavoitteena oli tutkia pääomasijoittajien kohdeyhtiöiden valintaprosessia ja selvittää, mitä valintakriteereitä pääomasijoittajat käyttävät ja painottavat kohdeyhtiöitä valitessaan ja mahdollisimman suuria tuottoja tavoitellessaan. Lisäksi tavoitteena oli tunnistaa mahdollisia erilaisten pääomasijoittajien tyyppejä ja analysoida, onko löydettävissä kullekin sijoittajatyypille ominaisia piirteitä. Tutkimuksessa havaittiin myös tekijöitä, joiden perusteella pääomasijoittajat kieltäytyvät sijoitusmahdollisuuksista. Aineisto koostui 22:sta tutkimuksesta, joiden poimintakriteereinä olivat vertaisarviointi, englannin kieli, sähköinen saatavuus sekä julkaisuvuosi aikaisintaan 2010. Aineisto haettiin kolmesta eri tietokannasta: Andorista, Business Source Ultimatesta sekä Google Scholarista.

Kuvailevana kirjallisuuskatsauksena toteutetussa tutkimuksessa nousi esiin kaikkien tutkimuksessa tarkasteltujen sijoittajatyypien vaatimukset ammattitaitoisesta ja kyvykkästä johdosta tai perustajatiimistä. Pääomasijoittajat voitiin jakaa karkeasti aikaisen vaiheen yhtiöihin sijoitaviin ja vakiintuneisiin liiketoimintoihin sijoitaviin sekä erilaisiin alaluokkiin, kuten bisnesenkeleihin, venture capital -sijoittajiin sekä private equity -sijoittajiin. Tulosten perusteella, mitä nuorempi kohdeyhtiö oli, sitä suurempi merkitys inhimillisellä pääomalla oli kohdeyhtiön valinnassa. Liiketoiminnan vakiintuessa myös yhtiön taloudelliset ominaisuudet, kuten yhtiön velkaisuus tai taseen pääomarakenne merkitsivät aiempaa enemmän sijoittajille. Kohdeyhtiön myytävään tuotteeseen tai palveluun kohdistuvat vaatimukset kilpailukyvystä sekä asiakkaalle tuotettavasta lisäarvosta olivat tärkeitä kaikille sijoittajille. Yhtiöiden kasvaessa ja vakiintuessa myös sijoitustuottojen komponentit muuttuvat, joka selittää myös sijoittajien muuttuvia kriteereitä yrityksen elinkaaren aikana.

Avainsanat: pääomasijoittaminen, private equity, venture capital, bisnesenkeli, valintakriteerit, kohdeyhtiö

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

Sisällysluettelo

| | |
|---|----|
| 1 JOHDANTO | 4 |
| 2 TEOREETTINEN VIITEKEHYS | 7 |
| 2.1 Pääomasijoittamisen periaatteet | 7 |
| 2.2 Arvonluonti | 9 |
| 2.3 Suoriutuminen | 10 |
| 2.4 Tutkimuksen keskeiset käsitteet..... | 11 |
| 3 TAVOITTEET, AINEISTO JA MENETELMÄT | 13 |
| 3.1 Tutkimuksen tavoitteet | 13 |
| 3.2 Aineisto ja menetelmät..... | 13 |
| 3.3 Tutkimusmenetelmään liittyvät rajoitteet..... | 15 |
| 4 PÄÄOMASIOITTAJIEN VALINTAKRITEERIT | 16 |
| 4.1 Yleistä | 16 |
| 4.2 Aikaisen vaiheen sijoittajat..... | 18 |
| 4.2.1 Bisnesenkelit | 18 |
| 4.2.2 Venture capital..... | 20 |
| 4.3 Vakiintuneen vaiheen sijoittajat..... | 22 |
| 4.3.1 Private equity yleisesti | 22 |
| 4.3.2 Kasvupääoma- ja yritysostorahastot..... | 26 |
| 4.4 Family officet..... | 27 |
| 4.5 Sijoitusmahdollisuuden hylkääminen | 27 |
| 5 POHDINTA JA JOHTOPÄÄTÖKSET | 29 |
| LÄHTEET | 32 |
| LIITTEET | 35 |

1 JOHDANTO

Pääsääntöisesti jokainen rationaalinen sijoittaja haluaa kasvattaa varallisuuttaan (Demaria, 2010, 5). Yksi mahdollinen sijoitustapa on pääomasijoittaminen, jolla tarkoitetaan yksinkertaisimmillaan listaamattomiin yrityksiin sijoittamista keskipitkällä tai pitkällä sijoitushorisontilla (Cendrowski, Petro, Martin & Wadecki, 2012, 4). Pääomasijoittamisen (engl. private equity, PE) markkina on kooltaan hyvin suuri ja McKinseyn (2023) raportin mukaan hallinnoitavien varojen arvo oli yhteensä 11,7 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria vuonna 2022.

Pääomasijoittajista ja niiden toiminnasta on 2000-luvulla julkaistu yhä enemmän tutkimuksia, joissa on tyypillisesti analysoitu pääomasijoittajien saamia tuottoja ja kohdeyritysten suoriutumista sijoitusajan jälkeen. Varsinainen sijoittajien toteuttama kohdeyritysten valintaprosessi on jäänyt tutkimuskirjallisuudessa vähemmälle huomiolle. Listaamattomiin yrityksiin ja kauppoihin ei yleensä kohdistu samanlaisia raportointivelvollisuuksia kuin julkisesti listatuilla yrityksillä, joten aiheesta ei ole kovin kattavasti saatavilla julkista tietoa.

Schwartz ja Maier (2020) tutkivat PE-sijoittajien ostokohteeksi päätyneiden aiemmin julkisesti listattujen yhtiöiden ominaisuuksia. Tutkimuksessa havaittiin, että pääomasijoittajien kohdevalintaan vaikuttavat sekä taloudelliset että operatiiviset tekijät. Esimerkkeinä tekijöistä olivat kohdeyrityksen matala velkataso, matala kannattavuus henkilöstömäärään suhteutettuna, matala käteisen ja käteiseen verrattavien omaisuuserien osuus taseesta sekä matalat oman pääoman ja koko pääoman tuotot. Tärkeitä olivat myös mahdollisuudet poistaa kohdeyhtiön tehottomuuksia. Pitkän sijoitusperspektiivin pääomasijoittajat olivat tulosten mukaan suosineet suuren taseen omaavia, voimakkaasti kasvavia yrityksiä. Riskiä hakevat sijoittajat olivat puolestaan keskittyneet esimerkiksi kohdeyhtiöiden oman ja koko pääoman tuottoon sekä kohdeyhtiön osakkeen korkeaan kaupankäyntivolyymiin (high trading turnover). (Schwartz & Maier, 2020, 104, 111–114.)

Osborne, Katselas ja Chapple (2012) vertailivat PE-sijoittajien sekä strategisten ostajien kohdeyhtiöiden eroavaisuuksia. He havaitsivat, että PE-sijoittajien sijoituspäätöksiin vaikuttivat enemmän yrityskohtaiset ominaisuudet kuin maakohtaiset tekijät. Yrityskohtaisista tekijöistä PE-sijoittajien ostokohteilla oli strategisten ostajien kohteita suurempi velanotto-kyky, matalampi osakkeen volatiliteetti ja matalammat pitkän aikavälin kasvuodotukset mitattuna M/B -tunnusluvulla, jossa yrityksen markkina-arvo jaetaan yrityksen kirjanpitoarvolla. Maakohtaisilla tekijöillä tarkoitettiin esimerkiksi lainsäädäntöä (legal indices), korkotasoa, korruption tasoa tai talouden syklin vaihetta. (Osborne, Katselas & Chapple, 2012, 385–386.)

Fidrmuc, Roosenboom, Paap ja Teunissen (2012) vertailivat myös PE-sijoittajien sekä strategisten ostajien ostokohteiksi päätyneitä yrityksiä. PE-sijoittajien kohdeyhtiöt olivat kannattavampia, niiden tutkimus- ja kehityskustannukset olivat matalampia, niiden markkina-arvo suhteessa kirjanpitoarvoon oli pienempi ja yhtiöillä oli enemmän aineellisia hyödykkeitä suhteessa koko taseeseen (Fidrmuc ym., 2012, 835).

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan pääomasijoittajien kohdeyritysten valintaprosessissa käytettäviä tekijöitä. Myös sen tutkiminen on tärkeää, sillä on ilmeistä, että mahdollisimman suuren arvonlisäyksen saavuttamiseksi kohdeyhtiön tulisi olla ominaisuuksiltaan sellainen, että siinä on sijoittajan näkökulmasta luotavissa lisäarvoa. Optimaalisen kohdevalinnan seurauksena sijoittajien ja kohdeyritysten resursseja voidaan kohdistaa tarkoituksenmukaisemmin ja tehokkaammin, jolloin tulokseton sijoituskohteen etsintä vähenee. Parempi ymmärrys sijoittajien tavoitteista, vaatimuksista ja mahdollisuuksista auttaa myös kohdeyhtiötä tekemään parempia liiketoimintapäätöksiä. Mahdollisesti sijoituskohteena oleva yhtiö voi esimerkiksi entistä paremmin järjestellä toimintojaan, jotta yritys houkuttaisi mahdollisimman paljon tavoiteltuja sijoittajia. Tämänkaltaisessa tilanteessa esimerkiksi yrityksen nykyiset omistajat voivat hyötyä taloudellisesti, mikäli yritys tulee pääomasijoittajan ostokohteeksi tehtyjen järjestelyjen ansiosta.

Tutkimusraportti jakaantuu viiteen päälukuun. Johdantoa seuraavassa luvussa esitellään tutkimuksen teoreettinen viitekehys sekä määritellään keskeisimmät käsitteet. Kolmannessa luvussa esitellään tutkimuksen aineisto, tutkimusmenetelmät sekä tutkimuksen yksilöidyt tavoitteet. Tuloksia käsittelevässä neljännessä luvussa tulokset esitellään sijoittajatyypeittäin. Viides luku sisältää tutkimuksen pohdintaosion sekä johtopäätökset.

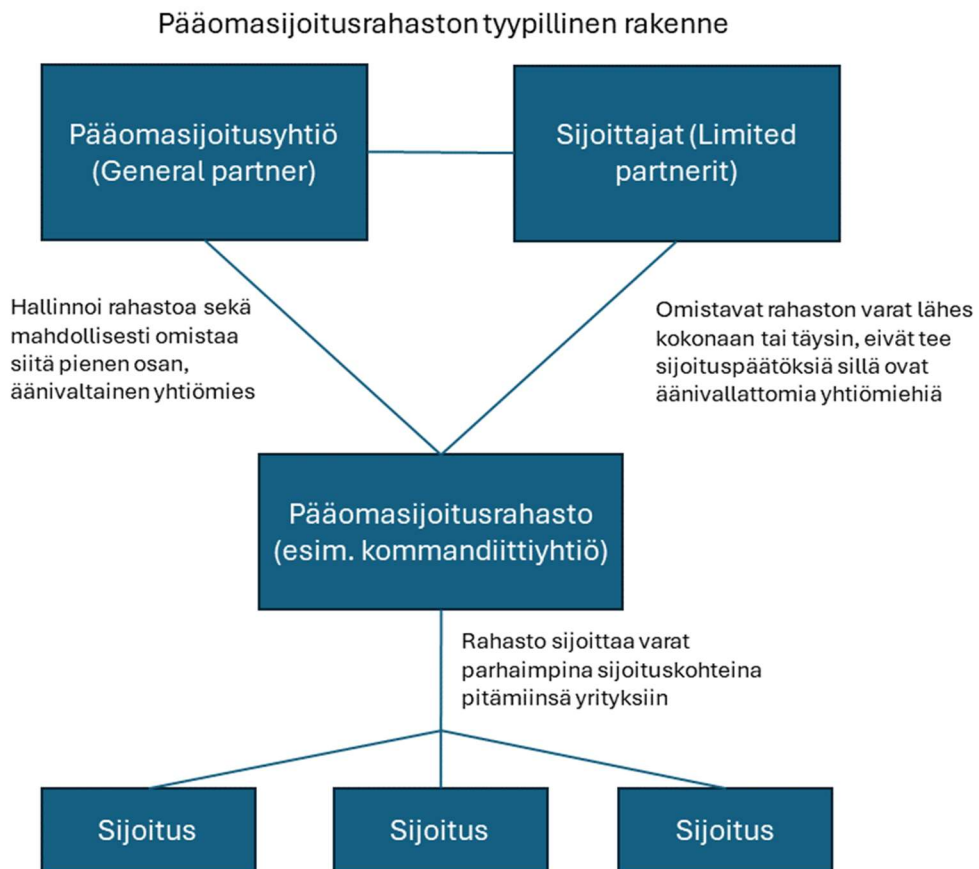
2 TEOREETTINEN VIITEKEHYS

2.1 Pääomasijoittamisen periaatteet

Pääomasijoittamisen laajaan määritelmään kuuluu esimerkiksi venture capital-sijoittaminen (VC), buyout-sijoittaminen sekä muita pääomasijoittamisen muotoja, kuten esimerkiksi enkelisijoittaminen ja sijoittaminen rahastojen rahastoihin. Enkelisijoittamisessa yleensä varakas yksityishenkilö sijoittaa yhtiöön, jonka liiketoiminta on vasta idean tasolla ja esimerkiksi myytävän tuotteen prototyyppi voi olla vielä kesken. Tämän vaiheen ohittaneisiin, mutta vielä alkuvaiheessa oleviin yrityksiin sijoittamista kutsutaan VC-sijoittamiseksi. Siinä yritykseen sijoitetaan vielä uutta pääomaa esimerkiksi liiketoiminnan kasvattamiseen. Buyout-sijoituksissa, jossa sijoituksen kohteena on jo liiketoimintansa vakiinnuttaneet yhtiöt, ei tuoda kohdeyhtiöön enää uutta pääomaa. Sijoittajan pääomat käytetään yleensä määräävän omistusosuuden hankintaan aiemmilta osakkeenomistajilta. Aiemmista tavoista poiketen buyout-sijoituksissa käytetään yleensä huomattavaa velkarahoitusta. (Cendrowski ym., 2012, 4, 20–22.)

Yleensä pääomasijoittaminen tapahtuu pääomasijoitusrahaston kautta, jonne on kerätty perustamisvaiheessa varoja eri toimijoilta. Myös suorat sijoitukset ilman välikätenä toimivaa rahastoa ovat yleistyneet huomattavasti sijoittajien tavoitellessa suurempia nettotuottoja (Fang, Ivashina & Lerner 2015, 176). Rahastoa hallinnoiva ja sijoituksista päättävä yhtiö toimii perinteisesti vastuunalaisena, äänellisenä yhtiömiehenä (General Partner, GP). Rahastoon sijoittaneet tahot (esimerkiksi yhtiöt tai yksityiset henkilöt) toimivat puolestaan äänettöminä (Limited Partner, LP) yhtiömiehinä. Varainkeruun jälkeen rahastolla on yleensä noin viisi vuotta aikaa sijoittaa saamansa varat ja rahaston takaisinmaksu on sovittu osapuolten kesken yleensä noin 10–12 vuoden päähän perustamisajankohdasta. (Kaplan & Schoar, 2005, 1793.) Rahastoissa tyypillisesti noudatetaan toimintamallia, jossa rahastoyhtiö (GP) perii kahden prosentin vuotuisen hallinnointipalkkion. Äänelliselle yhtiömiehelle jaetaan yleensä myös 20 prosentin osuus tuotoista, jotka ylittävät esimerkiksi ennalta määrätyn tuottotavoitteen. (Metrick &

Yasuda, 2010, 2310.) Edellä mainittu osuus tuotoista toimii kannustimena äänelliselle yhtiömiehelle, sillä rahaston menestys hyödyttää täten myös sijoituksista päättävää osapuolta. Näin ollen myös tilanteessa, jossa äänellinen yhtiömies ei itse ole sijoittanut pääomaa rahastoon, on kannustimia rahastonhoitoon. Korkeat kulut ovatkin herättäneet paljon kiistelyä siitä, onko omaisuusluokka siihen sijoittaville kaikkien kulujen arvoinen. Rahastot ovat yleensä yhtiömuodoltaan kommandiittiyhtiötä tai sitä läheisesti vastaavia, riippuen siitä missä maassa yhtiöt toimivat.



Kuvio 1. Pääomasijoitusrahaston tyypillinen rakenne. Mukailten Leleux, Van Swaay, & Megally, 2015, 28.

Pääomasijoittajat yleensä valitsevat sijoituskohteensa huolellisesti ja saattavat käydä läpi sata eri sijoituskohdetta tehdäkseen vain yhden sijoituksen (Leleux, Van Swaay & Megally, 2015, 53). Valintaprosessiin kuuluu siis huomattava määrä resursseja, kun yritykset pyrkivät tekemään myönteisen vaikutuksen sijoittajiin tai sijoittajat ottavat selvää kiinnostavista yrityksistä omatoimisesti ilman mahdollisen kohdeyhtiön omaa

myötävaikutusta. Täten sijoittajat käyttävät paljon aikaa perehtyessään myös sellaisiin yrityksiin, jotka eivät täytäkään sijoituskriteereitä.

Potentiaalisten sijoituskohteiden valinnassa on tärkeää, että sijoitusmahdollisuuksia on riittävän suuri määrä, joista voi valita parhaimmat. Hooke (2021, 61–62) toteaaakin, että menestyneellä yritysostorahastolla on aktiivinen verkosto, jonka kautta se löytää uusia sijoitusmahdollisuuksia. Verkoston ylläpitoon voi kuulua mm. rahaston suoramainontaa sähköpostilla, järjestelmällistä yhteydenpitoa alan henkilöihin esimerkiksi puhelinkeskusteluiden ja tapaamisten avulla sekä osallistumista alan konferensseihin. Suurin osa rahastonhoitajien tekemistä yritysostoista saa alkunsa jonkun toisen tahon suosittelun kautta, kuten esimerkiksi mahdollisen yritysostokohteen parissa työskentelevältä lakimieheltä, joka vihjaa yhtiöstä tutulle rahastonhoitajalleen. (Hooke, 2021, 61–63.)

2.2 Arvonluonti

Pääomasijoittaminen tarjoaa mahdollisuuden rahoittaa listaamattomien yritysten kehitystä ja samalla hyötyä siitä (Demaria, 2010, 5). Arvonluonti ei synny kuitenkaan itsestään. Leleux ym. (2015, 70) tunnistivat neljä keskeistä tapaa, joilla pääomasijoittajat voivat luoda lisäarvoa sijoitukselleen:

1. kehittää kohdeyrityksen operationaalista toimintaa
2. muuttaa kohdeyrityksen kasvu-uraa
3. hyötyä osto- ja myyntitietokannalla vallitsevasta talouden syklistä
4. hyödyntää aggressiivisesti velkarahoitusta toiminnassa

Operationaalista toimintaa voi kehittää mm. siten, että kohdeyrityksen toimintoihin tuodaan tarvittavaa fokuoitumista, asetetaan selviä tavoitteita yhtiölle sekä kannustetaan esimerkiksi johtoa suoritusperusteisilla palkitsemistavoilla. Yrityksen kasvuprofiilia muuttamalla myös yritykseen kohdistuvat kasvuodotukset nousevat, joka johtaa yrityksen arvostuskertoimien nousuun, vaikuttaen yrityksen arvonmäärittelyyn. Talouden syklistä hyötymisellä tarkoitetaan esimerkiksi ostojen ajoittamista heikkoon talouden sykliin,

jolloin maksettava hinta on oletettavasti matalampi. Samaa voidaan soveltaa vahvaan talouden sykliin, jolloin sijoituksen myyntihetkellä voidaan mahdollisesti hyötyä kohonneista arvostuskertoimista. Velan hyödyntämisellä arvoa voidaan luoda mm. vipuvaikutuksella tai verohyödyillä. Myös velanotossa mahdollisesti noudatettavat kovenantit toimivat hillitseväinä tekijänä yritykselle. (Leleux ym. 2015, 70.) Kovenanttien ansiosta esimerkiksi liian suuri velkaisuusaste voi nostaa jo saadun lainan korkoa.

Krysta ja Kanbach (2022, 211–228) havaitsivat kirjallisuuskatsauksessaan neljä roolia, joihin asettumalla PE-sijoittajat pyrkivät luomaan arvoa sijoitusperiodin aikana. Organisaation optimoijana PE-sijoittaja pyrkii vaikuttamaan yhtiön hallintoon ja suorituskykyyn. Tehottomuuksia poistamalla voidaan vaikuttaa operationaaliseen toimintaan ja yhtiön taloudenhallintaan. Kasvua voidaan mahdollistaa henkilöstöhallinnon kautta, jolloin esimerkiksi pyritään sitouttamaan henkilöstöä tai antamaan yrittäjälle vapauksia toteuttaa omaa visiotaan. Kohdeyrityksen strategiaa elvyttämällä pyritään muuttamaan yrityksen strategista suuntautumista esimerkiksi kasvuun tai innovaatioon. (Krysta & Kanbach, 2022, 211–228.)

2.3 Suoriutuminen

Edellä esitellyistä lukuisista arvonluontikeinoista ja mahdollisuuksista huolimatta varsinaiset pääomasijoittajien tuotot ovat jääneet eräänlaisen sumuverhon taakse. Harris, Jenkinson ja Kaplan (2014, 1851) toteavat, että pääomasijoittajien historiallista suoriutumista koskevaa epävarmuutta on ajanut muun muassa epätasainen tiedonanto pääomasijoittajien tuotoista sekä huolet saatavilla olevan aineiston laadusta. Harris ym. (2014) tutkivat pääomasijoittajien saamia tuottoja. PE-sijoittajien buyout-rahastot olivat yliperformoineet S&P 500 -indeksiä 80-, 90- ja 2000-luvulla kulut ja tuottopalkkiot huomioon ottaen. Vuotuinen ylituotto oli vähintään kolme prosenttia S&P 500 -indeksiin verrattuna. VC-rahastot olivat tutkimuksen perusteella rahaston koko eliniän aikana suoriutuneet listattua markkinaa merkittävästi paremmin 90-luvun loppuun asti, mutta alisuoriutuneet tämän jälkeen keskimäärin viisi prosenttia listattuun markkinaan verrattuna. (Harris ym., 2014, 1880–1881.)

PE- ja VC-sijoitusrahastojen suoriutumisen ajallista pysyvyyttä tarkastellessaan Braun, Jenkinson ja Stoff (2017, 290) havaitsivat rahastojen suoriutumisen pysyvyyden olevan aiempia havaintoja, kuten esimerkiksi Kaplanin ja Schoarin (2005), selvästi heikompa. Braun ym. (2017, 290) toteavat havaintojensa tukevan Sensoyn, Wangin ja Weisbachin (2014) tuloksia, jossa he havaitsivat PE- ja VC-yhtiöiden äänettömien yhtiömiesten saamien ylituottojen kadonneen. Matalan kilpailun ajanjaksoilla Braun ym. (2017, 290) havaitsivat todisteita suorituskyvyn pysyvyydestä, mutta markkinan vakiintuessa ja kilpailun kasvaessa pysyvyyttä ei enää havaittu. Suoriutumiseltaan ylimmän kvartiilin rahastoilla todennäköisyys hyvien tuloksien jatkumiseen oli riippuvainen markkinan kilpailullisuudesta. Huonosti suoriutuneilla rahastoilla tulokset säilyivät ennallaan markkinatilanteesta riippumatta. (Braun ym., 2017, 290.)

2.4 Tutkimuksen keskeiset käsitteet

Private equitylla (PE) tarkoitetaan riskipääomaa, jota ei ole noteerattu julkisella markkinalla (Wright ja Gilligan, 2020, 1). Termiä voidaan pitää eräänlaisena kattoterminä, johon kuuluu pääomasijoittaminen laajasti eri vaiheissa elinkaartaan oleviin yrityksiin. Demarian (2010, xviii) mukaan käsitettä *private equity* määritellään uudelleen jatkuvasti. Termejä LBO ja private equity käytetään Yhdysvalloissa ristiin siitäkin huolimatta, että LBO-transaktiot ovat vain yksi osa private equityn laajaa kenttää, joskin kuitenkin valtaosa siitä (Demarian, 2020, xviii). Edellä mainittu korostaa käsitteenmäärittelyn tärkeyttä kaikessa aiheita koskevassa tieteellisessä tutkimuksessa.

Tässä tutkielmassa hyödynnetään Wrightin ja Gilliganin (2020, 2) käyttämää yleisesti vakiintunutta käsitteenmäärittelyä, jossa private equitylla tarkoitetaan yritykseen sijoittamista sen elinkaaren myöhemmässä kehitysvaiheessa tai yrityksen ollessa jo vakiintunut yritys toimialallaan. Koko sijoituskentästä puhuttaessa käytetään pelkästään termiä pääomasijoittaminen, jotta englanninkielinen vastine private equity koko sijoituslajin kattoterminä sekä sen tietynä vaiheena pystytään erottamaan toisistaan.

Merkittävä osa PE-sijoituksista on erilaisia buyout-sijoituksia. Muita PE-sijoitusten tyyppisiä käsitellään myöhemmissä luvuissa.

Venture capitalilla (VC) tarkoitetaan varhaisen vaiheen yrityksiin sijoittamista ja se on yleensä private equityn vastakohta (Wright 2020, 2). VC-sijoittajat yleensä ostavat vähemmistöosuuden sijoituskohteena olevasta yrityksestä. Sijoittajien tarkoituksena on auttaa kohdeyrityksiä kasvamaan, jotta sijoittajat saavat riskeeraamalleen pääomalle mahdollisimman suuren tuoton. (Haislip 2010, 2.)

Bisnesenkelillä tarkoitetaan ”yksityishenkilöä, joka sijoittaa hänen omia rahojaan varhaisen kasvuvaiheen yrityksiin”. Erotuksena venture capitaliin enkelit sijoittavat omia rahojaan, kun taas venture capitalissa sijoitettavat varat ovat kerätty muilta tahoilta. Toinen merkittävä ero on se, että bisnesenkelit tekevät itse sijoituspäätöksensä. Venture capitalissa sijoituksista vastaavien osakkaiden komitea tekee sijoituspäätökset yhdessä. (Hargreaves 2013, 5.)

Divestoinneilla tarkoitetaan yhtiöiden tekemiä strategisia päätöksiä, joilla on tärkeitä vaikutuksia yhtiön kilpailullisuuteen ja kannattavuuteen (Kolev 2016, 179). Divestoinnit ovat muutoksia yhtiön omistamiin liiketoimintoihin esimerkiksi myymällä jonkin liiketoiminnan kokonaan tai vähemmistöosuuden siitä, tai eriyttämällä liiketoiminnan yhtiöstä kokonaan (Mulherin & Boone 2000, 121).

3 TAVOITTEET, AINEISTO JA MENETELMÄT

3.1 Tutkimuksen tavoitteet

Tämän tutkielman tavoitteena oli tutkia pääomasijoittajien kohdeyhtiöiden valintaprosessia. Yksilöity tutkimuskysymys oli ”Mitä valintakriteereitä pääomasijoittajat käyttävät ja painottavat kohdeyhtiötä valitessaan?”. Lisäksi tavoitteena oli tunnistaa mahdollisia erilaisia pääomasijoittajien tyyppisiä ja analysoida onko löydettävissä kullekin sijoittajatyypille ominaisia piirteitä. Käytettäviä kriteereitä tarkasteltiin sijoituspäätökseen tai sijoittamatta jättämiseen johtavan prosessin kaikissa vaiheissa, jolloin eri vaiheissa käytettävien kriteerien eroavaisuudet tulevat esille. Tavoitteena oli havaita myös tekijöitä, joiden perusteella pääomasijoittajat kieltäytyvät sijoitusmahdollisuudesta. Aihetta tutkiessa on mahdollista keskittyä joko siihen, mitä kriteereitä pääomasijoittajat ilmoittavat käyttävänsä tai tarkastella toteutuneita yritysjärjestelyitä ja pyrkiä löytämään niistä yhteisiä piirteitä. Tässä tutkielmassa tarkasteltiin valintakriteereitä sekä ilmoitettujen että toteutuneiden tekijöiden näkökulmasta.

3.2 Aineisto ja menetelmät

Tutkielma toteutettiin kuvailevana kirjallisuuskatsauksena. Aineisto haettiin kolmesta eri tietokannasta, joihin oli pääsy Tampereen yliopistolta: Andorista, Business Source Ultimatesta ja Google Scholarista. Mikäli Google Scholarista löytynyttä artikkelia ei päästy tarkastelemaan kokonaisuudessaan, haettiin artikkelia Andorista teoksen nimellä. Näin Google Scholarista löytyneitä tutkimukselle olennaisia aineistoja ei jäänyt käsittelemättä saatavuusongelmien vuoksi. Myös helmenkasvatusta käytettiin etsimällä aineistoon jo valittujen teosten lähdeviitteistä lisää tutkimukselle olennaisia teoksia. Aineiston poimintakriteereinä olivat englannin kieli, sähköinen saatavuus sekä julkaisuajankohta (julkaisut aikaisintaan vuodesta 2010 lähtien). Aineistoon hyväksyttiin vain vertaisarvioidut tutkimukset ja katsaukset. Tietokantojen valintaperusteluina olivat

niiden kattavuus ja luotettavuus. Vaatimuksilla vertaisarvioinnista ja tutkimusten uutuudesta pyrittiin tutkielmassa myötävaikuttamaan käsiteltävän aineiston ajankohtaisuuteen ja relevanttiuteen. Aineisto pyrittiin kokoamaan kattavasti, jotta tutkielma tarjoaisi mahdollisimman yleistettävät tulokset. Aineistossa käsiteltävien julkaisujen lopullinen valinta tehtiin tiivistelmien ja leipätekstien lukemisen sekä julkaisun pintapuolisen silmäilyn jälkeen. Suurien hakuosumien tapauksessa osumia kartoitettiin niin pitkälle, kunnes aineistoon soveltuvia osumia ei näyttänyt enää löytyvän. Edellä mainittujen kriteerien lisäksi aineistoon otettiin mukaan sellaiset tutkimukset, jotka arvioitiin olennaisiksi tutkittavan aihepiirin kannalta. Tutkielmassa ei tarkasteltu esimerkiksi pääomasijoitusrahastoon sijoittavien äänettömien yhtiömiesten valintakriteereitä rahastoille, joten niitä ei otettu aineistoon mukaan. Täten tutkielmassa keskityttiin varsinaiseen pääomasijoittajien ja kohdeyhtiöiden rajapintaan. Aineiston poiminnassa käytettävät hakusanat, tietokannat ja saatujen osumien lukumäärät ilmenevät taulukosta 1.

Taulukko 1. Hakupäiväkirja.

| <i>Hakusanat</i> | <i>Tietokanta</i> | <i>Osumat</i> |
|---|--------------------------|---------------|
| <i>"private equity" AND "investment criteria"</i> | Andor | 113 |
| <i>"private equity" AND "investment process"</i> | Andor | 353 |
| <i>"private equity" AND "screening"</i> | Andor | 4629 |
| <i>private equity AND investment criteria</i> | Business Source Ultimate | 47 |
| <i>private equity AND investment process</i> | Business Source Ultimate | 134 |
| <i>private equity AND screening</i> | Business Source Ultimate | 66 |
| <i>"private equity" AND "investment criteria"</i> | Google Scholar | 4060 |
| <i>"private equity" AND "investment process"</i> | Google Scholar | 8230 |
| <i>"private equity" AND "screening"</i> | Google Scholar | 24100 |

3.3 Tutkimusmenetelmään liittyvät rajoitteet

Edellä mainittujen hakukriteerien vuoksi on mahdollista, että aineisto ei sisällä tutkimuksia maantieteellisesti kattavasti. Vaatimus englanninkielisyydestä saattaa sulkea merkittävän osan esimerkiksi saksankielisistä tutkimustuloksista tutkielman ulkopuolelle. On myös mahdollista, että esimerkiksi maakohtaisten pääomasijoitusmarkkinoiden kokoihin suhteutettuna tietyt maat ylikorostuvat tai vaihtoehtoisesti saavat pienemmän painoarvon tarkastelussa. Alustavien aineistohakujen perusteella useat julkaistut tutkimukset ovat maakohtaisia ja saattoivat keskittyä esimerkiksi vielä voimakkaasti kehittyvään pääomasijoitusmarkkinaan, kuten Etelä-Afrikkaan. Myös toimialakohtainen painotus tutkielmassa voi poiketa esimerkiksi alojen todellisesta painoarvosta markkinoilla, mikäli tietyt alat ovat jääneet vähemmälle huomiolle käsitellyssä aineistossa. Tähän voi vaikuttaa myös tiettyjen toimialojen soveltuvuus tutkimuskohteina. Mikäli esimerkiksi toimiala on erittäin voimakkaasti säännelty, se on voitu jättää tutkimuksissa aineistojen ulkopuolelle esimerkiksi tulosten heikon luotettavuuden vuoksi.

4 PÄÄOMASIOITTAJIEN VALINTAKRITEERIT

4.1 Yleistä

Tulosten perusteella pääomasijoittajilla on tietyille sijoittajatyypeille ominaisia piirteitä, jotka ohjaavat sijoituskohteen valintaa. Kuitenkin oli löydettävissä myös yhteisiä tekijöitä, joilla oli merkitystä kaikille sijoittajatyypeille kohdeyhtiön valinnassa. Block, Fisch, Vismara ja Andres (2019, 329) havaitsivat, että yleisesti ottaen sijoituskohteiden seulonnessa korkea liikevaihdon kasvu, korkean lisäarvon tuova tuote tai palvelu sekä johdon aiempi menestys olivat merkittäviä tekijöitä valinnassa. Myös Zineckerin ja Rajchlován (2010, 645) mukaan vallitseva kriteeri yhtiölle sen kaikissa vaiheissa on yhtiön tuotteen tuoma lisähyöty asiakkaille sekä tuotteen selvä paremmuus muihin tarjolla oleviin tuotteisiin verrattuna.

Erilaisia pääomasijoittajien tyyppisiä luokittellessa on olennaista havainnoida myös rahoituksen vaiheet ja niiden yhteys kohdeyritysten elinkaarien vaiheisiin. Esimerkiksi Zinecker ja Rajchlová (2010, 643) hyödyntävät jaottelua, jossa yrityksiin tehtävät sijoitukset jaetaan omiin luokkiinsa suhteutettuna rahoituksen käyttötarkoituksen ja yrityksen elinkaaren vaiheen perusteella. Aikaisen vaiheen rahoitukseen kuuluvat yrityksen siemenrahoitus ja startup-vaihe. Siemenrahoitusta käytetään erityisesti mm. tutkimukseen ja varsinaisen liiketoimintakonseptin luomiseen. Startup-vaiheessa rahoituksen käyttötarve muuttuu ja rahoitusta käytetään esimerkiksi tuotekehitykseen ja varhaiseen markkinointiin. Yritykset ovat todennäköisesti olleet toiminnassa vasta vähän aikaa ja eivät vielä ole myyneet tuotettaan tai palveluaan kaupallisesti. Aikaista vaihetta seuraa myöhempi riskipääoman vaihe, jossa rahoitusta käytetään mm. jo operatiivisessa toiminnassa olevien yritysten laajentamiseen. Yritykset voivat tässä vaiheessa olla jo voitollisia tai tehdä nollatulosta. Tyypillistä tämän vaiheen rahoitukselle on, että kohdeyritys on jo aiemmin saanut VC-sijoittajilta rahoitusta ja nykyinen rahoituskierron on eräänlainen jatkumo aiemmalle. (Zinecker & Rajchlová, 2010, 643.)

Zineckerin ja Raichlovan (2010, 643) käyttämässä jaottelussa varttuneempien yritysten rahoitus kuului ”yritysostojen” buyout-vaiheeseen, johon sisältyy monipuolisesti erilaisia rahoituksen käyttötarkoituksia. Yleensä kohdeyritykseen ei enää tuoda ollenkaan uusia pääomia, vaan pääomasijoittaja ostaa yrityksen olemassa olevia osakkeita sen nykyisiltä osakkeenomistajilta. Merkittävimmät alaluokat tässä vaiheessa ovat äsken kuvatun lisäksi kasvu- ja käännerahoitus, johdon kanssa tehtävät transaktiot (management buy-in eli MBI ja management buyout eli MBO), julkisesti noteeratun yrityksen kokonaan ostaminen ja yksityiseksi vieminen, julkisesti noteeratusta yrityksestä osan ostaminen ilman yksityiseksi viemistä sekä muut velkaraioitteiset yritysostot, jotka eivät lukeudu aiemmin mainittuihin. Kasvurahoituksessa kohteena ovat yleensä verrattain vakiintuneet yritykset, jotka tarvitsevat rahoitusta esimerkiksi toimintojen laajentamiseen ja rahoitus on usein ensimmäinen yritykseen tehtävä private equity-sijoitus. Käännerahoituksessa tarkoituksena on esimerkiksi pelastaa ongelmissa oleva yritys. Johtoon liittyvissä transaktioissa rahoituksen käyttötarve jaetaan kahteen luokkaan. MBI-transaktiolla tarkoitetaan tilannetta, jossa pääomasijoittajan avulla yrityksen ulkopuolinen johtoryhmä ostaa yrityksen ja tulee samalla johtamaan yritystä. MBO-transaktiossa puolestaan yrityksen toimiva johto ostaa johtamansa yrityksen tai liiketoiminnan pääomasijoittajan avulla. (Zinecker & Rajchlová, 2010, 643.)

De Carvalho, Netto ja Sampaio (2014) vertailivat pääomasijoittamisen kehittymistä Brasiliassa tarkastellen vuoden 2004 ja 2009 tilastoja. Sijoitusehdotusten määrän tuplaantumisesta huolimatta analysoiduista esityksistä vain 5,5 % aiemman 17 % sijaan eteni tarkemman perehtymisen due diligence -vaiheeseen. Kyseiseen vaiheeseen päässeistä yrityksistä vuonna 2004 vain 25 % päätyi lopulta sijoituskohteeksi, kun taas vuonna 2009 osuus oli jo 54 %. Tämä todennäköisesti ilmentää sijoittajien parantunutta kykyä arvioida sijoituskohteita. (De Carvalho ym., 2014, 512.) Toisaalta Gompers, Kaplan ja Mukharlyamov (2016a, 463) havaitsivat eri PE-sijoittajia tarkastellessaan, että suuremmat ja vanhemmat PE-yhtiöt päästävät suuremman osan sijoitusmahdollisuuksista tarkemman arvioinnin vaiheeseen. Gompers ym. (2016a, 463) mukaan tähän vaikutti kolme tekijää: isompien ja vanhempien PE-yhtiöiden laadukkaammat sijoitusmahdollisuuksien hankintakanavat, suuremmat resurssit yritysten tutkimisessa sekä suuremmat rahastokoot, jolloin sijoitusmahdollisuuksien skaala on laajempi.

4.2 Aikaisen vaiheen sijoittajat

Kun tarkasteltiin elinkaarensa varhaisessa alkupäässä olevia yrityksiä sijoittajat keskittyvät erityisesti perustajatiimiin ja johtoon (Bernstein, Korteweg & Laws, 2017; Zinecker & Rajchlová, 2010; Gompers, Gornall, Kaplan & Strebulaev, 2020). Inhimillinen pääoma, johon mm. johdon ja tiimin ammattitaito lukeutuu, on tulosten perusteella tärkeä tekijä yrityksen menestymisen kannalta (Bernstein ym., 2017, 536). Alkuvaiheen sijoittajat ilmaisivat ehdottomaksi kriteeriksi pääoman arvonnousun maksimoinnin. Samalla merkittävimmät kriteerit myytävän tuotteen tai palvelun markkinalle olivat riittävän suuri kasvu ja tarpeeksi heikko kilpailu. (Zinecker ym., 2010, 645–648.) Mahdollisen sijoituksen taloudellista järkevyyttä ei siten unohdeta varhaisessakaan vaiheessa. Aikaisen vaiheen sijoittajilla, eli tyypillisesti bisnesenkeleillä ja venture capital- sijoittajilla, on kuitenkin myös eroavaisuuksia. Hsu, Haynie, Simmons ja McKelvie (2014) vertailivat bisnesenkeleitä ja VC-sijoittajia keskenään. He havaitsivat, että VC-sijoittajien ja yrittäjien tavoitteiden välillä olevien eroavaisuuksien takia VC-sijoittajat painottavat yrityksen ”taloudellista potentiaalia”, johon kuuluu nopea kannattavuuskäännö ja markkinatason ylittävä kannattavuus. Bisnesenkelit puolestaan painottivat sijoittajan ja yrittäjän välisen informaatioepäsymmetrian takia yrittäjän strategista valmiutta liiketoiminnan skaalaamiseen sekä yrittäjän intohimoa. Kriteereihin lukeutuivat yrittäjän vahvat suhteet yrityksen eri sidosryhmiä kohtaan, yrittäjän sitoutuneisuus sekä intohimoinen suhtautuminen yritykseen. Yhteiseksi tekijäksi VC-sijoittajilla ja bisnesenkeleillä tutkimuksessa havaittiin inhimillisen pääoman tärkeys, sillä esimerkiksi mitä kokeneempi yrittäjä on, sitä realistisempina yrittäjän tavoitteet koettiin ja sitä luotettavampana hänen tuottamansa informaatio nähtiin. (Hsu ym., 2014, 6–10, 18–21.) Havainto inhimillisestä pääomasta tukee myös tämän luvun alussa esitettyjen tutkimustulosten havaintoja.

4.2.1 Bisnesenkelit

Blockin ym. (2019) tutkimuksessa bisnesenkelit hallinnoivat muihin sijoittajaryhmiin verrattuna pienintä varallisuutta. Syy on kuitenkin yksinkertainen, sillä yleensä sijoitettavat varat ovat kokonaisuudessaan enkelin omia varoja. Tutkimuksen havaintojen

perusteella bisnesenkelit sijoittivat kaikista varhaisimman vaiheen yrityksiin, myös VC-sijoittajiin verrattuna. Sijoituspäätökset keskittyvät harvoin yhtiön kannattavuuteen, sillä yhtiö harvoin on tarpeeksi kypsä tekemään vielä voittoa. Tutkimuksessa enkelit eivät myöskään suosineet liiketoimintamalleja, joissa asiakkaat ”sidotaan” tuotteeseen tai palveluun sen korkeiden vaihtamiskustannusten avulla. Myös alkuvaiheen sijoitusten korkeaa epävarmuutta korostettiin ja yhdeksi riskin madaltamiskeinoksi nimettiin sijoittajien yhdessä toimiminen. Tutkimus vahvistaa aiemman tutkimuskirjallisuuden havaintoja siitä, että bisnesenkelit suosivat sijoittajien yhdessä toimimista useiden eri sijoittajien kanssa. Riskien todetaan korreloivan myös sijoittajan tuottojen kanssa ja bisnesenkeleillä olikin tutkimuksessa suhteellisesti eniten sijoituksia, jotka moninkertaistuivat yli kymmenkertaisiksi. Enkeleiden todetaan olevan myös perinteisesti vanhempia muihin sijoittajiin verrattuna ja omaavan enemmän kokemusta yrittäjyydestä, josta sijoitettavat varat ovat myös usein syntyneet. (Block ym., 2019, 338.)

Carpentier ja Suret (2015) tarkastelivat ryhmässä toimivien bisnesenkeleiden päätösprosessia kanadalaisessa kontekstissa. Ryhmään kuuluvat enkelit keskittyivät tutkimuksen perusteella erityisesti yrityksen markkinaan liittyvien riskien hallitsemiseen ja sijoitusstrategiaan, joka suosii lyhyempää sijoitusperiodia sekä kokeneempia yrittäjiä. Markkinaan liittyviin riskeihin vaikuttaa esimerkiksi markkinan kasvu ja koko. Yrittäjän kokemuksella oli huomattava merkitys mahdollisen sijoituspäätöksen kannalta. Yrittäjän kokeneisuus oli tutkimuksessa jaettu kolmeen luokkaan, jotka liittyivät toimialaan, johtamiseen ja startup-yrittäjyyteen. Kun johdolla oli kattava kokemus toimialasta, 26 % näistä yrityksistä koettiin hyväksyttäväksi sijoituskohteiksi. Vastaavasti kattavaa johtamiskokemusta tai kattavaa kokemusta startup-yrittäjyydestä omaavista osuudet olivat 33 ja 27 %. Mikäli yrittäjällä ei ollut kokemusta ollenkaan jostakin osa-alueesta, hyväksyttäväksi sijoituskohteiksi lukeutui vain 0–5 % vastaavanlaisista yrityksistä. (Carpentier & Suret, 2015, 808–809, 815–816.)

Yritysten ollessa vuorovaikutuksessa sijoittajien kanssa on olennaista, mitä esimerkiksi kohdeyhtiön edustajat viestivät potentiaalisille sijoittajille. Toisaalta tarvitaan myös ymmärrys siitä, miten sijoittajat suhtautuvat samaansa informaatioon. Zheng, Bai ja Cross (2021) tarkastelivat yhtiöiden viestimiä *signaaleja* ja samalla tarkastelivat niiden

vastaanottajia, eli pääomasijoittajia. Tutkimuksessa esitettiin, että sijoittajat ensin poimivat signaalien tiedot ja päättävät mitkä ovat niistä tärkeimpiä. Sen jälkeen he jäsentelevät muita signaaleja yhdessä tärkeimpien signaalien kanssa muodostaakseen paremman ymmärryksen yhtiöstä. Viimeisenä sijoittajat tarkastelevat kaikkien signaalien johdonmukaisuutta keskenään ennen lopullista sijoituspäätöstä. Tutkimuksessa havaittiin kaikkien haastateltujen bisnesenkeleiden pitävän perustajatiimin ominaisuuksista kertovia signaaleja tärkeimpinä, sillä niiden avulla he pystyivät parhaiten arvioimaan yhtiön näkymättömiä ominaisuuksia. Täydentävinä signaaleina pidettiin yrityksen toimia, kuten esimerkiksi yrityksen mahdolliset patentit tai tuote-esittelyt. Näidenkin signaalien kuitenkin ajateltiin täydentävän ja varmentavan bisnesenkeleiden tärkeintä kriteeriä: tiimin osaamista ja suorituskykyä. Signaalien johdonmukaisuutta arvioidessa enkelisijoittajat totesivat, että jatkuvuus perustajien taustan (esim. koulutus ja työkokemus) ja toimien välillä vähensi sijoittajien epävarmuutta ja kasvatti luottamusta sijoittaa yritykseen. (Zheng ym., 2021, 11–25.)

4.2.2 Venture capital

Venture Capital- ryhmään kuuluvilla pääomasijoittajilla, eli varhaisen vaiheen sijoituksia tekeviä toimijoita on tutkittu pääomasijoittajista eniten (Block ym., 2019, 330). He panostavat merkittävästi resursseja sijoitusmahdollisuuksien saamiseen (esimerkiksi verkostojensa kautta), sijoituskohteen valintaan ja sijoituksen jälkeen synnyttävään lisäarvoon. Tärkeimmäksi tekijäksi osana arvonluontia havaittiin sijoituskohteen valinta. (Gompers ym., 2020, 186.)

Kohdeyhtiön valinnassa venture capital -sijoittajat toistuvasti painottavat johdon ammattitaidon tärkeyttä. Etelä-Afrikkalaisia pääomasijoittajia tutkineet Portmann ja Mlambo (2013, 266) havaitsivat, että neljä kymmenestä tärkeimmästä kohdeyhtiölle asetetusta kriteeristä koskivat VC-sijoittajilla yrityksen tuotetta. Kuitenkin kolme tärkeintä kriteeriä koskivat kaikki jollakin tasolla yrityksen johtoa, eikä yksikään kymmenestä tärkeimmästä taloudellisia asioita (Portmann & Mlambo, 2013, 266). Marokkolaisia VC-sijoittajia haastatelleet Bouzahir ja ed-Dafali (2018, 158) kertoivat haastattelussa ilmenneestä toteamuksesta, joka kiteyttää VC-sijoittajien tahtotilan

osuvasti: ”*Preferoimme erittäin hyvää tiimiä keskinkertaisella projektilla verrattuna erittäin hyvään projektiin keskinkertaisella tiimillä*”.

VC-sijoituksissa havaittavaa informaation epäsymmetriaa vähentää mm. luotettavan kolmannen osapuolen sijoitus kohdeyhtiöön, positiivinen palaute ulkoisilta sidosryhmiltä (kuten liikekumppaneilta) sekä ulkoiset sertifikaatit. Myös kolmansien osapuolien suositukset vaikuttavat VC-sijoittajien sijoituspäätöksiin. (Bouzahir & ed-Dafali, 2018, 157–161.) Gompers, Mukharlyamov ja Xuan (2016b) havaitsivat tässä kuitenkin mahdollisia vaaroja. Heidän löytöjensä perusteella VC-sijoittajat, joilla on keskenään samankaltainen etninen, koulutuksellinen tai ammatillinen tausta, todennäköisemmin toimivat yhdessä. Tämänkaltainen mieltymys samankaltaisuutta kohtaan vähentää sijoitusmenestystä ja selkeimmät haitalliset vaikutukset ovat juuri alkuvaiheen sijoituksissa. Heidän tutkimuksessaan esimerkiksi kahden entisen kollegan yhteissijoituksella oli 22,5–26,4 % matalampi todennäköisyys menestyä verrattuna tapauksiin, joissa sijoittajat eivät olleet työskennelleet samassa työpaikassa. Suurin vaikutus oli samaa etnistä vähemmistöryhmää edustavien välillä, jolloin menestyksen todennäköisyys laski 26,4–32,2 %. Tärkeä huomio tutkimuksessa kuitenkin oli, että sijoittajien samankaltaisuudesta aiheutuvat ”kustannukset” syntyvät yleensä vasta sijoituksen pitoajan aikana. Näin ollen vaikutus ei näy vielä sijoituskohteen valinnassa ennen varsinaista sijoitushetkeä. (Gompers ym. 2016b, 635, 643–644.)

Kohdeyhtiötä valitessa moni sijoituskriteereistä voi olla osittain tulkinnanvaraisia, jolloin kiistatonta, numeerista arvoa esimerkiksi henkilön ominaisuudelle ei kyetä määrittämään. Vastaavasti yrityksen tilinpäätöksessä esimerkiksi taseen loppusumma on yleensä kiistaton. Esimerkiksi Zineckerin ym. (2010, 641) tutkimuksessa havaittiin kohdeyhtiön elinkaaren vaiheesta riippumatta pääomasijoittajien keskimääräistä suurempi painotus johdon ominaisuuksiin, kuten kokemukseen ja pätevyyteen. Kollmann ja Kuckertz (2010) selvittivät kyselytutkimuksella, kuinka luotettavasti VC-sijoittajat pystyvät näkemysensä mukaan arvioimaan annettuja sijoituskriteereitä kohdeyrityksistä. Sijoituskohteiden seulontavaiheessa VC-sijoittajien oli helpointa arvioida kattavasti, onko kohdeyhtiön tuote tai palvelu riittävän innovatiivinen sekä kohdeyhtiön sopivuus VC-sijoittajien sijoitusstrategiaan. Seulontavaiheessa ongelmallisiksi määriteltäviksi

ilmenivät yrittäjän sitoutuneisuus, yrittäjän johtamistaidot, markkinan hyväksyntä tuotteelle tai palvelulle sekä potentiaalinen tuotto sijoitukselle. Seulonnasta läpi päässeiden yritysten tarkemmassa arviointivaiheessa yrittäjän ominaisuuksiin liittyvät kriteerit eivät enää nousseet tutkimuksessa esille erityisen vaikeina arvioitavina. Markkinan hyväksyntä tuotteelle tai palvelulle sekä mahdollinen tuotto sijoitukselle olivat yhä vaikeita arvioitavia. Sijoitusprosessin viimeisessä vaiheessa, jossa mahdollisen sijoituksen tarkemmat ehdot sovitaan, edellä mainitut kaksi kriteeriä olivat vieläkin vaikeimmat arvioitavat. (Kollmann & Kuckertz, 2010, 744–747.)

Mishra, Bag ja Misra (2017) tutkivat intialaisten VC-sijoittajien valintakriteereitä ja havaitsivat, että merkittävin seulontakriteeri on tuotteen ainutlaatuisuus, kuten esimerkiksi korvaavien tuotteiden puute. Tutkimuksen perusteella VC-sijoittajien preferenssit ovat siirtyneet huipputeknologiaan ja korkean vaihtamiskynnyksen omaaviin tuotteisiin ja palveluihin. VC-sijoittajat etsivät samalla yrittäjätiimejä, jotka ovat hyvin sitoutuneita yhtiöönsä. Kohdeyhtiöiksi päätyvien yhtiöiden tulee sopia VC-sijoittajien strategiaan ja sijoittajat etsivät sijoitusmahdollisuuksia, joissa on otolliset sopimusjärjestelyt rajoittamaan negatiivisten lopputulosten riskiä. Myös alhainen hinta on tärkeä tekijä sijoitusmahdollisuuksia seulottaessa. (Mishra ym., 2017, 66.)

4.3 Vakiintuneen vaiheen sijoittajat

4.3.1 Private equity yleisesti

Heuristiikan roolia private equity -sijoittajilla kohdeyritysten seulontavaiheessa tutkineet Sinyard, Dionne ja Loch (2020) toteavat, että yksinkertaiset säännöt ohjasivat sijoittajia sopivien buyout-kohteiden seulonnassa. Kriteerit koskivat erityisesti yhtiön ominaisuuksia, asemaa toimialalla (industry involvement), johtoa ja nykyistä omistusrakennetta. Erilaiset ohjesäännöt pohjautuvat niiden helppoudesta ja vaivattomuudesta huolimatta esimerkiksi aiempiin kokemuksiin. Tämä vähentää PE-sijoittajan mahdollisia vinoumia. Tulosten perusteella PE-sijoittajat saattavat muuttaa kriteereitään, mikäli kohdeyhtiö toimii alalla tai maantieteellisellä alueella, johon PE-

sijoittajalla on jo sijoituksia. Tämänkaltaisessa tilanteessa tutkimuksen perusteella esimerkiksi yhtiön kotipaikkaa koskeva kriteeri ei ole välttämättä enää ehdoton. (Sinyard ym., 1241, 1250.)

Portmann ja Mlambo (2013) havaitsivat eteläafrikkalaisia PE- ja VC-sijoittajia tutkiessaan myös PE-sijoittajien pitävän kohdeyhtiön johtoon tai yrittäjään liittyviä ominaisuuksia tärkeimpinä. Tutkimuksessa havaittiin PE-sijoittajien välittävän VC-sijoittajia enemmän kohdeyhtiön taloudellisista ominaisuuksista. Vähiten tärkeää PE-sijoittajille oli tuotteen tai palvelun innovatiivisuus. (Portmann & Mlambo, 2013, 258, 272.)

PE-sijoittajien tavoittelemaa kohdeyhtiön pääomarakennetta tarkastelleet Gompers ym. (2016a, 460) havaitsivat mediaanitavoitteiksi sen, että kohdeyhtiöllä olisi 60 % velkaa suhteessa koko pääomaan ja velan määrän olisi neljä kertaa yrityksen käyttökateen verran. Esimerkiksi 80-lukuun verrattuna luvut ovat yllättävän pienet, jota voi selittää kyselyn toteutusajankohta, jolloin velan saatavuus ja yhtiöiden velkaisuus oli historiallista keskiarvoa matalammalla. Tutkimuksen yrityksistä merkittävä osa sijoitti myös kasvusijoituksiin, joissa velankäyttö on yritysostoja matalammalla tasolla. Tutkimuksessa havaittiin myös, että suuremmat ja vanhemmat PE-sijoitusyhtiöt pyrkivät sijoittamaan suurempiin yrityksiin, jotka pystyvät kantamaan enemmän velkaa. (Gompers ym., 2016a, 460.)

Dawson (2011) tutki PE-sijoittajien valintakriteereitä kohdeyhtiöille, jotka ovat perheyrityksiä. Tutkimuksessa havaittiin, että PE-sijoittajien päätökset perustuvat myös perheyhtiön aineettomille resursseille. Sijoittajat mielsivät mahdollisiksi kilpailuedun lähteiksi sen, että yrityksessä työskentelee muun muassa kokeneita perheenjäseniä. Tutkimuksessa viitattiin Sirmonin ja Hittin (2003, 339) tuloksiin, joiden mukaan kokeneet perheenjäsenet voivat tarjota yrityksen käyttöön esimerkiksi hiljaista tietoa ja sosiaalista pääomaa. Sijoittajat arvostivat myös perheeseen kuulumattomia johtajia. Tutkimuksessa viitattiin myös Dyerin (1989) tuloksiin, joiden mukaan perheeseen kuulumattomat johtajat voivat myötävaikuttaa perheyhtiön toiminnan

ammattimaistamista. PE-sijoittajien ja kohteena olevan perheyriksen välillä vallitsee informaation epäsymmetrian ongelma. Tutkimuksessa tuotiin esiin myös Chrismanin, Chuan ja Litzin (2004, 335) johtopäätökset, joiden mukaan ulkopuolisen on vaikea tietää etukäteen vastaavasta ongelmasta kyseisessä yhtiössä, joten PE-sijoittajat olettavat, että yhtiössä on jonkinlaisia agenttikustannuksia. PE-sijoittajien näkökulmasta perheyriksen ulkopuolinen johto viestii yrityksen halukkuudesta delegointiin sekä avautumiseen perheen ulkopuolisille toimijoille. (Dawson, 2011, 195–196.)

Innovaation merkitystä VC- ja PE-sijoittajien sijoituspäätöksissä tutkiessaan Maas, Steinhagen, Proksch ja Pinkwart (2020, 114) havaitsivat, että monet myöhemmän vaiheen sijoitusrahastoista keskittyivät yrityksen jo olemassa olevien prosessien ja toimintojen kehitysmahdollisuuksiin. Venture capital -sijoittajat keskittyivät vastaavasti enemmän kohdeyhtiön mahdolliseen uuteen tuotteeseen tai teknologiaan ja niiden kehittämiseen. Vaihtoehdot eivät kuitenkaan sulje toisiaan pois. Monella tutkimuksen PE- ja VC-sijoittajalla oli keskenään samoja kriteereitä. Etenkin myöhemmän riskipääoman (late-stage VC) ja kasvuun sijoittavien PE-sijoittajien välillä havaittiin olevan selvää päällekkäisyyttä toimintatavoissa. (Maas ym., 2020, 114, 119.)

Wilson, Amini ja Wright (2022) tarkastelivat pääomasijoittajien sijoituskohteiksi päätyneiden Isosta-Britanniasta tutkimukseen poimittujen yritysten ominaisuuksia. PE-sijoittajien havaittiin ostavan vakiintuneita yrityksiä, jotka ovat riittävän vanhoja ja suuria. Yrityksillä oli myös yleensä merkittävästi aineellisia hyödykkeitä. Kohdeyhtiöiden toimiala oli yleensä vakaa, yhtiöillä oli keskimääräistä vähemmän velkaa ja sijoituskohteeksi päätyneellä yhtiöllä oli yleensä keskittyneempi tuotetarjonta, esimerkiksi vain yksi tuote. Ominaisiksi riskipitoisempien sektoreiden yhtiöille havaittiin kehittyneet valmistusteknologiat tai vaihtoehtoisesti palvelusektorilla toimiville huipputeknologiaan lukeutuvat ratkaisut. PE-sijoittajien kohteiksi päätyneet yritykset olivat tutkimuksessa yleensä kassavirtaa tuottavia, kannattavia ja niiden kannattavuus suhteessa olemassa olevan velan korkokuluihin oli korkea. Yhtiöillä oli hyvät valmiudet ottaa lisää velkaa pääomasijoittajan mukaantulon jälkeen. Kohdeyrityksillä oli kuitenkin yleensä vähemmän omaa pääomaa ja niillä oli keskimääräistä alhaisempi tuottavuus. Tulokset vahvistavat hypoteesia, jossa PE-sijoittajien kohteena on ollut ja tulee olemaan

yrityksiä, jotka ovat vakiintuneita, joiden liiketoiminta ei vaadi syvällistä tietämystä (knowledge intensive sector), tuottavat kassavirtaa ja ovat voitollisia, mutta voivat hyötyä uudelleenjärjestelyistä tai pääomaruiskeesta. (Wilson ym., 2022, 156.)

Dwyer, Duncan ja Southam (2020) tutkivat pääomien kysyntää ja tarjontaa australialaisilla pienillä ja keskisuurilla yrityksillä. Havaitun perusteella 46 prosenttia australialaisista pienistä ja keskisuurista yrityksistä on kiinnostunut pääomasijoituksesta yhtiönsä, mutta vain pieni osa yhtiöistä täyttää pääomasijoitusyhtiöiden vaatimukset. Tärkeimpänä kriteerinä tutkimuksen pienillä private equity -yhtiöillä (small-scale private equity, SSPE) oli osaavaksi todettu johto, yhtiön tuloksen kasvattamismahdollisuudet sekä alakohtaiset vaatimukset kuten dominoiva tai hyvä markkina-asema. Tutkimuksen PE-yhtiöistä kenelläkään ei ollut alle miljoonan dollarin sijoituksia ja vain 13 % vastaajista ilmaisi voivansa harkita alle miljoonan dollarin sijoitusta, jos kohdeyhtiö kasvaisi tarpeeksi nopeasti. Syyksi kokovaatimukselle ilmaistiin muun muassa arviointiprosessin kustannukset, jotka olisivat liian suuret suhteessa mahdollisiin tuottoihin. Monet PE-yhtiöt näkivät myös noin 300–400 tuhannen dollarin vuosipalkan johtajille tärkeänä, jotta riittävän osaavia henkilöitä saataisiin palkattua yhtiön johtoon. Pienemmissä yhtiöissä johtajille maksattavat palkat olisivat liian suuria suhteessa yhtiön tekemään käyttökatteeseen. (Dwyer ym., 2020, 363, 368–374.)

Kaul, Nary ja Singh (2018) tutkivat yhdysvaltalaisen julkisesti listattujen teollisuusyritysten (manufacturing company) divestointeja, jotka PE-sijoittajat ostivat. PE-yhtiöt suosivat systemaattisesti kolmea eri ominaisuutta sijoituskohteessa. Toistuvat teemat olivat sijoituskohteen kuulumattomuus emoyhtiön ydinliiketoimintaan, kohdeyhtiön verrokkien suuremmat investoinnit tutkimukseen ja kehitykseen kuin kohdeyhtiön emoyhtiöllä sekä kohteen emoyhtiön heikot pitkän ajan kannustimet merkittävimmille johtohenkilöille. Viimeinen ominaisuus korostuu erityisesti kannustimien ollessa heikommat divisioonien johtajilla kuin emoyhtiön johtajilla. (Kaul ym., 2018, 1291–1293.)

4.3.2 Kasvupääoma- ja yritysostorahastot

Kasvusijoituksiin keskittyvät rahastot (GEF, growth equity fund) painottivat Blockin ym. (2019, 346) tutkimuksessa bisnesenkeleihin ja venture capital -sijoittajiin verrattuna enemmän painoarvoa kohdeyrityksen kannattavuudelle. Yleiseksi mieltymykseksi tutkimuksessa havaittiin myös liikevaihdon kasvu, sillä muihin verrattuna kohdeyrityksen liikevaihdon 20–50 % kasvu oli kasvuun keskittyvien rahastojen pääomasijoittajille tärkeämpää. Toisaalta kohdeyhtiön yli 100 % liikevaihdon kasvulle ei havaittu muista poikkeavaa suurempaa mieltymystä, toisin kuin tutkimuksen VC-sijoittajilla. Lisäksi havaittiin, että sijoittajat painottivat johdon hyvää aiempaa menestystä, kun taas muiden vartenotettavien sijoittajien läsnäololla ei juurikaan ollut merkitystä. Vähemmän merkitystä havaittiin olevan myös innovaatiokeskeisillä liiketoimintamalleilla ja tuotteen tai palvelun tuomalla lisäarvolla. (Block ym., 2019, 346.)

Blockin ym. (2019, 346) mukaan velkarahoitteisia yritysostoja (LBO, leveraged buyout) tekevät rahastot myös painottivat kohdeyrityksen kannattavuutta. Tutkimuksessa todettiin tämän painotuksen olleen merkittävä. Kasvusijoituksiin keskittyvien rahastojen tapaan LBO-rahastot antoivat pienemmän painoarvon innovaatiokeskeisille liiketoimintamalleille. Muihin sijoittajatyyppeihin verrattuna LBO-rahastojen havaittiin kiinnittävän muita merkittävästi vähemmän huomiota liikevaihdon kasvuun ja LBO-rahastot olivat liikevaihtoon ja kannattavuuteen liittyvien vaatimusten suhteen VC-sijoittajien vastakohta. Tutkimuksen perusteella LBO-rahastot sijoittivat todennäköisemmin jo valmiiksi kannattaviin yrityksiin. Kohdeyhtiön johdon merkitys oli LBO-rahastoilla matalampi, joka voi johtua esimerkiksi taipumuksesta vaihtaa yrityksen johtohenkilöt, mikäli he vaikuttavat epäsuorasti tehtäviinsä. Kasvusijoituksiin ja velkarahoitteisiin yritysostoihin keskittyvät rahastot erosivat toisistaan korkeaan kannattavuuteen liittyvien vaatimusten osalta. Kasvusijoittajien osalta tämä vaatimus oli matalampi, mutta velkarahoitteisten yritysostojen puolella suurempi. Myös johdon aiempi menestys oli kasvusijoittajille tärkeämpää ja kohdeyhtiön tuotteen tai palvelun tuoma lisäarvo vähemmän tärkeää verrattuna LBO-sijoittajiin. (Block ym., 2019, 346, 350.)

4.4 Family officet

Block ym. (2019) jakoivat sijoittajat eri luokkiin ja havaitsivat myös luokkakohtaisia eroja. Esimerkiksi sukujen varallisuuksia yhtiöiden kautta hoitavat ”family officet” painottivat kannattavuutta huomattavasti muita sijoittajatyyppejä enemmän ja vastaavasti korkeaa liikevaihdon kasvua muihin verrattuna vähemmän. Tutkimuksen mukaan family officet erottuivat muista ryhmistä pienemmällä hallinnoitavalla varallisuudella ja pienemmällä yhtiölle työskentelevien sijoitusammattilaisten määrällä. Yhtiölle työskentelevä sijoitusammattilainen oli myös yleensä keskimääräistä kokeneempi ja omasivat enemmän työkokemusta aloitusvaiheen yrityksistä sekä pienistä ja keskisuurista yrityksistä. Family officet eivät kuitenkaan profiloituneet minkään tietyn vaiheen aikaisiksi sijoittajiksi – heillä oli sijoituksia yritysten siemenrahoituksesta aina vakiintuneempiin yrityksiin. (Block ym., 2019, 342–346.)

4.5 Sijoitusmahdollisuuden hylkääminen

Yrityksille voidaan sijoituskriteereiksi määritellä esimerkiksi riittävän suuri liikevaihdon kasvu, mutta on tärkeää huomioida myös tekijät, jotka itsessään johtavat käsiteltävän sijoitusmahdollisuuden hylkäämiseen. Carpentier ja Suret (2015) tutkivat bisnesenkeleiden syitä kohdeyhtiön hylkäämiselle sijoituskohteena. Sijoituskohteiden esiseulonnessa mahdollinen hylkäämiskirje lähetettiin tutkimuksen mukaan nopeasti ja syinä olivat esimerkiksi liian aikaisen kehitysvaiheen kohdeyhtiö, väärä liiketoimintasektori, sijoitettavan summan väärä koko tai yhtiön kotimaa, joka on muu kuin Kanada (tutkimuksen bisnesenkelit olivat kanadalaisen bisnesenkeliryhmän jäseniä). Mahdollisten sijoituskohteiden seulontavaiheessa, jossa yritys ei ollut vielä päässyt pitämään edes esitystä sijoittajille, nousi esiin kolme syytä: ongelmat tuotteen ja mallin kanssa, kiinnostavan markkinan puute sekä kohdeyhtiön arvon määrittely, josta ei päästy yhteisymmärrykseen yhtiön edustajien kanssa. Tuotteeseen ja malliin liittyviin ongelmiin lukeutui esimerkiksi yhtiön strategia ja liiketoimintamalli, kilpailukyvyyn puute ja ulkopuolisen asiantuntijan tuottama negatiivissävyinen raportti. Yhtiön kohdemarkkina saattoi olla sijoittajan näkökulmasta liian pieni tai sen olemassaoloa ei ollut todistettu. Seuraavassa sijoitusprosessin vaiheessa, missä kohdeyhtiön edustajat olivat esitelleet

yrityksestä, suurin osa hylätyistä eivät olleet herättäneet tarpeeksi kiinnostusta sijoittajien keskuudessa. Yleisin syy tähän oli strategian tai liiketoimintamallin heikkoudet. Vielä tarkemman yrityksen esittelyn ja kohdeyhtiön perusteellisemmän analysoinnin vaiheissa syyt hylkäämiseen olivat yhä suurimmilta osin samat aiempiin verrattuna. Strategiaan ja liiketoimintamalliin, markkinan olemassaoloon sekä valuaatioon liittyvät ongelmat olivat yhä korostuneet. Viimeisessä vaiheessa, jossa kohdeyhtiöistä käydään tarkempia sopimusneuvotteluja sijoituksesta, suurin syy sijoituksesta kieltäytymiselle oli valuaatio. (Carpentier & Suret, 2015, 813–818.)

Epäsuorasti kohdeyritykseen liittyvät ominaisuudet, kuten johdon passiivisuus yritystä tutkivia sijoittajia kohtaan saattoivat johtaa sijoitusmahdollisuuden hylkäämiseen. Painoarvo tämänkaltaiselle yrityksen ”halukkuudelle” pääomasijoitusta kohtaan oli merkittävä ja tutkimuksen otoksen yrityksistä jopa 42,5 prosenttia hylättiin esimerkiksi johdon epämotivoituneisuuden tai passiivisen asenteen vuoksi. Vastapainoksi yrityksen ominaisuuksien, kuten taloudellisten tai kilpailullisten tekijöiden perusteella hylättiin suurin piirtein sama määrä yrityksiä. (Capasso, Faraci & Picone, 2014, 640–641.)

Tietyt merkit yritysten lähettämissä seulontavaiheen esittelydokumenteissa synnyttivät asenteellisia arvioita kohdeyrityksistä, kuten esimerkiksi aiempi PE-sijoittajan omistusosuus yhtiöstä. Useat private equity -ryhmät hylkäsivät kohdeyhtiön aiemman PE-omistuksen takia. Eräs haastateltu PE-sijoittaja ironisesti totesikin: ”*emme ole koskaan ostaneet yhtäkään menestynyttä yritystä private equity -yhtiöltä*”. (Sinyard ym., 2020, 1243.)

5 POHDINTA JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Kohdeyhtiön johdon tai esimerkiksi perustajatiimin ammattitaito on tulosten perusteella esimerkki tekijöistä, joilla on suuri vaikutus päätöksentekoon kaikilla eri pääomasijoittajien tyypeillä. Tutkimuksessa tarkastellut sijoittajat tavoittelivat kaikki sijoitukselleen mahdollisimman suurta arvonnousua, joten yleisellä tasolla sijoituksen arvonluontipotentialia voisi pitää kaikista tärkeimpänä kriteerinä. Kuitenkin yksityiskohtaisemmat kriteerit liittyvät kaikki jollakin tavalla arvonluontiin, sillä esimerkiksi suorituskyvyltään heikko johto ei välttämättä saa kehitettyä yhtiötä täyteen potentiaaliinsa. Johdon ominaisuuksien vaikutus valintaprosessiin oli tulosten perusteella sitä tärkeämpää, mitä aikaisemmassa vaiheessa omaa elinkaartaan yritys oli. Tämän perusteella voisi intuitiivisesti ajatella, että sijoittajien näkökulmasta johdon toiminnalla voi olla suurempi vaikutus sijoituksen lopputulemaan toimintansa alkuvaiheessa olevissa yrityksissä. Liiketoiminnan ollessa jo vakiintunut ja sen jatkuvuuden ollessa erittäin todennäköistä koko sijoitushorisontin ajan, johdon suoriutuminen ei enää määrää niin suurta osaa sijoituksen lopputuloksesta. Muut arvonluonnin komponentit, kuten esimerkiksi pääomankäytön tehostaminen saattaa olla vaikutukseltaan suurempi kuin ero keskinkertaisen ja erinomaisen johtajan välillä. Edellä mainitussa tilanteessa pääomankäytön tehostamiseen liittyviin kriteereihin olisi täten tärkeämpää kiinnittää huomiota kuin johdon ominaisuuksiin. Liiketoiminnan erittäin todennäköinen jatkuminen vähentää toisaalta myös sijoituksen riskiä. Myöhemmässä vaiheessa tehtävissä sijoituksissa käytetään kuitenkin huomattavasti enemmän velkaa, joka puolestaan lisää sijoituksen riskiä. Täten johdon merkitys myöhemmässäkin vaiheessa korostuu, koska liiketoiminnan madaltunutta riskitasoa ja toisaalta myös madaltunutta tuotto-odotusta kompensoidaan usein huomattavalla velanotolla sijoitusta tehdessä.

Mikäli sijoittajan näkökulmasta riittävän kyvykästä johtoa ei ole yhtiössä valmiina, sellainen voidaan tarpeen mukaan myös tuoda yhtiöön sijoittajan mukaantulon yhteydessä. Tämänkaltaista toimintatapaa ilmeni tulosten perusteella erityisesti PE-sijoittajien kohdalla, kun yritys oli jo vakiinnuttanut liiketoimintansa ja asemansa. Tuloksissa johdon osaaminen ja hyvä ammattitaito nostettiin vaatimuksina toistuvasti

esiin ja ne miellettiin jopa kriittisiksi ominaisuuksiksi. Tämänkaltaiset ominaisuudet, kuten ammattitaito tai johdon aiempi uramenestys ovat kuitenkin tulkinnanvaraisia käsitteitä, ja niitä määritteleviä komponentteja olisi tärkeää tutkia lisää. Tulevaisuudessa voitaisiin tarkastella esimerkiksi sijoittajien näkemystä johdon riittävästä ammattitaidosta tai työhistoriasta.

Osa kriteereistä perustui hyvin yksinkertaisiin tunnuslukuihin. Tulosten mukaan kaikille pääomasijoittajille oli tärkeää liikevaihdon riittävän suuri kasvu, joskin sen merkitys oli pienempi buyout-sijoittajilla. Sijoituksen on vaikeaa luoda huomattavaa arvonnousua, mikäli kohdeyrityksen liikevaihto eli myynnistä tulevat rahavirrat eivät kasva. Riittävä liikevaihdon kasvu ennen sijoitusta voi olla sijoittajille myös eräänlainen todiste sijoittajille liiketoiminnan elinkelpoisuudesta. Esimerkiksi pelkkä liiketoiminnan tehostaminen ilman liikevaihdon kasvun tuomia lisärahavirtoja ei todennäköisesti riittäisi kompensoimaan sijoituksen riskiä ja tuottovaatimusta. Aikaisemman vaiheen yrityksissä liikevaihdon lähtötaso on yleisesti ottaen sen verran matala, että tehostamisesta saatavat hyödyt jäisivät yksinään liian pieniksi. Suurissa ja vakiintuneissa yhtiöissä ilman merkittävää liikevaihdon kasvuakin muut lisäarvon luomisen keinot voivat riittää tavoitellun sijoitustuoton saavuttamiseen, joka tukisi havaintoa liikevaihdon vähemmästä merkityksestä esimerkiksi LBO-sijoittajilla.

Mahdollisen sijoituskohteen valinnassa myös yrityksen liiketoiminnan perusta, eli myytävä tuote tai palvelu olivat määrävässä asemassa sijoituspäätöstä tehdessä. Tuotteen tai palvelun tuoma lisäarvo asiakkaalle sekä sen kilpailukyky olivat tuloksissa jatkuvasti esiin nousevia tekijöitä. Erinomaisen tuotteen tai palvelun voi ajatella myös vähentävän sijoituskohteen olevan liiketoiminnan riskiä ja lisäävän yhtiön kasvumahdollisuuksia. Mahdollisesti sijoittaja voisi joustaa kriteereissään esimerkiksi liikevaihdon aiemman kasvun osalta, mikäli näkee yhtiön tuotteessa tai palvelussa riittävästi potentiaalia.

Tuloksissa PE-sijoittajia käsittelevät tutkimukset keskittyivät yleisesti ottaen buyout-sijoituksia tekeviin toimijoihin. Buyout-sijoituksia käsiteltiin tuloksissa esitellyissä tutkimuksissa usein yhtenä ryhmänä, eikä tarkempaa jaottelua buyout-sijoitusten

alalajeista käytetty. Esimerkiksi MBO- tai MBI-transaktioita erottelevia tuloksia ei tässä tutkielmassa erikseen käsitelty.

Lopuksi voidaan todeta, että pääomasijoittajat voidaan jakaa yrityksen kehitysvaiheen mukaan joko alku- tai vakiintuneen vaiheen sijoittajiin. Yhtiöiden kasvaessa ja vakiintuessa myös tuoton komponentit osittain muuttuvat, joka selittää myös sijoittajien muuttuvia kriteereitä tai niiden painotuksia yrityksen elinkaaren aikana. Alkupäässä toimivat omaa varallisuuttaan sijoittavat bisnesenkelit sekä muiden tahojen varoja sijoittavat VC-rahastot. Liiketoiminnan jo vakiinnuttua tai sitä vielä laajennettaessa sijoittajatyyppejä, jotka lukeutuvat private equity-sijoittajiin, ovat yrityksen kasvattamiseen keskittyneet rahastot ja velkarahoitteisia yritysostoja tekevät rahastot. Perheiden tai sukujen varallisuutta hallinnoivat yhtiöt, family officet, suosivat tulosten perusteella jo vakiintuneita liiketoimintoja, mutta sijoittavat myös alkuvaiheessa oleviin yrityksiin. Myös suorat pääomasijoitukset ovat mahdollisia esimerkiksi family officen toimesta. Institutionaalisilla sijoittajilla, jossa varat ovat muiden kuin rahastonhoitajan itsensä, äänettöminä yhtiömiehinä olevien sijoittajien nettotuottoja pienentää esimerkiksi hallinnointi- ja tuottosidonnaiset palkkiot. Pääomasijoitusrahastojen tuleekin siis suoriutua julkista markkinaa paremmin, jotta niihin sijoittaminen on perusteltua kuluista huolimatta. Tuloksissa kohdeyhtiön valinta havaittiin yhdeksi tärkeimmistä tuotontekijöistä, joka osaltaan selittää miksi niin pieni osa läpi käydyistä yrityksistä päätyy pääomasijoittajan sijoituskohteeksi. Tässä tutkielmassa käsiteltiin vain arvonluonnin maksimointiin pyrkiviä sijoittajia ja olisi tärkeää tutkia esimerkiksi valtiollisia tai valtion vaikutuksen alaisia toimijoita, joille sijoitus saattaa olla taloudellisen lisäarvon tavoittelun sijaan muutoin strateginen toimenpide.

LÄHTEET

Kirjallisuus

- Bernstein, S., Korteweg, A., Laws, K. (2017). Attracting Early-Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment. *The Journal of Finance* (New York), 72 (2), 509-538. doi: 10.1111/jofi.12470
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S. & Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of Corporate Finance* (Amsterdam, Netherlands), 58, 329-352. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2019.05.009
- Bouzahir, B., ed-Dafali, S. (2018). Venture Capitalists' Investment Decision Criteria for New Ventures: An Exploratory Study in Morocco. *Turkish Journal of Business Ethics*, 11 (2), 151-163. doi: 10.12711/tjbe.2018.11.2.0021
- Braun, R., Jenkinson, T., Stoff, I. (2017). How persistent is private equity performance? Evidence from deal-level data. *Journal of Financial Economics*, 123 (2), 273-291. doi: 10.1016/j.jfineco.2016.01.033
- Capasso, A., Faraci, R., Picone, P. M. (2014). Equity-worthiness and equity-willingness: Key factors in private equity deals. *Business Horizons*, 57 (5), 637-645. doi: 10.1016/j.bushor.2014.05.006
- Carpentier, C., Suret, J.-M. (2015). Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing*, 30 (6), 808-821. doi: 10.1016/j.jbusvent.2015.04.002
- Cendrowski, W, Petro, L. W., Martin, J. P., Wadecki, A. A. (2012). *Private Equity: History, Governance, and Operations*. John Wiley & Sons.
- Dawson, A. (2011). Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs. *Journal of Business Venturing*, 26 (2), 189-199. doi: 10.1016/j.jbusvent.2009.05.004
- De Carvalho, A. G., Netto, H. G., Sampaio, J. O. (2014). Private Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Evolution (Private Equity e Venture Capital no Brasil: Uma Análise de sua Evolução). *Revista Brasileira De Finanças*, 12 (4), 499-515.
- Demaria, C. (2010). *Introduction to Private Equity*. John Wiley & Sons.
- Dyer, W. G., (1989). Integrating professional management into a family owned business. *Family Business Review*, 2, 221-235. doi: 10.1111/j.1741-6248.1989.00221.x
- Dwyer, B., Duncan, K., Southam, C. (2020). Small-scale private equity: demand versus supply. *Accounting Research Journal*, 33 (2), 363-380. doi: 10.1108/ARJ-05-2019-0096
- Fang, L., Ivashina, V. & Lerner, J. (2015). The disintermediation of financial markets: Direct investing in private equity. *Journal of Financial Economics*, 116 (1), 160-178. doi: 10.1016/j.jfineco.2014.12.002
- Fidrmuc, J. P., Roosenboom, P., Paap, R., Teunissen, T. (2012). One size does not fit all: Selling firms to private equity versus strategic acquirers. *Journal of Corporate Finance* (Amsterdam, Netherlands), 18 (4), 828-848. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2012.06.006
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135 (1), 169-190. doi: 10.1016/j.jfineco.2019.06.011

- Gompers, P. A., Kaplan, S. N., Mukharlyamov, V. (2016a). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121 (3), 449-476. doi: 10.1016/j.jfineco.2016.06.003
- Gompers, P. A., Mukharlyamov, V., Xuan, Y. (2016b). The cost of friendship. *Journal of Financial Economics*, 119 (3), 626-644. doi: 10.1016/j.jfineco.2016.01.013
- Haislip, A. (2010). *Essentials of Venture Capital*. John Wiley & Sons. doi: 10.1002/9781118386323
- Hargreaves, R. (2013). *How To Become A Business Angel: Practical advice for aspiring investors in unquoted companies*. Petersfield: Harriman House.
- Harris, R. S., Jenkinson, T., Kaplan, S. T. (2014). Private Equity Performance: What Do We Know? *The Journal of Finance (New York)*, 69 (5), 1851-1882. doi: 10.1111/jofi.12154
- Hooke, J. C. (2021). *The Myth of Private Equity: An Inside Look at Wall Street's Transformative Investments*. New York: Columbia University Press. doi: 10.7312/hook19882
- Hsu, D. K., Haynie, J. M., Simmons, S. A., McKelvie, A. (2014). What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital*, 16 (1), 1-25. doi: 10.1080/13691066.2013.825527
- Kaplan, S. N. & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows. *The Journal of Finance (New York)*, (4), 1791-1823. doi: 10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x
- Kaul, A., Nary, P., Singh, H. (2018). Who does private equity buy? Evidence on the role of private equity from buyouts of divested businesses. *Strategic Management Journal*, 39 (5), 1268-1298. doi: 10.1002/smj.2759
- Kollmann, T., Kuckertz, A. (2010). Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria. *Journal of Business Research*, 63 (7), 741-747. doi: 10.1016/j.jbusres.2009.06.004
- Krysta, P. M., Kanbach, D. K. (2022). Value creation in private equity portfolio companies: a structured review of evidence and proposed framework. *Venture Capital*, 24 (3-4), 203-286. doi: 10.1080/13691066.2022.2117669
- Leleux, B., Van Swaay, H. & Megally, E. (2015). *Private Equity 4.0: Reinventing Value Creation*. John Wiley & Sons. doi: 10.1002/9781118939826
- Maas, C., Steinhagen, P., Proksch, D., Pinkwart, A. (2020). The role of innovation in venture capital and private equity investments in different investment phases. *Venture Capital*, 22 (1), 105-126. doi: 10.1080/13691066.2018.1526864
- Metrick, A., Yasuda, A., (2010). The Economics of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, 23 (6), 2303-2341. doi: 10.1093/rfs/hhq020
- Mishra, S., Bag, D., Misra, S. (2017). Venture Capital Investment Choice: Multicriteria Decision Matrix. *The Journal of Private Equity*, 20 (2), 52-68. doi: 10.3905/jpe.2017.20.2.052
- Mulherin, J. H., Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6 (2), 117-139. doi: 10.1016/S0929-1199(00)00010-9
- Osborne, S., Katselas, D. & Chapple, L. (2012). The preferences of private equity investors in selecting target acquisitions: An international investigation. *Australian Journal of Management*, 37 (3), 361-389. doi: 10.1177/0312896212440269

- Portmann, D., Mlambo, C. (2013). Private equity and venture capital in South Africa: a comparison of project financing decisions. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 16 (3), 258-278. doi: 10.4102/sajems.v16i3.354
- Schwartz, R. & Maier, T. (2020). Selection Determinants for Private Equity Investments. *The Journal of Wealth Management*, 22 (4), 104-132. doi: 10.3905/jwm.2019.1.091
- Sensoy, B. A., Wang, Y., Weisbach, M. S. (2014). Limited partner performance and the maturing of the private equity industry. *Journal of Financial Economics*, 112 (3), 320-343. doi: 10.1016/j.jfineco.2014.02.006
- Sinyard, D. B., Dionne, S. S., Loch, K. D. (2020). Fast thinking in private equity: The role of heuristics in screening buyout opportunities. *Journal of Small Business Management*, 58 (6), 1221-1255. doi: 10.1111/jsbm.12451
- Sirmon, D. G., Hitt, M. A. (2003). Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27 (4), 339-358. doi: 10.1111/1540-8520.t01-1-00013
- Wilson, N., Amini, S., Wright, M. (2022). Determining the Characteristics of the Private Equity Targets: UK Evidence. *British Journal of Management*, 33 (1), 138-159. doi: 10.1111/1467-8551.12518
- Wright, M., Gilligan, J. (2020). *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*. Oxford University Press. doi: 10.1093/oso/9780198866961.001.0001
- Zheng, L. J., Bai, T., Cross, A. R. (2021). Signaling Information Management in Entrepreneurial Firms' Financing Acquisition: An Integrated Signaling and Screening Perspective. *Journal of Global Information Management*, 29 (6), 1-31. doi: 10.4018/JGIM.287590
- Zinecker, M., Rajchlová, J. (2010). Private equity and venture capitalists' investment criteria in the Czech Republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 58 (6), 641-652. doi: 10.11118/actaun201058060641

Muut lähteet

- McKinsey (2023). McKinsey Global Private Markets Review: Private markets turn down the volume. (Tulostettu 26.9.2023) <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review>

LIIKTEET

Liite 1. Aineiston hakupolut.

