

TAMPEREEN YLIOPISTO
Taloustieteiden laitos

**KONSERNIRAKENNE JA TASEEN ULKOPUOLINEN
RAHASTO SUOMALAISESSA YKSITYISESSÄ
PÄÄOMASSA – CASE PANOSTAJA OYJ JA CAPMAN
OYJ**

Yrityksen taloustiede, laskentatoimi
Pro gradu -tutkielma,
Syyskuu 2009
Ohjaaja: Petri Vehmanen

Tero Luoma

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto Taloustieteiden laitos; yrityksen taloustiede, laskentatoimi

Tekijä: LUOMA, TERO
Tutkielman nimi: Konsernirakenne ja taseen ulkopuolinen rahasto suomalaisessa yksityisessä pääomassa – case Panostaja Oyj ja CapMan Oyj
Pro gradu -tutkielma: 97 sivua, 0 liitesivua
Aika: Syyskuu 2009
Avainsanat: yksityinen pääoma, sijoitusyhtiö, sijoitusyhtiötoiminta, konsernirakenne, taseen ulkopuolinen rahasto

Tämä on tutkimus sijoitusyhtiöiden toiminnasta suomalaisessa yksityisessä pääomassa vuonna 2009. Tutkimuksen tavoitteena on lisätä yksityisen pääoman tietämystä Suomessa tarkastelemalla alaa laskentatoimen kontekstissa. Tutkimuksen aluksi luodaan suomenkieliset määritelmät alan keskeisille käsitteet kuten yksityinen pääoma, bisnesenkitoiminta, bisnesenkeli, kasvuyritystoiminta, omistusjärjestelyt, pääomasijoitusyhtiö, pääomasijoittaminen, monialakonserni ja omistajaosaaminen.

Tutkimuksen teoreettisessa osassa vastataan kysymyksiin, miksi sijoitusyhtiöt ovat olemassa ja mikä on niiden rooli pääomamarkkinoilla? Tutkimuksen tulosten perusteella täydellisillä markkinoilla sijoitusyhtiöllä ei ole olemassaolon oikeutusta, mikäli sijoittajat pystyvät sijoittamaan varansa suoraan kohdeyrityksiin saaden saman tuoton. Täten yksityisen pääoman markkinoiden on oltava epätäydelliset tai sijoitusyhtiöllä on oltava aineetonta pääomaa, joka synnyttää kohdeyhtiön omistussuhteessa lisäarvoa. Tämä aineeton pääoma määriteltiin omistajaosaamiseksi. Tutkimustulosten mukaan sijoitusyhtiöllä on pääomamarkkinoilla kolme roolia, pääomakuilun lieventäminen, rooli riskinottajana sekä omistajaosaamisen kanavoimisessa kohdeyrityksiin.

Tutkimuksessa tarkastellaan myös, mitä sijoitusyhtiöt tekevät ja miten ne toimivat. Lisäksi tarkastellaan konsernirakennetta vaihtoehtoisena liiketoimintamallina taseen ulkopuolisille rahastoille ja vertaillaan näiden kahden mallin yhtäläisyyksiä ja eroavuuksia. Tarkastelu havainnollistetaan tutkimalla kahta case-yritystä, omasta taseesta konsernirakenteella sijoittavaa monialakonserni Panostaja Oyj:tä ja taseen ulkopuolisia rahastoja hallinnoivaa pääomasijoitusyhtiö CapMan Oyj:tä.

Tarkastelun tulosten mukaan konsernirakenne eroaa rahastorakenteesta erityisesti pääomien, tulonlähteiden ja irtautumisten osalta. Konsernirakenteessa pääoma on konsernin osakkeenomistajien pysyväluonteista omaa pääomaa. Rahastorakenteessa pääoma kerätään kertaluonteisesti yksittäisiin rahastoihin ulkopuolisilta sijoittajilta. Konsernirakenteen tulonlähteet ovat osinkotuotot ja irtautumistuotot. Rahaston tulonlähteet ovat osuus rahaston voitosta, hallinnointipalkkio sekä konsultointi- ja hallintopalkkiot. Rahasto irtautuu kohdeyrityksestä määräajan kuluessa. Konsernilla ei vastaavaa määräaika ole. Sijoitusyhtiöiden eroavuudet merkitsevät sitä, että niiden vertaileminen tilinpäätösaineiston perusteella ilman liiketoimintamallin ja tulonlähteiden tarkempaa tuntemista ei anna vertailukelpoisia tuloksia.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO.....	5
1.1 Tutkimuksen tausta.....	5
1.2 Tutkimuksen tavoite.....	9
1.3 Tutkimusmetodi	9
1.4 Tutkimuksen rajaukset	10
1.5 Tutkimuksen rakenne	12
1.6 Keskeiset käsitteet	13
1.6.1 Käsitteiden taustaa.....	13
1.6.2 Käsitteiden määrittely.....	16
2 SJOITUSYHTIÖTOIMINTA.....	20
2.1 Teoreettinen viitekehys	20
2.2 Sijoittaminen konsernirakenteella omasta taseesta	29
2.3 Sijoittaminen taseen ulkopuolisista rahastoista	35
2.4 Sijoitusyhtiön liiketoiminta.....	39
2.5 Päämies-agenttiteoria ja sijoitustoiminnan intressikonfliktit.....	48
2.5.1 Sijoittaja päämiehenä ja sijoitusyhtiö agenttina.....	49
2.5.2 Sijoitusyhtiö päämiehenä ja kohdeyhtiö agenttina.....	52
2.6 Arvonlisääminen aktiivisella omistajuudella	54
3 SJOITUSYHTIÖT KÄYTÄNNÖSSÄ	64
3.1 Sijoitusyhtiötoiminta Suomessa	64
3.2 Case-yritysten valinta.....	66
3.3 Case-yritysten esittely	67
3.3.1 CapMan Oyj.....	67
3.3.2 Panostaja Oyj	69
3.4 Case-yritysten liiketoiminta	71
3.5 Päämies-agenttiteoria ja intressikonfliktit case-yrityksissä.....	75
3.6 Aktiivinen omistajuus case-yrityksissä.....	78
4 TUTKIMUKSEN TULOKSET	80
5 JOHTOPÄÄTÖKSET	85
6 LÄHDELUETTELO.....	89

TUTKIMUKSEN KUVIOT

<i>Kuvio 1 Yksityisen pääoman tutkimuksen luokittelua</i>	7
<i>Kuvio 2 Yksityinen pääoma ja yrityksen omistuksen elinkaari</i>	18
<i>Kuvio 3 Sijoitusyhtiötoiminnan teoreettinen viitekehys</i>	21
<i>Kuvio 4 Kasvuyritysten kysyntä ja markkinoiden tarjonta rahoituksen ja osaamisen suhteen yrityksen eri vaiheissa (Rasila, Seppä & Hannula 2002, 6)</i>	25
<i>Kuvio 5 Yrityksen arvomuodostus eri kasvu-urilla (Rasila, Seppä & Hannula 2002, 12)</i>	27
<i>Kuvio 6 Esimerkki konsernirakenteesta (Englund, Prepula, Riistama, Tuokko 2005)</i> ...	29
<i>Kuvio 7 Sijoittaminen omasta taseesta konsernirakenteella</i>	32
<i>Kuvio 8 Sijoittaminen taseen ulkopuolisesta rahastosta</i>	37
<i>Kuvio 9 Sijoitusyhtiöprosessi (Landström 2007, 6)</i>	40
<i>Kuvio 10 Pääomasijoittamisen spiraali (Seppä 2000, 142)</i>	42
<i>Kuvio 11 Kohdeyhtiön arvonnousu sijoitusperiodin aikana (Lauriala 2008, 377)</i>	45
<i>Kuvio 12 Sijoitus ja irtautuminen private equity-sijoittajan näkökulmasta (Lauriala 2008, 376)</i>	46
<i>Kuvio 13 Päämies-agenttisuhteet ja sijoitustoiminnan intressikonfliktit</i>	49
<i>Kuvio 14 Valvonta ja arvon lisäys sijoitusyhtiön ja kohdeyhtiön suhteessa (De Clercq & Manigart 2007, 195)</i>	55
<i>Kuvio 15 Omistajuuden teoreettinen viitekehys (Rasila 2004)</i>	57
<i>Kuvio 16 Aktiivisen omistamisen viitekehys</i>	58
<i>Kuvio 17 Johtaja-ammattien kehittyminen (Seppä 2000)</i>	60
<i>Kuvio 18 Sijoitusyhtiöiden luokittelua</i>	62
<i>Kuvio 19 CapMan Oyj:n rahastorakenne 1.1.2009</i>	76
<i>Kuvio 20 Panostaja Oyj:n konsernirakenne 1.1.2009</i>	77
<i>Kuvio 21 Rahastorakenteen ja konsernirakenteen vertailua</i>	85

1 JOHDANTO

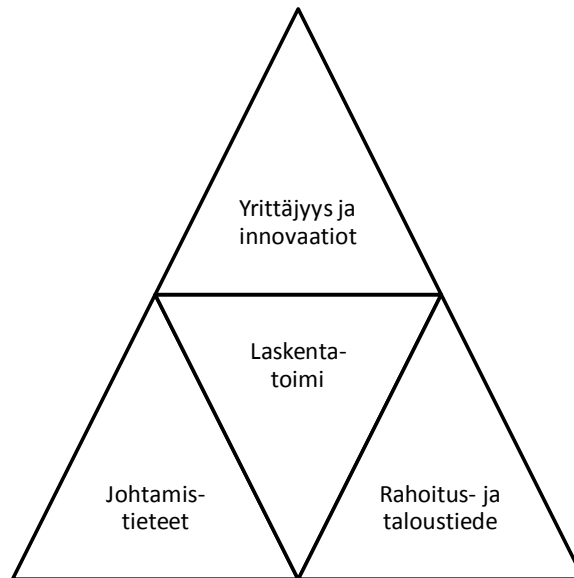
1.1 Tutkimuksen tausta

Yksityisen pääoman (Tässä kappaleessa tarkoitetaan käännöstä sekä termistä *private equity* että *venture capital*) juuret voidaan juontaa aina 1400-luvulle asti, jolloin maailman meriä seikkailleet tutkimusmatkailijat ja kauppamiehet ottivat riskejä ja etsivät uusia alueita ja kauppapaikkoja Kauko- ja Lähi-Idästä Euroopan pääkaupungeissa asuneiden rikkaiden kapitalistien rahoituksen tukemana. Kristoffer Kolumbuksen tapaus, jossa hän löysi Amerikan Portugalin kuningattaren Isabellen ja yksityisten sijoittajien rahoittamana, lienee tunnetuin ja oppikirjoissa eniten käytetty esimerkki yksityisen pääomatoiminnan alkamisesta. (Landstöm 2007; Lerner & Hardymon 2002; Seppä 2000; Reid 1998) Toiminta oli ammattimaisesti organisoitua ja rahoittajat hajauttivat riskiä ostamalla osuuksia useammista laivueista. Tällaisesta toiminnasta sai alkunsa myös ensimmäinen alan yritys, East India Company. Läpi 1800-luvun yksityiset sijoitusrahastot olivat keskeinen rahoituslähde korkean riskin luokan hankkeissa, kuten rautateiden ja kanaalien rakentamisessa. (Benjamin & Margulis 2001; Gompers & Lerner 2003; Landström 2007; Reid 1998; Rind 1981)

Nyky muodossaan yksityinen pääoma sai alkunsa USA:ssa 1930-luvulla. Varsinaisesti toiminta pääsi käyntiin kuitenkin vasta toisen maailman sodan jälkeen vapautuneiden pääomien ja yritystoiminnan kohdatessa. (Gompers & Lerner 2003; Seppä 1989, 2000) Yksilöiden merkitys oli keskeinen toiminnan syntymisessä USA:ssa. Suurimman osan ensimmäisistä sijoitusyhtiöistä perustivat vauraat perheet osaksi omaa varainhallintaansa. Tällaisia perheitä olivat muun muassa Whitney, Rockefeller, Phipps ja Bessemer. Joissain tapauksissa sijoitusyhtiöt ottivat vastaan rahoitusta ulkopuolisilta sijoittajilta, mutta tyypillisesti näissäkin tapauksissa yhtiön perustanut perhe säilyi rahoituksen päälähteenä useita vuosia eteenpäin. Toiminta kehittyi erilliseksi liiketoiminnaksi ja omaksi toimialakseen 1950- ja 1960-lukujen aikana (Seppä 1989, 2000). Tähän vaikutti erityisesti 1958 USA:ssa säädetty *Small Business Investment Companies* (SBIC) -toimintamuoto, joka tarjosi toimijoille sekä veroetua että edullista

lainarahoitusta (Landström 2007). Yksityisen pääoman teollistuminen tapahtui 1980-luvulla, mikä vähensi yksittäisten sijoittajien roolia rahoituksen lähteenä. Aikaisemmin USA:n eläkerahastot eivät sääntöjen mukaan saaneet sijoittaa pääomasijoitusrahastoihin, mutta kun tämä sääntely hellitti, seurasi merkittävä pääomavirtaus pääomarahastoihin. Tämä johti rahastojen koon kasvuun, mikä merkitsi sitä, että vain hyvin harvat, vauraat yksityishenkilöt pystyivät enää sijoittamaan näihin rahastoihin. (Bygrave & Timmons 1992; Gompers & Lerner 1998, 2003; Landström 2007; Lerner & Hardymon 2002; Timmons & Sapienza 1992) Euroopassa nykymuotoinen toiminta alkoi ensimmäisenä Isossa-Britanniassa 1980-luvulla (Bygrave & Timmons 1992; Gilson 2002; McNaughton 1991; Murray 1995; Reid 1998). Toiminnan alkutaivalta kuvaavat mm. Wilson (1985) sekä Lumme, Mason ja Suomi (1998).

Yksityistä pääomaa koskeva kirjallisuus syntyi 1960-luvulla USA:ssa (Sapienza & Villanueva 2007; Seppä 2000; Timmons & Bygrave 1986). Varsinaista tutkimusmielenkiintoa se saavutti vasta 1980-luvulla, koska siihen asti ala oli kooltaan pieni ja merkityksetön. Ensimmäiset alasta kiinnostuneet tutkijat olivat William Bygrave, William Sahlman, Ian MacMillan, Tyzoon Tyebjee, Alberto Bruno, Kenneth Rind ja William Wetzel. Tutkimusten ja tieteellisten artikkeleiden määrä kasvoi merkittävästi 1990-luvun lopulla ja 2000-luvun alussa, mikä johti alan tutkimukseen keskittyneen *Venture capital – an International Journal of Entrepreneurial Finance* -julkaisun syntymiseen vuonna 1999. (Landström 2007) Sapienzan ja Villanuevan (2007) mukaan alan tutkimus on edennyt kolmessa vaiheessa. Alkuvaiheen tutkimukset, kuten Tybjee ja Bruno (1984), MacMillan, Siegel ja Narasimha (1985) sekä Gorman ja Sahlman (1989), keskittyivät kuvaamaan, mitä sijoitusyhtiöt tekevät. Toisessa vaiheessa ilmestyi tutkimuksia, kuten Sahlman (1990), Gifford (1997) sekä Cable ja Shane (1997), jotka pyrkivät luomaan alaa selittävää teoriaa. Kolmannen vaiheen tutkimukset, kuten Block ja MacMillan (1993) ja Maula (2001), pyrkivät lisäämään ymmärrystä ilmiöstä empiiristen kuvausten perusteella. (Sapienza & Villanueva 2007) Ensimmäiset suomenkieliset tutkimukset ja kirjoitukset aiheesta ilmestyivät 1980-luvulla. Alan pioneeriteoksena Suomessa pidetään Kaj-Erik Relanderin (1989) julkaisemaa *Venture capital-toiminta ja kansainvälistyvä pkt-yritys* -julkaisua. (Seppä 2000)



Kuvio 1 Yksityisen pääoman tutkimuksen luokittelua

Yksityistä pääomaa koskeva aikaisempi tutkimus voidaan jakaa kolmeen luokkaan (kuvio 1). Ensinnäkin aihepiiriä on tutkittu rahoituksen ja taloustieteen näkökulmasta. Nämä tutkimukset tarkastelevat erityisesti vaihtoehtoisen rahoitusluokan roolia rahoitusmarkkinoilla, agenttiteoriaa sekä kansantaloudellisia vaikutuksia mikro- ja makrotasolla. Toinen tutkimusluokka on johtamistieteet. Näissä tutkimuksissa on tarkasteltu esimerkiksi yrittäjän ja sijoitusyhtiön välisiä suhteita, miten sijoitusyhtiöt osallistuvat kohdeyhtiöiden kehittämiseen sekä eri toimijoiden vaikutuksia sijoituksen onnistumiseen. Kolmas tutkimusluokka lähestyy aihetta yrittäjyyden ja innovaatioiden näkökulmasta. Tutkijoiden mielenkiinnon kohteina ovat olleet erityisesti yksityisen pääoman vaikutukset innovaatioiden leviämiseen, miten sijoitusyhtiöt valitsevat sijoituskohteet sekä julkisen sektorin rooli kasvuyritystoiminnassa. Suomessa tätä lähestymistapaa edustavat esimerkiksi Harrison, Jungman ja Seppä (2005), Rasila (2004), Seppä (1989, 2000) ja Virtanen (1996). Laskentatoimen tutkimuksessa yksityinen pääoma ei ole herättänyt laajaa tutkimusmielenkiintoa eikä aihetta käsitteleviä artikkeleita lyödy perinteisistä laskentatoimen tieteellisistä julkaisuista, kuten *Management Accounting Research*, *Accounting Review* ja *Journal of Management Accounting*. Laskentatoimen kirjallisuudessa yksityisen pääoman käsittely on vähäistä ja se esitellään tyypillisesti rahoitukseen kuuluvana osana (Leppiniemi 2000; Niskanen & Niskanen 2002). Tämä tutkimus pyrkii tarkastelemaan yksityistä pääomaa laskentatoimen kontekstissa.

Yksityistä pääomaa käsittelevän tutkimuksen vähäisyys johtuu yleisesti alan sulkeutuneisuudesta tutkijoita kohtaan, laadukkaan tutkimusaineiston puuttumisesta sekä aineiston luonteen salaisuudesta (Hellman & Puri 2000, 2002; Sapienza & Villaneuva 2007). Alan tutkimuksessa vallitsee maantieteellinen epätasapaino, koska suurin osa tutkimuksista keskittyy Yhdysvaltoihin (Landström 2007). Sepän (1989; 2000) mukaan alan kirjallisuus on kehittyneintä USA:ssa ja Isossa-Britanniassa, koska näissä maissa alalla on pitkät perinteet ja toiminta on laajaa. Viime vuosina tämä tilanne on osittain korjaantunut, koska on syntynyt erityisen paljon maakohtaisia toimialatutkimuksia (Botazzi, Da Rin & Hellman 2004). Yksi esimerkki tästä on se, että *Journal of Venture Capital* ja *Journal of Private Equity* -julkaisujen vuosikerroissa 2007 ja 2008 enemmistö artikkeleista keskittyi kuvailemaan toimialaa tietyssä maassa.

Sijoitusyhtiöiden organisaatorakennetta käsitteleviä tutkimuksia on tehty useita (Landström 2007). Nämä tutkimukset tarkastelevat lähes poikkeuksetta rahastomuotoista (*limited partnership*) organisaatorakennetta. William Sahlmanin 1990 julkaisema artikkeli *The structure and governance of venture capital organizations* oli yksi ensimmäisiä sijoitusyhtiöiden organisaatioitarakenteita kuvailevia ja analysoivia tutkimuksia (Landström 2007). Sahlman (1988, 1990) esiitti kritiikkiä rahastorakennetta kohtaan erityisesti päätöksenteon ja agenttiongelmien osalta. Cummins, Fleming ja Schwienbacher (2007) kuvaavat yksityisen rahastorakenteen kehitystä dominoivaksi rakenteeksi vuosina 1980 - 2004. Heidän mukaansa rahastorakenne on yleisin sijoitusyhtiörakenne kehittyneissä talouksissa. He myös korostavat, että rahastorakenne ei välttämättä ole paras rakenne kaikissa tilanteissa. Rakenne voi vaikuttaa strategiaan, rahoitusta saavien yritysten valintaan, sijoitusyhtiön kannustimiin, sijoitusyhtiön käyttäytymiseen sekä sijoituksen tuottoon. (Cumming, Fleming & Schwienbacher 2007) Cummins ym. (2007) jaottelevat yksityisen pääoman kolmeen rakenteelliseen luokkaan, itsenäisiin rahastoihin, listatun konsernin osana toimivaan yksikköön sekä julkisen sektorin toimijoihin. Sijoitusyhtiön toimimista itsenäisenä konsernina he eivät sen sijaan tarkastele. Heidän mukaansa sijoitusyhtiöiden rakenteiden tarkastelu on tärkeä tutkimusalue yksityisen pääoman ja sijoitusyhtiöiden toiminnan ymmärtämiseksi. Konsernirakennetta yksityisessä pääomassa käsitteleviä aikaisempia tutkimuksia ei tämän tutkimuksen puitteissa löydetty.

1.2 Tutkimuksen tavoite

Tämä on tutkimus sijoitusyhtiöiden toiminnasta suomalaisessa yksityisessä pääomassa vuonna 2009. Tutkimusongelmana on Suomessa vallitseva vähäinen tietämys yksityisestä pääomasta. Tämän tutkimuksen päätavoitteena on lisätä tätä tietämystä tarkastelemalla yksityistä pääomaa laskentatoimen kontekstissa. Tietämyksen lisääminen tapahtuu tässä tutkimuksessa kolmen alatavoitteen kautta.

Ensinnäkin alan käsitteiden määrittelyssä ja suomenkielisissä käänöksissä esiintyy epäselvyyksiä. Tähän asiaan ovat kiinnittäneet huomiota aikaisemmista tutkijoista mm. Koivula (2005), Landström (2007), Meyer ja Mathonet (2007), Seppä (2000) ja Rasila (2004). Tämän tutkimuksen ensimmäinen alatavoite on yksityisen pääoman käsitteiden suomenkielinen määrittely.

Toinen alatavoite liittyy yksityisen pääoman teoreettiseen viitekehykseen. Aikaisempien tutkimusten perusteella avoimia kysymyksiä ovat erityisesti, miksi sijoitusyhtiöt ovat olemassa ja mikä on niiden rooli pääomamarkkinoilla? Tämän tutkimuksen toinen alatavoite on vastata näihin kysymyksiin teoreettisen tarkastelun perusteella.

Kolmas alatavoite vastaa kysymyksiin, mitä sijoitusyhtiöt tekevät ja miten ne toimivat. Aikaisemmissa tutkimuksissa ei ole tutkittu konsernirakennetta yksityisessä pääomassa. Tässä tutkimuksessa tarkastellaan konsernirakennetta vaihtoehtoisena liiketoimintamallina taseen ulkopuolisille rahastoille ja vertaillaan näiden kahden mallin yhtäläisyyksiä ja eroavuuksia. Tarkastelu havainnollistetaan tutkimalla kahta case-yritystä, omasta taseesta konsernirakenteella sijoittavaa monialakonserni Panostaja Oyj:tä ja taseen ulkopuolisia rahastoja hallinnoivaa pääomasijoitusyhtiö CapMan Oyj:tä.

1.3 Tutkimusmetodi

Tämä tutkimus on tyyliltään käsitteanalyttinen tutkimus ja siinä on havainnollistava case (Neilimo & Näsi 1980). Lukan (1994) mukaan havainnollistavan tutkimusotteen tarkoituksena on teorian syventäminen valitun aineiston osalta. Tutkimus on toteutukseltaan kvalitatiivinen eli laadullinen case -tutkimus. Pihlannon (1994) mukaan

yksi case-tutkimuksille leimaava piirre on syvällisyys, sillä tutkimuksen tarkoituksena on saavuttaa syvälinen tietämys tutkittavasta aiheesta, eikä niinkään pyrkiä laaja-alaisuuteen. Tämä on selkein ero case-tutkimuksen ja tilastollisen tutkimuksen välillä (Creswell 1994). Ryanin, Scapensin ja Theobaldin (2002) luokittelun mukaan tutkimus kuuluu käytäntöorientoituneeseen laskentatoimen tutkimusperinteeseen, koska siinä pyritään kuvaamaan reaali maailmassa esiintyvää ilmiötä.

Case-tutkimukset ovat intensiivistä yhden organisaation yksikön tarkkailua tiettyinä ajankohtana. Case-tutkimuksen tavoite on saavuttaa perustavaa laatua oleva ymmärrys ihmisen käyttäytymisestä tosimaailman organisaatioissa. (Pihlanto 1994) Tässä tutkimuksessa tarkasteltava yksikkö on yksityinen pääoma Suomessa vuonna 2009. Kahden konkreettisen caseyrityksen, Panostajan ja CapManin, tarkastelun tarkoitus on toimia havainnollistavina käytännön esimerkkeinä kahdesta suomalaisen sijoitusyhtiön liiketoimintamallista. Caseyritykset eivät ole tässä tutkimuksessa itsenäisiä tarkasteltavia yksiköitä.

Tutkimuksen aineiston muodostavat yksityistä pääomaa käsittelevät aikaisemmat tutkimukset sekä alan kirjallisuus. Havainnollistavien caseyritysten osalta käytetään ainostaan tutkimuksen kohteina olevien yritysten julkista materiaalia. Tämä materiaali pitää sisällään yhtiöiden tilinpäätökset, vuosikertomukset sekä kotisivuilla esitetyn materiaalin. Aineiston kuvaaminen tapahtuu sanallisesti sekä kuvioiden avulla. Tutkimuksessa ei käytetä tilastollisia menetelmiä. Tutkimus on staattinen, yhden ajanhetken eli nykyhetken (vuosi 2009) kuvaus, eikä siinä tarkastella mennyttä eikä tulevaa.

1.4 Tutkimuksen rajaukset

Yksityinen pääoma on oman pääoman ehtoista rahoitusta. Tässä tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan ainoastaan oman pääoman ehtoista rahoitusta ja vieraan pääoman tarkastelu rajataan tutkimuksen ulkopuolelle. Rasila (2004) jakaa yksityisen pääoman rahoituksen (*Private Equity Financing*) neljään eri kategoriaan rahoitusta tarjoavien tahojen perusteella: 1) epämuodollinen siemenrahoitus (*Infomal Seed Money*) 2) epämuodollinen kasvuyritystoiminta (*Informal Venture Capital*) 3) muodollinen

kasvuyritystoiminta (*Formal Venture Capital*) ja 4) yhtiöiden sisäinen kasvuyritystoiminta (*Corporate Venturing*). Tämä tutkimus keskittyy tarkastelemaan muodollista kasvuyritystoimintaa, mikä tarkoittaa ammattimaista, yhtiömuodossa tapahtuvaa ja voitonmaksimointiin pyrkivää liiketoimintaa yksityisen pääoman markkinoilla. Tutkimuksen ulkopuolelle rajautuvat alkuvaiheen siemenrahoitus, epämuodollisesti toimintaa harjoittavat bisnesenkelit sekä yhtiöiden sisäinen kasvuyritystoiminta. Tutkimus rajaa ulkopuolelleen myös rahastojen rahastojen (*funds-of-funds*) tarkastelun. Termillä tarkoitetaan rahastoja, jotka keräävät varoja institutionaalisilta sijoittajilta ja yksityishenkilöiltä rahastoonsa ja sijoittavat nämä rahat muihin rahastoihin, jotka tekevät sijoitukset kohdeyhtiöihin. Tarkastelun ulkopuolelle on rajattu myös kiinteistö-sijoitusyhtiöt, koska ne sijoittavat pääasiassa asunto- ja kiinteistöosakkeisiin, ei yritysosakkeisiin.

Tutkimus kohdistuu yksityisesti omistettuihin yrityksiin, jotka harjoittavat liiketoimintaa. Tutkimus rajaa ulkopuolelle julkisen sektorin toiminnan tarkastelun sekä hyväntekeväisyystoiminnan. Sepän (1989, 6) mukaan Suomessa on useita julkisomisteisia kehitysyrityksiä, joiden tarkoituksena on joko aluekehitys tai muulla yhteiskunnallisella perusteella tarjota rahoitusta ja kehitysapua tukea tarvitseville yrityksille. Hänen mukaansa yksityinen venture capital-kehitysyritystoiminta on malliesimerkki kapitalistisen talousjärjestelmän poikimasta liiketoiminnasta, koska se on perusmäärältään, kuten markkinoilla olon tarkoitukseltaan, kaukana yhteiskunnallisiin tavoitteisiin pyrkivästä liiketoiminnasta, vaikka operatiivinen liiketoimintaprosessi teknisesti tarkasteltuna molemmissa samanlainen olisikin. Sepän mielestä yksityisen venture capital-yhtiön lähtökohtana on tuottava liiketoiminta keskeisimpinä tavoitteenaan sijoitetun riskipääoman moninkertaistaminen. Tästä syystä se eroaa merkittävästi julkisen sektorin toimijoista. Lerner ja Hardymon (2002) käyttävät julkisomisteisista rahastoista, joiden päätarkoitus taloudellisen tuoton sijasta on esimerkiksi aluekehitys, termiä sosiaaliset sijoitusyritykset (*social venture capital*)

Havainnollistavien caseyritysten tutkimus rajataan julkisesti noteerattuihin pörssiyrityksiin, koska yhtenäinen IFRS-standardisto helpottaa yhtiöiden vertailtavuutta ja julkisen tiedon saanti listatuista yrityksistä on listaamattomia yrityksiä parempi. Tutkimuksen havainnot ovat laajennettavissa koskemaan myös ei-listattuja sijoitusyrityksiä Suomessa, koska julkisella listauksella tai käytettävällä

kirjanpitojärjestelmällä ei voida olettaa olevan ratkaisevaa merkitystä sijoitusyhtiöiden liiketoimintaan. Sen sijaan kansallisista erityispiirteistä johtuen, tutkimuksen tulokset ovat rajoitetusti yleistettävissä muiden maiden sijoitusyhtiötoimintaan.

1.5 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus jakaantuu viiteen pääkappaleeseen. Ensimmäinen kappale on johdanto. Johdannon tarkoituksena on johdattaa lukija aihealueeseen. Tutkimuksen taustassa esitellään aihetta koskeva aikaisempi tutkimus ja kirjallisuus. Siinä esitetään myös ne aikaisemmassa tutkimuksessa havaitut puutteet, joita paikkaamaan tämä tutkimus pyrkii. Tutkimuksen tavoitteessa esitetään tutkimukselle asetetut päämäärät. Tutkimusmetodi-osiossa kerrotaan käytettävät tutkimuksen menetelmät sekä aineiston hankinnassa käytettävät keinot. Tutkimuksen rajauksessa tutkimus fokusoidaan ja esitellään tutkimuksen pätevyysalue. Tutkimuksen rakenne antaa kokonaiskuvan tutkimuksen sisällöstä. Johdannon lopuksi määritellään tutkimuksen keskeisimmät käsitteet.

Tutkimuksen toinen osa on teoriaosa. Siinä keskitytään tarkastelemaan yksityisen pääoman teoriaa aikaisemman tutkimuksen ja aihetta koskevan kirjallisuuden pohjalta. Aluksi pyritään hahmottamaan tutkimukselle teoreettinen viitekehys. Teoreettisen viitekehysten tarkoituksena on pyrkiä vastaamaan kysymykseen, miksi sijoitusyhtiöitä on olemassa, mitä ne tekevät ja mikä on niiden rooli pääomamarkkinoilla. Teoreettisen viitekehysten jälkeen tarkastellaan, miten sijoitusyhtiöt toimivat kuvaamalla konsernirakennetta ja taseen ulkopuolisia rahastoja aikaisempien tutkimusten ja kirjallisuuden perusteella. Sijoitusyhtiöiden liiketoiminta-kappaleessa haetaan vastausta kysymykseen, mitä sijoitusyhtiöt tekevät tarkastelemalla niiden liiketoimintaprosessia. Teoriaosan kaksi viimeistä kappaletta tarkastelevat sijoitusyhtiöiden sidosryhmäsuhteita ja hakevat näiltä osin vastausta kysymykseen, miten sijoitusyhtiöt toimivat. Päämies- ja agenttiteoria ja intressikonfliktit-osio tarkastelee sijoitusyhtiön suhteita päämies-agenttiteorian valossa. Arvonlisäys aktiivisella omistajuudella-osio paneutuu sijoitusyhtiön ja kohdeyhtiön väliseen suhteeseen ja vastaa siihen, miten sijoitusyhtiö synnyttää lisäarvoa kohdeyrityksessä.

Tutkimuksen kolmas osa on empiriaosa. Siinä havainnollistetaan edellä käsitelty teoria kahden esimerkkiyrityksen kautta. Kappaleen aluksi luodaan yleinen katsaus yksityiseen pääomaan Suomessa. Case-yritysten valinta-osiossa annetaan vastaukset siihen, miksi CapMan Oyj ja Panostaja Oyj valittiin tutkimuksen case-yrityksiksi. Tämän jälkeen kuvataan, miten taseen ulkopuolisia rahastoja hallinnoiva CapMan Oyj ja konsernirakenteella toimiva Panostaja Oyj käytännössä toimivat.

Tutkimuksen neljäs osa on tutkimuksen tulokset. Tässä osiossa esitellään tutkimuksen keskeisimmät löydöt sekä kontribuutio aikaisempiin tutkimuksiin nähden. Tutkimuksen viides osa on johtopäätökset. Tässä osiossa tarkastellaan tutkimusta kokonaisuutena ja esitetään näkemyksiä mahdollisiksi jatkotutkimuskohteiksi sekä käytännön sovelluksiksi. Tutkimuksen lopussa on lähdeluettelo.

1.6 Keskeiset käsitteet

1.6.1 Käsitteiden taustaa

Venture capital -käsitteen keksi J.H. Whitney & Co:n partneri Benno Schmidt. Hänen mielestään kyseinen termi kuvasi osuvasti amerikkalaisen sijoittajan John Whitney sijoitusyhtiön (*private investment firm*) suhdetta riskiin ja seikkailuun. *Venture capital* käsite juontaa juurensa englanninkielisestä sanasta *adventure*, joka tarkoittaa seikkailua (Reid 1998). Alkuperäisen idean suomentamalla termi *venture capital* tarkoittaisi seikkailupääomaa. Tämä termi kuvastaa toiminnan syntyhistoriaa sekä sen suhdetta riskiin. *Private equity* -termi tarkoittaa sanat suoraan suomentaen yksityistä omaa pääomaa. Täten määriteltynä käsite rajaa ulkopuolelleen julkisen pääoman sekä rahoituslaitosten tarjoaman vieraan pääoman. *Equity* tarkoittaa ennen kaikkea osakepääomaa, mikä kuvastaa sen kytköstä omistajuuteen. *Venture capital* -termin sana *capital* vastaavasti tarkoittaa ennen kaikkea pääomaa eli kapitaalia, joka kytkee termin rahoitukseen.

"Aihealueen aikaisemmissa tutkimuksissa käsitteitä *venture capital* ja *private equity* käytetään toisinaan toistensa synonyymeina ja toisinaan käsitteiden välillä nähdään eroavuuksia. Amerikassa *venture capital* -termillä viitataan usein vain alku- tai kasvuvaiheen vähemmistö-pääomasijoituksiin. Yritysjärjestelyihin liittyvään

pääomasijoitustoimintaan viitataan tuolloin termillä *private equity*." (Koivula 2005) Myös Landström (2007), Meyer ja Mathonet (2007), Seppä (2000) ja Rasila (2004) kiinnittävät huomiota siihen, että *private equity* - ja *venture capital* -käsitteillä ei ole yhtenevä merkitys USA:ssa ja Euroopassa. Reidin (1998) mukaan *venture capital* -toiminnan tarkoitusta, saati sitten sen käsitteellistämistä pääomarahoituksen muodoksi, ei ole laajasti ymmärretty edes asiantuntijoiden keskuudessa. Hänen mukaansa käsitteen määritelmästä ja sisällöstä ei vallitse yksimielisyyttä. Green (1991) havaitsi, että *venture capitalin* käytännöt ja sovellukset saattavat vaihdella suuresti esimerkiksi eri maiden välillä.

Lernerin ja Hardymonin (2002) mukaan *private equity* -toiminta on korkean riskin ja potentiaalisesti korkean tuoton projektien rahoittamista. Heidän mukaansa siitä huolimatta, että termi *venture capital* on Euroopassa synonyymi termille *private equity*, todellinen *venture capital* eli varhaisen vaiheen investoinnit, muodostui omaksi alueekseen vasta 1990-luvun lopulla. Cary (1993) määritteli *venture capitalin* ulkoisen, tyypillisesti osakemuodossa tapahtuvan pääomarahoituksen lähteeksi, joka kohdistuu korkean riskin kasvuyrityksiin (tyypillisesti uusiin yrityksiin tai erityisesti uusiin teknologioihin) ja joka tarjoaa mahdollisuuden merkittäviin voittoihin kompensaaiona tällaisiin sijoituksiin liittyvälle suurelle riskille. Iso-Britannian *venture capital*- opas *Guide to Venture Capital* ("BVCA". British Venture Capital Associationin WWW-sivu <www.bvca.co.uk> 1.5.2009) määrittelee *venture capitalin* yrityksen alkuvaiheen, kehityksen, laajentumisen tai yritysoston rahoitukseksi, jossa sijoittaja saa omistukseensa sopimuksen mukaisen osuuden yrityksen osakepääomasta vastikkeena tarjoamalleen rahoitukselle. Tässä määritelmässä ei viitata korkeaan riskiin tai teknologiaan.

Suomen kielessä käsitteille *venture capital* ja *private equity* ei ole yksiselitteistä käännöstä (Koivula 2005; Rasila 2004; Relander 1989; Seppä 2000). Vaikka aihealuetta on Suomessa tutkittu 1980-luvulta lähtien, on suomenkielinen materiaali ja termien käyttö vielä osin kehittymätöntä. Relanderin (1989) mukaan *venture capital* -toiminta on liiketoiminnan kehittämisen liiketoimintaa. Hänen mukaansa aktiivinen osallistuminen osakkuusyrityksien kehittämiseen erottaa *venture capital*-toiminnan selvemmin passiivisesta sijoittamisesta. Borgin määritelmässä pääomasijoittaminen on sijoitusten tekemistä sellaisiin julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin, joilla on hyvät

kehittymismahdollisuudet. Pääomasijoittaja ei ole pysyvä omistaja, vaan pyrkii irtautumaan yrityksestä sovitun suunnitelman mukaisesti. Pääomasijoitukset tehdään ensisijaisesti oman pääomanehtoisina sijoituksina tai välirahoituksena. Pääomasijoittajan tarkoituksena on tarjotun lisäarvon myötä edistää yrityksen arvonnousua. Arvonnousu realisoidaan irtautumisvaiheessa, jolloin pääomasijoitusyhtiö luopuu osuudestaan kohdeyrityksessä. (Borg, 1996) Sepän (2000) määritelmässä *venture capital* -toiminta on laajasti määriteltynä paremminkin yritysten omistamiseen kuin niiden rahoittamiseen tai niihin sijoittamiseen liittyvä ilmiö. Luukkosen (2006) määritelmän mukaan *venture capital* on aikaisen vaiheen oman pääoman ehtoista rahoitusta korkean teknologian start-up yrityksiin. Hän rajaa ulkopuolelle myöhemmän vaiheen rahoituksen sekä rahoituksen ei-korkean teknologian yrityksiin. Koivulan (2005) mukaan *venture capital*-sijoitus tarkoittaa pääomasijoittamista. Hänen mukaansa Suomessa, ja yleensä Euroopassa, termillä *venture capital* tarkoitetaan pääomasijoituksia kaikissa sijoitusvaiheissa sisältäen yrityksen perustamis- ja kasvuvaiheen sekä yritysjärjestelyt. Leppiniemen (2000) mukaan *private equity* tarkoittaa pääomasijoitustoimintaa, mutta *venture capital* -toimintaa kutsutaan myös pääomasijoitustoiminnaksi.

Suomen pääomasijoitusyhdistyksen mukaan pääomasijoittaminen on sijoitusten tekemistä sellaisiin julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin, joilla on hyvät kehittymismahdollisuudet. Myös Niskanen ja Niskanen (2002, 2007) käyttivät samaa määritelmää. Tämä määrittely rajaa ulkopuolelle sijoitukset noteerattuihin yrityksiin. Laurialan mukaan pääomasijoittamisella tarkoitetaan ammattimaisten pääomasijoitusrahastojen tai muiden institutionaalisten sijoittajien tekemiä oman pääoman ehtoisia tai omaan pääomaan sidonnaisia investointeja listautumattomiin yrityksiin. Suomessa pääomasijoittamisella tarkoitetaan sekä alkuvaiheen kasvuyritysten rahoittamista että ns. buyout-toimintaa. Buyout-toiminnan Lauriala määrittelee muun muassa erityyppisten yritysostojen, laajennushankkeiden ja tervehdyttämisten rahoittamista. Hänen mielestään merkittävä ero kasvuyritysten rahoittamisen ja buyout-toiminnan välillä on se, että jälkimmäisessä kohdeyritykset ovat jo olemassa olevia kassavirtapositiivisia ja liiketoimintansa vakiinnuttaneita yrityksiä. Näin buyout-toiminnan riskit ja tuotto-odotukset ovat kasvuyritysten rahoittamista selkeästi pienempiä. (Lauriala 2008, 148 - 149)

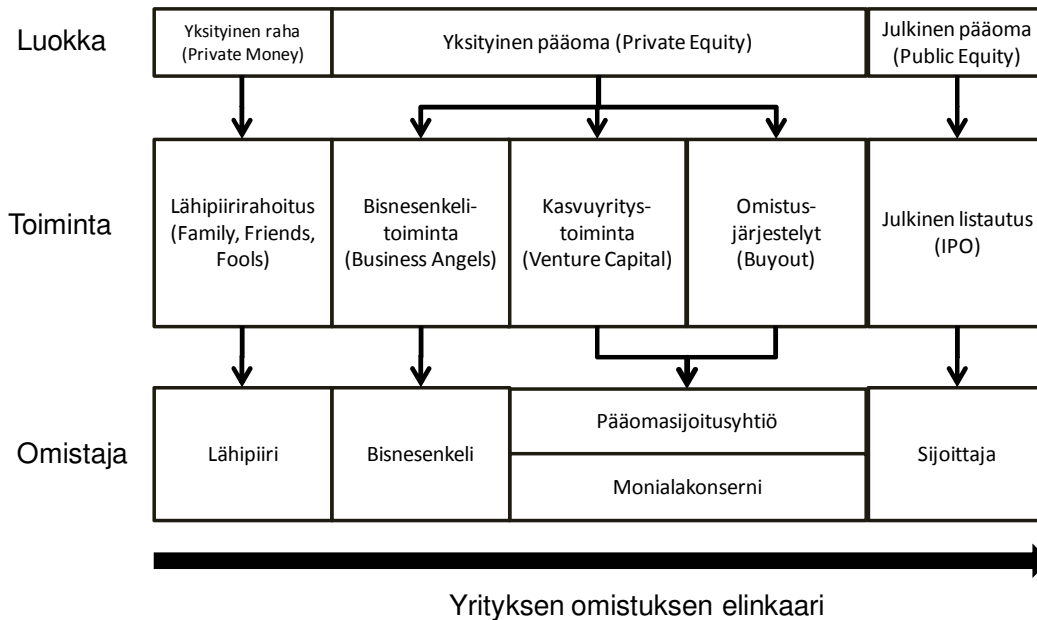
Seppä (2000) lähestyy kasvuyritystoiminnan käsitettä (*venture capital*) myös sidosryhmien näkökulmasta, jolloin sidosryhmien erilaiset intressit vaikuttavat suhtautumiseen. Hän esittää neljä erilaista näkökulmaa. Ensimmäinen näkökulma korostaa kasvuyritystoiminnan roolia rahoituksen lähteenä yrittäjävetoisille hankkeille. Toisen näkökulman mukaan kasvuyritystoiminta on eräs sijoitusinstrumentti oman pääomanehtoisten instrumenttien joukossa. Kolmanneksi kasvuyritystoiminta voidaan nähdä myös kansantalouden mekanismina kasvattaa yritysten arvoa ja synnyttää uusia työpaikkoja. Neljänneksi kasvuyritystoiminta on kiistanalainen ilmiö, jonka moninaiset toimijat joko lisäävät, siirtävät tai tuhoavat yrityksen arvoa.

Yksiselitteisten määrittelyjen sekä suomennosten puuttuminen käsitteiltä *venture capital* ja *private equity* on ollut omiaan sekoittamaan myös nimikkeitä, joita käytetään tämän alan toimijoista, ja näiden nimikkeiden sisällöllistä merkitystä. Leppiniemen määritelmän mukaan sijoitusyhtiöt ovat yrityksiä, yleensä osakeyhtiöitä, joiden toimialana on sijoittaminen. Yhtiöt voivat erikoistua erilaisiin sijoituskohteisiin, pörssiosakkeisiin, pörssissä noteeraamattomiin osakkeisiin, joukkovelkakirjalainoihin, kiinteistöihin jne. Erityisluonteisia sijoitusyhtiöitä ovat kehitysyhtiöt ja *venture capital* -yhtiöt. Ne hankkivat kohdeyhtiön osakkeita ja harjoittavat muuta rahoitustoimintaa kohdeyrityksen toiminnan kehittämiseksi. Tavalliset sijoitusyhtiöt ovat usein passiivisia omistajia, ns. finanssisijoittajia. Sen sijaan kehitysyhtiöt ja *venture capital*-yhtiöt pyrkivät nimenomaan vaikuttamaan sijoituskohteensa toimintaan ja johtamiseen sekä näin kehittämään yritystä. *Venture capital* -yhtiöt toimivat kehitysyhtiöiden tapaan. Erona on se, että ne eivät pyri osake-enemmistöön, vaan omistavat tavanomaisesti vähemmistöosuuksia niissä yrityksissä, joiden toimintaa ne pyrkivät kehittämään. (Leppiniemi 2000, 131) Yksityishenkilöistä käytetään usein termiä bisnesenkeli, ja he toimivat tyypillisesti itsenäisesti ja harrastavat pääomasijoittamista sivutoimenaan (Mason & Harrison 2000, Rasila 2004, Seppä 2000). Bisnesenkelit ovat yksityisiä pääomasijoittajia, jotka sijoittavat oman pääoman ehtoisesti nuoriin kasvuyrityksiin. (Niskanen & Niskanen 2007)

1.6.2 Käsitteiden määrittely

Tässä tutkimuksessa *private equity* -termi tarkoittaa yksityistä pääomaa. Yksityisellä pääomalla tarkoitetaan oman pääoman ehtoisen pääoman sekä omistajaosaamisen

sijoittamista määräajaksi julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin ja sellaisten sijoitusten tekemistä julkisesti noteerattuihin yrityksiin, joiden tarkoituksena on yrityksen ostaminen yksityiseen omistukseen. Määritelmä on tässä yhteydessä syytä purkaa osiinsa sisällön selkiinnyttämiseksi. Ensinnäkin yksityinen pääoma rajaa ulkopuolelleen julkisen pääoman. Toiseksi vaatimus oman pääoman ehtoisuudesta sulkee pois vieraan pääoman ehtoista rahoitusta tarjoavat rahoituslaitokset. Kolmanneksi määritelmä edellyttää, että rahapääoman lisäksi kohdeyritykseen sijoitetaan omistajaosaamista. Omistajaosaamisella tarkoitetaan omistajuuteen liittyvää aineetonta pääomaa, joka synnyttää lisäarvoa kohdeyrityksessä. Vaatimus omistajaosaamisen sijoittamisesta kohdeyritykseen erottelee yksityisen pääoman aktiivisen omistajuuden ja passiivisen sijoitustoiminnan. Aktiivisessa omistajuudessa omistaja pyrkii omistajaosaamisella synnyttämään lisäarvoa kohdeyrityksessä. Passiivisen sijoittajan ja kohdeyrityksen välillä ei vallitse vastaavaa vuorovaikutussuhdetta. Neljäs rajaava tekijä on määräaikaisuus. Yksityinen pääoma ei ole pysyvä omistus vaan se pyrkii irtautumaan määräajassa omistuksestaan. Määräajan pituudella ei ole määritelmän kannalta merkitystä. Määräaikaisuus erottaa yksityisen pääoman esimerkiksi pysyvään omistukseen pyrkivistä perheyrittäjäyrityksistä. ole laaja, eikä se tee eroa toiminnan eri vaiheiden, eri rahoitusmuotojen ja enemmistö- ja vähemmistösijoittamisen välillä. Viides määritelmän kulmakivi kuvaa kohdeyrityksiä. Ensisijaisesti yksityisen pääoman sijoitukset kohdistuvat julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin, mutta määritelmä pitää sisällään myös sijoitukset julkisesti noteerattuihin yhtiöihin sillä edellytyksellä, että sijoituksen tarkoituksena on kohdeyrityksen ostaminen pois julkisen listauksen piiristä. Yksittäisen sijoituksen tekeminen julkisesti noteerattuun yhtiöön ei täten kuulu yksityiseen pääomaan.



Kuvio 2 Yksityinen pääoma ja yrityksen omistuksen elinkaari

Kuvio 2 luo käsitteellisen viitekehyksen yksityiselle pääomalle. Kuvio on ylätasolla jaettu kolmeen luokkaan, yksityiseen rahan, yksityiseen pääomaan ja julkiseen pääomaan. Yksityisen rahan ja yksityisen pääoman keskeisin ero on se, että yksityinen raha sijoittaa rahaa passiivisena sijoittajana, kun taas yksityiseen pääomaan liittyy omistajaosaaminen ja aktiivinen omistajuus. Julkisen pääoman ja yksityisen pääoman ero on se, että julkinen pääoma sijoittaa julkisesti noteerattuihin yrityksiin ilman yksityistämistarkoitusta. Tässä tutkimuksessa keskitytään yksityiseen pääomaan.

Yksityinen pääoma on yläkäsite, joka koostuu kolmesta osatekijästä, bisnesenkeli-toiminnasta, kasvuyritystoiminnasta ja omistusjärjestelyistä. Nämä osatekijät muodostavat toiminnan tason, joka erotellaan yrityksen omistuksen elinkaaren mukaisesti. Tässä tutkimuksessa yrityksen omistuksellinen elinkaari jaetaan viiteen elinvaiheeseen. Nämä vaiheet ovat lähipiirirahoitus, bisnesenkeli-toiminta, kasvuyritystoiminta, omistusjärjestelyt ja julkinen listaus. Lähipiirivaihe kuuluu yksityisen rahan piiriin ja kuvastaa toimintaa, jossa yrittäjän perhe, ystävät ja tuttavat toimivat yrityksen omistajina. Alan kirjallisuudessa (Gompers & Lerner 1998; Rasila 2004) tästä käytetään termiä 3F (*Family, Friends and Fools*).

Bisnesenkeli-toiminnalla (*Business Angels*) tarkoitetaan yksityisten henkilöiden oman pääoman ehtoisen pääoman sekä omistajaosaamisen sijoittamista määrääjäksi

alkuvaiheen yrityksiin. Määrittely ei tee erottelua sen perusteella, onko sijoittajan ja sijoituksen kohteen välillä sukulaisuussuhdetta tai muuta yhteyttä. Määrittely kuitenkin edellyttää, että sijoitukseen liittyy myös omistajaosaamista. Tämän rajauksen mukaan pelkkä rahan sijoittaminen yksityiseen yritykseen ilman osallistumista kohdeyrityksen arvonnäykykseen ei ole bisnesenkelitoimintaa. Bisnesenkelitoiminta tapahtuu tyypillisesti sivutoimisesti ja epämuodollisesti.

Venture capital suomennetaan tässä tutkimuksessa tarkoittamaan kasvuyritystoimintaa. Kasvuyritystoiminta tarkoittaa oman pääoman ehtoisen pääoman sekä omistajaosaamisen sijoittamista määrääjäksi kasvuyrityksiin. Kasvuyrityksen käsite on määritelty esimerkiksi tutkimuksissa Ala-Mutka (2005), Karhia (2005), Koivula (2005), Rasila (2004) ja Seppä (2000) ja sillä tarkoitetaan yrityksiä, joiden liiketoimintaan liittyy merkittävä kasvumahdollisuus. *Buyout*-toiminta käännetään tässä tutkimuksessa omistusjärjestelyksi. Omistusjärjestelyllä tarkoitetaan rakenteellisen muutoksen tekemistä järjestelyn kohteena olevan yrityksen omistuksessa. Tämä muutos voi tapahtua esimerkiksi yrityskaupalla, velkarahoitteisella yritysostolla (LBO), johdon ulosostolla (MBO), johdon sisäänostolla (MBI) tai muussa muodossa. Omistusjärjestelyn synonyymi on yritysjärjestely, mutta tässä yhteydessä käytetään termiä omistusjärjestely, koska se kuvastaa paremmin toiminnan luonnetta yrityksen omistuksessa tapahtuvana muutoksena. Yrityksen elinkaaren viimeinen vaihe, julkinen listaus on selkeä yksityisen pääoman päätepiste. Sen jälkeen yritys jatkaa elämäänsä julkisesti listattuna yrityksenä sijoittajien omistuksessa.

Kuvion kolmas taso kuvastaa yrityksen omistajia eri elinkaaren vaiheissa. Yksityisen pääoman markkinoilla toimivat tahot voidaan luokitella kolmeen luokkaan, bisnesenkeleihin, pääomasijoitusyhtiöihin ja monialakonserneihin. Bisnesenkeli on yksityishenkilö, joka harjoittaa bisnesenkelitoimintaa. Pääomasijoitusyhtiö on voitonmaksimointiin pyrkivä yhtiö, joka kerää pääomamarkkinoilta pääomaa hallinnoimaansa taseen ulkopuoliseen rahastoon sijoittaakseen nämä pääomat yksityisen pääoman markkinoilla. Termi pääomasijoittaminen määritellään tässä tutkimuksessa tarkoittamaan pääomasijoitusyhtiön liiketoimintaa. Monialakonserni on voitonmaksimointiin pyrkivä yhtiö, joka omistaa yksityisen pääoman markkinoilla yrityksiä siten, että eri yritykset toimivat itsenäisesti ilman keskinäistä synergiaa, mutta kokonaisuus muodostaa konsernirakenteen. Pääomasijoitusyhtiöstä ja

monialakonsernista käytetään tässä tutkimuksessa yhteisnimitystä sijoitusyhtiö ja niiden toiminnasta yhteisnimitystä sijoitusyhtiötoiminta, jolla tarkoitetaan yritysmuotoista toimintaa yksityisen pääoman markkinoilla.

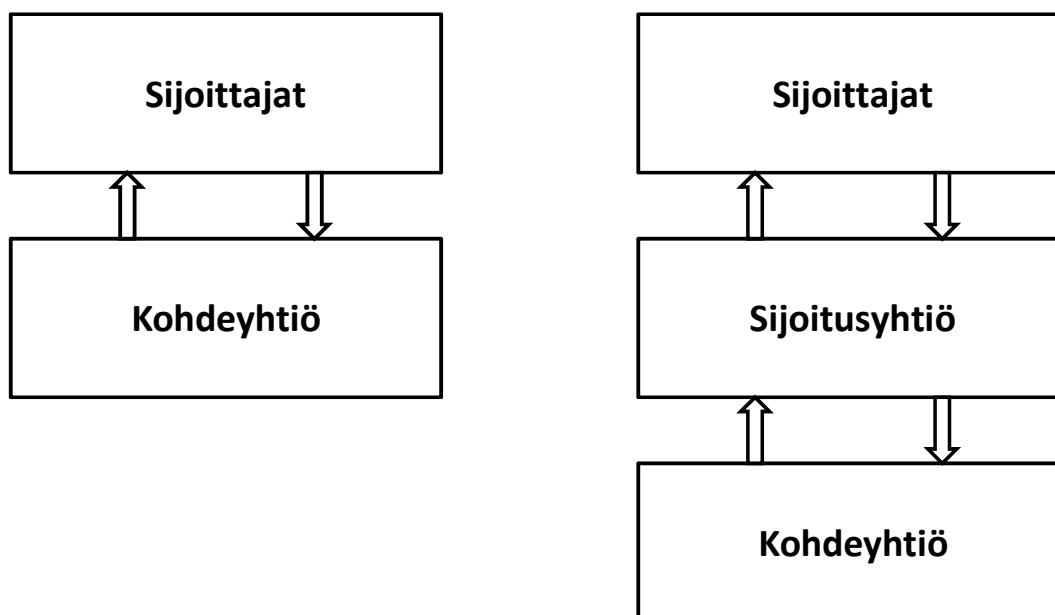
Kasvuyritystoiminnan yhteydessä yleisesti käytetty käsite kehitysyritys rajataan tässä määrittelyssä yksityisen pääoman ulkopuolelle, koska sen toiminnan lähtökohta ei ole sijoitetun pääoman tuoton maksimoiminen. Kehitysyrityksellä tarkoitetaan julkisen sektorin omistamaa yhtiötä, joka suorittaa sille asetettua erityistehtävää yritystoiminnan kehittämisessä. Tehtävät voivat koskea esimerkiksi alueellista tai toimialan kehitystä. Seppä kuvasi kehitysyrityksiä seuraavasti: "Suomen kielessä ovat jo pitkään vaikuttaneet käsitteet kehitysalue, kehitysmaa ja kehitysapu. Ne tarkoittavat erityisesti taloudellisesti alikehittyneitä maantieteellistä aluetta, alikehittyneitä valtiota ja kehitysmaalle annettavaa avustusta. Jos tästä loogisesti johtaa sisällön termille kehitysyritys, on se yhtiö kuin alikehittynyt yritys. Asiallisesti ottaen sisältö tästä johdettuna lienee kuitenkin seuraava: taloudellisesti alikehittyneitä, nimenomaan kehityksestä jälkeen jäänyttä yritystä kehittävä yritys, jonka kehitysvälineenä on jonkinlainen avustus, ja jonka primääritavoitteena on auttaminen ja tukeminen." (Seppä 1989, 4)

2 SIOJITUSYHTIÖTOIMINTA

2.1 Teoreettinen viitekehys

Tarkasteltaessa yksityisen pääoman teoreettista viitekehystä pyritään löytämään vastaus kysymykseen, miksi sijoitusyritykset ovat olemassa. Olemassaolon syytä voi lähestyä sekä kysynnän että tarjonnan näkökulmasta. Tässä tutkimuksessa sijoitusyrityksen tarjonnalla tarkoitetaan sijoitusyrityksille pääomaa tarjoavia kapitalisteja eli sijoittajia ja kysynnällä sijoitusyrityksien pääomia kysyviä kohdeyrityksiä. Mikäli sijoitusyrityksillä ei olisi syytä olemassaoloon, sijoittajat voisivat hyvin investoida suoraan kohdeyrityksiin ja kohdeyritykset saisivat rahoituksensa suoraan kapitalisteilta ilman välikäsiä. Sijoitusyrityksien toiminnan on havaittu olevan riippuvainen kysynnästä ja tarjonnasta. Pääomarahoitukseen kysyntä on riippuvainen yrittäjyyden aktiivisuudesta

(*entrepreneurial activity*). Tarjonnan muodostaa saatavilla oleva pääomarahoitus. (Armour & Cumming 2004) Teknologisten innovaatioiden kiihtynyt tahti ja pääomasijoitusten alentuneet transaktiokustannukset ovat Lernerin ja Hardymonin (2002) sekä Reidin (1998) mukaan kaksi eniten sijoitusyhtiöiden toiminnan yleistymiseen vaikuttanutta tekijää USA:ssa.



Kuvio 3 Sijoitusyhtiötoiminnan teoreettinen viitekehys

Kuvio 3 esittää sijoitusyhtiötoiminnan teoreettista viitekehystä. Rahoitusteoriassa täydellisillä markkinoilla hinnan oletetaan pitävän sisällään kaiken informaation (Brealey, Meyers & Marcus 2003, 5). Täydellisillä markkinoilla kukaan ei voi systemaattisesti saada keskimääräistä suurempia voittoja, koska mennyt hintahistoria ei sisällä mitään informaatiota tulevista hinnannuutoksista. Markkinoiden täydellisyys on tapana jaotella kolmeen tyyppiin. Heikoilla markkinoilla hintoihin sisältyy kaikki menneeseen vaikuttanut informaatio. Puolivahvoilla markkinoilla kaikki julkinen tieto heijastuu hinnassa. Vahvoilla markkinoilla hinta sisältää myös julkistamattomat sisäpiiritiedot. (Brealey ym. 2003, 7; Niskanen & Niskanen 2002, 36)

Oletetaan sijoittajan toimivan täydellisillä markkinoilla ja asettavansa sijoittamalleen miljoonan euron pääomalle 10 % tuottovaatimuksen. Vasemmanpuoleisessa mallissa

sijoittaja investoi rahat suoraan kohdeyritykseen. Mikäli kohdeyhtiö tuottaa perpetuiteettina sijoittajalle aina 10 % tuoton, on sijoituksen arvo sijoittajalle tasan kymmenen miljoona euroa. Kuvion oikeanpuoleisessa mallissa sijoittaja investoi rahat sijoitusyhtiöön, joka investoi ne edelleen kohdeyritykseen. Oletetaan myös, että sijoitusyhtiön omistajat asettavat omistukselleen 10 % tuottovaatimuksen. Jotta sijoittaja saisi tässä mallissa jatkuvan 10 % tuoton pääomalleen ja sijoituksen arvo perpetuiteettina olisi tasan kymmenen miljoona euroa, on teoriassa joko sijoitusyhtiön toimittava ilman kuluja tai kohdeyhtiön tuoton tulee olla yli 10 %. Tämä tarkoittaa sitä, että mikäli sijoitusyhtiötoiminta synnyttää yhtään kuluja, kuten voidaan olettaa, on kohdeyhtiön ja sijoitusyhtiön yhdessä pystyttävä tuottamaan oletettu 10 %:n tuottovaatimus sekä sijoittajalle että sijoitusyhtiön omistajille. Sijoitusyhtiön näkökulmasta tämä tarkoittaa sitä, että sen on kyettävä luomaan lisäarvoa sijoittajalle vähintään kustannustensa suuruisen määrän ja omistajillensa toimintaan sitoutuneen pääoman tuottovaatimuksen suuruisen määrän pystyäkseen oikeuttamaan olemassaolonsa. Veroja ja ulkopuolisia tekijöitä ei ole tarkastelussa huomioitu.

Tarkastelussa nousee esille kaksi huomiota. Ensinnäkin mikäli kohdeyhtiön tuotto on yli 10 %, kannattaa rationaalisen sijoittajan toimiessaan täydellisillä markkinoilla sijoittaa suoraan kohdeyhtiöön, koska tällöin hän saa pääomalleen korkeamman tuoton. Oletamus täydellisistä markkinoista tarkoittaa tässä tapauksessa sitä, että sijoittajalla on kaikki tieto käytettävissään ja mahdollisuus sijoittaa suoraan kohdeyhtiöön. Täten voidaan osoittaa, että sijoitusyhtiöllä ei ole täydellisillä markkinoilla syytä olemassaololle, mikäli se ei itse kykene synnyttämään lisäarvoa vähintään tuottovaatimusta vastaavan määrän.

Toinen huomio liittyy nimenomaan sijoitusyhtiön kykyyn luoda lisäarvoa. Jos markkinat toimivat täydellisesti, ja jos sijoitusyhtiöllä ei ole muuta toimintaa kuin kohdeyhtiöiden omistaminen, tarkoittaa tämä sitä, että tämän omistajuuden on synnyttävä lisäarvoa. Tällöin tullaan johtopäätökseen, että mikäli yksityisen pääoman markkinat ovat täydelliset, on olemassa omistajuutta, joka synnyttää lisäarvoa. Tämän omistajuuden on oltava ainutlaatuista siten, että toinen omistaja, kuten tässä tapauksessa esimerkiksi sijoittaja itse, ei pysty luomaan vastaavaa lisäarvoa, jos se olisi kohdeyhtiön suora omistaja. Jos oletetaan, että sijoitusyhtiö ei voi pääomaa lisäämällä kasvattaa omistuksen arvoa, tarkoittaa tämä sitä, että sijoitusyhtiöllä on oltava aineetonta

pääomaa, joka synnyttää omistussuhteessa lisäarvoa. Tätä aineetonta pääomaa kutsutaan tässä yhteydessä omistajaosaamiseksi ja sitä tarkastellaan tarkemmin kappaleessa 2.6.

Edellä esitetyn tarkastelun perusteella voidaan myös kysyä, ovatko yksityisen pääoman markkinat täydelliset? Useat tutkijat ovat havainnoineet markkinoiden epätäydellisyyksiä (esimerkiksi Lauriala 2008; Lerner & Hardymon 2002; Rasila 2004; Seppä 2000; Seppä & Näsi 2001). Heidän kiinnostavat huomiota erityisesti tiedon epäsymmetriaan yksityisen pääoman markkinoilla. Sen sijaan tutkimuksia, jotka tukisivat oletusta yksityisen pääoman markkinoiden täydellisyydestä, ei tämän tutkimuksen puitteissa havaittu. Esimerkiksi Meyer ja Mathonet (2005, 76) ovat sitä mieltä, että käytännössä yksityisen pääoman markkinat ovat epätäydelliset, koska listaamattomien yhtiöiden osakkeilta muun muassa puuttuvat kokonaan, tai ovat hyvin heikot, jälkimarkkinat, tieto on epätasaisesti jakautunutta, markkina on ohut ja sieltä ei löydy ostajalle täydellistä ostettavaa eikä myyjälle täydellistä ostajaa, markkinoilla ei ole olemassa oikeaa teoreettista hintaa ja siellä esiintyy merkittäviä hintavaihteluita, kauppooja tapahtuu harvoin ja ne ovat yksittäistapauksia sekä ostajan ja myyjän asemat vaikuttavat toteutuneeseen kauppahintaan. Myös se huomio, että sijoitusyhtiöitä esiintyy yksityisen pääoman markkinoilla voi toimia markkinatestinä siitä, että markkina ei täytä täydellisen markkinan edellytyksiä.

Sijoittajan näkökulmasta voidaan perustellusti todeta sijoitusyhtiön olevan tarpeellinen, mikäli se pystyy tarjoamaan sijoittajalle sellaista palvelua, että sijoittaja on siitä halukas maksamaan. Lernerin ja Hardymonin (2002) mukaan sijoitusyhtiöt eivät tyypillisesti sijoita omia rahojaan vaan keräävät rahat instituutioilta ja yksityishenkilöiltä. Tahoilla, jotka hallinnoivat pääomia, kuten eläkerahastot ja rahoituslaitokset, on harvoin aikaa ja osaamista lähteä sijoittamaan suoraan kasvuvaiheessa tai uudelleenjärjestelytilanteessa oleviin yrityksiin. Varojen antaminen sijoitusyhtiön hoidettavaksi on täten luottamuksen osoitus sijoitusyhtiölle. Eläkerahastot palkkaavat myös portinvartijoita varmistamaan, että vain kehittyneet sijoitusyhtiöt, joilla on tarkkaan määritetyt tavoitteet saavat heidän rahoitusta. (Lerner & Hardymon 2002, 134). Tämän näkemyksen mukaan yksityisen pääoman markkinat voivat teoriassa olla täydelliset ja sijoitusyhtiöiden rooli on toimia kapitalisteille palvelujaan myyvinä neuvonantajina.

Toinen tapa lähestyä sijoitusyhtiötoiminnan olemassaolon tarkoitusta on lähestyä asiaa kysynnän puolelta. Tällöin haetaan syitä siihen, miksi kohdeyhtiöt kysyvät yksityisen pääoman rahoitusta sijoitusyhtiöiltä, eivätkä esimerkiksi suoraan kapitalisteilta tai pankeilta vieraan pääoman muodossa? Tässä yhteydessä tarkastellaan kolmea mahdollista syytä sijoitusyhtiöiden pääoman kysynnälle eli pääomakuilua, rahoittajien erilaista suhtautumista riskiin ja pääomaan liittyvää osaamista.

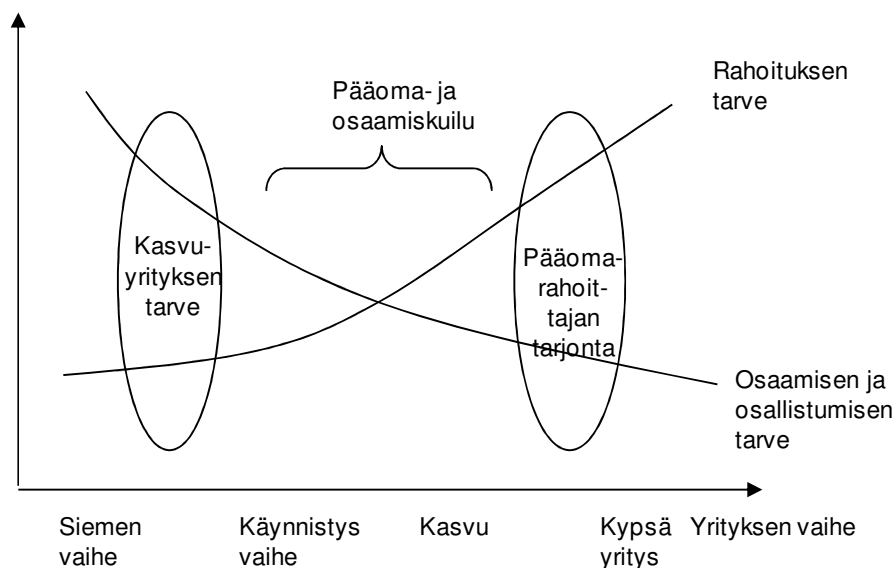
Ensinnäkin yrittäjillä on harvoin itsellään tarvittavaa pääomaa liikeideansa toteuttamiseksi. Tästä syystä he joutuvat turvautumaan ulkopuoliseen rahoitukseen. Osa yrityksistä pystyy hankkimaan riittävän pääoman perinteisistä rahoituslähteistä, kuten pankkilainoista, mutta osa potentiaalisista yrityksistä päättyy vaihtoehtoihin rahoitusratkaisuihin. Yritykset, joilla on kiinteää omaisuutta, kuten maata, rakennuksia, koneita ja fyysisiä tuotteita saavat näitä vastaan helpommin rahoitusta ja paremmin ehdoin, kuin yritykset, joiden omaisuus on luonteeltaan aineetonta. Fyysisen omaisuuden katoaminen on aineetonta omaisuutta vaikeampaa, mikä vähentää rahoittajan riskiä. Sijoitusyhtiöt ovat vaihtoehto niille yrityksille, joille perinteisen rahoituksen järjestäminen on hankalaa. Sijoitusyhtiöt hakevat yrityksiä, joilla on potentiaalia kehittyä tavalla, joka luo arvoa. Tämä arvonluonti voi tapahtua usealla eri tavalla. (Lerner & Hardymon 2002, 134)

Markkinatilanne määrittelee myös paljon yritysten rahansaantia. Sekä rahoitusmarkkinat että tuotantomarkkinat ovat alttiita merkittäville vaihteluille. Pääoman tarjonta ja sen hinta saattavat vaihdella merkittävästi. Nämä muutokset saattavat johtua sääntelyn tai asetusten muutoksista tai sijoittajien muuttuneista tulevaisuuden ennusteista. Tuotantomarkkinoiden koko ja kilpailutilanne saattavat johtaa tilanteeseen, jossa yritysten on vaikea saada rahoitusta perinteisistä rahoituslähteistä. (Lerner & Hardymon 2002, 135)

Pääomasijoitustoiminnan nopean yleistymisen voidaan suurelta osin katsoa johtuvan rahoitusmarkkinoiden rakenteellisista epätäydellisyyksistä: pääomasijoittajaa etsivällä kohdeyhtiöllä ei useinkaan ole käytettävissään muita rahoitusvaihtoehtoja, sillä pelkästään pankkien luotonantoa koskevat säännöt ja valvonta eivät mahdollista pääomasijoittamisen tyyppistä vakuudetonta, oman pääoman ehtoista rahoitusta. Luotonantajat eivät siten voi suurin sijoituksin osallistua kasvuyritysten

pääomahuoltoon ennen kuin vakuusmassaa syntyy yhtiöön tai joku ulkopuolinen taho ottaa kantaakseen rahoitusriskin takauksen muodossa. Pääomasijoittaminen siis täyttää kohdeyhtiöiden innovaatioiden rahoitustarpeiden ja rahoitusmarkkinoilla saatavissa olevien vaihtoehtoisten rahoituslähteiden välistä rahoitusvajetta. (Lauriala 2008, 139 - 140)

Reidin (1998) mukaan yksi sijoitusyhtiöiden eduista on se, että ne pystyvät tarjoamaan suuren määrän suhteellisen edullista rahoitusta kriittisessä kasvuvaiheessa oleville lupaaville kohdeyrityksille. Osingonmaksut voidaan siirtää myöhäisempään vaiheeseen ja sijoitetut summat voivat hyvin ylittää sen, mitä olisi saatavissa lainarahoituksena. Sijoitusyhtiön mielessä irtautuminen eli exit on paikka tuottojen realisointiin ja sillä on tyypillisesti suurempi merkitys kuin osinkojen maksulla. Exit voi tapahtua useassa eri muodossa, esimerkiksi kohdeyhtiön listaamisesta julkisen kaupankäynnin kohteeksi, myynti toiselle yritykselle, myynti toiselle sijoitusyhtiölle tai osakkeiden myynti yrityksen toimivalle tai ulkopuolelta tulevalle uudelle johdolle. (Reid 1998) Sepän ja Näsin mukaan (2001) laina on yritykselle rahaa, jolla on hintalappu, kun taas yksityinen pääoma on rahoitusta, johon liittyy omistus.



Kuvio 4 Kasvuyritysten kysyntä ja markkinoiden tarjonta rahoituksen ja osaamisen suhteen yrityksen eri vaiheissa (Rasila, Seppä & Hannula 2002, 6)

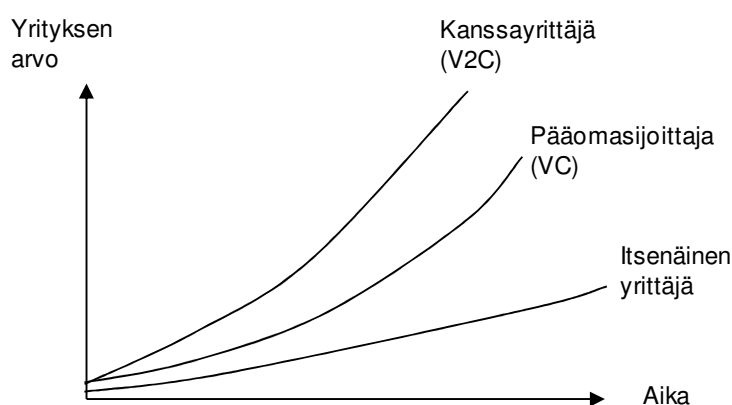
Sijoitusyhtiöillä on yksityisen pääoman markkinoilla välittäjän rooli. Ne keräävät

pääomia toimivilta pääomamarkkinoilta, kanavoivat nämä pääomat pääoman tarjonnan heikkoudesta kärsiviin kohdeyrityksiin ja veloittavat korvauksena tuoton pääomalle kompensoimaan välitystoimintansa riskiä. Kuvio 4 esittää sijoitusyhtiötoimintaan liittyvää pääomakuilua (*capital cap*) sekä osaamisen tarvetta kasvuyritysten eri vaiheissa. Dominguezin (1974) mukaan pääomakuilu havaittiin jo 1930-luvulla Iso-Britanniassa ja sillä tarkoitetaan kuilua kasvuyritysten rahoitustarpeen ja pääomamarkkinoiden tarjonnan välillä. Ilmiöstä käytetään myös termiä MacMillanin kuilu (*MacMillan cap*). Sepän ja Näsin (2001) sekä Rasilan (2004) mukaan pääomakuilu on välimatka muodollisen pääomamarkkinoiden (*formal capital market*) ja epämuodollisen pääomamarkkinan (*informal capital market*) välillä. Epämuodollisilla markkinoilla tarkoitetaan tässä yhteydessä lähipiiriltä ja muilta ei-ammattimaisilta sijoittajilta saatavaa rahoitusta ja muodollisella pääomamarkkinalla ammattimaista sijoitusyhtiötoimintaa. Sijoitusyhtiötoiminnan kehittäminen on nähty ratkaisuna pääomakuiluongelman poistamisessa (Seppä 2000). Toisaalta on havaittu, että sijoitusyhtiötoiminnan kehittyminen ja pääoman moninkertaistuminen eivät ole lieventäneet pääomakuilua, vaan ovat päinvastoin kasvattaneet sitä (Seppä 2000; Seppä & Näsi 2001). Syynä tähän on havaittu pääomasijoittamisen spiraali, jonka mukaan toiminnan kehittyminen ja pääomien lisääntyminen siirtävät sijoitusyhtiötä yhä suurempiin ja myöhemmän vaiheen sijoituksiin (Seppä 2000). Rasila (2004) kuvaa tätä ongelmaa kohdentamiskuiluksi. Pääomakuilun lisäksi on olemassa osaamiskuilu, jossa kasvuyrityksiltä puuttuu tarvittavaa liiketoimintaosaamista (Jungman 2003; Rasila 2004; Seppä 2000; Seppä & Jungman 2005). Sepän ja Näsin (2001) mukaan on ironista, että nykyään ei ole puutetta pääomasta vaan siitä, että sitä ei ole tarjolla riittävän pieninä annoksina. Kun Bygrave ja Timmons (1992) kysyivät: "*Where is the venture in venture capital?*", kysyy Seppä (2000): "*Where is the capitalist in venture capital?*".

Toinen näkökulma lähestyä sijoitusyhtiötoiminnan kysyntää on tarkastella sen suhdetta riskiin. Rahoittaminen on sijoituspäätösten tekemistä, eli varmoista kassavirroista luopumista epävarmojen tuottojen saavuttamiseksi. Sijoituspäätöstä edeltää valinta varojen käytöstä, eli halutaanko varat käyttää nyt vai sijoittaa johonkin epävarmaan, joka tuo oletettuja tuottoja pääomalle tulevaisuudessa. (Lauriala 2008, 83) Sijoitusyhtiöillä on oma tärkeä roolinsa rahoitusmarkkinoilla. Sijoitusyhtiötoiminta luokitellaan vaihtoehtoisten rahoituslähteiden luokkaan. Ne erottuvat perinteisistä rahoituslaitoksista sillä, että ne tarjoavat oman pääoman ehtoista rahoitusta yrityksille ja

niiden suhde riskiin on erilainen. Perinteiset rahoituslaitokset ovat riskinkarttasia, kun taas sijoitusyhtiöt hyväksyvät riskin osana sijoitustoimintaansa. Kompensaationa korkeasta riskitasosta sijoitusyhtiöt vaativat investoinneiltaan huomattavaa tuottoa. Sijoittaville tahoille kuvataankin yleensä 30 prosentin vuotuista tuottoa. (Lauriala 2004, 2008)

Yksityisen pääoman sijoittajat odottavat sijoitustensa riskikorjattujen tuottojen olevan huomattavasti suuremmat kuin muissa potentiaalisissa sijoituskohteissa sekä uskovat myös riskien hajauttamisesta eli diversifioinnista johtuviin potentiaalisiin hyötyihin. Pääomasijoitukselta odotetaan aina suurempaa tuottoa kuin muilta, esimerkiksi noteerattuihin arvopapereihin tai kiinteistöihin tehdyiltä sijoituksilta. Tuottovaatimus vaihtelee suhdanteiden, toimialan ja yhtiön kehitysvaiheen mukaan noin 30 - 70 prosentin välillä. Sijoitukseen liittyvästä korkeasta riskistä johtuen myös riskin hajauttamisesta saatava hyöty on erityisen suuri juuri pääomasijoitustoiminnassa. (Lauriala 2008)



Kuvio 5 Yrityksen arvonmuodostus eri kasvu-urilla (Rasila, Seppä & Hannula 2002, 12)

Kolmas syy sijoitusyhtiöiden pääoman kysyntään liittyy edellä esitettyyn omistajaosaamiseen ja sijoitusyhtiöiden kykyyn lisätä kohdeyhtiön arvoa. Kohdeyhtiöllä voi olla halu saada pääoman lisäksi myös arvoa lisäävää omistajaosaamista, mitä muilla pääoman lähteillä ei ole tarjota. Osittain tästä syystä sijoitusyhtiöiden pääomasta käytetään myös termiä viisas raha (*smart money*). Bygraven ja Timmonsin (1986) mukaan kohdeyritykselle on jopa tärkeämpää se, kenen rahaa se saa, kuin kuinka paljon se sitä saa ja mihin hintaan. Jungmanin (2003) mukaan on

yleisesti havaittu, että yksityiseen pääomaan liittyy arvoa lisäävä elementti. Tällä arvonlisäyksellä tarkoitetaan niitä ei-rahamääräisiä hyötyjä, joita kohdeyritys saa sijoitusyhtiön omistuksen myötä (Jungman 2003). Rasila, Seppä ja Hannula (2002) esittävät, että sijoitusyhtiön pääomalla on positiivinen vaikutus kohdeyrityksen arvonmuodostukseen verrattuna tilanteeseen, jossa yritys toimii yksin (kuvio 5). Heidän mukaansa arvonmuodostus on paras silloin, kun pelkän rahapääoman sijasta kohdeyhtiöön panostetaan myös osaamispääomaa. He korostavat kasvuyritystoiminnan ja kanssaryrittäjyyden (*Venture-to-Capital*, V2C) merkitystä yrityksen arvonmuodostuksessa.

Laurialan (2008, 151) mukaan sijoitusyhtiötoiminta on tärkeää erottaa muusta arvopapereihin kohdistuvasta sijoitustoiminnasta. Ensimmäinen selkeä erottava tekijä on sijoitusyhtiön aktiivinen osallistuminen sijoituskohteen identifiointiin, neuvotteluun, sijoituksen strukturointiin ja kohdeyhtiön monitorointiin sijoituksen jälkeen. Osallistuminen tapahtuu esimerkiksi aktiivisena hallituksen jäsenenä tai taloudellisena neuvonantajana. Muussa sijoitustoiminnassa aktiveetti rajoittuu osto- ja myyntihetken valintaan. Toinen erottava tekijä on määräaikaisuus. Sijoituksia ei tehdä määräämättömäksi ajaksi, vaan ennalta arvioiduksi ajaksi, jonka aikana sijoituksen arvon odotetaan kasvavan merkittävästi. Kolmantena erottavana tekijänä voidaan pitää kohdeyhtiöltä ostettavien arvopapereiden rajoitettua likviditeettiä: sijoitusyhtiö tekee sijoituksensa yleensä aina noteeraamattoman eli pörssilistan ulkopuolisen yhtiön osakkeisiin.

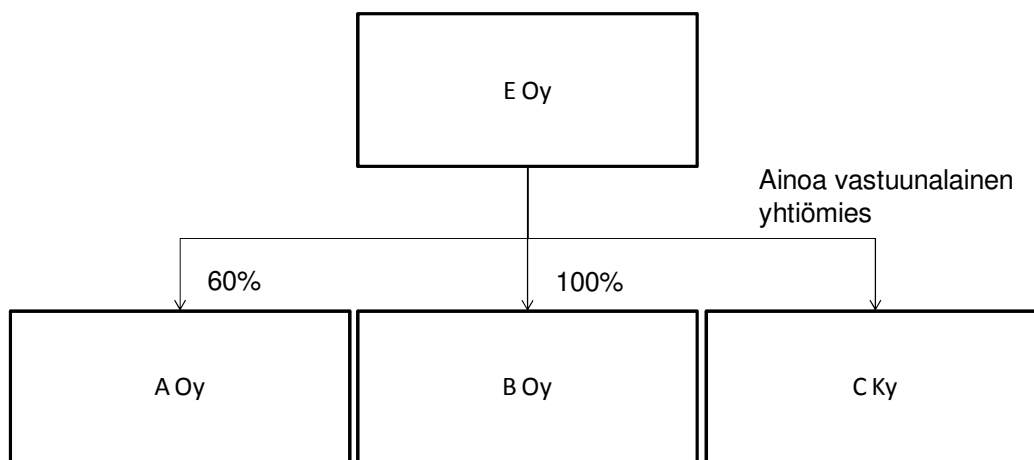
Relander (1989, 11) määrittelee sijoitusyhtiötoiminnalle kuusi perusedellytystä:

- 1) Sijoitusten on oltava oman pääoman ehtoisia
- 2) Sijoitukset ovat pääasiassa vähemmistöosuuksiin kohdistuvia, mutta kaksi tai useampi sijoitusyhtiö voi omistaa yhdessä enemmistön
- 3) Sijoitukset ovat määräaikaisia
- 4) Sijoittajat ovat aktiivisia osakkuusyrittäjänsä kehittäjiä, jotka tarjoavat yritykseen monipuolista osaamista
- 5) Sijoittajalle tuleva tuotto on ensisijaisesti osakkuuden arvonnoususta realisoituvaa myyntivoittoa ja toissijaisesti korkoa sekä osinkoja sijoituksen aikana

6) Lisäsijoituksia voidaan tehdä yrityksen elinkaaren jatkovaiheissa.

2.2 Sijoittaminen konsernirakenteella omasta taseesta

Konserni-nimitys juontuu eri kieliin latinasta, jossa con (cum) merkitsee ”yhdessä” ja cerne ”erottaa”. Konserni on englanniksi *concern*, mutta arkikäytössä *group* on yleisemmin käytössä. Esimerkiksi ilmaisu konsernitalinpäätös ilmaistaan *group accounts*. IAS/IFRS-standardeissa konserni muodostuu emoyhtiöstä ja tytäryrityksistä. Kirjanpitolain 1 luvun 6§:n 1 momentissa esitetään konsernin määritelmä. Määritelmän mukaan emoyritys tytäryrityksineen muodostaa konsernin. Taloudellisena kokonaisuutena konserni on määriteltävissä seuraavasti: ”Konserni on kahden tai useamman juridisesti itsenäisen yrityksen muodostama pysyväksi tarkoitettu taloudellinen kokonaisuus (entiteetti), jossa yhdellä yrityksellä eli emoyrityksellä on määräysvalta muissa konserniin kuuluvissa yrityksissä eli tytäryrityksissä.” Konsernien muodostamisella pyritään yleensä erilaisten tuotanto- ja markkinointitekniesten, hallinnollisten ja rahoituksellisten synergiavaikutusten hyödyntämiseen. (Englund, Prepula, Riistama & Tuokko 2005, 14)



Kuvio 6 Esimerkki konsernirakenteesta (Englund, Prepula, Riistama, Tuokko 2005)

Kuvio 6 esittää yksinkertaista konsernirakennetta. Siinä yhtiö E Oy:llä on omistukseen perustuva määräysvalta yhtiöihin A Oy ja B Oy. Määräysvalta on konsernisuhteen olennainen tunnusmerkki. Käytännössä määräysvalta merkitsee emoyrityksen mahdollisuutta ohjata konserniin kuuluvien yritysten toimintaa ja päätöksentekoa koko

konsernin tavoitteita ja etua silmällä pitäen. (Englund ym. 2005) Yhtiö E Oy on myös C Ky:n ainoa vastuunalainen yhtiömies, joten C Ky on osa konsernia. Englundin ja kumppaneiden mukaan konserni voi muodostua niin pienistä kuin suuristakin yrityksistä. Myöskään juridisella yritysmuodolla tai toimialalla ei ole merkitystä konsernin muodostumisessa. Heidän esimerkissään kommandiittiyhtiö, joka toimii vuokralla vastuunalaisen yhtiömiehen omistamassa kiinteistöosakeyhtiössä, muodostaa viimeksi mainitun kanssa taloudellisen konsernin, vaikka ei olekaan välttämättä oikeudellisesti konsernisuhteessa tähän. (Englund ym. 2005)

Konsernin perustana oleva määräysvalta merkitsee ensisijaisesti juridisesti perusteltavissa olevaa päätöksentekovaltaa ja toiminnan ohjaamisvaltaa. Toinen konsernisuhteen määrittelemiseksi kysymykseen tuleva olennainen tunnusmerkki on konserniin kuuluvan toiminnan yhtenäinen johto. Konsernikäsitteessä on tällöin paino taloudellisella kokonaisuudella. Tämän kokonaisuuden perustana ovat luontevasti reaali prosessiin kuuluva toiminta ja sen ohjaus. Konserni voidaan siis myös määrittää taloudellisiin tavoitteisiin pyrkiväksi kokonaisuudeksi, jonka tavoitteiden saavuttamista mitataan viime kädessä sen toiminnan tuloksen ja taloudellisen aseman kehittymisenä. Konserni on tämän mukaan ensisijaisesti taloudellinen käsite, ja vasta toissijaisesti puhutaan konsernista oikeudellisena käsitteenä. (Englund ym. 2005)

Osakeyhtiölain pääsäännön mukaan konsernisuhteen syntyminen edellytyksenä on, että emoyrityksellä on enemmän kuin puolet tytäryhtiöosakkeiden tuottamista äänistä. Konsernisuhde voi syntyä äänivallan enemmistön tai muun tosiasiallisen määräysvallan perusteella. Osakkeenomistuksen ollessa kyseessä äänivallan enemmistö on ratkaiseva, ei osake-enemmistön omistaminen. Tosiasiallinen määräysvalta voi syntyä myös omistukseen liittyvän sopimuksen perusteella. Sopimus voi mahdollistaa esimerkiksi yrityksen hallintoelinten jäsenten enemmistön nimittämis- tai erottamisoikeuden. (Englund ym. 2005)

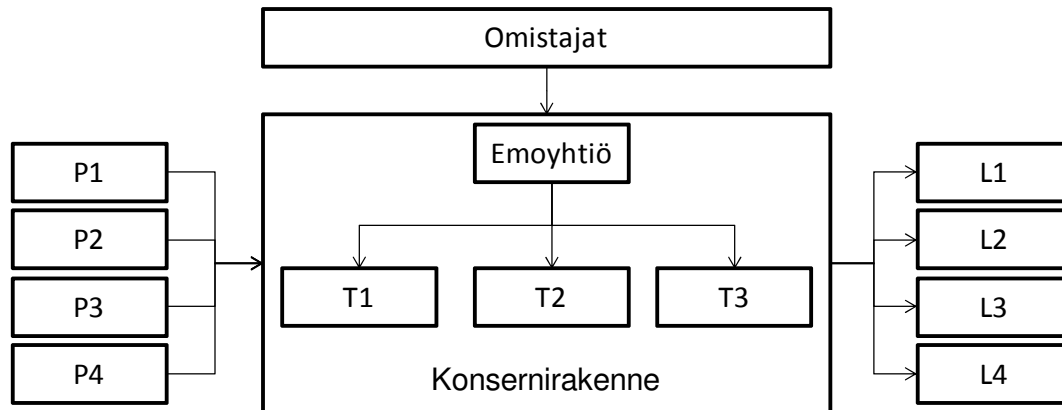
Englund ym. (2005) luokittelevat viisi eri konsernityyppiä. *Alistuskonsernissa* emoyrityksen määräysvalta ulottuu joko välittömästi tai jonkin tytäryrityksen taikka joidenkin tytäryritysten avulla yhteen tai useampaan tytäryritykseen siten, että nämä ovat täysin määräysvaltaa pitävän emoyrityksen johdon alaisia. *Rinnakkaiskonsernissa* tytäryritykset ovat yhteisen johdon alaisia, mutta samanlaisessa oikeudellisessa

asemassa ja käyttävät toisiinsa yhtäläistä valtaa. *Vertikaalinen konserni* muodostuu yrityksistä, jotka edustavat saman elinkeinohaaran useita eri tuotantovaiheita tai vaihdantaprosessin osia. *Horisontaalinen konserni* vastaavasti muodostuu samaa elinkeinohaaraa edustavien ja samaan teollisuuden alaan kuuluvien yritysten yhteenliittymästä. Jos eri elinkeinohaaroja edustavat yritykset muodostavat konsernin, on kyseessä *sekakonserni*. (Englund ym. 2005). Sen sijaan suomalaisten yhtiöiden käyttämä monialakonserni-käsite ei sisälly heidän määritelmiin. Monialakonserni määriteltiin tässä tutkimuksessa voitonmaksimointiin pyrkiväksi yhtiöksi, joka omistaa yksityisen pääoman markkinoilla yrityksiä siten, että eri yritykset toimivat itsenäisesti ilman keskinäistä synergiaa, mutta kokonaisuus muodostaa konsernirakenteen.

Konsernirakennetta on harvoin tutkittu sijoitusyhtiötoiminnan rakenteena. Mallia on tarkasteltu lähinnä yritysten sisäisen kasvuyritystoiminnan (*corporate venture*) osana, jolloin sen roolina on nähty yrityksen määrittelemien strategisten tavoitteiden täyttäminen, ei itsenäinen, voitonmaksimointiin pyrkivä sijoitustoiminta. Lerner ja Hardymon (2002) käyttävät omasta taseestaan omia varojaan sijoittavista yhtiöistä termiä ”lähes sijoitusyhtiö” (*quasi-venture capital firm*). Sepän (1989) mukaan omasta taseesta sijoittavien sijoitusyhtiöiden kompastuskiviksi Yhdysvalloissa todettiin toisaalta velkarahoituksen aiheuttama vuosittaisen tuoton vaatimus korkokulujen peittämiseksi ja toisaalta omistajien vaikutusvalta vaatia kehitysyhtiöltä osingonjakoa vuosittaisena korkona sijoittamalleen pääomalle.

Esimerkkinä omasta taseesta sijoittavan yhtiön keskeisistä haasteista Lerner ja Hardymon (2002) kuvaavat perheomisteisen Columbia Capital Corporationin tilannetta vuonna 1998, jolloin yhtiö oli tekemässä päätöstä siitä, jatkavatko he ainoastaan omistajien varojen hallinnointia vai perustavatko he ulkopuolisen rahaston, johon he keräävät rahoitusta myös yhtiön omistajien ulkopuolelta. Yhtiön arvion mukaan ulkopuolinen rahasto mahdollistaisi hallinnointipalkkioiden keräämisen, jolla voitaisiin kattaa yrityksen operatiivisia kustannuksia, kuten työntekijöiden palkkoja. Lisäksi rahasto mahdollistaisi suurempien yksittäisten sijoitusten tekemisen ja osallistumisen suurempiin sijoituskokonaisuuksiin sekä helpottaisi uusien osakkaiden mukaanottamista, koska he pääsisivät pienemmillä osuuksilla mukaan. Toisaalta ulkopuolisten rahoittajien mukaantulo toisi mukanaan uusia velvoitteita yhtiölle, toisi uusia tahoja jakamaan voittoa omistajien sijasta sekä saattaisi muuttaa yrityksen

kulttuuria ja sijoituspolitiikkaa kohti opportunistisempia ja spekulatiivisempia sijoituksia.



Kuvio 7 Sijoittaminen omasta taseesta konsernirakenteella

Kuvio 7 esittää liiketoimintamallia, jossa sijoittaminen tapahtuu yrityksen omasta taseesta konsernirakenteella. Mallissa sijoitusyhtiö käy läpi mahdollisia sijoituskohteita (P1, P2, P3, P4) ja hankkii määräysvallan potentiaalisiksi katsomistaan kohdeyrityksistä. Sijoitusyhtiö toimii konsernin emoyhtiönä ja kohdeyritykset konsernin tytäryrityksinä (T1, T2, T3). Omistajat toimivat rahoituksen lähteenä ja omistavat emoyhtiön osakkeita. Emoyritys voi olla julkisesti listattu yhtiö, mutta se voi myös olla listaamaton yritys. Rahoituslaitokset vastaavasti rahoittavat konsernia vieraan pääomanehtoisesti. Rahoituslaitoksilta lainattua vierasta pääomaa voi juridisesti olla sekä emoyhtiöllä että tytäryrityksillä, mutta konsernitilinpäätöksessä vieras pääoma esitetään siten kuin konserni olisi yksi entiteetti. Irtautumistilanteessa konserni myy tytäryrityksen (L1, L2, L3, L4) konsernin ulkopuoliselle ostajalle. Myynnistä mahdollisesti saatava voitto tuloutuu emoyhtiölle ja sitä kautta sen osakkeenomistajille.

Konsernirakenteessa pääoman sijoittajien eli emoyhtiön osakkeenomistajien tuotto muodostuu kahdesta eri lähteestä. Ensinnäkin osakkeenomistajat ovat oikeutettuja ottamaan osinkotuloina lain määräysten puitteissa parhaaksi katsomansa osinkomäärän haluamanaan ajankohtana. Jaettavissa oleva osinko muodostuu emoyhtiön ja tytäryritysten liiketoiminnan tulosten perusteella. Osakkeenomistajat voivat vaikuttaa emoyhtiön määräysvallan kautta kohdeyhtiöistä emoyhtiölle jaettavan osingon määrään ja ajoitukseen. Toinen merkittävä tulolähde on irtautumisista muodostuva mahdollinen myyntivoitto, jos konserni luopuu kohdeyrityksen omistuksesta.

Hallinnointi- ja konsultointipalkkioilla ei ole konsernille vastaavaa merkitystä kuin rahastoja hallinnoivalle pääomasijoitusyhtiölle. Teoriassa emoyritys voi yrittää periä rahan lähteeltä eli osakkeenomistajiltaan esimerkiksi omistuksen suuruuteen perustuvaa hallinnointipalkkiota, jolla katettaisiin yhtiön kuluja, mutta voittoon pyrkivänä liiketoimintana tämä ei olisi omistajien kannalta mielekästä, koska se olisi omistajille kuuluvan omaisuuden kierrättämistä. Toisaalta emoyritys voi periä kohdeyrityksiltä esimerkiksi konsultointipalkkiota. Konsernin näkökulmasta kyseessä on tällöin sisäinen liiketapahtuma, jossa raha liikkuu konsernin yhtiöiden välillä, ja joka eliminoidaan konsernitilinpäätöksessä. Toimenpide on kuitenkin tietyissä tapauksissa emoyrityksen osakkeenomistajien kannalta edullinen. Tällainen tapaus ilmenee esimerkiksi silloin, kun kohdeyrityksessä on konsernin ulkopuolista omistusta. Tällöin emoyhtiön osakkeenomistajat voivat kasvattaa konsernin jaettavissa olevia varoja konsernin ulkopuolisten omistajien kustannuksella.

Lernerin ja Hardymonin (2002) mukaan konsernirakenteella omia varojaan sijoittavalla yhtiöllä on kolme keskeistä etua muiden varoja hallinnoivaan rahastoyhtiöön nähden. Ensinnäkin konsernirakenteessa ei ole rajoituksia sijoituksille vaan omistajat voivat vapaasti itse päättää, mihin rahansa sijoittavat. Muiden varoja hallinnoiva yhtiö joutuu toimimaan niiden sääntöjen mukaisesti, jotka he ovat asiakkaidensa kanssa varainkeruuvaiheessa sopineet. Tällaisia rajoitteita ovat esimerkiksi sopimukset keskittyä tiettyyn toimialaan tai rahoitusvaiheeseen sekä yksittäisille sijoituksille asetetut maksimisummat. Tältä osin omien rahojen sijoittaminen on joustavampaa kuin muiden rahojen hallinnointi. Toiseksi ainoastaan omia rahojaan sijoittavalla yhtiöllä on erilainen insentivi kehittää ja kasvattaa kohdeyhtiötä, koska omien rahojen ollessa kyseessä henkilöt ovat valmiita käyttämään enemmän omaa aikaansa ja osaamistaan kohdeyhtiöiden tukena. Omia rahojaan sijoittava yhtiö lähtee myös herkemmin perustamaan alusta alkaen uusia yrityksiä tarpeen huomattaessaan, koska työläydestä huolimatta se saattaa tarjota mahdollisuudet yhtiöiden parempaan kontrolloimiseen ja omistuksen kasvattamiseen. Kolmanneksi omia rahojaan sijoittavat yhtiöt toimivat käytännönläheisemmin kuin muiden rahoja hallinnoivat yhtiöt. Tämä ilmenee esimerkiksi siinä, että tyypillisesti nämä yhtiöt laittavat uudet työntekijänsä työskentelemään johonkin kohdeyritykseensä, jotta heille kertyy käytännön kokemusta. (Lerner & Hardymon 2002, 100 - 104)

Vastaavasti konsernirakenteella omia varojaan sijoittavalla yhtiöllä on kolme keskeistä heikkoutta muiden varojen hallinnoivaan rahastoyhtiöön nähden. Ensinnäkin sisäisesti omistajilta koottu rahoituskapasiteetti on usein liian pieni, mikä rajoittaa osallistumista suurempiin järjestelyihin ja hidastaa toiminnan laajentumista. Sijoituksiin liittyy usein myös kohteen jatkorahoitus, mikä tarkoittaa sitä, että yhtiön on sitouduttava keräämään kohteeseen lisärahoitusta myöhemmässä vaiheessa. Tämä edellyttää konserniyhtiöltä sitä, että yhtiö pystyy joko itse jatkorahoittamaan kohteen omista varoistaan tai sen osakkaat sitoutuvat kohteen jatkorahoittamiseen. Toiseksi omia rahojaan sijoittavan yhtiön osaamiskapasiteetti saattaa olla hallinnointiyhtiötä rajallisempaa. Konsernirakenteessa päätösvalta keskittyy omistajille. Toisaalta konsernirakenne voi yhtä lailla ostaa osaamista ulkopuolelta samalla tavalla kuin rahastoja hallinnoiva yhtiökin. Kolmanneksi yhtiön toiminnan laajentaminen ja uusien osakkaiden mukaan ottaminen ovat vaikeampia. Nämä tapahtuvat joko vanhojen osakkaiden myydessä osuuksiaan tai osakeannilla, joka voi olla joko suunnattu tai avoin. Uusien osakkeiden myötä tapahtuu diluutio eli omistusosuuden laimentuminen, jos vanhat omistajat eivät ole omistusosuuttaan vastaavalla osuudella mukana annissa. (Lerner & Hardymon 2002, 105)

Tarkasteltaessa sijoitusyhtiön toimintaa konsernirakenteella on huomioitava kaksi erityisasiaa, määräysvallan rooli ja konsernirakenteen muodostuminen. Ensinnäkin määräysvallan osalta konsernirakenne sijoitusyhtiön liiketoimintamallina eroaa rahastomuotoisesta sijoittamisesta siinä, että konsernirakenne edellyttää lähtökohtaisesti määräysvallan muodostumista kohdeyrityksessä. Kirjanpitolain ja osakeyhtiölain mukaan määräysvallan muodostuminen ei kuitenkaan edellytä enemmistöosuuden omistamista kohdeyhtiöstä vaan määrävalta voi myös muodostua myös muulla tavoin, esimerkiksi sopimukseen perustuen (Englund ym. 2005). Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että konserni voi sijoittaa myös vähemmistöosuksiin, mutta mikäli kohdeyritykset halutaan lukea osaksi konsernia, on konsernin muodostumisen kriteerit täytettävä muulla keinoin kuin omistamiseen perustuvalla ääntenenemmistöllä. Mikäli määräysvallan kriteerit eivät täyty, voidaan kohdeyritys esittää konsernitilinpäätöksessä esimerkiksi osakkuusyhtiönä (KPL 1:7) tai omistusosuuden arvo taseessa sijoitusomaisuutena.

Toiseksi yhtiön juridisella yritysmuodolla tai toimialalla ei ole merkitystä konsernin

muodostumisessa. Esimerkiksi kommandiittiyhtiö voi olla konsernin tytäryhtiö. (Englund ym. 2005, 15) Sijoitusyhtiötoiminnassa tämä tarkoittaa sitä, että kommandiittiyhtiömuotoiset rahastot, joissa emoyritys toimii kommandiittiyhtiön ainoana vastuunalaisena yhtiömiehenä, ovat lähtökohtaisesti osa konsernirakennetta. Jos kommandiittiyhtiössä on emoyrityksen lisäksi muita vastuunalaisia yhtiömiehiä, se voi olla emoyrityksen välittömässä määräysvallassa oleva tytäryritys vain, jos vastuunalaisena yhtiömiehenä olevalla emoyrityksellä on määräysvalta sopimuksen perusteella. Tämän tutkimuksen puitteissa ei ole mahdollisuutta tutkia tarkemmin sitä, milloin hallinnointiyhtiön ja kommandiittiyhtiömuotoisen rahaston välillä muodostuu konsernisuhde. Kirjanpitolain ja osakeyhtiölain pääsäännön mukaan näin tapahtuisi, kun hallinnointiyhtiö toimii kommandiittiyhtiön ainoana äänettömänä yhtiömiehenä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että lähtökohtaisesti taseen sisäpuolinen, kommandiittiyhtiö- tai osakeyhtiömuotoinen, rahasto on konsernirakenteessa mahdollinen liiketoimintamalli.

2.3 Sijoittaminen taseen ulkopuolisista rahastoista

Taseen ulkopuoliselle rahastolle ei ole yksiselitteistä määritelmää. Vapaasti kuvattuna termillä tarkoitetaan toimintaa, jossa sijoitusyhtiö hallinnoi vastuunalaisena yhtiömiehenä kommandiittiyhtiömuotoista rahastoa, jossa on osakkaina pääomaa sijoittaneita tahoja äänettöminä yhtiömiehinä. Rahastoa ei sisällytetä sijoitusyhtiön taseomaisuuteen vaan se on itsenäinen taseen ulkopuolinen erä. (Seppä 2000, 136)

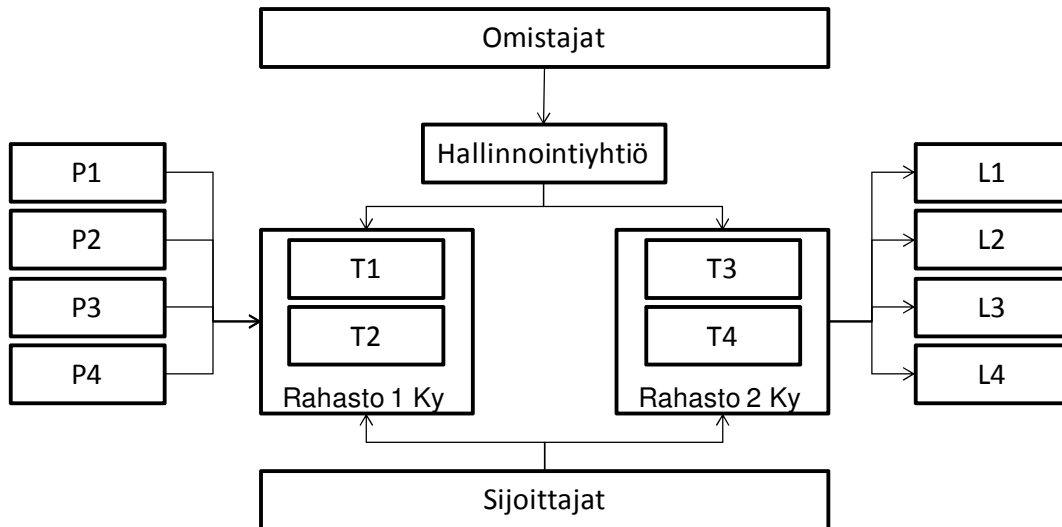
Sijoitusrahasto ei osakeyhtiön tapaan ole erillinen oikeushenkilö, jonka osuudelle voisi muodostua esimerkiksi pörssikurssi. Sijoitusrahastossa on kysymys arvopapereiden yhteisomistuksesta, kollektiivisesta omistamisesta. Sijoitusrahasto kerää sijoittajilta, yksityishenkilöiltä ja yhteisöiltä, varoja, joilla se ostaa arvopapereita. Sijoitusrahastoon varoja sijoittaneet omistavat rahastosta rahasto-osuuksia. (Leppiniemi 2000)

Varsinaisen pääomasijoitusrahaston yhtiömuoto on Suomessa tyypillisesti ollut kommandiittiyhtiö, mutta rahastoja toimii myös osakeyhtiöinä. Kommandiittiyhtiömuodossa vähintään yksi yhtiömies vastaa yhtiön velvoitteista täysimääräisesti (komplementaari). Tällaista yhtiömiestä kutsutaan vastuunalaiseksi

yhtiömieheksi. Vastuunalaiset yhtiömiehet puolestaan sitoutuvat henkilökohtaisesti koko omaisuudellaan rahaston hallintaan, mikä pääomasijoitusrahastoissa tarkoittaa, että pääomasijoitusyhtiö kantaa sijoitusten riskin. Toisen yhtiömiehen vastuu on rajattu hänen yhtiöön sijoittamansa pääomapanoksen määrään ja häntä kutsutaan äänettömäksi yhtiömieheksi (kommanditääri). Suomalainen kommandiittiyhtiörakenne ei ole kaikilta osin yhtenevä muualla käytettyyn *limited partnership*-rakenteeseen (Lauriala 2008; Seppä 2000).

Suomessa ei ole pääomarahaston rakennetta tai pääomasijoitustoimintaa koskevaa erityislainsäädäntöä. Suomessa angloamerikkalaista *limited partnershipia* vaikutuksiltaan parhaiten vastaava struktuuri on pyritty aikaansaamaan suunnittelemalla pääomarahastot kommandiittiyhtiömuotoon. Kommandiittiyhtiöön sovelletaan avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain säädöksiä. Kyseinen laki on kuitenkin laadittu pitäen silmällä pienimuotoista yritystoimintaa, mistä syystä sen säännökset suhteellistuvat varsinkin siksi, että yhtiömiesten velvollisuudet toisiaan kohtaan on aina määritelty lähes tyhjentävästi laajoilla sopimusjärjestelyillä. Sopimusjärjestelyt on omaksuttu lähestulkoon suoraan kehittyneiltä pääomasijoitusmarkkinoilta kuten Yhdysvalloista. (Lauriala 2008, 159)

Perusmuodossaan pääomarahasto muodostuu osakeyhtiömuotoisesta hallinnointiyhtiöstä sekä yhdestä tai useammasta määräaikaisesta kommandiittiyhtiömuotoisesta rahastosta. Pääomarahastot ovat suljettuja, jolloin niiden sijoittajapiiri ja rahastopääoma ovat kiinteitä (Hidén & Tähtinen 2005, 120). Näissä ominaisuuksissa pääomarahastot eroavatkin avoimista rahastoista, joissa osuuksia lasketaan liikkeeseen ja lunastetaan niin, että sijoittajapiiri ja rahastopääoman määrä vaihtelevat jatkuvasti. Uusi rahasto kerätään aina, kun edellisestä on sijoitettu määrätty osa. Osakeyhtiömuotoinen hallinnointiyhtiö toimii rahaston vastuunalaisena yhtiömiehenä ja muut sijoittajat vastaavasti äänettöminä yhtiömiehinä. Hallinnointiyhtiön henkilöstö valmistelee rahaston sijoitusesitykset ja sijoitusneuvoston hyväksytyä estitykset toteuttaa ne käytännössä. Hallinnointiyhtiön osakkaat ja sijoitusjohtajat osallistuvat rahaston edustajina kohdeyrityksen kehittämiseen, useimmiten hallituksen jäseninä. (Lauriala 2008, 154)



Kuvio 8 Sijoittaminen taseen ulkopuolisesta rahastosta

Kuvio 8 esittää liiketoimintamallia, jossa sijoittaminen tapahtuu taseen ulkopuolisesta rahastosta. Mallissa hallinnointiyhtiö toimii vastuunalaisena yhtiömiehenä perustamissaan määräaikaissa rahastoissa (Rahasto 1 Ky ja Rahasto 2 Ky) ja kerää rahastoihin pääomaa sijoittajilta, joiden vastuu äänettöminä yhtiömiehinä rajoittuu sijoitettuun pääomaan. Rahastojen sijoittajina toimivat tyypillisesti institutionaaliset sijoittajat ja vuraat yksityishenkilöt. Hallinnointiyhtiö kartoittaa rahastolle mahdollisia sijoituskohteita (P1, P2, P3, P4) ja tekee rahaston sijoitukset potentiaalsiin kohdeyrityksiin (T1, T2, T3, T4) rahaston sääntöjen mukaisesti. Hallinnointiyhtiö vastaa rahaston hallinnoinnista saaden tästä korvaukseksi rahastolta hallinnointipalkkiota ja osallistuu kohdeyhtiöiden kehittämiseen tavoitteena kohdeyhtiöiden (L1, L2, L3, L4) arvon kasvattaminen irtautumistilanteessa. Rahastojen määräajan umpeutuessa tai muuna ajankohtana rahasto likvidoidaan eli rahasto luopuu kohdeyritysten omistusosuuksistaan ja tuotot jaetaan rahaston sopimuksen mukaisesti sijoittajille ja hallinnointiyhtiölle.

Rahastorakenteisen sijoitusyhtiötoiminnan tulonmuodostus ja tulojen jakautuminen ovat konsernirakennetta monimutkaisemmat. Merkittävin ero mallien välillä on siinä, että konsernirakenteessa omistaja ja sijoittaja ovat yksi ja sama taho, jonka pääomaa investoidaan kohdeyrityksiin, kun taas rahastomallissa sijoitusyhtiön osakkeenomistajat ovat lähtökohtaisesti eri tahoja kuin rahastoon pääomiaan sijoittavat tahot. Sijoitusyhtiö sijoittaa rahastoon omia varojaan normaalisti 1 % suuruisen määrän rahaston kokonaispääomasta ja loppu 99 % kerätään ulkopuolisilta sijoittajilta (esimerkiksi

Lauriala 2008; Lerner & Hardymon 2002). Tämä tarkoittaa sitä, että rahastorakenteisessa mallissa sijoitusyhtiön osakkeenomistajat eivät ole pääoman pääasiallinen lähde.

Sijoitusyhtiöillä on tyypillisesti kaksi tulonlähdetä, osuus rahaston voitoista (*carried interest*) ja sijoittajilta rahaston hallinnoinnista perittävä hallinnointipalkkio (*annual fee*) (esimerkiksi Lauriala 2008; Lerner & Hardymon 2002). Näiden lisäksi sijoitusyhtiöt perivät tyypillisesti kohdeyrityksiltä konsultointi- tai hallintopalkkiota (*management fee* tai *consulting fee*) esimerkiksi hallituspalkkioiden muodossa (Lauriala 2008; Lerner ja Hardymon 2002). Palkkioiden laskentaperusteet määrätään tyypillisesti rahastosopimuksessa. Palkkioiden laskentaperusteissa ja ajoituksessa esiintyy useita variaatioita. Laurialan (2008) ja Lernerin ja Hardymonin (2002) mukaan sijoitusyhtiön saama osuus rahaston voitosta on tyypillisesti 20 %. Pitempään toimineet ja suuremmat sijoitusyhtiöt saavat keskimäärin 1 % suurempia voitto-osuuksia kuin kokemattomammat yhtiöt. Voitto-osuuteen liittyy usein sopimusmuoto, jonka mukaan sijoitusyhtiö saa osuutensa voitosta vasta, kun rahaston arvo ylittää tietyn osuuden (esimerkiksi 100 %, 125 % tai muu kerroin) sijoitetusta pääomasta (*hurdle rate*). (Lerner & Hardymon 2002).

Rahaston sijoittajilta perittävät hallinnointipalkkiot maksetaan tyypillisesti neljännesvuosittain ja niillä rahoitetaan sijoitusyhtiön jokapäiväinen toiminta. Monissa rahastoissa hallinnointipalkkioiden suuruus vaihtelee ajan myötä. Esimerkiksi hallinnointipalkkiot vähenevät rahaston iän myötä, koska sijoitusyhtiön kulut vähenevät aikaa ja resursseja vievän kohdeyritysten valinnan jälkeen. Hallinnointipalkkiot saattavat myös sisältää provisioita tai inflaatiokorjauksia. Hallinnointipalkkioiden laskentatapa vaihtelee rahastoittain. Tyypillisesti hallinnointipalkkio on prosenttiosuus sijoitetusta pääomasta, mutta toisinaan laskentaperusteena käytetään rahaston senhetkistä varallisuusarvoa. Näissä tapauksissa sopimukset sisältävät usein tietyn minimi- ja maksimitason. Hallinnointipalkkioiden suuruus vaihtelee merkittävästi, mutta tyypillinen neljännes rahastovuoden hallinnointipalkkio on 2,5 % hallinnoitavan rahamäärän arvosta. (Lerner & Hardymon 2002, 67)

Sijoitusyhtiön osakkeenomistajalla ei ole välitöntä oikeutta rahaston, saati sitten kohdeyritysten, tuottoihin vaan oikeus syntyy välillisesti sijoitusyhtiön kautta

rahastosopimuksen mukaisesti. Sijoitusyhtiön osakkeenomistajalle kohdistuva tuotto muodostuu täten sijoitusyhtiön itse rahastoon tekemien sijoitusten tuotosta, tuotto-osuuden perusteella sijoitusyhtiölle tulleista tuloista, sijoitusyhtiölle rahastolta tuloutuvista hallinnointipalkkioista sekä sijoitusyhtiön kohdeyhtiöiltä keräämistä hallinto- ja konsultointituloista vähennettynä sijoitusyhtiön kuluilla.

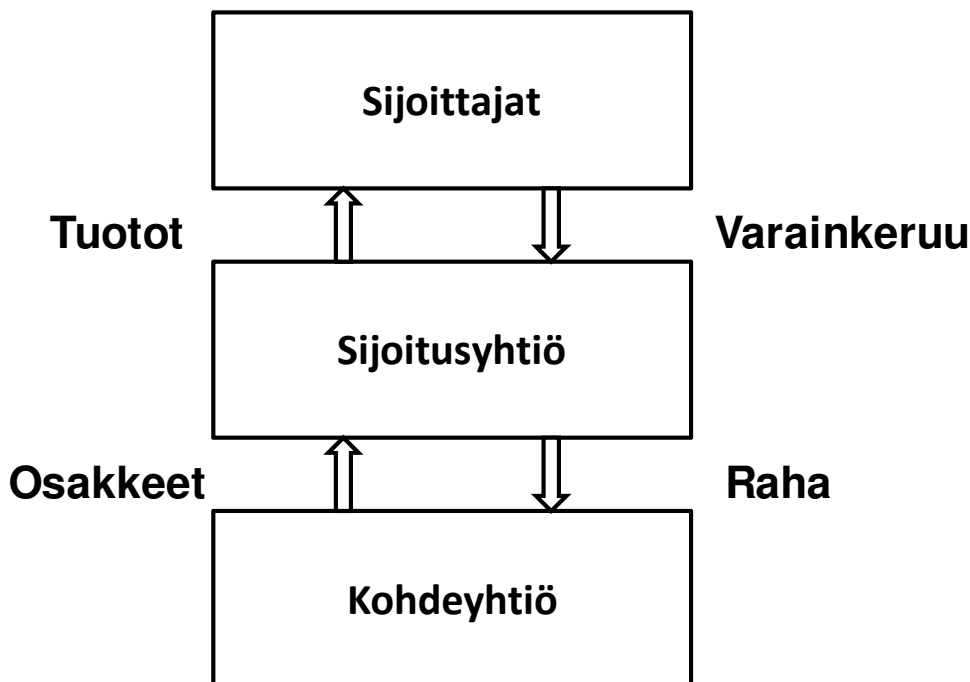
Sepän (2000) mukaan kommandiittimuotoiset rahastot ovat sijoitusyhtiötoiminnassa laajasti käytössä, koska ne palvelevat hyvin pääomasijoittamisen ideaa määräaikaista omistajuudesta kasvukykyisissä yrityksissä. Kommandiittiyhtiömuotoisilla rahastoilla on seuraavat edut pääomasijoitustoiminnan kannalta: (i) rahaston rakenne antaa pääoman haltijoille mahdollisuuden valtuuttaa osaamispääoman haltijat, pääomasijoittajat, toiminaan itsenäisesti vastuunalaisina yhtiömiehinä, (ii) rahaston äärellinen elinikä asettaa pääomasijoittajille paineita toimia tehokkaasti, sekä (iii) rahaston hallinnointipalkkiot lisäävät pääomasijoittajan insentiiviä pyrkiä maksimoimaan sijoitusten tuottoa. (Seppä 2000, 136 - 138) Relanderin mukaan sijoitusyhtiötoiminnan organisoiminen rahastomuotoon vaikuttaa olevan tehokkain ja monia Suomessa esille tulleita ongelmia vähentävä tapa harjoittaa riskisijoittamista kasvualoilla toimiviin pk-yrityksiin (Relander 1989).

2.4 Sijoitusyhtiön liiketoiminta

Alkuperäisen idean mukainen sijoitusyhtiön liiketoiminta perustuu pääoman tuoton maksimointitavoitteeseen ja on malliesimerkki kapitalistisen talousjärjestelmän poikimasta liiketoiminnasta (Seppä 1989, 2-4). Siinä rahoittajat luovuttavat riskipääomaa itsenäiselle sijoitusyhtiölle, joka sijoittaa pääomaa edelleen aloittaviin, innovatiivisiin ja yrittäjävetoisiin kohdeyrityksiin. Sijoitusyhtiö pidättäytyy vuosittaisesta tuoton ottamisesta kohdeyrityksestä ja keskittyy maksimoimaan myyntivoittoa sijoitusajan (5-10v.) päättyessä. Tämän liikeidean liiketaloudellinen kannattavuus perustuu kohdeyrityksen arvonnousuun, johon sijoitusyhtiö pyrkii vaikuttamaan aktiivisella kehityspanoksella.

Seppä (2000) esittää väitöstutkimuksessaan kuusi karkeaa sijoitusyhtiön (*venturekapitalistin*) arkkityyppiä: varainhoitajat keskittyvät uusien rahastojen

perustamiseen, venture-pankkiirit myyvät rahoitusta kohdeyrityksille, imperiuminrakentajat tekevät lähes pysyviä sijoituksia, palkkionmetsästäjät etsivät emoyhtiöilleen sopivaa kasvuainesta, huolenpitäjät huolehtivat kohdeyritysten hyvinvoinnista ja ammattiomistajat tuottavat hyödykkeitä osakemarkkinoiden kuluttajille.



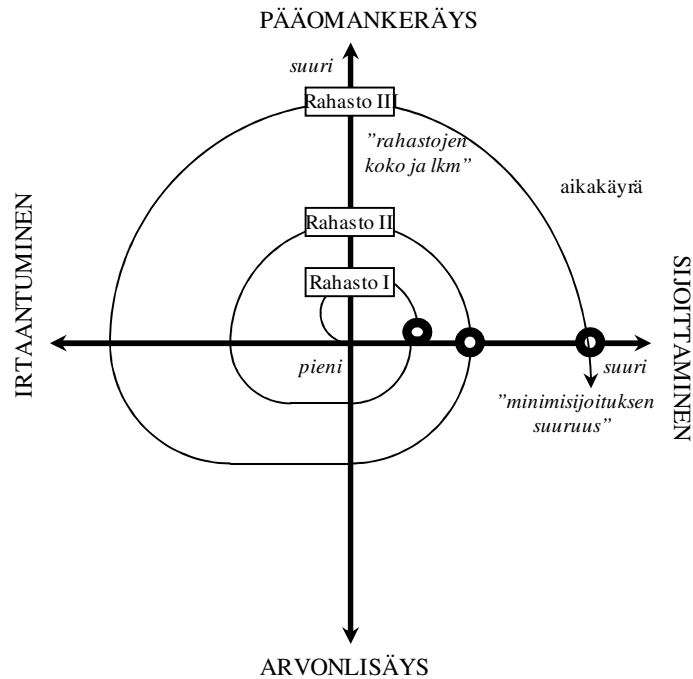
Kuvio 9 Sijoitusyhtiöprosessi (Landström 2007, 6)

Sijoitusyhtiötoiminta on liiketoimintaa ja oma, itsenäinen toimiala (Lauriala 2008, 8). Sijoitusyhtiöiden liiketoimintaprosessi on pääomien liikkeen kannalta tarkasteltuna nelivaiheinen. Sijoitusyhtiöt keräävät varoja sijoittajilta ja sijoittavat nämä rahat kohdeyhtiöihin (kuvio 9). Kohdeyhtiöön sijoitettua rahaa vastaan saadaan yhtiöstä omistamiseen oikeuttavia osakkeita. Näistä osakkeista saatava tuotto palautetaan lopulta sijoittajille.

Sijoitusyhtiö voi olla rahastorakenteinen tai osakeyhtiömuotoinen konserni. Rahastorakenteinen yhteisö muodostuu osakeyhtiömuotoisesta hallinnointiyhtiöstä sekä yhdestä tai useammasta määräaikaisesta kommandiittiyhtiömuotoisesta rahastosta. Hallinnointiyhtiö toimii rahaston vastuunalaisena yhtiömiehenä ja muut sijoittajat

vastaavasti äänettöminä yhtiömiehinä. Hallinnointiyhtiö valmistelee rahaston sijoitusesitykset ja toteuttaa ne käytännössä. Hallinnointiyhtiön toimihenkilöt osallistuvat rahaston edustajina kohdeyritysten kehittämiseen, useimmiten hallituksen jäseninä. Osakeyhtiömuotoiset sijoitusyhtiöt tekevät sijoituksensa taseestaan, ja niillä on joko oma organisaatio tai erillinen hallinnointiyhtiö hoitamassa sijoitustoimintaa. (Borg 1996, 8) Sijoitusyhtiöprosessin osana sekä konsernirakenteella että taseen ulkopuolisista rahastoista sijoittavat sijoitusyhtiöt pyrkivät maksimoimaan oman hyötynsä. Merkittävin ero näiden liiketoimintamallien välillä syntyy siitä, että konsernirakenteessa sijoittajat omistavat sijoitusyhtiön ja pääoma kerätään omistajilta, kun taas rahastomallissa sijoitusyhtiön omistaja on eri taho kuin varojen lähde eli sijoittaja.

Sijoitusyhtiöiden liiketoiminta voidaan jakaa neljään keskeiseen vaiheeseen, pääomankeräykseen, sijoittamiseen, arvonnisäykseen ja irtaantumiseen (kuvio 10). Sepän (2000) malli kuvastaa erityisesti rahastorakenteella sijoittavien yhtiöiden toimintaa ja sen mukaan tyypillisesti sekä sijoitusrahastojen koko että minimisijoitusten koko kasvavat toiminnan kehityksen myötä. Tätä ilmiötä hän kutsuu pääomasijoittamisen spiraaliksi (Seppä 2000, 142). Vastaavan ilmiön toteutumista konsernirakenteessa ei ole tutkittu. Voidaan kuitenkin olettaa, että mikäli sijoitusyhtiönä toimivan konsernin tavoitteena on kasvaa, tapahtuu se joko sijoitusten lukumäärää tai kokoa, tai molempia, kasvattamalla.



Kuvio 10 Pääomasijoittamisen spiraali (Seppä 2000, 142)

Konsernirakenteella ja rahastomallilla toimivien sijoitusyhtiöiden liiketoiminnassa voidaan olettaa syntyvän eroa pääomankeräyksessä ja irtaantumisessa. Aihetta ei ole aikaisemmin tutkittu, mutta eroavuudet voidaan johtaa yhtiöiden rakenteen perusteella. Siinä missä määräaikaista rahastoa hallinnoiva sijoitusyhtiö pyrkii säännöllisin väliajoin perustamaan uuden rahaston ja kerää siihen varoja ulkopuolisilta sijoittajilta, sijoittaa konsernirakenne lähtökohtaisesti omistajiltaan saamia varoja, joita se on saanut omaa osakepääomaansa vastaan. Mikäli konserni haluaa kasvattaa sijoitettavaa varallisuuttaan, on sen osakkeenomistajien kasvatettava yhtiön omaa pääomaa tai kerättävä yhtiöön ulkopuolista rahoitusta, esimerkiksi osakeannin muodossa. Jos konserni lisää omaa pääomaansa uusilla osakkeenomistajilla, laimentuu vanhojen osakkeenomistajien omistus yhtiössä, mikäli he eivät sijoita yhtiöön vastaavaa summaa pääomaa.

Rahaston varainkeruuvaiheessa sovitaan myös rahaston kokoamisen aikataulu. Rahasto ei yleensä kerää koko pääomaa heti alkuvaiheessa, koska sopivien sijoituskohteiden etsiminen vie aikaa ja rahaston rahojen makuuttaminen pankkitilillä ennen investointia laskisi rahaston tuottoa. Tästä syystä rahastot keräävät maksut 10 – 33 %:sta rahaston kokonaissummasta alkuvaiheessa ja loput maksetaan joko sopimuksen mukaan tai

hallinnointiyhtiön ilmoittamana päivämääränä. Maksuaikataululla on yleensä minimi- ja maksimiajat, jonka mukaan rahaston maksut kerätään tyypillisesti 2-4 vuoden sisällä rahaston perustamisesta. (Lerner & Hardymon 2002, 71 - 72)

Saatuaan kerättyä pääomat tai pääomalupaukset sijoittajilta, sijoitusyhtiö alkaa etsiä sopivia kohdeyrityksiä, joihin se voisi investoida. Sijoitusyhtiö arvioi kohdeyhtiötä lähtökohtanaan sijoitusperiodin kokonaistuotto sijoittamalleen omalle pääomalle. Kokonaistuotto koostuu oletetuista osingoista, oman pääoman palautuksista sijoitusperiodin aikana sekä kohdeyhtiön omalle pääomalle myynnin yhteydessä saavutettavasta arvosta. Lisäksi sijoittajan tavoitteena on maksaa yrityskaupassa otettu velkää pääoma yrityksen liiketoiminnasta saatavalla kassavirralla. Sijoitusstrategia ja kohdeyhtiön arvonmuodostus kulmineituvat yhtiön kokonaisarvoon, eli velattomaan arvoon (*entreprise value*), kassavirtoihin sijoitusperiodin aikana ja nettovelan määrittämiseen sijoituskauden päättyessä. (Lauriala 2008, 375 - 376)

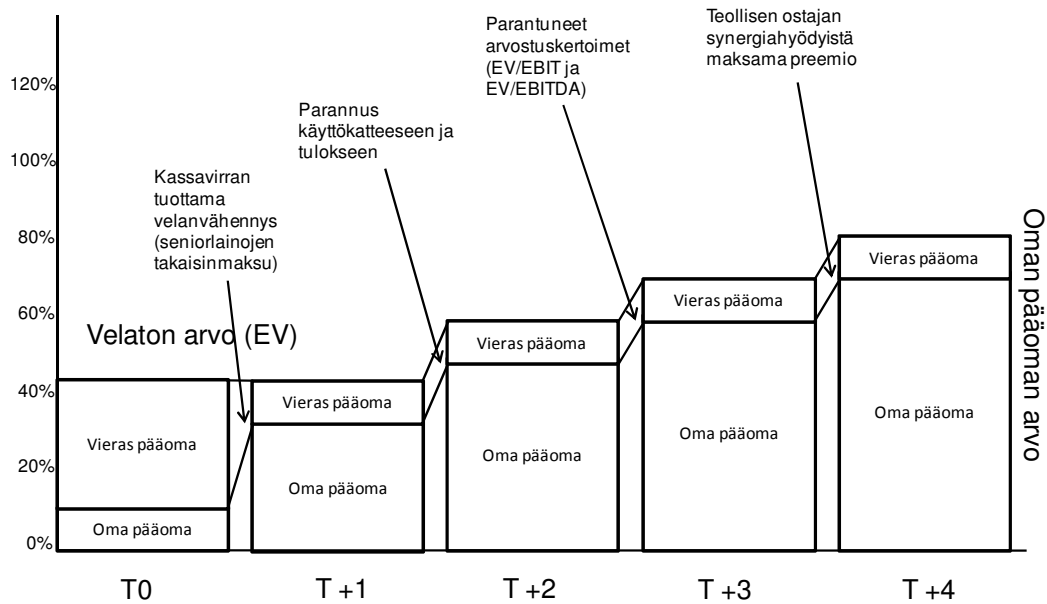
Sijoitusyhtiöiden sijoitukset ovat määräaikaista ja sijoitusyhtiö pyrkii yleensä määrittämään irtautumis- eli exit-strategian jo sijoituspäätöstä tehdessään. Siten toiminta eroaa varsinaisista yritysostoista, joiden tarkoituksena on kohdeyhtiön liiketoiminnan kontrollointi ja johtaminen sekä yhtiön operatiivisista kassavirroista hyötyminen. (Lauriala 2004, 141) Sijoitusyhtiöt kilpailevat yrityskaupamarkkinoilla samoista sijoituskohteista teollisten ostajien kanssa. Sijoitusyhtiöillä on kuitenkin selvä rahoituksellinen etu verrattuna teollisiin ostajiin. Etu perustuu kokonaisuutena arvioituna alhaisempiin pääoman kustannuksiin, jotka mahdollistavat suurempien kauppahintojen maksamisen. Lisäksi sijoitusyhtiöt strukturoivat osan oman pääoman ehtoista rahoituksestaan verotehokkaasti, eli koko kyseisen rahoituksen korkokustannus saadaan verovähennyskelpoiseksi kassavirtaperusteisesti. Tällöin pääoman kustannus alenee. Edelleen sijoitusyhtiön eduksi on laskettava se seikka, että heillä on hallussaan tarvittava pääomareservi, jonka pankit arvioivat konkurssiriskiä alentavana. Konkurssin todennäköisyys lisää vieraan pääoman kustannuksia merkittävästi, joten tämä seikka luonnollisesti alentaa vieraan pääoman tuottovaatimusta. (Lauriala 2008, 378)

Sijoitusyhtiöiden tekemiä sijoituksia kohdeyhtiöihin voidaan luokitella kohdeyhtiön elinkaaren vaiheiden mukaan. Luokitteluja on erilaisia ja esimerkiksi Borg (1996) määrittelee seitsemän yrityksen kehitysvaihetta:

- *Siemenvaihe:* Rahoitus annetaan tutkimukseen, tuotekehitykseen ja yrityksen alustavaan organisointiin ennen varsinaista käynnistämistä.
- *Käynnistysvaihe:* Rahoitus annetaan tuotekehitykseen ja koemarkkinointiin. Yritystä voidaan olla juuri perustamassa tai se on toiminut jo lyhyen aikaa. Yrityksen tuotteita ei ole vielä kaupallistettu.
- *Aikainen kasvuvaihe:* Rahoitus yritykselle, jonka tuotekehitys on onnistunut ja joka tarvitsee rahoitusta lähinnä tuotannon ja myynnin lopulliseen kaupallistamiseen. Yritys ei vielä tuota voittoa.
- *Nopea kasvuvaihe:* Rahoitus kasvavalle yritykselle, jonka toiminta ei ole tappiollista. Rahoitus käytetään lähinnä tuotantokapasiteetin kasvattamiseen, markkinointiin tai tuotteen jatkokehittämiseen. Myös käyttöpääoman lisääminen voi olla rahoituksen kohde.
- *Siirtymävaihe:* Tilapäinen rahoitus yksityisessä omistuksessa olevalle yritykselle, jonka osakkeet noteerataan julkisilla markkinoilla lyhyen ajan kuluessa.
- *Toimivan johdon yritysosto (MBO) ja ulkopuolisen ryhmän yritysosto (MBI):* Rahoitus, jonka avulla toimiva johto ja mahdolliset sijoittajat ostavat tuotantolinjan tai koko yrityksen (MBO). Rahoitus, jonka avulla yrityksen ulkopuolinen ryhmä ostaa yrityksen ja ryhtyy ostetun yrityksen toimivaksi johdoksi (MBI).
- *Tervehdyttäminen:* Rahoitusvaikeuksissa olevan vakiintuneen yrityksen toimintarakenteita tervehdytetään rahoituksen avulla siten, että yritys tuottaa vastedes voittoa. (Borg, 1996, 36)

Sijoitusyhtiöt suosivat mieluummin myöhemmän vaiheen rahoitusta alkuvaiheen rahoituksen sijasta ja ovat erityisesti kiinnostuneita MBO-järjestelyistä (Reid 1998; Seppä 2000). Lernerin ja Hardymonin (2002) mukaan yli 90 % pääomasijoitusrahastoista Euroopassa keskittyivät omistusjärjestelyihin tai muihin myöhemmän vaiheen investointeihin. He näkevät omistusjärjestelyjen markkinoiden

olevan jopa ylikehittyneet tietyissä Euroopan maissa, kun taas kasvuyritystoiminnassa olisi havaittavissa merkittävä kasvupotentiaali. Eurooppalaisten sijoitusyhtiöiden kohdeyritykset ovat ensisijaisesti suurten konsernien tytäryrityksiä tai perheyhtiöitä. Toisin kuin USA:ssa julkisten yhtiöiden omistusjärjestelyt ovat harvinaisia. (Lerner & Hardymon 2002, 225)

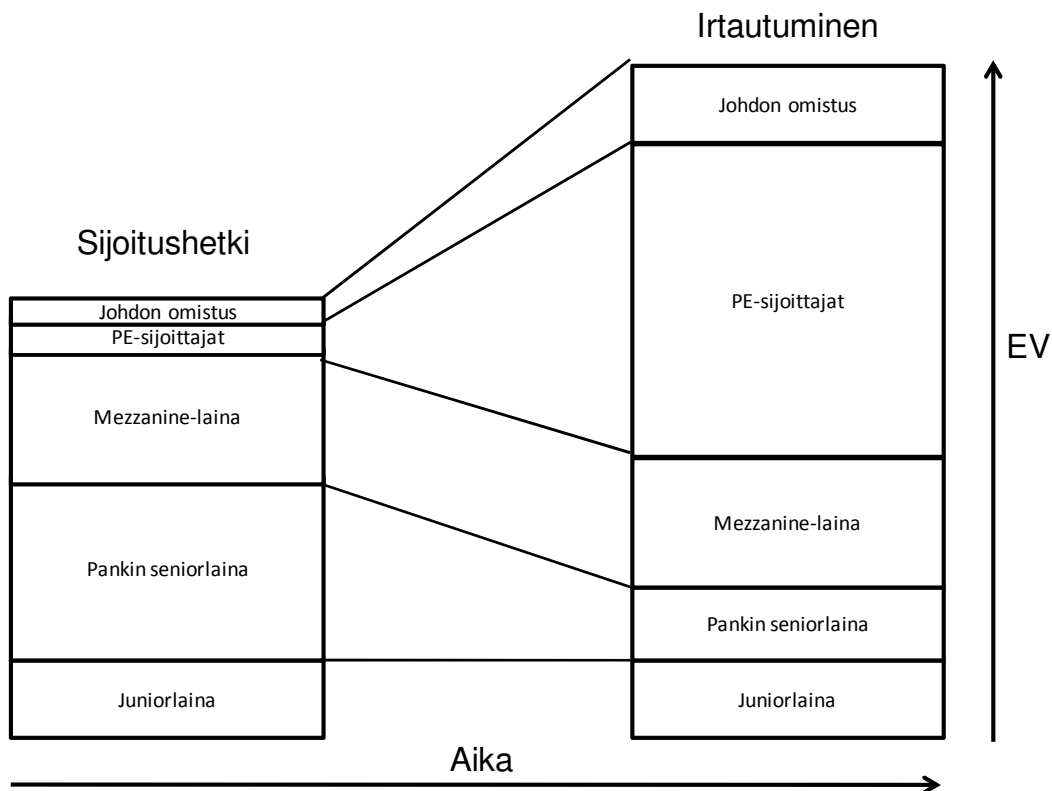


Kuvio 11 Kohdeyhtiön arvonnousu sijoitusperiodin aikana (Lauriala 2008, 377)

Sijoituksen tehtyään sijoitusyhtiö pyrkii saamaan aikaiseksi arvonnousun kohdeyhtiössä sijoitusperiodin aikana (kuvio 11). Sijoitusyhtiö menestyy, jos kohdeyritys menestyy. Se ottaa riskin sekä sijoituksen arvon säilymisestä että saatavan tuoton määrästä. Arvonnousun mahdollistama tuotto luodaan kolmella tavalla: (i) kohdeyhtiön velaton arvo (*entreprise value*) kasvaa parantuneen kannattavuuden kautta, (ii) kohdeyhtiön ylimääräinen kassavirta käytetään velan takaisinmaksuun, jolloin oman pääoman arvo kasvaa, tai (iii) kohdeyhtiö myydään edellä mainittujen kohtien (i) ja (ii) ja synergioiden johdosta kalliimmalla (korkeammalla kertoimella) esimerkiksi teolliselle ostajalle. Arvon kehittäminen irtautumista varten edellyttää usein yrityksen rakenteen muokkaamista siten, että kaikki arvoa luovat elementit on tunnistettu ja arvotettu. (Lauriala 2008, 378)

Sijoitusyhtiöt realisoivat tuotot kohdeyrityksestä irtautumisen eli exitin kautta. Sijoitusyhtiö hyötyy irtautumistilanteessa omistusperiodin aikaisista tulosparannuksista

ja investoinneista, jotka otetaan kauppahinnassa huomioon markkinaperusteisesti. Noteeraamattoman yhtiön osakkeita voi myydä vain rajatulle joukolle ostajia, mistä syystä osakkeen arvo ei vastaa sinänsä vertailukelpoisten pörssiyritysten arvoa. (Lauriala 2008, 378) Sijoitusyhtiöt mittaavat sijoitustensa onnistumista laskemalla kunkin kohdeyhtiön kohdalta sijoituksen sisäisen korkokannan (*Internal Rate of Return, IRR*). Reidin (1998) mukaan sijoitusyhtiöiden tavoitteellinen sisäinen korkokanta sijoitukselle on tyypillisesti 25 - 40 prosenttia. Tavoite vaihtelee sijoituksen koon, kohdeyhtiön toimialan, maantieteen ja oletetun riskin perusteella sekä sen mukaan, missä vaiheessa sijoitusyhtiö tulee mukaan kohdeyhtiöön. Bygrave ym. (1988) havaitsivat tutkiessaan USA:n aineistoa, että näihin asetettuihin tavoitteisiin päästään hyvin harvoin. Heidän mukaansa korkeasuhdanteen aikana sisäiset korkokannat saattavat olla hyvinkin suuria, jopa yli 100 prosenttia, mutta yleisesti tuotot ovat jääneet alle 20 prosentin. Bygraven ym. mukaan sijoitusyhtiöillä on tapana yliarvioida kykynsä. (Reid 1998)



Kuvio 12 Sijoitus ja irtautuminen private equity-sijoittajan näkökulmasta (Lauriala 2008, 376)

Kuvio 12 kuvaa tuottojen jakautumisen sijoitusyhtiötoiminnassa. Kuviossa vaaka-akseli kuvaa aikaa ja pystyakseli yrityksen velatonta arvoa (*Entreprise Value, EV*). Pääomien hallinta on sijoitusyhtiöiden erikoisosaamista ja sen voidaan katsoa olevan sijoitusyhtiöiden liiketoiminnan ytimessä. Sijoitusyhtiöillä on kyky kasvattaa omaan intressipiiriinsä kuuluvia pääomia muita pääomia tehokkaasti hyväksikäyttäen. Esimerkkikuviossa kohdeyrityksen omavaraisuus on sijoitushetkellä alhainen suuresta velkapääomasta ja pienestä omasta pääomasta johtuen. Irtautumishetkellä realisoituva yrityksen velattoman arvon kasvu kasvattaa erityisesti oman pääoman ehtoisten sijoittajien eli sijoitusyhtiön (PE-sijoittajat) ja johdon omistuksen arvoa omavaraisuuden kasvun myötä. Toisaalta sijoitusyhtiöitä on kritistoitu siitä, että ne velkaannuttavat tarpeettomasti kohdeyrityksiä ja pyrkivät tekemään rahaa muiden kustannuksella käyttämällä velkavipua (Lerner & Hardymon 2002). Lainanantajien eli pankkien näkökulmasta sijoitusyhtiöt ovat merkittäviä asiakkaita, koska ne käyttävät aktiivisesti vierasta pääomaa.

Kuten pääomankeräyksessä myös irtautumisessa voidaan esittää eroja konsernirakenteen ja taseen ulkopuolisen rahaston välillä. Taseen ulkopuoliset rahastot ovat määräaikaaisia, mikä tarkoittaa sitä, että rahaston lähestyessä sulkeutumista, on sijoitusyhtiön pyrittävä realisoimaan kohdeyrityksiin tekemänsä sijoitukset. Konsernirakenteella sen sijaan ei tällaista ”pakkomyyntipäivää” ole olemassa vaan se voi omistaa kohdeyritykset toistaiseksi, eli niin kauan kuin sen hallitus katsoo sijoitusyhtiön olevan kohdeyhtiölle oikea omistaja ja kohdeyhtiö täyttää sijoitusyhtiön sijoituskriteerit. Siinä missä rahastomallilla sijoittava sijoitusyhtiö palauttaa rahaston lopettamishetkellä sen pääomat ja tuotot sijoittajille ennalta sovittujen kriteerien mukaisesti, kulminoituu konsernissa tuotonjako osingonjakopolitiikkaan, jossa konsernin omistajat päättävät, kuinka paljon he haluavat sillä hetkellä sijoitusyhtiöstä tuottoja ulos ja kuinka paljon he haluavat jättää konserniin sisään uusia sijoituksia varten. Voidaan siis perustellusti osoittaa, että rahastorakenteella toimiva sijoitusyhtiö hallinnoi muilta keräämiä ”kertakäyttöpääomia”, jotka sijoitetaan kerran ja palautetaan sijoittajille, kun taas konsernirakenteella toimiva sijoitusyhtiö perustuu omistajien yhtiöön asettamalle ”pysyvälle omalle pääomalle”, jonka osakkeenomistajat voivat joko ottaa osinkoina ulos tai jättää yritykseen sisään uudelleensijoitettavaksi.

Rahastojen määräaikaaisuudessa ja sijoitusyhtiön tarpeessa pystyä keräämään

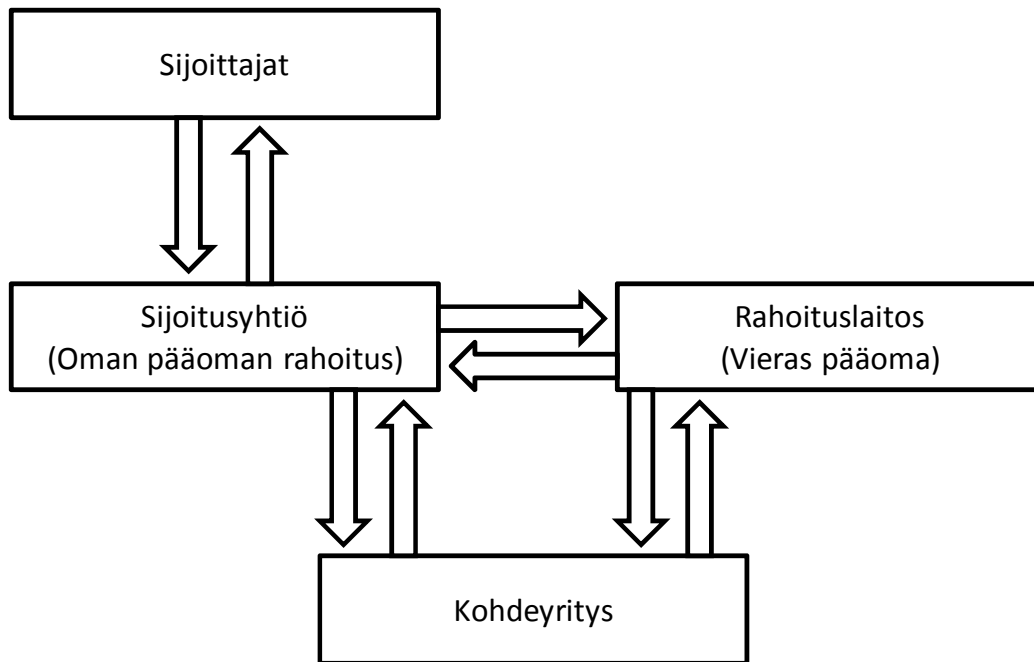
säännöllisesti uutta rahoitusta on sekä hyviä että huonoja puolia. Lernerin ja Hardymonin (2002) mukaan tarve lopettaa jokainen rahasto saa aikaan terveen kurin rahastojen toimintaan, koska se pakottaa pääomasijoittajat ottamaan tarvittavat, mutta kivuliaat askeleet heikosti toimivien yritysten lakkauttamiseksi portfoliossa. Tällaisiin yrityksiin viitataan usein termillä elävä ruumis (*living dead*) tai *zombie*. Toisaalta paine uuden rahaston keräämisestä voi toisinaan johtaa vähemmän miellyttäviin seuraamuksiin. Nuoret pääomasijoitusyhtiöt usein kiirehtivät tuomaan nuoria yrityksiä julkisen kaupankäynnin kohteiksi parantaakseen omaa mainettaan (*track record*), vaikka kohdeyritykset eivät olisi vielä valmiita julkiseen kaupankäyntiin. Tätä ilmiötä kuvataan termillä (*grand-standing*) ja sillä voi olla haitalliset vaikutukset kohdeyritysten pitkäaikavälin toimintamahdollisuuksiin. (Lerner & Hardymon 2002) Vaikea markkinatilanne irtautumismarkkinoilla rahaston määräajan päättymisen läheystyessä saattaa myös johtaa sijoitusyhtiöt vaikeaan tilanteeseen, mikäli kohdeyrityksistä olisi päästävää eroon ja sopivia ostajakandidaatteja ei ole tarjolla. Lernerin ja Hardymonin (2002) mukaan näissä tilanteissa rahastojen määräaikaa voidaan sijoittajien päätöksellä jatkaa vuodella tai kahdella.

2.5 Päämies-agenttiteoria ja sijoitustoiminnan intressikonfliktit

Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan yritys voidaan nähdä sopimusten verkkona (*Nexus of Contracts*). Yksi sopimuksista on pääomasopimus, joka voidaan määritellä päämies-agentti-sopimuksena yrityksen päämiesten eli osakkeenomistajien ja yrityksen agenttien eli toimivan johdon välillä. Teorian oletuksen mukaan, kukin osapuoli pyrkii maksimoimaan oman etunsa. Päämiesten ja agenttien erilaisista intresseistä aiheutuu agenttikustannukset, jotka muodostuvat johdon seurannasta aiheutuvista kustannuksista sekä valvontakustannuksista. Lisäksi päämies kantaa johdon poikkeavasta käytöksestä aiheutuvan riskin pääoman arvon tuhoutumisesta. Teorian mukaan agenttikustannusongelmaa ei voida koskaan täydellisesti ratkaista. (Ross, Westerfield & Jaffe 2001)

Päämies-agenttiteoria liittyy tilanteeseen, jossa toisen osapuolen (päämies) varallisuus riippuu toisen osapuolen (agentti) toimenpiteistä. Ongelmana tavallisesti on motivoida agentti toimimaan päämiehensä etujen mukaisesti, eikä omien etujensa mukaisesti. Ongelman ydin on juuri siinä, että koska agentilla on yleensä parempi informaatio kuin

päämiehellä, ei päämies kykene ilman kustannuksia varmistumaan siitä, onko agentin toiminta sovitun mukaista. Koska agentilla on paras informaatio, mahdollistaa tämä sen, että agentti voi ilman päämiehensä valvontaa hyötyä informaatiosta päämiehensä kustannuksella ja alkaa tavoitella päämiestensä tavoitteille vieraita tavoitteita. (Lauriala 2008, 118)



Kuvio 13 Päämies-agenttisuhteet ja sijoitustoiminnan intressikonfliktit

Kuvio 13 esittää sijoitusyhtiötoiminnan päämies-agenttisuhteita ja intressikonflikteja. Kuvion mukaan intressikonflikteja esiintyy a) sijoittajien ja sijoitusyhtiön välillä, b) sijoitusyhtiön ja kohdeyrityksen välillä, c) kohdeyrityksen ja rahoituslaitoksen välillä sekä d) sijoitusyhtiön ja rahoituslaitoksen välillä. Tässä tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan suhdetta, jossa sijoittaja toimii päämiehenä ja sijoitusyhtiö agenttina sekä suhdetta, jossa sijoitusyhtiö toimii päämiehenä ja kohdeyritys agenttina.

2.5.1 Sijoittaja päämiehenä ja sijoitusyhtiö agenttina

Sijoitusyhtiö hallinnoi sijoittajilta keräämiään varoja. Täten perusasetelman mukaisesti sijoitusyhtiö on agentti ja sijoittajat ovat päämiehiä. Laurialan (2008, 164) mukaan sijoittajien on päämiehenä kyettävä ennaltaehkäisemään agenttina toimivan sijoitusyhtiön opportunistinen käyttäytyminen ja rakennettava kannustinjärjestelmä

minimoimaan agentin monitoroinnista aiheutuvat kustannukset. Sijoittajilla on käytössään viisi keskeistä keinoa sijoitusyhtiön toiminnan ohjaamiseen.

Ensimmäinen ohjauskeino on sijoitusyhtiön valinta. Ennen sijoituspäätösten tekemistä sijoittajat suorittavat hallinnointiyhtiötä koskevan, tilanteesta riippuen suppean tai laajan due diligence-tyyppisen tarkastuksen, jossa hallinnointiyhtiön kyvyt hallinnoida rahastoa tutkitaan (Hidén & Tähtinen 2005, 93). Sijoituspäätöksen takana on käytännössä aina luottamus hallinnointiyhtiön henkilöstön kykyyn valita ja hallinnoida sijoituskohteita, joiden tuotto ylittää vaihtoehtoisten sijoitusten tuoton. Erityisen tärkeää on varmistaa sopimusten avulla hallinnointiyhtiön avainhenkilöiden sitoutuminen sijoitustoimintaan ainakin rahaston investointiperiodin ajaksi niin, että osakaiden ja sijoitusjohtajien päätöksentekoa ohjaa rahaston ja erityisesti sijoittajien etu. (Lauriala 2008, 164)

Toinen ohjauskeino on sopimusperusteiset rajoitukset. Sijoittajat voivat esimerkiksi asettaa sopimuksia, jotka rajoittavat yhteen yritykseen tehtävää maksimisijoitusta. Tällä rajoitetaan erityisesti sitä, että rahaston hallinnoitsijat eivät pyrkisi paikkailemaan heikosti menestyviä sijoituksia lisärahoituksella. Sijoitusyhtiö ei tyypillisesti saa itse tuottoa ennen kuin sijoittajat ovat saaneet osuutensa. Tämä saattaa johtaa siihen, että sijoitusyhtiö hyötyy suhteettomasti kasvattamalla sijoitusten riskiä hajautuksen kustannuksella. Tämä rajoitus on yleensä määrätty tietyinä prosentiosuutena sillä hetkellä sijoitukseen sitoutuneen pääoman arvosta (*committed capital*), sijoituksen varallisuuden nykyarvosta tai 2 - 3 edellisen investoinnin yhteenlasketusta summasta. Sijoittajat voivat myös estää sijoitusyhtiötä investoimasta voittoja uudelleen. Sijoitusyhtiöllä saattaa olla halu sijoittaa saadut voitot uudelleen uusiin kohteisiin sen sijaan, että tuotto jaettaisiin ulos sijoittajille. Rahastomallisissa sijoitusyhtiöissä useimpien rahastojen hallinnointipalkkio määräytyy hallinnassa olevien varojen arvon tai sitoutuneen pääoman mukaan. Täten voittojen jakaminen pienentää hallinnoitavia varoja ja hallinnointipalkkioita. Sopimuksella voidaan rajoittaa myös kansasijoituksia sijoitusyhtiön aikaisempien tai myöhempien sijoitusten kanssa. Tämä liittyy erityisesti rahastomalliseen sijoittamiseen, koska useimmat rahastoyhtiöt hallinnoivat useampaa eri vaiheessa olevaa rahastoa samanaikaisesti. Tämä saattaa johtaa opportunistiseen käyttäytymiseen, jossa esimerkiksi yhden rahaston tuottoa halutaan parantaa myymällä osuus heikosti menestyvästä kohdeyrityksestä toiselle rahastolle. Tyypillisesti

sijoitusyhtiön tekemät sijoitukset hallinnoimiensa rahastojen välillä edellyttävät sijoitusneuvoston tai äänettömien yhtiömiesten hyväksynnän. Vaihtoehtoisesti voidaan sopia myös siten, että investointi tiettyyn kohteeseen on mahdollinen vain jos yksi tai useampi vastaava rahasto sijoittaa samanaikaisesti samaan kohteeseen samaan hintaan. Sijoittajat voivat myös määrätä sijoituskohteiden ominaisuuksiin liittyviä rajoitteita, kuten toimialaa, sijaintia tai yrityksen kokoa koskevia rajoituksia. (Lerner & Hardymon 2002, 64)

Kolmas ohjauskeino on rahoitusrakenne. Sijoittajat voivat esimerkiksi asettaa tarkat rajoitukset lainan käytölle. Palkitsemisjärjestelmän insentiiveistä johtuen sijoitusyhtiö saattaa olla halukas kasvattamaan sijoituksen tuoton varianssia ottamalla lisää velkaa. Sijoittajat voivat rajoittaa lainan määrän esimerkiksi tiettyyn prosenttiosuuteen rahastoon sillä hetkellä sitoutuneen pääoman nykyarvosta tai määrätä, että otettavien lainojen on oltava lyhytaikaisia. (Lerner & Hardymon 2002, 64)

Neljäs ohjauskeino on henkilökuntaa koskevat rajoitukset. Henkilökuntaa koskevia rajoituksia ovat mm. henkilökunnan omien sijoitusten rajoittaminen, rajoitus tuoton myymisestä toiselle sijoittajalle, varainkeruun rajoittaminen, työn ulkopuolisen toiminnan rajoittaminen sekä uusien henkilöiden palkkaamista koskevat rajoitukset. Henkilökunnan omien sijoitusten rajoittamisella pyritään estämään se, että henkilökunnan omat varat ohjaisivat sijoitusyhtiön toimintaa kohdeyrityihin nähden. Mikäli henkilökunta sijoittaisi kohdeyrityihin omia varojaan, saattaisivat he käyttää suhteettomasti aikaa näihin yrityksiin ja yhtiöiden ajautuessa vaikeuksiin, he olisivat haluttomampia katkaisemaan jatkorahoituksen yhtiölle. Mahdollisuus osallistua rajoitetaan usein tiettyyn prosenttiosuuteen sijoituksen suuruudesta tai osuuteen kyseisen henkilön nettovarallisuudesta. Vastaavasti voidaan myös edellyttää, että henkilökunta sijoittaa tietyn osuuden omia varojaan jokaiseen kohdeyritykseen, johon sijoitusyhtiö sijoittaa. Rajoitus tuoton myymisestä toiselle sijoittajalle koskee tilanteita, joissa sijoitusyhtiö ei pyrikään maksimoimaan sijoituksen tuottoa vaan sille on edullisempaa myydä sijoituskohde toisille sijoittajille alempaan hintaan ja saada heiltä kompensatio muuta kautta. Rahastoissa tätä käyttäytymistä pyritään ehkäisemään edellyttämällä sijoitusneuvoston tai äänettömien yhtiömiesten enemmistön hyväksyntää tietyille myyntipäätöksille. Varainkeruun rajoittamisella voidaan kieltää sijoitusyhtiöltä varojenkeruun tai uuden rahaston perustamisen kunnes tietty osuus sijoitettavista

varoista on investoitu kohdeyrityksiin tai kun tietty aika on kulunut. Sopimukset voivat myös rajoittaa seuraavien rahastojen kokoa ja luonnetta sallien esimerkiksi omistusjärjestelyrahastoa hallinnoivan yhtiön koota alkuvaiheen rahoitukseen keskittyvä rahasto. Nämä rajoitukset johtuvat siitä, että sijoitettavien varojen kasvattaminen nostaa sijoitusyhtiön saamia tuloja, mutta saattaa johtaa nykyisten huomion vähenemiseen sijoitusten hoitamisesta. Työn ulkopuolisen toiminnan rajoittamisella sijoittajat estävät henkilöiltä esimerkiksi osallistumisen sijoitusten ulkopuoliseen liiketoimintaan, kuten muiden yhtiöiden hallitustyöskentelyyn. Uusien henkilöiden palkkaamista koskevilla rajoituksilla pyritään estämään keskeisten henkilöiden vaihtuvuus. Palkkaamalla kokemattomampia työntekijöitä sijoitusyhtiön johto saattaa pyrkiä vähentämään omaa taakkaansa sijoitusten hallinnan laadullisen panoksen kustannuksella. Tästä syystä uusien henkilöiden mukaan ottaminen saattaa edellyttää sijoittajien suostumusta. Sopimuksilla määrätään myös sitä, miten toimitaan, jos sijoitusyhtiön johtohenkilö jättää yrityksen. Sen sijaan sijoittajat eivät tyypillisesti pääätä henkilöiden palkoista ja palkkioiden jakautumisesta sijoitusyhtiön sisällä vaan ne päätetään sijoitusyhtiön sisällä. (Lerner & Hardyman, 2002, 68)

Viides sijoittajien ohjauskeino on kannustimet. Kannustimilla pyritään saattamaan sijoitusyhtiön intressit yhdenmukaisiksi sijoittajien intressien kanssa. Kannustimet voidaan rakentaa esimerkiksi optioina, osakeomistuksia tai palkkaperusteisina bonuksina. Myös ei-rahamääräisten kannustimien käyttö on mahdollista. Sijoitusyhtiöiden maine sijoittajien keskuudessa toimii myös kannustimena, koska se vaikuttaa erityisesti rahastorakenteella toimivien sijoitusyhtiöiden tuleviin varainkeruisiin.

2.5.2 Sijoitusyhtiö päämiehenä ja kohdeyhtiö agenttina

Sijoitusyhtiöt sijoittavat varojaan kohdeyrityksiin. Tässä suhteessa sijoitusyhtiö on päämies ja kohdeyhtiö on agentti. Suhdetta voi myös tarkastella siten, että kohdeyhtiö on päämies, joka on hankkinut yritykseensä viisasta rahaa (*smart money*) ja sijoitusyhtiö toimii agenttina (Cooper & Carleton 1979). Tässä tutkimuksessa tarkastellaan vain ensimmäistä vaihtoehtoa. Sijoitusyhtiöllä on käytössään viisi keskeistä keinoa kohdeyhtiön toiminnan ohjaamiseen.

Ensimmäinen ohjauskeino on kohdeyrityksen valinta. Sijoitustilanteessa sijoitusyhtiöllä on kilpailuetu rahoitusriskin käsittelyssä, kun taas kohdeyhtiöllä on kilpailuetu liiketoimintariskin käsittelyssä (Reid 1998). Sijoitusyhtiö pyrkii analysoimaan kohdeyrityksen mahdollisimman tarkkaan ennen sijoituspäätöksen tekemistä, mutta varmuudella se ei voi tietää kohdeyhtiön vahvuuksia ja sen johdon ammattitaitoa (Lauriala 2008, 119).

Toinen ohjauskeino on omistus- ja sopimusperusteiset rajoitukset. Yritysjohdolla on lähtökohtaisesti paremmat tiedot yrityksen liiketoiminnasta kuin sijoitusyhtiöllä, joka ei ota osaa päivittäiseen operatiiviseen toimintaan. Kohdeyhtiöiden toiminnan kontrollointi tapahtuu ennen kaikkea hallitustyöskentelyn muodossa. Laurialan (2004) mukaan sijoitusyhtiöillä ei ole mielenkiintoa saavuttaa täyttä kontrollia kohdeyhtiöissään tai niiden hallituksissa. Ne keskittävät voimavaransa sijoitustensa tuottojen kasvattamiseen, eikä se normaalitilanteissa edellytä kohdeyhtiön kontrollointia. Kontrolli pyritään ulottamaan ainoastaan niihin ennalta määriteltyihin tilanteisiin, joissa sijoitusyhtiöiden on turvattava sijoituksensa. (Lauriala 2004, 152)

Kolmas ohjauskeino on rahoitusrakenne. Yritysjohdo saattaa pyrkiä käyttämään kaikki käytettävissä olevat varat investointeihin, vaikka varojen palauttaminen osakkeenomistajille osinkoa maksamalla tai omia osakkeita hankkimalla olisi sijoittajien edun mukaista. Yritysjohdolle on myös tyypillistä pyrkiä yrityksen koon kasvattamiseen, vaikka se ei olisi omistajien intressien mukaista. Näissä tilanteissa vieras pääoma ja sovitut rajoitukset edustavat yritysjohdolle ulkoista kuria. Jos yritys ei hoida velvoitteitaan, se saattaa joutua rahoituskriisiin, mikä alentaa yritysjohdon markkina-arvoa ja pienentää muita etuuksia. Vieraan pääoman avulla saatetaan välttää yrityskoon tarpeeton kasvattaminen, koska yritysjohdo joutuu perustelemaan rahoittajille uusien investointien tarkoituksenmukaisuuden. (Lauriala 2008, 150)

Neljäs ohjauskeino on riski. Laurialan (2008, 126 – 127) mukaan sijoitusyhtiö ja kohdeyhtiö suhtautuvat riskiin eri tavoin. Sijoitusyhtiö on neutraali riskin suhteen, koska se on hajauttanut sijoituksensa portfolioteorian mukaisesti useaan eri kohdeyritykseen. Kohdeyhtiön johto ja muut osakkaat ovat lähtökohtaisesti riskin karttaji, koska heillä ei ole mahdollisuutta hajauttaa varallisuuttaan, eikä välttämättä

halua sijoittaa omaa varallisuuttaan suuremmissa määrin kohdeyritykseen. Sijoitusyhtiöt voivat ohjata kohdeyritystä suurempaan riskinottoon kuin mitä se ilman sijoitusyhtiön omistusta olisi valmis ja halukas ottamaan.

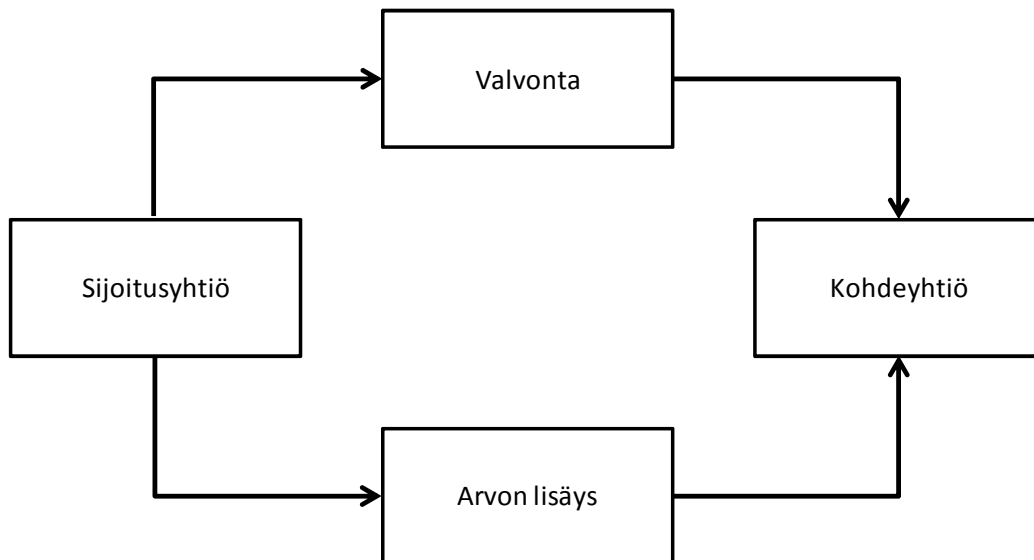
Viides ohjauskeino on johdon kannustimet. Sijoitusyhtiöt omistajina tarvitsevat johdon erikoistunutta henkistä pääomaa luomaan tuottoa sijoitukselleen. Omistajien kannalta on tärkeää, että yrityksen johdolla on riittävät kannustimet sitoutua työsuoritukseen. Kun yrityksen johto asetetaan asemaan, jossa sen hyvinvointi riippuu päämiehen hyvinvoinnista, sitä suuremmalla todennäköisyydellä se toimii tavalla, joka on päämiehen intressien mukainen. Sijoitusyhtiö pyrkii kannustinjärjestelmällä yhtenäistämään johdon intressit omien intressiensä kanssa ja estämään johdon ristiriitaiset toimet. Yritysjohdo saattaa esimerkiksi suosia sellaisia investointeja, joissa heidän erityisosaaminen korostuu, vaikka se ei olisi omistajien edun mukaista. Liikevaihdon tai tutkimus- ja tuotekehitysinvestointien kasvattaminen saattaa olla johdolle jopa tärkeämpää kuin voiton kasvattaminen. (Lauriala 2008, 128 - 129)

2.6 Arvonlisääminen aktiivisella omistajuudella

De Clercq ja Manigart (2007) osoittivat, että aikaisemmissa alan tutkimuksissa ei tehty erottelua valvonnan (*monitoring*) ja arvonlisäyksen (*value-adding*) välillä. Heidän mukaansa tutkimukset kuten Tybjee ja Bruno (1984), Macmillan ym. (1985) sekä Rosenstein (1988) tarkastelivat, mitä sijoitusyhtiöt tekevät ja erittelivät eri toimijoiden roolit. Tämän jälkeen ilmestyi joukko tutkimuksia, kuten Gorman ja Sahlman (1989), Sapienza ja Gupta (1994), joissa tarkasteltiin sijoitusyhtiön ja kohdeyhtiön välisiä suhteita eri näkökulmista. Viimeaikoina ovat yleistyneet tutkimukset, joissa tarkastellaan sijoitusyhtiön ja kohdeyhtiön välisen vuorovaikutussuhteen piirteitä ja tuloksia eripuolilla maailmaa. Tutkijoiden, kuten Sapienza ja De Clercq (2000) sekä Arthurs ja Busenitz (2003), mukaan vuorovaikutussuhdetta tulisi tutkia positiivisemmasta lähtökulmasta. (De Clercq & Manigart 2007)

Edellisessä kappaleessa tarkasteltiin sijoitusyhtiön ja kohdeyhtiön suhdetta päämies-agenttiteorian valossa sillä oletuksella, että molemmat osapuolet pyrkivät maksimoimaan oman etunsa, ja että näiden osapuolten välillä vallitsee intressikonflikti.

Tässä kappaleessa tarkastellaan sijoitusyhtiön ja kohdeyhtiön suhdetta sillä oletuksella, että näiden kahden välillä vallitsee luottamukseen perustuva suhde ja molemmat osapuolet pyrkivät maksimoimaan yhteisen kokonaishyödyn. Tämän tutkimuksen kappaleessa 2.1. on esitetty teoreettinen perustelu sille, mikä rooli arvonalisäyksellä on sijoitusyhtiötoiminnassa. Tarkastelussa päädyttiin siihen, että mikäli markkinat ovat täydelliset, olisi sijoitusyhtiön omistukseen kyettävä synnyttämään lisäarvoa vähintään kulujaan vastaavan määrän. Jotta näin olisi, olisi oltava olemassa omistajuutta, joka synnyttää lisäarvoa. Tämän omistajuuden olisi myös oltava ainutlaatuista siten, että sijoittaja yksin ei pystyisi luomaan vastaavaa lisäarvoa, jos se olisi suoraan kohdeyhtiön omistaja. Tätä aineetonta pääomaa kutsutaan omistajaosaamiseksi.



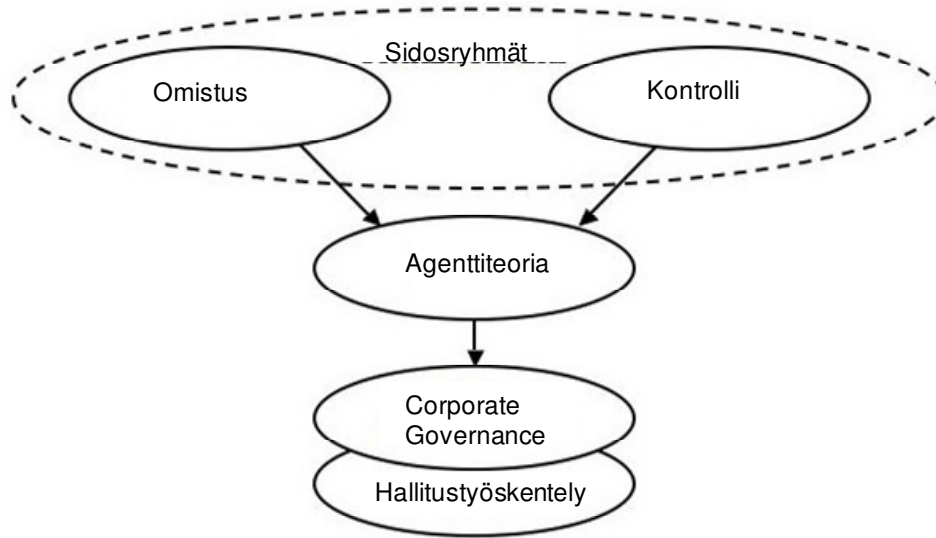
Kuvio 14 Valvonta ja arvon lisäys sijoitusyhtiön ja kohdeyhtiön suhteessa (De Clercq & Manigart 2007, 195)

De Clercqin ja Manigartin (2007) ovat havainneet sijoitusyhtiöiden ja kohdeyhtiöiden välisissä suhteissa painopisteen siirtyneen valvonnasta arvon lisäykseen (kuvio 14). Valvonta ja arvonalisäys nähdään tässä samansuuntaisina toimintoina siten, että suhteen alkuvaiheessa valvonta korostuu ja suhteen syventyessä arvonalisäyksen rooli kasvaa. Valvonnan tehtävänä on huolehtia siitä, että omistaja-arvoa ei tuhoata. Siinä sijoitusyhtiö pyrkii korjaamaan kohdeyrityksen mahdollisuuden vahingollisesta käyttäytymisestä. Tätä suhdetta voidaan tarkastella esimerkiksi päämies-agenttiteorian valossa. Arvonlisäys sen sijaan menee valvontaa pidemmälle synnyttäen lisäarvoa sekä kohdeyhtiölle että sen omistajana toimivalle sijoitusyhtiölle. Arvonlisäyksessä

sijoitusyhtiö pyrkii omalla aktiivisella toiminnallaan lisäämään kohdeyrityksessä olevan kasvupotentiaalin arvoa. (De Clercq & Manigart 2007)

Yrityksen ja sen omistajien välisten suhteiden tarkastelussa vallitsee kaksi koulukuntaa, sidosryhmälähtöinen *stakeholder*- ja omistajalähtöinen *shareholder*- koulukunta (Carrol & Buchholtz 2006; Näsi 1995). Heidän mukaansa sidosryhmäajattelu tarkoittaa yrityksen eri sidosryhmien aitoa vaatimusten, toiveiden ja odotusten huomioimista. Heidän ajattelunsa lähtee siitä, että yritykset ovat olemassa sidosryhmiään varten tai niiden kautta, ei vain maksimoidakseen omistajien voittoa. Sidosryhmällä tarkoitetaan ryhmää tai yksilöä, joka voi vaikuttaa organisaation tavoitteiden saavuttamiseen tai johon organisaation tavoitteiden saavuttaminen voi vaikuttaa (Freeman 1984, 46). Friedman (1970) kritisoi sidosryhmäajattelua voimakkaasti ja hänen mukaansa yrityksen tärkein tehtävä on omistaja-arvon maksimoiminen.

Rahoitusteorian mukaan yrityksen ja sen johdon tulee pitkällä aikavälillä pyrkiä yrityksen markkina-arvon eli sen oman pääoman arvon maksimointiin. Jos yritys ei pyri markkina-arvonsa maksimointiin, yritys ei pitkällä aikavälillä saa oman pääoman ehtoista rahoitusta sijoittajilta ja sen mahdollisuudet investointeihin heikkenevät. Yrityksen osakekannan markkina-arvon maksimointi näkyy yrityksen johtamisen kaikilla tasoilla, myös operatiivisen päätöksenteon tasolla. Omistajalähtöiseen ajattelutapaan perustuvassa yrityksen johtamisessa yrityksen päämäärä tulee olla yrityksen osakkeenomistajien eduista huolehtiminen. Koska osakkeenomistajat ovat sijoittaneet yritykseen varojaan riskisijoituksena oman pääoman ehtoisesti, tulee heidän saada korvaus ottamalleen riskille tuoton muodossa. Yrityksen arvon, erityisesti sen osakekannan (oman pääoman) arvon, tulee olla päivittäisen operatiivisen johtamisen sekä strategisen johtamisen tavoitteena. Yrityksen johtamisen näkökulmasta on tärkeää havaita, että yrityksen arvo on sen eri tulosyksiköiden, liiketoiminta-alueiden ja tuoteryhmien arvojen summa. Yrityksen johdon tavoitteena on eri tulosyksiköiden arvojen maksimointi ja sitä kautta koko yrityksen arvon maksimointi. (Kallunki & Niemelä 2008, 25; Lauriala 2008, 80)

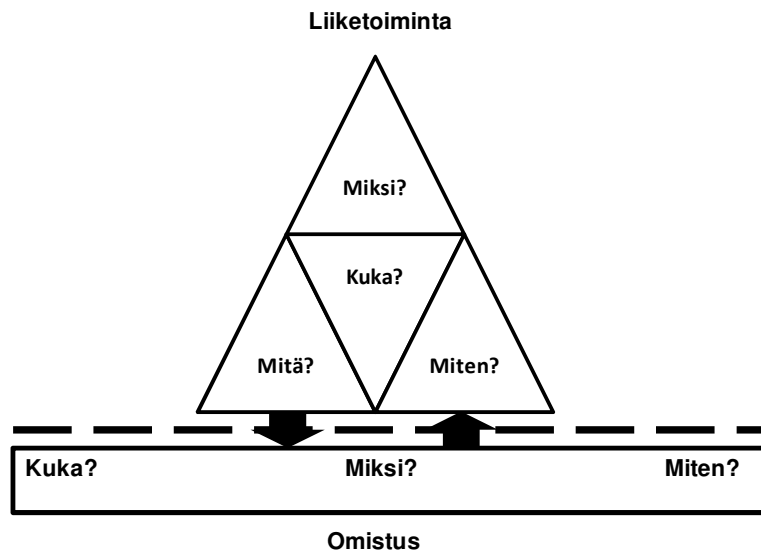


Kuvio 15 Omistajuuden teoreettinen viitekehys (Rasila 2004)

Rasila (2004) esittää omistajuuden teoreettisen viitekehksen (kuvio 15). Siinä huomioidaan yritystä ympäröivät sidosryhmät sekä osoitetaan omistuksen ja kontrollin eroaminen toisistaan. Omistajien tahtotila välittyy agenttiteorian mukaisesti yritykseen. Corporate Governance on omistajaohjausta koskeva sääntely. Lopulta omistajaohjaus kulminoituu hallituksen nimeämiseen ja hallitustyöskentelyyn. Sepän (2000) mukaan sijoitusyhtiö on parhaimmillaan vastuullinen omistaja, yhtäältä sijoittajien lyhytjänteisiä tavoitteita ja toisaalta yritysjohtajien joskus omavaltaisiakin pyrkimyksiä tasapainottava voimatekijä - paitsi kaikkein pienimmissä, tarvittaessa myös kaikkein suurimmissa yrityksissä. *Shareholder/stakeholder* -keskustelun näkökulmasta sijoitusyhtiöt edustavat yksilön vastuuta korostavaa omistajakeskistä toimintaa. (Seppä 2000)

Sekä omistajalähtöisessä että sidosryhmälähtöisessä teoriassa omistaja oletetaan passiiviseksi, vastaanottavaksi osapuoleksi. Kuvio 16 esittää yrityksen ja sen omistajien välisen suhteen aktiivisen omistajuuden näkökulmasta. Sen mukaan on olemassa kahden tason logiikkaa: yrityksen strategiseen ja operatiiviseen toimintaan liittyvää liiketoimintalogiikkaa ja yrityksen omistamiseen liittyvää omistajalogiikkaa. Liiketoimintalogiikassa yrityksen johto etsii vastauksia muun muassa kysymyksiin, kuka ostaa, mitä ostaa, miksi ostaa ja miten tämä tuotetaan? Liiketoimintalogiikka kulminoituu liiketoimintaosaamiseen ja sen heijastumana on tuloslaskelma. Omistajalogiikassa yrityksen osakkeenomistajat etsivät vastauksia muun muassa

kysymyksiin, kuka omistaa, mitä omistaa, miksi omistaa ja miten omistaa? Omistajalogiikka kulminoituu omistajaosaamiseen ja sen heijastumana on tase. Yksinkertaistaen voidaan kiteyttää, että omistajat antavat yrityksen johdolle resurssit (tase), joilla johto tekee omistajille tuloksen (tuloslaskelma). Aktiivisen omistajuuden mallissa omistaja nähdään aktiivisena osallistujana (*active owner*) ja yrityksen arvoa lisäävänä voimavarana, ei vain passiivisena osuudenhaltijana (vrt. *shareholder*). Aktiivisen omistajan tehtävänä on huolehtia, että yrityksellä on käytössään riittävät aineelliset ja aineettomat resurssit yrityksen omistaja-arvon maksimoimiseksi. Yritysjohdon tehtävä on huolehtia, että resursseja käytetään tehokkaasti. Tämän työnjaon mukaisesti esimerkiksi yritysostoista päättäminen on omistajien tehtävä.



Kuvio 16 Aktiivisen omistamisen viitekehys

De Clercqin ja Manigartin (2007) mukaan sijoitusyhtiö eroaa muista yrityksen rahoituslähteistä kuten pankeista, institutionaalisisista sijoittajista ja osakesijoittajista ennen kaikkea siinä, että se omaksuu aktiivisen roolin kohdeyhtiön suhteen. Siinä missä passiiviset sijoittajat valvovat sijoituskohteen suorituskykyä periodeittain ja harvoin ottavat osaa päätöksentekoon, aktiiviset omistajat ovat mukana omalla toiminnallaan edistämässä kohdeyrityksen suorituskykyä ja ovat aktiivisesti päättämässä kohdeyhtiön asioista. Sijoittamisella ja omistamisella on myös havaittavissa selkeä lähtökohtainen ero suhteessa kohdeyrityksiin. Sijoittajat pyrkivät hajauttamaan riskiä jakamalla sijoituksensa useaan kohteeseen, kun taas omistaja pyrkii kasvattamaan vaikutusvaltaansa keskittämällä omistuksensa harvoihin kohteisiin.

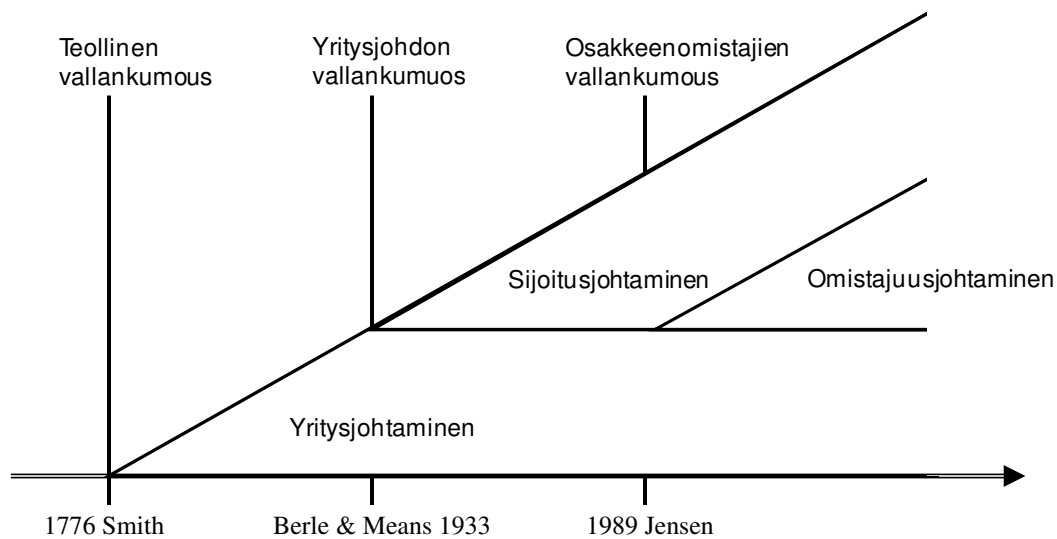
Veranen (1996) kirjoittaa omistajälhtöisestä johtamiskulttuurista ja oikeanlaisten omistajien merkityksestä yrityksen menestykselle. Hän puhuu jopa vääristä omistajista yrityksen menestyksen esteenä. Verasen mukaan kilpailu omistajista on yhtä kovaa kuin kilpailu asiakkaista. Puttosen (2004) mukaan globalisaatio ei merkitse ainoastaan kilpailua yrityksistä vaan myös kilpailua omistajista. Listaamattomat, yksityiset yritykset ovat normaalisti sellaisten ihmisten omistamia, joilla on jonkinlainen intressi yritystä kohtaan. Julkisesti noteeratussa yhtiössä omistajuus on hajaantunut laajalle ja myös yritykseen kohdistuva intressi on levittäytynyt: aktiiviset omistajat ovat tulleet passiivisiksi sijoittajiksi, jotka seuraavat muiden johtamaa yritystä, ja joilla on vähän valtaa toimintoihin. (Seppä 2000, 67; Ross ym. 2001)

Garveyn ja Swanin (1984) mukaan osakkeenomistajaperusteinen omistus on liian levittänyt ja sirpaleinen yrityksen johdon tehokkaaseen kontrollointiin. Tällöin omistajien tärkein kontrollimekanismi on valita hallitus toimimaan edustajinaan ja vahtimaan yrityksen johdon toimintaa. Tämän kehityksen ongelma on se, että päätösvalta, valta ja kontrolli keskittyvät yrityksen johdolle. Yritys ei välttämättä toimi suunnitelman mukaisesti siten, että valta olisi osakkeenomistajilla vaan osakkeenomistajat ovat teknisesti omistajia, mutta useimmat heistä näkevät itsensä sijoittajina eivätkä omistajina. Lernerin ja Hardymonin (2002, 266) esimerkin mukaan, jos ihminen omistaa esimerkiksi 100 Disneyn osaketta 10 miljoonasta, kokee tämä itsensä ennemmin sijoittajaksi kuin omistajaksi, koska yhdellä puhelinsoitolla hänen omistusoikeutensa päättyisi.

Omistajuuteen liittyy kiinteänä osana kontrolli. Kun omistajuus hajaantuu useammalle taholle, omistajan kontrolli väljentyy (Ross ym. 2001; Seppä 2000). Yksittäisillä osakkeenomistajilla ei aina ole kannustimia valvoa johdon toimia, koska se vaatii resursseja ja valvonnasta koituvat hyödyt joutuu jakamaan muiden osakkeenomistajien kanssa. Täten omistuksen hajaantuminen johtaa yleensä tehottomampaan omistajakontrolliin ja yrityksen johdon suurempaan valta-asemaan. (Lauriala 2008, 123)

Aikanaan jo Adam Smith (1776) kiinnitti huomiota omistajuuden ja kontrollin erkaantumiseen. Jo tuolloin oli käynnistynyt prosessi, jonka seurauksena omistajuus ja johtaminen pikkuhiljaa eriytyivät toisistaan. Hänen mukaansa, mikäli yrityksen

omistajuus ja kontrolli eivät ole täysin yhteneväiset, on mahdollista, että omistajien ja valvojen välille syntyy intressiristiriita. Ammattijohtajien ei myöskään voi olettaa katsovan yhtä tarkoin omistajien varallisuuden perään kuin omistajajohtajien. Smithin mielestä osakeyhtiö oli keino erottaa omistajat heidän omaisuutensa valvonnasta. Verasen (1996, 28) mukaan eriytyminen ei sinällään ole ongelma, koska se mahdollistaa erikoistumisen joko omistamiseen tai johtamiseen, ja kumpikin edellyttää erilaista pätevyyttä. Vaarana on kuitenkin liiallinen eriytyminen, jolloin saattaa käydä niin, että johtajat keskittyvät omien intressiensä edistämiseen omistajien edun kustannuksella.



Kuvio 17 Johtaja-ammattien kehittyminen (Seppä 2000)

Sijoitusyhtiöt voidaan nähdä ratkaisuna hajaantuneen omistuksen ongelmaan, koska se tuo omistajaresurssin yrityksen käyttöön ja palauttaa vallan yritysjohdolta osakkeenomistajille. Rasilan (2004) mukaan oman pääomanehtoinen rahoitus ja osallistuva omistajuus voidaan katsoa jaettuna yrittäjyysriskinä sekä ammattimaisena omistamisena, jonka tarkoitus on nostaa kohdeyrityksen arvoa ja täten omistuksen asemaa. Sijoitusyhtiötoiminnassa on havaittavissa omistaja-profession syntyminen sijoittajan ja yritysjohtajan professioiden rinnalle. Sijoitusyhtiöllä on tyypillisesti sekä kyky että halu ottaa aktiivisen omistajan rooli esimerkiksi hallitustyöskentelyn ja verkostojen kautta. (Seppä 2000, 69) Seppä esittää yritysten toimintaympäristön muutoksen teollisesta vallankumouksesta (*industrial revolution*) yritysjohton vallankumoukseen (*managerial revolution*) ja osakkeenomistajien vallankumoukseen (*shareholder revolution*) (kuvio 17). Seppä myös kuvaa omistaja-profession (*ownership*

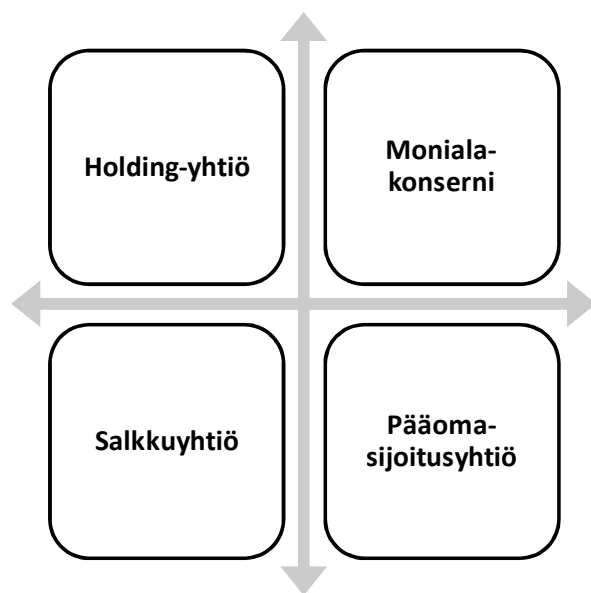
management) syntymistä sijoittaja- (*shareholder management*) ja yritysjohtajaprofessioiden (*corporate management*) rinnalle. Carrolin ja Bucholtzin (2006) mukaan ennen teollista vallankumousta omistajat olivat myös johtajia ja siten omistus ja kontrolli olivat yhdistettyjä. Myöhemmin suuremmat yhtiöt palkkasivat johtajia, mutta omistajat pitivät yhä kontrollin. Osakeyhtiöiden aikakaudella (*corporate period*) omistus erkaantui kontrollista ja väliin muodostui hallitus. Teoreettisesti hallituksen tarkoitus oli vastata kontrollista omistajien puolesta, mutta aina näin ei ole tapahtunut. (Carrol & Bucholtz 2006).

Kysymys siitä, miten sijoitusyhtiöt lisäävät kohdeyrityksen arvoa, on saavuttanut paljon tutkijoiden huomiota. Tutkijoiden keskuudessa vallitsee yksimielisyys siitä, että kaikki sijoitusyhtiöt eivät synnytä lisäarvoa, sijoitusyhtiöiden välillä on eroja, ja että ei ole löydettävissä yleisiä arvonlisäyksen kriteereitä. Sijoitusyhtiöt ovat saaneet osakseen myös paljon kritiikkiä ja niiden on havaittu ennemminki tuhoavan kohdeyrityksen arvoa kuin lisäävän sitä. (De Clercq & Manigart, 2007) Esimerkiksi Sapienza (1992), Fried ja Hisrich (1995), Sapienza ym. (1996) sekä Busenitz ym. (2004) tutkivat, mitä sijoitusyhtiöt tuovat pääoman lisäksi kohdeyhtiöön. Pohjonen (2006) tutki pääomasijoittajan lisäarvoa kansainvälistyvässä kohdeyrityksessä. Hsu (2004) osoitti, että kohdeyritykset ovat valmiita omistususuutensa alhaisempaan arvostukseen ja laimentumiseen, mikäli sijoitusyhtiöllä on hyvä maine ja se tuo pääoman lisäksi kohteeseen myös osaamispääomaa.

Gadieshin ja MacArthurin (2008) mukaan sijoitusyhtiöt ovat muita parempia omistajia, koska ne pysyvät: 1) määrittämään kohdeyhtiön täyden potentiaalin, 2) luomaan selkeän toimenpidesuunnitelman (*blue print*) yrityksen toimintojen parantamiseksi, 3) nopeuttamaan yrityksen suorituskykyä, 4) valjastamaan parhaat kyvyt yrityksen käyttöön, 5) laittamaan pääoman tehokkaaseen käyttöön ja 6) synnyttämään yritykseen tulosorientoituneen mielentilan. He määrittelevät arvoal lisäävän hallituksen kahdella kriteerillä. Ensinnäkin hallituksen jäsenillä on oltava kohdeyhtiön kannalta keskeistä osaamista, jonka he tuovat aktiivisesti yhtiön johdon käyttöön. Toiseksi hallituksen toiminnan on oltava tehokasta ja toimintakeskeistä hallintokeskeisen byrokratian sijasta. (Gadiesh & MacArthur 2008, 81) Veranen (1996) määrittelee lisäarvoa synnyttävän omistajuuden viiden kriteerin kautta: 1) omistusrakenne mahdollistaa omistajien ohjauksen 2) omistajat ovat kykeneviä kontribuoimaan yritykseen osaamista pääoman

lisäksi 3) yrityksessä on asianmukainen hallintomalli 4) hallitus on kykenevä luomaan lisäarvoa ja kontrolloimaan riskiä ja 5) palkitsemisen ja valvonnan mekanismit ovat linjassa omistajien intressien kanssa.

Lam (1991) päätyi tutkimuksissaan siihen, että sijoitusyhtiöt luovat arvoa kohdeyrityksille. Hänen havaintojensa mukaan arvonlisäys tapahtuu parantamalla kohdeyhtiön tuottavuutta, parantamalla kohdeyhtiön lainarahoituksen saantia sekä alentamalla kohdeyrityksen pääomakustannuksia. Reidin (1998) mukaan sijoitusyhtiön mukaantulo ja lisäosakepääoma nostavat kohdeyrityksen laatua, mikä parantaa sen luottokelpoisuutta ja lainansaantia. Hänen mukaansa sijoitusyhtiön varat saattavat poistaa käyttämättömien mahdollisuuksien tappion, joka muussa tapauksessa syntyisi niistä investointimahdollisuuksista, joita kohdeyhtiöllä ei yksistään ole mahdollisuuksia toteuttaa. Borgin (1996, 6) mukaan sijoitusyhtiön tuoma lisäarvo liittyy yleensä - rahoituksen lisäksi - hallitustyöskentelyyn, strategioiden luomiseen, rahoituksen kokonaisjärjestelyihin, budjetointiin, markkinointiin, johtamisjärjestelmien kehittämiseen ja toimialatuntemukseen. Hänen mukaansa sijoitusyhtiön mukanaolo lisää yrityksen uskottavuutta sen muihin sidosryhmiin nähden ja parantaa myös rahoituksen saamisen mahdollisuutta. Lisäksi kohdeyrityksen käytettävissä on sijoitusyhtiön kotimainen ja kansainvälinen yhteysverkko.



Kuvio 18 Sijoitusyhtiöiden luokittelua

Sijoitusyhtiöt voidaan luokitella niiden omistusosuuden (enemmistö vai vähemmistö) ja osallistumisasteen (aktiivinen vai passiivinen) mukaan neljään luokkaan (kuvio 18). Vastaavaa luokittelua käytti Relander (1989, 119). Jaottelun mukaan holding-yhtiö on passiivinen enemmistöomistaja, monialakonserni aktiivinen enemmistöomistaja, pääomasijoitusyhtiö aktiivinen vähemmistöomistaja ja salkkuyhtiö passiivinen vähemmistöomistaja. Salkkuyhtiö on tässä tutkimuksessa annettu termi yhtiölle, joka toimii välineenä omistajansa osakesijoituksissa. Sijoitukset ovat hajautettuja ja muodostavat yhdessä salkun, portfolion, jota sijoittaja hallinnoi.

De Clercq ja Manigartin (2007) sekä Zacharakiksen ja Shepherdin (2007) mukaan aika on sijoitusyhtiön arvokkain resurssi. Gormanin ja Sahlmanin (1989) tutkimuksen tuloksena todettiin, että sijoitusyhtiöt käyttävät keskimäärin 60 % ajastaan kohdeyhtiöiden kehittämiseen ja keskimäärin 110 tuntia jokaista kohdeyritystä kohden vuosittain. Sijoitusyhtiöiden osallistumisaste vaihtelee merkittävästi. Jotkut sijoitusyhtiöistä muodostavat erittäin läheisen yhteyden kohdeyhtiöön tarjoten sille neuvoa, tukea ja kontakteja (*close-trackers* ja *hands-on*). Toiset taasen osallistuvat yrityksen toimintaan vasta, kun se kohtaa vaikeuksia (*laissez-faire*). MacMillan ym. (1988) sekä Elango ym. (1995) jakoivat yhtiöt kolmeen luokkaan, passiivisiin (*inactive*), aktiivisiin neuvonantajiin (*active advice givers*) ja konkreettisiin tekijöihin (*hands-on*). Ei-rahamääräisellä osallistumisella on suuri merkitys sijoitusyhtiön riski-tuotto-suhteen parantamisessa (Amit ym. 1998; Gupta & Sapienza 1992). Botazzi ja Da Rin (2002) havaitsivat, että henkilöt, joilla on yritystausta viettävät enemmän aikaa kohdeyritysten kanssa kuin pankkitaustaiset henkilöt. Sapienza ym. (1994) luokittelevat osallistumiselle kolme roolia, strategisen roolin, operatiivisen roolin ja henkilökohtaisen roolin. Heidän mukaansa näistä korostuvat strateginen ja henkilökohtainen rooli operatiivisen roolin ollessa kohdeyrityksen johdolla. Sapienzan (1989) mukaan voidaan yleistää, että suuri osallistumisaste on parempi kuin pieni. Barney ym. (1994) kyseenalaistavat tämän ja huomauttavat, että neuvojen antamisessa tulisi käyttää harkintaa, koska liika neuvominen saattaa johtaa sijoitusyhtiön ja kohdeyhtiön välisen suhteen kemian vahingoittumiseen. De Clercq ja Manigart (2007) kiinnittävät myös huomiota siihen, että sijoitusyhtiön osallistumisen hyödyistä löytyy ristiriitaisia tutkimuksia. Heidän mukaansa tutkimusaineistot sisältävät myös tutkimuksellisen vääristymän, koska menestystarinat ovat saaneet tutkimuksissa epäonnistumisia enemmän huomiota.

3 SIJOITUSYHTIÖT KÄYTÄNNÖSSÄ

3.1 Sijoitusyhtiötoiminta Suomessa

Suomen ensimmäinen yksityisen pääoman markkinoilla toiminut yritys perustettiin vuonna 1967. Seuraavan perustamiseen kului 11 vuotta ja vielä vuonna 1982 Suomessa oli vasta kolme alalla toimivaa yhtiötä. Suomen ensimmäiset kehitysyhtiöt perustettiin amerikkalaisen venture capitalistin kehitysyhtiöidean mukaisiksi. Tämä johti vastaavasti kehitysyhtiö-käsitteen sisällölliseen yhtenevyyteen amerikkalaisen käsitteen “*venture capitalist*” kanssa. (Seppä 1989, 80) Suomen ensimmäiset venture capital ja private equity-yritykset olivat 1960 - 70-luvun vaihteessa pieniä osakeyhtiömuotoisia yrityksiä, jotka olivat useimmiten pankkien tai suurien yhtiöiden rahoittamia ja jotka tyypillisesti sijoittivat vähemmistöosuksiin omasta taseestaan (Auer 1989, 1990).

Vuotta 1989 voidaan pitää alan ensimmäisenä heräämisena Suomessa, koska tuolloin tehtiin alan ensimmäiset tieteelliset tutkimukset ja toimialakuvaus (Auer 1989, 1990; Relander 1989; Seppä 1989; Westerlund 1989). Vuonna 2009 ajankohdasta tulee kuluneeksi 20 vuotta. Seppä (1989) kuvasi tilannetta kaksi vuosikymmentä sitten seuraavasti:

”Suomalainen kehitysyhtiöidea vuonna 1989 on hyvin erilainen verrattuna alkuperäiseen amerikkalaiseen kehitysyhtiöideaan. Sen taustalla on puutteelliset kehitysyhtiötoiminnan edellytykset. Suomalaiset markkinat ovat liian pienet, pörssitoiminta vieläkin kehittymätöntä ja riskinotto-kykyisten sijoittajien määrä vähäinen. Suurimmat puutteet ovat kuitenkin yleinen suomalainen suhtautuminen yrittäjyyteen ja ammattitaitoisen, yrittäjähenkisen ja henkilökohtaiseen riskinottoon valmiiden kehitysyhtiöjohtajien puute. Ei voidakaan sanoa, että suomalaisten kehitysyhtiöiden draiving force olisi yleisesti ottaen voiton maksimoiminen. Taustalla on varmasti yksityisten kehitysyhtiöiden tapauksessa omistajien intressien mukaista, joko liiketaloudellisia tai kansantaloudellisia tavoitteita ja julkisyhteisöjen kehitysyhtiöiden tapauksessa yhteiskunnallisia, aluepoliittisia ja kunnallisia tavoitteita, joiden merkitys on oleellinen. Suomalainen kehitysyhtiö etsii enemmistöosuuksia hyvin

menestyvistä, varman vuosittaisen tuoton tarjoavista yrityksistä. Niiden henkinen kehityspanos on passiivinen, eikä luopumistavoite ole lainkaan korostunut.” (Seppä 1989, 80)

Kahden viimeisen vuosikymmenen aikana suomalainen yritysrahoitusympäristö on käynyt läpi merkittävän rakennemuutoksen. Sen seurauksena erilaisten rahoituslähteiden välinen kilpailu on kiristynyt, perinteisten rahoituslaitosten merkitys vähentynyt ja arvopaperimarkkinoiden merkitys lisääntynyt. Erityisesti osakemarkkinoiden merkityksen korostuminen ja pääomasijoitustoimialan kasvu 1990-luvun loppupuolella ovat merkittävästi monipuolistaneet rahoitusmarkkinoiden toimintaympäristöä. Alkavien yritysten rahoituksen saatavuus ei ole kuitenkaan muuttunut samaan suuntaan ja niiden kohtaama rahoituksen tarjonta riippuu edelleenkin paikallisesta ja kotimaisesta rahoitusympäristöstä. (Hyytinen 2002, 103)

Carlssonin (2002, 119) mukaan pääoman riittävä saatavuus markkinoilta on yritysten nopean kasvun päätekijä. Hän huomauttaa, että kasvuyritysten rahoitusympäristön vertailussa Suomi ei ole kilpailukykyinen. Suomesta löytyy kyllä pääomia, mutta niitä ei saada kohdennettua riittävän tehokkaasti kasvuyrityksiin. Paasivirta ja Valtonen (2004, 18) esittävät tutkimuksessaan, että Suomessa arvioidaan syntyvän vuosittain noin 1500 - 2000 osaamis- ja innovaatioperusteista liikeideaa. Potentiaalisia siemenrahoituskelpoisia yrityksiä tunnistetaan näistä vuosittain vain hieman toistasataa, joista runsaat 20 tulee vuosittain riskirahoituksen piiriin. Näistä ehkä 2-3 osoittautuu tähtiyrityksiksi, joiden rahoitukseen riskisijoitusyhtiöiden taloudellinen tuloksen tekeminen perustuu.

Sijoitusyhtiötoimintaa harjoittavat Suomessa sekä julkisrahoitteiset että yksityiset yhtiöt. Useat yksityisen puolen yhtiöt ovat pankki- tai suuryrityssidonnaisia. Lisäksi toimintaa harjoittaa joukko yksityishenkilöitä. (Leppiniemi 2000, 133) Suomeen rekisteröidyt pääomasijoitusyhtiöt tekivät vuonna 2008 yhteensä 328 uutta sijoitusta 279 eri kohdeyritykseen. Sijoitettu kokonaissumma oli yhteensä 384 miljoonaa euroa. Kappalemääräisesti mitattuna sijoitukset painottuivat käynnistysvaiheen sijoituksiin (134 kpl, 43 milj. euroa), kun taas euromääräisesti mitattuna painotus oli buyout-sijoituksissa (72 kpl, 162 milj. euroa). Uusia sijoitettavia varoja kerättiin yhteensä 712 miljoonaa euroa. Osittaisia tai täydellisiä irtautumisia tapahtui yhteensä 135 kappaletta.

Irtautumisten hankintahintainen arvo oli 155 miljoonaa euroa. Hallinnoitavan omaisuuden määrä oli vuoden 2008 lopussa yhteensä 5,4 miljardin euroa, josta 2,3 miljardia euroa oli jo sijoitettu kohdeyrityksiin. ("Suomen Pääomasijoitusyhdistys". Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry:n WWW-sivu <<http://www.fvca.fi/>> 1.5.2009)

Yksityisen pääoman markkinaa voidaan pitää Suomessa vielä kehittymättömänä. Yksi merkki tästä on sijoitustoimintaa koskevan lainsäädännön puuttuminen. Toimintaa harjoitetaan Suomessa edelleen yleisten yhtiö- ja verolakien muodostamissa puitteissa. (Lauriala 2008, 140) Eurooppalainen sijoitusyhtiötoiminta on tyypillisesti rajoittunut valtioiden rajoihin. Ainoa poikkeus tästä on ollut Iso-Britannia, jossa kansainvälisellä rahoituksella on ollut vahva asema varainkeruussa. Tästä ulkomaisesta rahoituksesta suurin osa on tullut USA:sta. Nämä kansalliset rajoitukset ovat vähitellen poistumassa ja markkina on kansainvälistymässä. (Lerner & Hardymon 2002)

3.2 Case-yritysten valinta

Helsingin pörssissä oli 1.1.2009 viisi päätoimialtaan sijoitus- ja kehitysyhtiöksi luokiteltavaa yritystä. Yritykset olivat Amanda Capital Oyj, CapMan Oyj, Neomarkka Oyj, Norvestia Oyj ja Panostaja Oyj. ("Kauppalehti Pörssi". Kauppalehden WWW-sivu: <<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/>> 1.1.2009) Näistä Amanda Capital Oyj ilmoitti kotisivuillaan olevansa ensimmäinen listattu pääomarahastojen rahasto Pohjoismaissa ("Amanda Capital Oyj" Amanda Capital Oyj:n WWW-sivu: www.amandacapital.fi 1.1.2009). Koska tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia sijoitusyhtiöitä, ei rahastojen rahastoa (*funds of funds*) rajattiin Amanda Capital Oyj tutkimuksen ulkopuolelle. Neomarkka Oyj:n noteeraamattomien sijoitusten salkku sisälsi 1.1.2009 ainoastaan suoria sijoituksia suomalaisten puhelinyhtiöiden osakkeisiin ja osuuksiin, joten tällä perusteella sitä ei katsottu soveltuvaksi case-yritykseksi ("Neomarkka Oyj". Neomarkka Oyj:n WWW-sivu: <www.neomarkka.fi> 1.1.2009). Norvestia Oyj:lla oli 1.1.2009 ainoastaan yksi sijoitus noteeraamattomissa yrityksissä, mikä oli 2,5 % hallinnoitavasta pääomasta ("Norvestia Oyj". Norvestia Oyj:n WWW-sivu www.norvestia.fi 1.1.2009). Tällä perusteella yritystä ei katsottu sopivaksi case-yritykseksi.

Tutkimuksessa tarkastellaan kahta Helsingin pörssissä listattua yhtiötä: omasta taseesta

konsernirakenteella sijoittavaa monialakonserni Panostaja Oyj:tä sekä taseen ulkopuolisia rahastoja hallinnoivaa pääomasijoitusyhtiö CapMan Oyj:tä. Yritykset on valittu sekä edustavuutensa että edustamansa liiketoimintamallin mukaan. Panostaja Oyj on suomalaisista, sijoitusyhtiöksi luokiteltavista yrityksistä ainoa, joka sijoittaa omasta taseesta konsernirakenteella ja sen sijoitukset kohdistuvat Takoma Oyj:ta lukuunottamatta noteeraamattomiin yrityksiin ("Panostaja Oyj". Panostaja Oyj:n WWW-sivu www.panostaja.fi 1.5.2009). Näillä perusteilla se katsottiin parhaaksi case-yritykseksi edustamaan konsernirakenteista sijoitusyhtiötä. CapMan Oyj:n pääliiketoiminta on pääomarahastojen hallinnointi ja sen 1,8 miljardin euron omistusjärjestelytoiminta (*Private Equity*) oli yli puolet yhtiön koko 3,4 miljardin euron hallinnoitavasta pääomasta ("CapMan Oyj". CapMan Oyj:n WWW-sivu www.capman.fi 1.5.2009). Näillä perusteilla se katsottiin parhaaksi case-yritykseksi edustamaan taseen ulkopuolisista rahastoista sijoittavaa sijoitusyhtiötä. Case-yrityksiä tarkastellaan niiden kotisivuillaan esittämän julkisen materiaalin valossa.

3.3 Case-yritysten esittely

3.3.1 CapMan Oyj

Vuonna 1989 perustettu CapMan Oyj on Pohjoismaiden ja Venäjän johtavia vaihtoehtoisen sijoitusluokan omaisuudenhoitajia ja hallinnoi rahastoissaan noin 3,4 miljardin euron pääomia. Yhtiön liiketoiminta on jakautunut kohdeyrityssijoituksia tekevien pääomarahastojen hallinnointiin (CapMan Private Equity) ja kiinteistö-sijoituksia tekevien rahastojen hallinnointiin (CapMan Real Estate). CapManin palveluksessa on 140 henkilöä Helsingissä, Tukholmassa, Kööpenhaminassa, Oslossa ja Moskovassa. CapMan Oyj:n B-osake on listattu Helsingin Pörssissä kevästä 2001 lähtien. ("CapMan Oyj". CapMan Oyj:n WWW-sivu www.capman.fi 1.5.2009)

CapMan Oyj:n pääliiketoiminta on pääomarahastojen hallinnointi. Hallinnoitavat pääomarahastot sijoittavat pääasiassa listaamattomiin pohjoismaisiin yrityksiin tai kiinteistöihin. Parhailaan CapMan hallinnoi 14:ää oman pääoman ehdoin sijoittavaa equity-rahastoa, kolmea mezzanine- eli välirahoitusrahastoa sekä kolmea kiinteistö-pääomarahastoa. Lisäksi CapManin 35-prosenttisesti omistama osakkuusyhtiö

Access Capital Partners hallinnoi eurooppalaisia rahastojen rahastoja sekä pääomasijoitusmandaatteja. ("CapMan Oyj". CapMan Oyj:n WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

CapManin missiona on alan parhaimmiston kuuluva tuottotaso. Yritys toimii korkealaatuisena palveluntarjoajana sijoittamalla pääomaa yrityksiin, kiinteistöihin tai muihin vaihtoehtoisen sijoitusluokan kohteisiin. Näiden sijoitusten pysyvää arvoa luodaan kasvun, muutoksen ja aktiivisen omistajuuden kautta. CapManin visiona on olla haluttu pääomasijoitusalan ja vaihtoehtoisen sijoitusluokan yhteistyökumppani instituutioille ympäri maailman sekä yrittäjille paikallisesti. Yrityksen taloudellisina tavoitteina on kasvattaa hallinnoitavien rahastojen pääomia keskimäärin vähintään 15 % vuodessa, saavuttaa yli 25 % oman pääoman tuotto vuodessa, pystyä tarjoamaan yli 15 %:n nettotuoton vuodessa pääomarahastojen sijoittajille, rahoittaa noin puolet CapMan Oyj:n omista sijoituksista rahastoihinsa velkarahoituksella, säilyttää omavaraisuusaste vähintään 50 %:ssa ja maksaa osinkoa vähintään 50 % nettotuloksesta. ("CapMan Oyj". CapMan Oyj:n WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

CapMan Oyj:n vuoden 2008 talouden avainluvut ("CapMan Oyj Vuosikertomus 2008". CapMan Oyj:n Vuosikertomus 2008.):

Liikevaihto	37,1 M€
Hallinnointipalkkiot (management fee)	29,6 M€
Tuottoon perustuva palkkio (carried interest)	4,1 M€
Tulot rahastosijoituksista	0,3 M€
Tulot kiinteistökonsultoinnista	2,4 M€
Muut tulot	0,7 M€
Liiketoiminnan kulut yhteensä	-29,8 M€
Sijoitusten käyvän arvon muutos	-13,7 M€
Liikevoitto	-6,3 M€
Tilikauden tulos	-8,1 M€
Oman pääoman tuotto (ROE)	-11,8 %
Sijoitetun pääoman tuotto (ROI)	-6,3 %
Osinko	0,0 € / osake
Osakekannan markkina-arvo tilikauden lopussa	77,3 M€
Henkilöstö	141

CapMan-konserni muodostuu CapMan Oyj:stä ja sen tytär- ja osakkuusyhtiöistä. CapMan Oyj:llä on merkittävät tytäryhtiöt Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa, Guernseyllä, Luxemburgissa ja Kyproksella. Tytäryhtiöt toimivat konsernin

hallinnoimien, kohdeyritys- tai kiinteistösijoituksia tekevien rahastojen hallinnointiyhtiöinä ja/tai neuvonantajina. CapMan Oyj omistaa yhtiöiden äänivallan sataprosenttisesti lukuun ottamatta CapMan Real Estate Oy:tä, CapMan RE II GP:tä, CapMan Hotels RE GP:tä, Dividum Oy:tä ja Realprojekti Oy:tä, joista CapMan Oyj omistaa 80 prosenttia. Merkittävimmät osakkuusyhtiöt ovat CapMan Oyj:n 35-prosenttisesti omistama Access Capital Partners S.A. sekä Maneq-yhtiöt, joista CapMan Oyj omistaa yhtiöstä riippuen noin 35 prosenttia. Kaikki CapMan Oyj:n konserniyhtiöt ja osakkuusyhtiöt on lueteltu yhtiön vuosikertomuksessa konsernitilinpäätöksen liitetiedoissa. ("CapMan Oyj Vuosikertomus 2008". CapMan Oyj:n Vuosikertomus 2008.)

3.3.2 Panostaja Oyj

Panostaja Oyj on suomalainen, vakavarainen, yrittäjyyteen perustuva monialakonserni. Sen toiminnan ydin on suomalaisen yrittäjyyden ja yritystoiminnan kehittäminen. Tämän toteuttamiseksi se etsii aktiivisesti pk-yrityksiä, joilla on terve talous ja joissa se näkee potentiaalia jalostua alansa kärkiyritysten joukkoon Panostajan tukemana. Ostamaansa yritykseen se tuo uuden, sitoutuneen johdon sekä liiketaloudellista ja strategista osaamista. Päämääränä on nostaa panostettava yritys alansa vahvaksi tekijäksi 5-10 vuodessa, minkä jälkeen se jatkaa toimintaansa itsenäisenä. Panostaja keskittyy perinteisten toimialojen pk-yrityksiin. Se sijoittaa ainoastaan enemmistöosuuksiin ja panostukset tehdään konsernin omasta taseesta. ("Panostaja Oyj". Panostaja Oyj:n WWW-sivu <www.panostaja.fi> 1.5.2009)

Panostaja Oyj yhdessä sen tytäryritysten kanssa muodostavat monialakonsernin, jonka päämarkkina-alue on Suomi. Konserni toimii tällä hetkellä kolmellatoista liiketoiminta-alueella. Emoyhtiö Panostaja Oyj panostaa suomalaisiin perinteisten toimialojen pieniin ja keskisuuriin yrityksiin ensisijassa yritysostoin. Panostaja Oyj on perustettu 1984. Yhtiön osakkeet noteerattiin vuodesta 1989 vuoteen 1998 meklarilistalla sekä vuodesta 1998 Helsingin Pörssin I -listalla. Listaudistuksen 2.10.2006 jälkeen yhtiön osakkeet on NASDAQ OMX Helsingissä. Yhtiön kotipaikka on Tampere. ("Panostaja Oyj". Panostaja Oyj:n WWW-sivu <www.panostaja.fi> 1.5.2009)

Panostajan tavoitteena on keskittää voimavarat 10 - 15 toisiaan tasapainottavaan

liiketoiminta-alueeseen. Valittujen toimialojen kehittämisen tavoitteena on saavuttaa merkittävä markkina-asema omalla alallaan. Vuosittain tavoitteena on hankkia 2 - 3 uutta liiketoiminta-aluetta ja täydentää nykyisiä alueita yritysostoin sekä saattaa yksi alue itsenäistymisvaiheeseen. Pitkällä aikavälillä konsernin tavoitteena on keskimäärin yli 22 prosentin oman pääoman tuotto. Tavoitteena on myös yli 30 prosentin keskimääräinen liikevaihdon kasvu sisältäen uusien liiketoiminta-alueiden vaikutuksen. Panostaja tavoittelee yli 40 prosentin omavaraisuusastetta. Omaan pääomaan sisällytetään pääomalainat. Pyrkimyksenä on jakaa osakkeenomistajille vähintään puolet konsernin tuloksesta joko osakkeiden takaisinostoina tai osinkoina. ("Panostaja Oyj". Panostaja Oyj:n WWW-sivu <www.panostaja.fi> 1.5.2009)

Panostaja Oyj:n vuoden 2008 talouden avainluvut ("Panostaja Oyj Vuosikertomus 2008". Panostaja Oyj:n Vuosikertomus 2008)

Liikevaihto	121,1 M€
Liiketoiminnan kulut yhteensä	115,5 M€
Liikevoitto	6,5 M€
Voitto jatkuvista liiketoiminnoista	2,8 M€
Voitto myydyistä liiketoiminnoista	11,0 M€
Tilikauden tulos	13,8 M€
Oman pääoman tuotto (ROE)	29,6 %
Sijoitetun pääoman tuotto (ROI)	18,5 %
Osinko	0,12 € / osake
Osakekannan markkina-arvo tilikauden lopussa	50,7 M€
Henkilöstö	646

Panostajan konsernitilinpäätökseen sisältyvät emoyritys Panostaja Oyj ja kaikki sen tytäryritykset. Tytäryritykset ovat yrityksiä, joissa konsernilla on määräysvalta. Määräysvalta syntyy, kun konserni omistaa yli puolet äänivallasta tai sillä on muutoin määräysvalta. Keskinäinen osakkeenomistus on eliminoitu hankintamenetelmällä. Hankitut tytäryritykset yhdistellään konsernitilinpäätökseen siitä hetkestä lähtien, kun konserni on saanut määräysvallan ja luovutetut tytäryritykset siihen saakka, jolloin määräysvalta lakkaa. Kaikki konsernin sisäiset liiketapahtumat, saamiset, velat ja realisoitumattomat voitot, sekä sisäinen voitonjako eliminoidaan konsernitilinpäätöstä laadittaessa. Realisoitumattomia tappioita ei eliminoida siinä tapauksessa, että tappio johtuu arvonalentumisista. Tilikauden voiton jakautuminen emoyrityksen omistajille ja vähemmistölle esitetään tuloslaskelman yhteydessä ja vähemmistölle kuuluva osuus omista pääomista esitetään omana eränään taseessa oman pääoman osana. ("Panostaja

Oyj Vuosikertomus 2008”. Panostaja Oyj:n Vuosikertomus 2008)

3.4 Case-yritysten liiketoiminta

Edellä on tarkasteltu teoreettisesti kahden eri sijoitusyhtiön liiketoimintamallin eroavuuksia nelivaiheisen liiketoimintaprosessin eri vaiheissa. Tarkastelussa todettiin, että merkittävin ero näiden liiketoimintamallien välillä syntyy siitä, että konsernirakenteessa sijoittajat omistavat sijoitusyhtiön ja pääoma kerätään omistajilta, kun taas rahastomallissa sijoitusyhtiön omistaja on eri taho kuin varojen lähde eli sijoittaja. Tässä kappaleessa tarkastellaan CapManin ja Panostajan liiketoimintamallin yhtäläisyyksiä ja eroavuuksia pääomankeräyksen, sijoittamisen ja tulonmuodostuksen osalta. Tarkekelu tehdään case-yritysten kotisivuillaan esittämän julkisen materiaalin pohjalta.

Panostajan kotisivuillaan esittelemä liiketoimintaprosessi sisältää kolme vaihetta: 1) yrityksen valinta ja osto, 2) panostaminen ja 3) itsenäistyminen (”Panostaja Oyj Vuosikertomus 2008”. Panostaja Oyj:n Vuosikertomus 2008). Pääoman keräys eli ole osa Panostajan liiketoimintaprosessia. Tältä osin sen voidaan katsoa poikkeavan merkittävästi perinteisestä sijoitusyhtiön toimintamallista ja pääomasijoitusyhtiöistä, kuten CapMan Oyj:sta. Panostaja sen sijaan on saanut ”pysyvän pääomansa” omistajiltaan osakeomistuksen muodossa, eikä se kerää aktiivisesti pääomaa sijoittajilta.

CapMan Oyj:lla pääoman keräys on jatkuva ja aktiivinen osa yhtiön liiketoimintaa. Yhtiö pyrkii turvaamaan toimintansa jatkuvuuden perustamalla uusia rahastoja, kun edelliset on sijoitettu täyteen. Yhtiön asiakaskunnan muodostavat rahastoihin sijoittavat instituutiot. Vuoden 2007 lopussa rahastoissa oli yhteensä yli 110 sijoittajaa. Rahastojen suurimpia sijoittajia ovat eläkevakuutusyhtiöt, -säätiöt ja kassat sekä henki- ja vahinkovakuutusyhtiöt. Valtaosa sijoittajista on mukana useammassa kuin yhdessä rahastossa, ja monet ovat mukana sekä oman pääoman rahastoissa että mezzanine-rahastoissa. Viiden suurimman sijoittajan osuus kaikista pääomista oli vuoden 2007 lopussa noin 720 milj. euroa. CapMan Oyj:n oma rahastosijoitus on 2–10 % rahaston alkuperäisestä koosta rahaston kysynnästä ja CapManin omasta sijoituskapasiteetista riippuen. CapManin omien sijoitusten käypä arvo ja jäljellä olevien sijoitussitoumusten määrä olivat 31.3.2008 yhteensä 104,4 milj. euroa. (”CapMan Oyj”. CapMan Oyj:n

WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

CapManin sijoitustoiminta on jakautunut kohdeyritys-sijoituksia tekevien pääomarahastojen hallinnointiin ja kiinteistö-sijoituksia tekevien rahastojen hallinnointiin. Pääomarahastot perustetaan yleensä 10 vuoden määräajaksi. Rahastot tekevät sijoituksia kohdeyrityksiin tai kiinteistöihin pääasiassa rahaston ensimmäisten 3–4 vuoden aikana. Kohdeyritys-sijoituksia tekevien rahastojen sijoitukset kohdistuvat viidelle sijoitusalueelle, jotka ovat keskikokoiset yritys-järjestelyt Pohjoismaissa (CapMan Buyout), teknologiasijoitukset Pohjoismaissa (CapMan Technology), life science -sijoitukset Pohjoismaissa (CapMan Life Science), yritys-järjestelyt Venäjällä (CapMan Russia) sekä sijoitukset keskisuuriin listattuihin yrityksiin Pohjoismaissa (CapMan Public Market). Kiinteistö-pääomarahastojen sijoitusfokus on kiinteistökohteissa pääasiassa Suomessa. CapManin hallinnoimien rahastojen sijoitustoiminta muodostuu pääasiassa suoraan kohdeyrityksiin tehtävistä sijoituksista Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa, Norjassa ja Venäjällä sekä kiinteistö- ja hotellikiinteistö-sijoituksista pääasiassa Suomessa. Rahastojen kohdeyritys-sijoitukset käsittävät keskikokoiset yritys-järjestelyt (*buyout*), teknologiasijoitukset, sijoitukset life science -toimialalle, sekä sijoitukset listattuihin pohjoismaisiin yhtiöihin. Kiinteistö-sijoituksia tehdään Helsingin seudun toimistokiinteistöihin, kiinteistökehityskohteisiin koko Suomessa sekä hotellikiinteistöihin pääasiassa Suomessa. ("CapMan Oyj". CapMan Oyj:n WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

Yritysten valinnassa Panostaja etsii ja hankkii pääasiallisesti enemmistöomistukseensa pieniä ja keskisuuria kaupan, palvelualan ja teollisuuden yrityksiä, joiden liikevaihtotaso on 5-20 miljoonaa euroa. Tavoitteena on muodostaa näistä kullekin toimialalle oma liiketoiminta-alue. Panostajaa kiinnostavat erityisesti kasvu- tai uudelleenjärjestelyvaiheessa olevat toimialat. Tällä hetkellä Panostajan mielenkiinto suuntautuu niihin yrityksiin, joissa halutaan toteuttaa sukupolven- tai enemmistöomistajuuden vaihdos. Kriteereinä ovat elinkelpoisuus, alan kehitysnäkymät ja sopivuus Panostajan olemassaoleviin tai tulevaisuuden klustereihin. Panostaja ostaa liikeyrityksen kokonaisuudessaan. Entinen omistaja ei jää osakkaaksi, vaan saa sadan prosentin hyödyn elämäntyöstään. Panostaja ei paloittele ostamaansa yritystä, vaan tuo sille uuden, nälkäisen yrittäjän sekä liiketaloudellista ja strategista osaamista. Tässä työssä ovat suureksi avuksi paitsi emoyhtiön ammattijohtajat, myös Panostajan muiden

tytäryritysten johtajien kokemukset ja osaaminen. Uusi toimitusjohtaja sijoittaa omia varojaan yritykseen sitoutuen normaaliin yrittäjärisktiin ja -voittoon. ("Panostaja Oyj". Panostaja Oyj:n WWW-sivu <www.panostaja.fi> 1.5.2009)

Edellä esitettyjen case-yhtiöiden sijoituskuvausten perusteella voidaan havaita kolme merkittävää eroavuutta. Ensinnäkin CapManissa sijoituspäätökset jakautuvat rahaston luonteen mukaan, kun taas Panostajassa tällaista erikoistumista ei esiinny. Erot ilmenevät esimerkiksi siinä, että CapMan sijoittaa uusiin teknologioihin (CapMan Technology), life science-alalle (CapMan Life Science) sekä julkisesti noteerattuihin yhtiöihin (CapMan Public Market). Panostaja ei sijoita uusiin teknologioihin vaan perinteisten toimialojen listaamattomiin yrityksiin ("Panostaja Oyj Q1". Panostaja Oyj:n Q1-esitys <http://www.panostaja.fi/fileadmin/Toimipaikan_kuvat/PDF/Q1_2009.pdf> 13.2.2009). Toinen merkittävä eroavuus muodostuu siitä, että CapMan noin puolet CapManin sijoituksista on kiinteistöissä, kun taas Panostaja ei sijoita kiinteistöihin vaan yrityksiin. Kolmas merkittävä eroavuus koskee sijoitusaluetta. CapManin sijoitusalue on Pohjoismaat ja Venäjä ("CapMan Oyj". 1.5.2009). Panostajan sijoitusalue on Suomi ("Panostaja Oyj Q1". 13.2.2009).

CapMan Oyj:n tuotot muodostuvat pääasiassa rahastojen maksamista hallinnointipalkkioista, rahastoilta saatavista voitonjako-osuustuotoista sekä CapMan Oyj:n suoraan omasta taseestaan hallinnoimiinsa rahastoihin tekemien sijoitusten tuotoista. Tuottoja syntyy myös kiinteistökonsultoinnista sekä osuudesta osakkuusyhtiöiden tuloksesta. Rahaston hallinnointiyhtiönä toimivalle vastuunalaiselle yhtiömiehelle maksetaan rahaston pääomien määrään perustuvaa hallinnointipalkkiota koko rahaston toiminta-ajalta. Hallinnointipalkkiot määräytyvät sijoitusaikana rahaston alkuperäisen koon mukaan ja sen jälkeen jäljellä olevan salkun hankintahinnan perusteella. Tyypillisesti ne ovat 0,5 – 2,5 % vuodessa hallinnoitavien rahastojen pääomista (oman pääoman ehtoiset rahastot 1,5–2,5 %, mezzanine-rahastot 1,25–1,5 % ja kiinteistörahastot 0,5–1,0 % vuodessa). Tavoitteena on, että hallinnointipalkkiot kattavat operatiivisen toiminnan kulut. ("CapMan Oyj". CapMan Oyj:n WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

Hallinnointiyhtiö saa rahastosta voitonjako-osuustuottoja. Hallinnointiyhtiönä CapMan

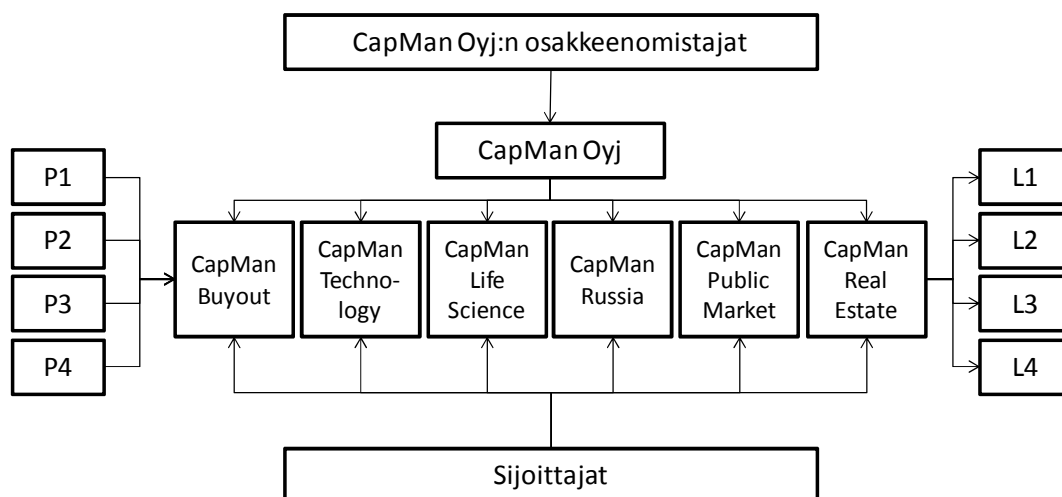
tulee rahaston osalta voitonjaon piiriin, kun rahasto on tuottanut sijoittajilleen tietyn, yleensä noin 7–8 %:n vuotuisen etuoikeutetun tuoton. Hallinnointiyhtiön saama voitonjako-osuustuotto eli osuus voitonjaon piirissä olevan rahaston saamista kassavirroista on ennen vuotta 2004 perustettujen rahastojen osalta tyypillisesti 20–25 % ja sen jälkeen perustetuista 10–15 %. Vuonna 2004 ja sen jälkeen perustetuista rahastoista saatavista voitonjako-osuustuotoista jaetaan osa sijoitustoiminnasta vastanneiden sijoitustiimien jäsenille. Voitonjako-osuustuotot voivat vaihdella voimakkaasti eri vuosina sen mukaan, tehdäänkö voitonjaon piirissä olevista rahastoista irtautumisia vai ei. ("CapMan Oyj". CapMan Oyj:n WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

Kolmas CapManin tulonlähde on suorista rahastosijoituksista saatavat tuotot. CapMan Oyj on vuodesta 2002 lähtien ollut merkittävä sijoittaja konsernin hallinnoimissa rahastoissa. Tavoitteena on sijoittaa oman pääoman ehtoisia kohdeyritysijoituksia tekeviin rahastoihin 2–10 % kunkin rahaston kokonaispääomasta. Sijoitukset tehostavat yhtiön oman pääoman tuottoa ja tasaavat tulovaihteluita. Sijoitusten merkitys kasvaa tulevaisuudessa, kun sijoitetun pääoman määrä kasvaa. ("CapMan Oyj". CapMan Oyj:n WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

Panostajan tulonmuodostus koostuu kahdesta lähteestä, vuotuisista tuotoista ja panostustoiminnan irtautumistuotoista. Vuotuiset tuotot muodostuvat konserniyhtiöiden vuosittain kertyvästä tuloksesta. Irtautumistuotot muodostuvat osakkeiden myyntitulona, kun liiketoiminta-alueen arvonmuutos realisoidaan yrityksestä mahdollisesti luovuttaessa. Tulonmuodostuksen merkittäväkin vuotuinen vaihtelu on tyypillistä panostustoiminnalle. Panostajan tavoitteena on keskittää voimavarat 10 - 15 toisiaan tasapainottavaan liiketoiminta-alueeseen, jotta vuosittaiset liiketoiminta-alueiden irtautumistuotot olisivat mahdollisia. Vallitseva markkinatilanne vaikuttaa irtautumisien ajoitukseen ja menestyksellisyyteen. ("Panostaja Oyj". Panostaja Oyj:n WWW-sivu <www.panostaja.fi> 1.5.2009) Panostaja ei peri management-fee tyypisiä maksuja tytäryhtiöiltään. Panostaja ei myöskään peri hallituspalkkioita ja konsulttipalkkioita Panostajan edustajille tytäryhtiöiden hallituksissa. ("Panostaja Oyj Q1". 13.2.2009).

3.5 Päämies-agenttiteoria ja intressikonfliktit case-yrityksissä

CapManilla on kaksi liiketoiminta-aluetta, kohdeyrityssijoituksia tekevien pääomarahastojen hallinointiin keskittynyt CapMan Private Equity sekä kiinteistösijoituksia tekevien pääomarahastojen hallinointiin ja kiinteistökonsultointiin keskittynyt CapMan Real Estate. CapManissa kullekin sijoitusalueelle on nimetty oma sijoitustiimensä, joka vastaa uusien sijoituskohteiden etsimisestä ja sijoitusehdotusten tekemisestä, kohdeyritysten tai -kiinteistöjen arvon kehittämisestä sekä irtautumisprojektien toteuttamisesta. Konsernilla on kolme palvelutiimiä, jotka ovat (1) sijoittajapalvelut, (2) taloushallinto ja IT ja (3) henkilöstöhallinto ja toimistopalvelut. Sijoittajapalvelut-tiimin vastuulla on varainhankinta (*fundraising*), sijoittajasuhteet (rahastosijoittajat ja CapMan Oyj:n osakkeenomistajat), rahastojen talous ja hallinto, rahastojen ja konsernin menestyksen seuraaminen (*performance monitoring*), lakiasiat ja viestintä. Performance monitoring -tiimi on osa Sijoittajapalvelut-tiimiä ja riippumaton sijoitustiimeistä ja konsernin kirjanpidosta. Performance monitoring -tiimi vastaa kohdeyritysten kuukausittaisen raportoinnin keräämisestä ja läpikäynnistä. Performance monitoring vastaa myös konsernin rahastojen menestyksen seuraamisesta ja ennustamisesta, laskentamallien laatimisesta sekä voitonjako-osuustuottojen laskennasta. Performance monitoringin lisäksi CapManissa toimii arvonmäärityskomitea, joka päättää CapManin hallinnoimien rahastojen kohdeyritysten arvostuksista. Arvonmäärityskomitean jäseniä ovat kunkin sijoitusalueen vetäjä, toimitusjohtaja, talusjohtaja ja varatoimitusjohtaja. Arviointikomitean tehtävänä on käsitellä arvostukset ja valvoa, että samoja arvonmäärityseriaatteita on käytetty johdonmukaisesti kaikissa kohdeyrityksissä, ja että periaatteet ovat ohjeistuksen mukaiset.



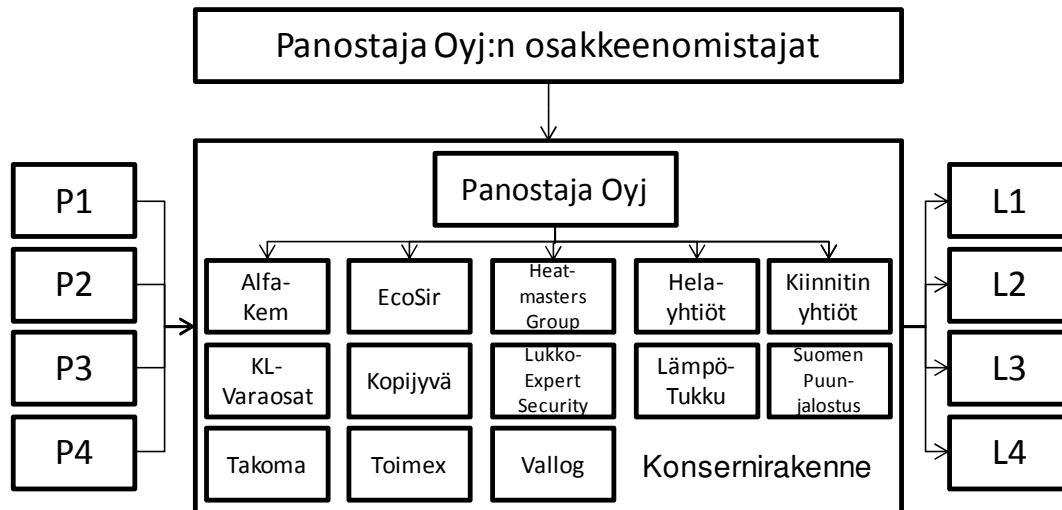
Kuvio 19 CapMan Oyj:n rahastorakenne 1.1.2009

Kuvio 19 havainnollistaa CapMan Oyj:n rahastorakennetta. Siinä yritykset P1, P2, P3 ja P4 ovat CapManin rahastoille potentiaalisia sijoituskohteita. CapMan Oyj kerää sijoittajilta varoja perustamaansa ja hallinnoimaansa rahastoon ja tekee sijoituksen kohdeyrityksiin rahastojen sääntöjen mukaisesti. Tästä toiminnasta se perii vastikkeeksi rahastolta hallinnointipalkkiota ja saa osuuden rahaston tuotosta. CapMan Oyj:n osakkeenomistajat toimivat hallinnointiyhtiö CapMan Oyj:n osakkeenomistajina. Heidän tulovirtansa koostuvat CapMan Oyj:n rahastoilta perimistä hallinnointipalkkioista, tuotto-osuuden mukaan maksettavista palkkioista, mahdollisista konsultointipalkkioista sekä CapMan Oyj:n omista sijoituksista muodostuvista tuotoista vähennettyä yhtiön kuluilla. CapMan Oyj:n Yritykset L1, L2, L3 ja L4 ovat sijoituskohteita, joista CapMan Oyj:n hallinnoima rahasto on luopunut.

Päämies-agenttiteorian ja intressikonfliktien näkökulmasta CapManissa huomio kiinnittyy erityisesti sijoittajien ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen. CapManin mukaan yhtiön asiakaskunnan muodostavat rahastoihin sijoittavat instituutiot. CapManin sijoitusyhtiötoiminnassa sijoitettavasta pääomasta 90 – 98 % tulee sijoittajilta ja 2 – 10 % yhtiön varoista eli osakkeenomistajilta. CapManilla sijoitusyhtiönä voidaan täten nähdä kaksi päämiestä, joiden agenttina se toimii. Ensinnäkin se on yhtiönä osakkeenomistajiensa agentti ja toisaalta pääomaa sijoittaneiden asiakkaidensa agentti hallinnoimissaan rahastoissa. CapManissa rahastokohtaiset sijoituskomiteat tekevät esitykset sijoituspäätöksistä rahastojen päätöksentekoaikojen. Sijoituskomiteat eivät osallistu konsernin operatiivisen

toiminnan johtamiseen. Toimitusjohtaja nimittää sijoituskomiteoiden jäsenet. Sijoitussuositukset perustuvat aina sijoituskomitean jäsenten yhteiseen päätökseen. Suomessa toimipaikkaansa pitävien kiinteistörahastojen sijoitusehdotukset tekee sijoituksesta vastaava sijoitustiimi ja ehdotukset hyväksyy tai hylkää kunkin rahaston hallitus. ("CapMan Oyj". CapMan Oyj:n WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

Panostaja-konsernin operatiivinen liiketoiminta tapahtuu toimialoittain muodostetuissa liiketoiminta- alueissa (alakonserni). Panostajalla on tällä hetkellä 13 itsenäistä liiketoiminta- aluetta. Kunkin liiketoiminta-alueen hallitukseen kuuluu liiketoiminta-alueen toimitusjohtajan lisäksi Panostaja Oyj:n toimitusjohtaja sekä Panostaja Oyj:n hallintoon kuuluva jäsen. Hallitukseen voi kuulua myös yksi tai useampi konsernin ulkopuolinen asiantuntijajäsen. Liiketoiminta- aluetta koskevat operatiiviset päätökset tehdään kussakin liiketoiminta-alueessa. Konsernin emoyhtiössä työskentelee 10 henkilöä. Konsernilla ei ole erillistä sisäistä tarkastusta. ("Panostaja Oyj". Panostaja Oyj:n WWW-sivu <www.panostaja.fi> 1.5.2009)



Kuvio 20 Panostaja Oyj:n konsernirakenne 1.1.2009

Kuvio 20 havainnollistaa Panostaja Oyj:n konsernirakennetta. Siinä yritykset P1, P2, P3 ja P4 ovat Panostaja-konsernille potentiaalisia sijoituskohteita. Panostaja Oyj:lla on määräysvalta tytäryrityksissä (Alfa-Kem, EcoSir, Heatmasters Group, Helayhtiöt, Kiinnitinyhtiöt, KL-Varaosat, Kopijyvä, Lukkoexpert Security, Lämpö-Tukku, Suomen Puunjalostus, Takoma, Toimex ja Vallog). Yhdessä nämä muodostavat konsernin. Panostaja Oyj:n osakkeenomistajat omistavat konsernin emoyhtiön, Panostaja Oyj:n

osakkeita. Heidän tulovirtansa koostuvat konsernin yhtiöiden vuosittaisista tuotoista sekä mahdollisista irtautumistuotoista. Yritykset L1, L2, L3 ja L4 ovat kohdeyrityksiä, joista Panostaja Oyj on irtautunut.

Päämies-agenttiteorian ja intressikonfliktien näkökulmasta Panostajan rakenne on CapMania selkeämpi, koska Panostajan pääoman lähteenä ovat vain yhtiön osakkeenomistajat. Panostajassa ylin päätöksentekovalta on Panostaja Oyj:n osakkeenomistajilla yhtiökokouksessa. Kohdeyrityksissään Panostajalla on määräysvalta. Kohdeyrityksen menestyksessä tapahtuvat vaihtelut vaikuttavat suoraan Panostaja-konsernin menestykseen, kun vastaavasti CapMan Oyj:n kohdeyrityksen menestyksessä tapahtuvat vaihtelut vaikuttavat suoraan kyseiseen yritykseen sijoittaneen rahaston menestykseen ja vain välillisesti CapMan Oyj:n menestykseen. Täten voidaan todeta, että konsernirakenteella sijoittavan Panostaja Oyj:n riippuvuus ja siihen liittyvä riski kohdeyritysten menestymisestä on suurempi kuin taseen ulkopuolisia rahastoja hallinnoivan CapMan Oyj:n.

3.6 Aktiivinen omistajuus case-yrityksissä

Aktiivisella omistajuudella tarkoitetaan sitä omistajaosaamiseen liittyvää aineetonta kehitystyötä, jonka avulla sijoitusyhtiöt pyrkivät nostamaan kohdeyhtiön arvoa. CapMan Oyj määrittelee aktiivisen omistajuuden seuraavasti: ”Olemme aktiivinen teollinen toimija, jolla on myös vahva rahoituksellinen osaaminen. Luomme pysyvää arvoa kasvun, muutoksen ja ammattimaisen hallinnoinnin kautta.” (”CapMan Oyj”. CapMan Oyj:n WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

CapMan osallistuu aktiivisesti sijoituskohteiden kehittämiseen. Tavoitteena on luoda edellytykset yrityksen merkittävälle arvonnousulle. Omistusaika on keskimäärin 4–6 vuotta, jonka jälkeen yrityksestä irtaudutaan esimerkiksi yrityskaupan tai pörssilistautumisen kautta. Irtautumisen jälkeen sijoitetut varat sekä niille saatu tuotto palautuvat pääomarahastolle, josta ne edelleen jaetaan rahaston yhtiömiehille eli sijoittajille ja hallinnointiyhtiölle sovitun voitonjakopolitiikan mukaisesti. Rahastojen kommandiittiyhtiömuoto mahdollistaa sen, että sijoituksista irtauduttaessa kohdeyrityksistä rahastoon palautuvia pääomia ja voittoja voidaan maksaa sijoittajille myös kesken tilikauden. CapManin sijoitustoiminnan päätavoitteena on

sijoituskohteiden arvonnousu. Tavoitteena on luoda pysyvää ja pitkäjänteistä lisäarvoa kasvun, muutoksen ja ammattimaisen hallinnoinnin kautta. Arvonkehitystyö perustuu aktiiviseen omistajuuteen ja pohjoismaiseen toimintatapaan. Sijoitustoiminnasta vastaa jokaisen sijoitusalueen osalta nimetty tiimi.

CapMan esittelee kotisivuillaan kolme esimerkkiyritystä ja omaa rooliaan yritysten kehittämisessä. MedOnessa CapManin tehtävänä olivat lisäyritysostojen suunnittelu ja toteutus, organisaatorakenteen muuttaminen asiakaslähtöisemmäksi, ylimmän johdon ja operatiivisen johdon rekrytoinnit sekä koko konsernin kattavan palkitsemisjärjestelmän luominen. Cardinal Foodsissa CapManin tehtävänä oli luoda yrityksen kasvustrategia, kehittää johtamis- ja raportointijärjestelmiä, toteuttaa yritysostoja ja integroida hankitut yksiköt yhtiöön, vakiinnuttaa hallinnointiperiaatteet ja hallitustyöskentely, parantaa markkinan ja jakelukanavien peittoa, panostaa kustannustehokkuuteen, parantaa yhtiön pääomarakennetta, luoda kilpailukykyinen ja vahva johtoryhmä sekä houkutteleva ja motivoiva kannustinjärjestelmä. Mehiläisessä CapManin tehtäväkenttään kuuluivat uuden kasvuhakuisen strategian määrittely ja liiketoiminnan jakaminen kolmeen päälinjaan, keskeisten avainhenkilöiden rekrytoinnit, johdon kannustinjärjestelmien rakentaminen ja henkilöstöanti, aktiivinen osallistuminen suurimpiin yritysostoihin, osallistuminen ”non-core” varaisuuserien myyntiin, pankkisuhteet ja neuvottelut, hallituksen kokoonpanon muutokset, julkisen sektorin yhteydet ja keskustelut poliitikoiden kanssa, corporate governance-ohjelma. (”CapMan Oyj”. CapMan Oyj:n WWW-sivu <www.capman.fi> 1.5.2009)

Panostamisessa eli kohdeyhtiöiden kehittämisessä Panostaja osallistuu liiketoiminta-alueen kehitystyöhön aktiivisesti ottamalla kokonaisvastuun kyseisen alueen kehittämisestä. Pääomapanostuksen lisäksi Panostajan tuoma lisäarvo liittyy yleensä rahoituksen kokonaisjärjestelyihin, strategioiden luomiseen, hallitustyöskentelyyn, kasvuun yritysostojen kautta sekä talouden, markkinoinnin ja johtamisjärjestelmien kehittämiseen ja toimialatuntemukseen. Panostaja-konsernin operatiivinen liiketoiminta tapahtuu toimialoittain muodostetuissa liiketoiminta-alueissa (alakonserni). Kunkin liiketoiminta-alueen hallitukseen kuuluu liiketoiminta-alueen toimitusjohtajan lisäksi Panostaja Oyj:n toimitusjohtaja sekä Panostaja Oyj:n johtoryhmään kuuluva jäsen. Hallitukseen voi myös kuulua yksi tai useampi konsernin ulkopuolinen asiantuntijajäsen. Liiketoiminta-alueita koskevat operatiiviset päätökset tehdään

kussakin liiketoiminta-alueessa. Itsenäistymisen osalta Panostajan tavoitteena on saattaa liiketoiminta-alue mahdollisimman nopeasti toimimaan pörssikonsernin itsenäisenä osana, joka voidaan myös irrottaa uudelle omistajalle. ("Panostaja Oyj". Panostaja Oyj:n WWW-sivu <www.panostaja.fi> 1.5.2009)

Panostaja esittelee vuosikertomuksessaan Arme Oy:n taottuna tähtenä. Esimerkissä Arme Oy:n toimitusjohtaja Jukka Pyykönen kertoo selvän työnjaon omistajan ja yhtiön välillä rauhoittaneen yhtiön toimintaa ja kasvattaneen työntekijöiden turvallisuudentunnetta. Panostaja tarkasteli asioita laajemmin kokonaismarkkinoiden, finanssitalouden ja trendien tasolla, joten Arme pystyi keskittymään omaan osaamiseensa ja omaan markkinaansa. Pyykösen mukaan Panostajan rooli vahvana omistajana toi uskottavuutta markkinoilla, joilla sitä eritoten tarvittiin. Arme oli mukana isoissa projekteissa ulkomailla. ("Panostaja Oyj Vuosikertomus 2008". Panostaja Oyj:n Vuosikertomus 2008, 36 -37)

4 TUTKIMUKSEN TULOKSET

Tämä tutkimus käsitteli sijoitusyhtiöiden toimintaa suomalaisessa yksityisessä pääomassa vuonna 2009. Tutkimuksen päätavoite oli lisätä Suomessa vallitsevaa vähäistä tietämystä aihealueesta tarkastelemalla yksityistä pääomaa laskentatoimen kontekstissa. Tietämyksen lisäämiseen pyrittiin kolmen alatavoitteen kautta.

Tutkimuksen ensimmäinen alatavoite oli yksityisen pääoman käsitteiden suomenkielinen määrittely. Tutkimuksessa luotiin määritelmät seuraaville käsitteille:

- *Yksityinen pääoma (private equity)*: oman pääoman ehtoisen pääoman sekä omistajaosaamisen sijoittamista määrääjäksi julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin ja sellaisten sijoitusten tekemistä julkisesti noteerattuihin yrityksiin, joiden tarkoituksena on yrityksen ostaminen yksityiseen omistukseen. Yksityinen pääoma on yläkäsite, joka koostuu kolmesta osatekijästä,

bisnesenkelitoiminnasta, kasvuyritystoiminnasta ja omistusjärjestelyistä.

- *Bisnesenkelitoiminta (business angels)*: yksityisten henkilöiden oman pääoman ehtoisen pääoman sekä omistajaosaamisen sijoittamista määräajaksi alkuvaiheen yrityksiin.
- *Bisnesenkeli*: yksityishenkilö, joka sijoittaa oman pääoman ehtoista pääomaa sekä omistajaosaamista määräajaksi alkuvaiheen yrityksiin.
- *Kasvuyritystoiminta (venture capital)*: oman pääoman ehtoisen pääoman sekä omistajaosaamisen sijoittamista määräajaksi kasvuyrityksiin.
- *Omistusjärjestely (buyout)*: rakenteellisen muutoksen tekeminen järjestelyn kohteena olevan yrityksen omistuksessa. Tämä muutos voi tapahtua esimerkiksi yrityskaupalla, velkarahoitteisella yritysostolla (LBO), johdon ulosostolla (MBO), johdon sisäänostolla (MBI) tai muussa muodossa.
- *Pääomasijoitusyhtiö*: voitonmaksimointiin pyrkivä yhtiö, joka kerää pääomamarkkinoilta pääomaa hallinnoimaansa taseen ulkopuoliseen rahastoon sijoittaakseen nämä pääomat yksityisen pääoman markkinoilla.
- *Pääomasijoittaminen*: liiketoimintaa, jossa voitonmaksimointiin pyrkivä yhtiö kerää pääomamarkkinoilta pääomaa hallinnoimaansa taseen ulkopuoliseen rahastoon sijoittaakseen nämä pääomat yksityisen pääoman markkinoilla.
- *Monialakonserni*: voitonmaksimointiin pyrkivä yhtiö, joka omistaa yksityisen pääoman markkinoilla yrityksiä siten, että eri yritykset toimivat itsenäisesti ilman keskinäistä synergiaa, mutta kokonaisuus muodostaa konsernirakenteen.
- *Omistajaosaaminen*: omistajuuteen liittyvää aineetonta pääomaa, joka synnyttää lisäarvoa kohdeyrityksessä.

Toinen alataivoite oli vastata teoreettisen tarkastelun perusteella kysymyksiin, miksi sijoitusyhtiöt ovat olemassa ja mikä on niiden rooli pääomamarkkinoilla? Teoreettisen tarkastelun perusteella tultiin siihen tulokseen, että täydellisillä markkinoilla, jossa hinnat sisältävät kaiken informaation, eikä kukaan voi systemaattisesti saavuttaa keskimääräistä suurempia voittoja, sijoitusyhtiöillä ei ole olemassa olon oikeutusta, mikäli sijoittajat pystyvät sijoittamaan varansa suoraan kohdeyrityksiin saaden saman tuoton. Oletamus yksityisen pääoman markkinoiden täydellisyydestä voidaan kuitenkin perustellusti kyseenalaistaa, koska aikaisemmissa tutkimuksissa (Lauriala 2008; Lerner & Hardyman 2002; Meyer & Mathonet 2005; Rasila 2004; Seppä 2000; Seppä & Näsi

2001) on havaittu markkinoiden epätäydellisyyksiä kuten markkinoiden kapeus, tiedon epäsymmetria, jälkimarkkinoiden puuttuminen listaamattomien yhtiöiden osakkeilta, täydellisen ostajan ja täydellisen myyjän puuttuminen, kauppojen harvalukuisuus sekä merkittävät hintavaihtelut. Myös sijoitusyhtiöiden olemassaolo toimii yhtenä markkinatestinä täydellisten markkinoiden oletusta vastaan.

Pääomien lähteen eli sijoittajien näkökulmasta oikeuttaakseen olemassaolonsa markkinoilla sijoitusyhtiön olisi joko a) toimittava ilman kuluja, jolloin sijoittajan saama tuotto olisi sama kuin suoraan kohdeyritykseen sijoitettaessa, b) pystyttävä tarjoamaan sijoittajille sellaisia palveluita, joista he olisivat valmiita maksamaan, tai c) sijoitusyhtiön on kyettävä luomaan lisäarvoa sijoittajalle vähintään kustannustensa suuruisen määrän ja omistajillensa toimintaan sitoutuneen pääoman tuottovaatimuksen suuruisen määrän. Kolmas vaihtoehto tarkoittaa sitä että, jos sijoitusyhtiöllä ei ole muuta toimintaa kuin kohdeyhtiöiden omistaminen, on tämän omistajuuden synnyttävä lisäarvoa. Tämä tarkoittaisi sitä, että on olemassa omistajuutta, joka synnyttää lisäarvoa. Tämän omistajuuden on oltava ainutlaatuista siten, että toinen omistaja, kuten tässä tapauksessa esimerkiksi sijoittaja itse, ei pysty luomaan vastaavaa lisäarvoa, jos se olisi kohdeyhtiön suora omistaja. Täten päädyttiin tulokseen, jonka mukaan oikeuttaakseen olemassaolonsa, sijoitusyhtiöllä on oltava aineetonta pääomaa, joka synnyttää omistussuhteessa lisäarvoa. Tämä aineeton pääoma määriteltiin omistajaosaamiseksi. Veroja ja ulkopuolisia tekijöitä ei ole tarkastelussa huomioitu.

Sijoitusten kohteiden eli kohdeyhtiöiden näkökulmasta tutkimuksen tuloksena löydettiin sijoitusyhtiöille kolme keskeistä roolia pääomamarkkinoilla. Ensinnäkin sijoitusyhtiöillä on pääomamarkkinoilla tärkeä rooli pääomakuilun lievittämisessä. Pääomakuilulla tarkoitetaan kasvuyrityksen kysynnän ja pääoman tarjonnan välistä erotusta. Toiseksi sijoitusyhtiöillä on erilainen suhtautuminen riskiin kuin rahoituslaitoksilla, jotka ovat riskinkarttaji. Sijoitusyhtiö ottaa riskiä ja vaatii vastineeksi suuremman tuoton ottamalleen riskille. Kolmanneksi kohdeyhtiöt ovat kiinnostuneita sijoitusyhtiön omistamiseen liittyvästä omistajaosaamisesta ja sen kyvystä synnyttää lisäarvoa kohdeyrityksessä. Teoreettinen havainto sijoitusyhtiöiden omistukseen liittyvästä omistajaosaamisesta on linjassa aikaisempien tutkimustulosten kanssa. Jungmanin (2003) mukaan on yleisesti havaittu, että yksityiseen pääomaan liittyy arvoa lisäävä elementti. Tällä arvonlisäyksellä tarkoitetaan niitä ei-rahamääräisiä

hyötyjä, joita kohdeyritys saa sijoitusyhtiön omistuksen myötä. Rasila, Seppä ja Hannula (2002) havaitsivat, että sijoitusyhtiön mukaantulolla on positiivinen vaikutus kohdeyrityksen arvonmuodostukseen verrattuna tilanteeseen, jossa yritys toimii yksin.

Kolmas alataivoite oli vastata kysymyksiin, mitä sijoitusyhtiöt tekevät ja miten ne toimivat. Tältä osin tutkimuksen tarkoituksena oli konsernirakenteen tarkastelu vaihtoehtoisena liiketoimintamallina taseen ulkopuolisille rahastoille. Tutkimuksen perusteella sijoitusyhtiöt tekevät neljää asiaa:

- 1) *Pääoman kerääminen*: sijoitusyhtiöt keräävät pääomia pääomamarkkinoilta yksityisiltä ja institutionaalisilta sijoittajilta.
- 2) *Sijoittaminen*: sijoitusyhtiöt sijoittavat keräämänsä pääomat yksityisen pääoman markkinoilla kohdeyrityksiin.
- 3) *Valvonta ja arvonlisäys*: sijoitusyhtiöt valvovat kohdeyritysten toimintaa ja osallistuvat niiden kehittämiseen aktiivisella omistajuudella
- 4) *Irtautuminen*: sijoitusyhtiöt myyvät omistuksensa kohdeyrityksessä määräajan kuluessa.

Tutkimuksen tuloksena esille nousi se, että konsernirakenne ja taseen ulkopuoliset rahastot eroavat toisistaan pääoman keräämisessä ja irtautumisessa. Konsernirakenteessa sijoittajat omistavat konsernin emoyrityksenä toimivan sijoitusyhtiön ja pääoma kerätään omistajilta. Rahastomallissa sen sijaan rahastoa hallinnoivan pääomasijoitusyhtiön omistaja on eri taho kuin sijoitettavien varojen lähde eli sijoittaja, joka sijoittaa rahansa rahasto-osuuteen. Taseen ulkopuolisia rahastoja hallinnoivat pääomasijoitusyhtiöt sijoittavat muilta kerättyä kertakäyttöpääomaa, joka kerätään aina uudelleen uuden rahaston perustamisen yhteydessä. Konsernirakenteessa pääoma on omistajien pysyvälouenteista omaa pääomaa. Irtautumisessa taseen ulkopuolinen rahasto palauttaa sijoittajilta saamansa pääoman ja tuoton rahaston määräajan kuluessa. Konsernirakenteella ei ole vastaavaa määräaikaaisuutta ja tarvetta pääoman palauttamiseen, mikäli sen omistajat eivät sitä vaadi. Havainnollistavat case-esimerkit tukivat tätä tulosta. Monialakonserni Panostaja Oyj ei laske pääoman keräämistä osaksi sijoitusprosessiaan ja sen pääomat koostuvat yhtiön osakkeenomistajien toistaiseksi yhtiöön sijoittamasta varallisuudesta. CapMan Oyj sen sijaan laskee pääoman keräämisen osaksi sijoitusprosessiaan, kerää aktiivisesti pääomia uusiin rahastoihinsa ja palauttaa rahastojen pääoman ja tuoton takaisin sijoittajille

määräajan kuluessa. CapMan Oyj:n oma rahastosijoitus on pääsääntöisesti 2-10 %.

Tarkastelu sijoitusyhtiöiden toimintatavoista osoitti, että konsernirakenne ei edellytä enemmistöosioituksia kohdeyrityksiin vaan tosiasiallinen määräysvalta, ja siten konsernisuhde, voidaan saada aikaan myös esimerkiksi sopimussuhteen perusteella. Case-esimerkki Panostaja Oyj:ssä kaikki havaitut omistukset ovat enemmistöomistuksia. Samoin tuloksena nousi esille, että kommandiitti- tai osakeyhtiömuotoinen rahasto voi toimia osana konsernia, mikäli sijoitusyhtiö toimii kommandiittiyhtiön vastuunalaisena yhtiömiehenä tai sillä on tosiasiallinen määräysvalta osakeyhtiössä. Tältä osin havaittiin ristiriita lainsäädännön ja käytännön välillä, koska case-esimerkki CapMan Oyj ilmoittaa olevansa kommandiittiyhtiömuotoisten rahastojen vastuullinen yhtiömies, mutta kokonaisuutta ei ole tarkasteltu konsernina. Tämän ristiriidan syiden selvittäminen ei tutkimuksessa käytettävissä olleen materiaalin puitteissa ollut mahdollista.

Toinen merkittävä ero toimintatavoissa koskee sijoitusyhtiöiden tulonlähteitä. Konsernirakenteen tulonlähteet ovat kohdeyritysten osinkotuotto ja irtautumisista saatu tuotto. Emoyhtiön kohdeyritykseltä perimä hallinnointi- ja konsultointipalkkio on konsernin sisäinen liiketapahtuma, jolla ei ole konsernitalinpäätöksen ja konsernin omistajien kannalta tuloa lisäävää vaikutusta, mikäli yhtiöissä ei ole vähemmistöomistusta. Case-esimerkki Panostaja Oyj:n tulonmuodostus koostuu edellä mainituista kahdesta lähteestä. Taseen ulkopuolisella rahastolla on sen sijaan kolme tulonlähettä. Ensinnäkin se saa ennalta sovitun osuuden rahaston voitosta (*carried interest*). Toiseksi se kerää rahastolta pääsääntöisesti hallinnoitavien pääomien määrän perusteella määräytyvää vuosittaista hallinnointipalkkiota (*annual fee*). Kolmas tulonlähde on kohdeyrityksiltä laskutettavat konsultointi- ja hallintopalkkiot (*management fee*). Case-esimerkki CapMan Oyj ilmoittaa tulonlähteikseen osuuden rahaston voitosta, hallinnointipalkkiot sekä omista sijoituksistaan saadut tuotot. Sijoitusyhtiöiden erilaiset liiketoimintamallit ja erilaiset tulonlähteet merkitsevät sitä, että sijoitusyhtiöiden vertaileminen tilinpäätösaineiston perusteella ilman liiketoimintamallin ja tulonlähteiden tarkempaa tuntemista ei anna vertailukelpoisia tuloksia.

	Rahastorakenne	Konsernirakenne
Pääoma	Kerää pääomaa hallinnoimiinsa rahastoihin ulkopuolisilta sijoittajilta	Emoyhtiön osakkeenomistajien omaa pääomaa
Sijoittaminen	Sijoittaa taseen ulkopuolisesta rahastosta rahaston sääntöjen mukaisesti pääsääntöisesti vähemmistöosuuksiin	Sijoittaa omasta taseesta omistajien tahtotilan mukaisesti pääsääntöisesti enemmistöosuuksiin
Valvonta ja arvonlisäys	Pyrkii kohdeyritysten arvonlisäyksen aktiivisella omistajuudella	Pyrkii kohdeyritysten arvonlisäyksen aktiivisella omistajuudella
Irtautuminen	Rahastojen elinikä määräaikainen. Irtautuminen kohdeyrityksistä määräajan kuluessa	Konsernin omistuksen pituus määräaikainen, mutta määrittelemätön. Irtautumisajankohta konsernin vapaasti päätettävissä
Tulonlähteet	1) Osuus rahaston tuotosta 2) Rahaston hallinnointipalkkio 3) Konsultointi- ja hallintopalkkiot kohdeyrityksiltä	1) Kohdeyritysten osinkotuotto 2) Irtautumistuotot
Riski	Kohdeyrityksen epäonnistumisella suora vaikutus rahastoon ja välillinen vaikutus sijoitusyhtiöön	Kohdeyrityksen epäonnistumisella suora vaikutus konserniin

Kuvio 21 Rahastorakenteen ja konsernirakenteen vertailua

Kuvio 21 vetää yhteen rahastorakenteen ja konsernirakenteen välisen vertailun. Kuviossa vertaillaan rakenteita nelivaiheisen sijoitusprosessin perusteella sekä tarkastellaan rakenteiden tulonlähteitä ja riskiä. Yksittäisen kohdeyrityksen epäonnistuminen vaikuttaa rahastorakenteessa suoraan kyseiseen rahastoon ja välillisesti rahastoa hallinnoivaan sijoitusyhtiöön rahaston tuottojen pienentymisen sekä maineen osalta. Konsernirakenteessa sen sijaan kohdeyrityksen epäonnistuminen vaikuttaa suoraan konsernin tulokseen ja taseeseen. Vastaavat vaikutukset ovat myös kohdeyrityksen onnistumisella. Tämän tarkastelun tuloksena on, että konsernirakenne on herkempi kohdeyrityksen menestyksessä tapahtuville muutoksille.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Edellä on esitetty tutkimuksen keskeisimmät löydöt ja panokset aikaisempiin tutkimuksiin nähden. Tässä kappaleessa keskitytään pohtimaan esitettyjä tuloksia

tutkijan näkökulmasta sekä esittämään suosituksia jatkotutkimusta sekä käytännön sovelluksia varten. Yksityistä pääomaa (*private equity*) käsittelevä tutkimus suomen kielellä on vähäistä, joten alan tutkimuksen lisääntyminen ja siten tietämyksen kasvaminen ovat tervetulleita.

Tässä tutkimuksessa luotiin alalle suomenkielinen käsitteistö. Käytössä olevien käsitteiden uudelleenmäärittely ja uusien merkitysten omaksuminen käytännössä hidastavat oletettavasti tämän käsitteistön leviämistä alan yleiseksi käsitteistöksi. Käsitteistön yhtenäistymistä edesauttaisi alaa koskevan lainsäädännön syntyminen tai alan järjestöjen aktiivinen toiminta asian hyväksi. Myös Euroopan komission toiminta alan yhtenäistämiseksi Euroopassa edistää osaltaan yhtenäisen käsitteistön syntymistä.

Tutkimuksessa saadut tulokset kysymykseen, miksi sijoitusyhtiöt ovat olemassa edellyttävät jatkotutkimusta. Aikaisemmissa tutkimuksissa on löydetty näyttöjä siitä, että yksityisen pääoman markkinat eivät toimi täydellisesti. Onko tämä markkinoiden epätäydellisyys keskeisin syy sijoitusyhtiöiden olemassaololle? Toinen tärkeä jatkotutkimusalue on tutkimuksessa esitetty omistajaosaaminen ja sen sisältö. Mitä on omistajaosaaminen, mistä se syntyy ja onko se omistajien ominaisuus vai onko vastaavaa osaamista ostettavissa myös ulkopuolelta? Aikaisemmissa tutkimuksissa on saatu ristiriitaisia tuloksia siitä, kykeneekö sijoitusyhtiö synnyttämään lisäarvoa kohdeyrityksessä. Näiden tutkimusten perusteella voidaan kyseenalaistaa omistajaosaamisen geneerisyys eli yleisyys. On oletettavaa, että omistajaosaamista saattaa esiintyä tietyissä sijoitusyhtiön ja kohdeyhtiön välisissä suhteissa, mutta ei kaikissa eikä kaiken aikaa. Omistajaosaaminen ei oletettavasti myöskään esiinny kyllä tai ei-asteikolla vaan sitä voi olla eriasteista ja sen vaikutus yrityksen arvoon voi olla myös negatiivista. Sijoittajan tehtävänä on arvioida, pystyykö kyseinen sijoitusyhtiö lisäämään omistuksen arvoa paremmin kuin muut sijoittajan käytettävissä olevat vaihtoehdot?

Tässä tutkimuksessa tarkasteltiin sijoitusyhtiöiden rakenteita ja toimintatapoja pääsääntöisesti amerikkalaisen ja suomalaisen alan kirjallisuuden perusteella. Sijoitusyhtiöiden toiminnassa voidaan olettaa olevan maakohtaisia eroavuuksia, jotka johtuvat esimerkiksi lainsäädännöstä tai toimintaympäristöstä. Vertailevat jatkotutkimukset eri maiden ja eri liiketoimintamallilla toimivien sijoitusyhtiöiden

toimintatavoista olisi omiaan lisäämään alan tietämystä myös Suomessa. Erityisen kiinnostava tutkimuskohde olisi taseen sisäpuoliset eli konsernirakenteiset rahastot. Tutkimuksessa esille noussut epäkohta vallitsevan lainsäädännön ja käytännön välillä liittyen CapMan Oyj:n konsernirakenteeseen edellyttäisi myös syvällisempää jatkotutkimusta syiden selvittämiseksi. Miksi Suomessa konsernia koskevan lainsäädännön mukaan sijoitusyhtiön toimiessa kommandiittiyhtiömuotoisen rahaston vastuullisena yhtiömiehenä muodostuu konsernirakenne, mutta sekä pääomasijoitusalan kirjallisuudessa että käytännössä näin ei näyttäisi tapahtuvan? Ellei selittävää syytä löydy, tällöin taseen ulkopuoliset rahastot muodostaisivat hallinnointiyhtiön kanssa konsernin, jossa sijoittajien sijoittama rahaosuus (tyypillisesti 99%) katsottaisiin vähemmistöosuudeksi. Konsernirakenteen tutkiminen yksityisessä pääomassa on ollut vähäistä. Tämä aihepiiri ansaitsisi lisää tutkimushuomiota. Houkuttelevia tutkimuskysymyksiä ovat esimerkiksi, miksi sijoitusyhtiön esitetään tutkimuksissa ja alan kirjallisuudessa toimivan lähes poikkeuksetta rahastomallilla? Voiko USA:ssa vuonna 1958 tehty lakimuutos olla syy siihen, että sijoitusyhtiöt ympäri maailmaa toimivat vielä vuonna 2009 rahastomallilla? Ilman käytännön rajoitteita, mikä olisi teoreettisesti ideaali sijoitusyhtiön liiketoimintamalli?

Agenttiteoriaa ja intressikonflikteja sijoitusyhtiötoiminnassa on tutkittu runsaasti. Nämä tarkastelut ovat perustuneet oletukseen osapuolten oman edun maksimoimisesta. Tarkasteluissa ei ole kuitenkaan huomioitu pluraaliagenttiongelmia eli tilannetta, jossa on useita agenteja, joilla on toisistaan poikkeavat intressit. Esimerkiksi rahastomallissa olisi hyvä tarkastella, kuka on sijoitusyhtiön päämies, omistaja vai pääomien lähde eli sijoittaja? Toisaalta sijoitusyhtiötoiminnan sidosryhmäsuhteiden tutkiminen positiivisemmasta, luottamukseen ja yhteistyöhön perustuvasta näkökulmasta on jäänyt vähäiseksi. Erityisen tärkeä tutkimusalue on aktiivisen omistajuuden ja omistajaosaamisen tutkiminen.

Sijoitusyhtiötoiminnan erityispiirteiden tarkastelu laskentatoimen kontekstissa on myös arvokas aihealue jatkotutkimukselle. Sijoitusyhtiöiden toiminnan analysoinnin ja arvioinnin työkalut ovat tällä hetkellä puutteelliset. Nykyinen laskentainformaatio ei huomioi sijoitusyhtiöiden kohdeyrityksistä irtautumisista saatavia mahdollisia myyntivoittoja, jotka kuitenkin ovat yksi keskeisimmistä tulonlähteistä sekä konsernirakenteisille että rahastorakenteisille sijoitusyhtiöille. Jotta nämä tulot voitaisiin

laskea nykyhetkessä, olisi pystyttävä arvioimaan mahdollisen irtautumisen ajankohta ja tuleva kauppahinta. Eri liiketoimintamalleilla toimivien sijoitusyhtiöiden vertailukelpoisuus osoittautui myös ongelmalliseksi. Tämän ongelman ratkainen edellyttäisi laskentatoimen kontekstissa tapahtuvaa jatkotutkimusta.

Tämän tutkimuksen merkittävimmät heikkoudet liittyvät tutkimusmateriaaliin, esiteltävien asioiden pinnalliseen tarkasteluun ja tutkimuksen tulosten yleistettävyyteen. Tutkimusmateriaalina tutkimuksessa käytettiin alan aikaisempia tutkimuksia, kirjallisuutta sekä case-yritysten julkista materiaalia. Vastaavan tutkimuksen olisi voinut toteuttaa myös esimerkiksi tekemällä kohdeyrityksille kyselyn tai haastattelun. Näillä menetelmillä olisi saattanut nousta esille huomioita, jotka jäivät tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Tutkimuksen aihealueen laajuudesta johtuen tutkimuksessa käsitellään pintapuolisesti sijoitusyhtiötoiminnan eri osa-alueita. Tutkimuksen tavoitteena oli lisätä tietämystä suomalaisesta yksityisestä pääomasta. Yksityinen pääoma on tutkimusalueena hyvin laaja ja sen syvälinen tutkimus olisi ollut tämän tutkimuksen puitteissa mahdotonta. Kokonaiskäsityksen saamiseksi tässä tutkimuksessa tutkimuksessa havainnollistetaan useampi näkökulma aiheeseen. Tämä tapahtuu osittain syvällisyyden kustannuksella. Tältä osin tutkimus pyrkii toimimaan ilmiöiden esillenostajana ja johdattelemaan yksittäisiä aihealueita koskeviin syvällisempiin jatkotutkimuksiin. Tutkimuksen tarkoituksena ei ollut olla toimialatutkimus. Tästä syystä tutkimuksen tulokset eivät vastaa kysymykseen, millaista on yksityinen pääoma tai sijoitusyhtiötoiminta Suomessa vuonna 2009? Tutkimuksessa on tarkasteltu kahta liiketoimintamallia niitä edustavien case-yritysten kautta. Case-tutkimuksen tulokset kuvastavat kohdeyrityksiä ja niiden sovellettavuus etenkin muihin maihin on rajattu.

6 LÄHDELUETTELO

- Ala-Mutka, Jukka 2005. *Strategic Management of High Growth Ventures – A Venture-to-Capital Framework for Professional Entrepreneurship*. Tampereen teknillinen yliopisto. Väitöskirja.
- Amit, R., Brander, J. & Zott, C. 1998. Why do venture capital firms exist? Theory of Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13. 441 - 466.
- Armour, John & Cumming, Douglas 2004. *The Legal Road to Replicating Silicon Valley*. ESRC Centre for Business Research – Working Papers wp281. ESRC Centre for Business Research. University of Cambridge.
- Arthurs, J. & Busenitz, L. 2003. The boundaries and limitations of agency theory in the venture capital governance: an organizational economic analysis of relations between venture capital firms and new ventures. *Academy of Management Proceedings*. 64 - 68.
- Auer, Juha 1989. *Venture capital industry in Finland in 1988*. Helsinki: Sitra.
- Auer, Juha 1990. *The venture capital industry in the USA, Europe and Finland: Development, environment and incentives*. Helsinki: Sitra.
- Barney, J., Busenitz, L., Fiet, J. & Mosel, D. 1994. Determinants of a new venture team's receptivity to advice from venture capitalists'. Teoksessa Kirchoff, B.A., Long, W.A., McMillan, W.E., Vesper, K.H. ja Wetzel, W.E. (toim) 1994. *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley: Babson College.
- Benjamin, G.A. & Margulis J. 2001. *The Angel Investor's Handbook*. Bloomberg Press. Princeton, NJ.
- Block, Z. & MacMillan, I.C. 1993. *Corporate Venturing: Creating New Businesses within the Firm*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Borg, Peter 1996. *Ammattimainen pääomasijoittaminen Suomessa 1996*. Helsinki: Suomen pääomasijoitusyhdistys ry.
- Botazzi, Laura, Da Rin, Marco & Hellman Thomas 2004. The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis, *The Journal of Private Equity*, 7(2) (Spring), 26 - 53.
- Botazzi, Laura & Da Rin, Marco 2002. Venture capital in europe: Euro.NM and the financing of European innovative firms. *Economic Policy*, No. 442, 783 - 799.
- Brealey, Richard A., Meyers, Stewart C. & Marcus, Alan J. 2003. *Fundamentals of Corporate Finance*. 4th International Edition. New York: McGraw-Hill.

- Busenitz, L.W., Moesel, D.D. & Friet, J.O. 2004. Reconsidering the venture capitalists' "value-added" propositions: an interorganizational learning perspective. *Journal of Business Venturing*, 19, 787 - 807.
- Bygrave, W. D., Fast, N., Khoylean, R., Vincent, L. & Hue, W. 1988. Rates of return on venture capital investing: a study of 113 funds. Teoksessa Kirchoff, B.A., Long, W.A., McMillan, W.E., Vesper, K.H. ja Wetzel, W.E. (toim) 1994. *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley: Babson College.
- Bygrave, W. D. & Timmons, J. A. 1992. *Venture Capital at the Crossroad*. Boston, MA: Harvard Business School.
- Cable, D. & Shane, S. 1997. A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships. *Academy of Management Review* 22(1), 142 - 177.
- Carlsson, Bo 2002. Institutions, Entrepreneurship, and Growth: Biomedicine and polymes in Sweden and Ohio. *Small Business Economics*, Vol. 19.
- Carroll, Archie B. & Buchholtz, Ann K. 2006. *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management*. 6th International Student Edition. Ohio: Thomson South-Western.
- Cary, L. 1993. *The VCR Guide to Venture Capital in Europe*. 5th Edition. Henley-on-Thames and London. London: Venture Capital Report/Pitman.
- Creswell J. W. 1994. *Research Design: Qualitative and Quantitative Approaches*. Thousand Oaks, CA: SAGE.
- Cooper, I.A. & Carleton, W.T. 1979. Dynamics of borrower-lender interaction: partitioning final payoff in venture capital finance. *The Journal of Finance*, 34 (2), 517 - 533.
- Cumming, D.J., Fleming, G., & Scwienbacher, A. 2007. *Financial intermediaries, ownership structure and the provision of venture capital to SMEs: Evidence from Japan*. Lally-Darden-Humboldt Retreat 2006 conference paper.
- De Clercq, Dirk & Manigart, Sophie 2007. The venture capital post-investment phase : Opening the black box of involvement. Teoksessa Landström, Hans (toim) *Handbook of Research on Venture Capital*. Institute of Economic Research, Lund University. Ruotsi. Edward Elgar. 193 – 218.
- Dominquez, J.R. 1974. *Venture Capital*. Lexington, MA: Lexington Books.
- Elango, B., Hisrich, R.D. & Polonchek, A. 1995. How venture capital firms differ. *Journal of Business Venturing*, 10(2). 157 - 179.
- Englund, Tomi, Prepula, Eero, Riistama, Veijo & Tuokko, Yrjö 2005. *Konsernitilinpäätös kirjanpitolain mukaan*. Helsinki: WSOY.

- Freeman, R. Edward 1984. *Strategic Management. A Stakeholder Approach*. Massachusetts: Pitman.
- Fried, V.H. & Hisrich, R.D. 1995. The venture capitalist: a relationship investor. *California Management Review*, 37(2), 101 - 113.
- Friedman, Milton 1970. The Social Responsibility of Business Is to Increase Profits. Teoksessa Donaldson, Thomas & Werhane, Patricia H. (toim.) 1983. *Ethical Issues in Business – A Philosophical Approach*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall. 222 - 227.
- Gadiesh, Orit & MacArthur, Hugh 2008. *Lessons from Private Equity Any Company Can Use*. Boston, MA: Harvard Business Press.
- Garvey, Gerald T. & Swan, Peter L., 1994. The economics of corporate governance: Beyond the Marshallian firm. *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, vol. 1(2), 139 - 174.
- Gans, Joshua & Stern, Scott 2000. *When does funding research by smaller firms bear fruit? Evidence from the SBIR program*. NBER Working Paper, No. 7877.
- Gifford, S. 1997. Limited attention and the role of the venture capitalist. *Journal of Business Venturing*, 12(6), 459 - 483.
- Gilson, Ronald J. 2002. *Engineering a Venture Capital Market: Lesson from the American Experience*. Stanford Law School. John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper 248.
- Gladstone, David 2002. *Venture Capital Handbook: An entrepreneur's guide to raising venture capital*. McLean, Virginia: Prentice Hall.
- Gompers, Paul 1996. Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics* 42/1996.
- Gompers, Paul & Lerner, Josh 1998. What drives venture fundraising? *Brookings Proceedings on Economic Activity – Microeconomics*, 149-192. National Bureau of Research Working Paper 6906.
- Gompers, Paul & Lerner, Josh 2003. Equity financing. Teoksessa Z.J. Acs ja D.B. Audretsch (toim) *Handbook of Entrepreneurship Research*. Boston, MA: Kluwer Academic Publishers.
- Gorman, M. & Sahlman, W.A. 1989. What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231 - 249.
- Green, B.M. (toim) 1991. *Venture Capital: International Comparison*. London: Routledge.

- Gupta, A & Sapienza, H. 1992. Determinants of venture capital firms: preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. *Journal of Business Venturing*, 7. 347 - 362.
- Harrison, R. & Mason, C. 2000. Venture Capital Market Complementarities: The Links between Business Angels and Venture Capital Funds in the United Kingdom. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2(3), 223-242.
- Harrison R., Jungman H. & Seppä M. 2005. From Capital Investors to Knowledge Investors: the Rise of Entrepreneurial Venture-to-Capital. Teoksessa Seppä M., Hannula M., Järvelin A.-M., Kujala J., Ruuhonen, M., Tiainen T. (toim.): *Frontiers of e-Business Research (FeBR)* 2004. Tampereen teknillinen yliopisto ja Tampereen yliopisto.
- Hellman, Thomas F. & Puri, Manju 2000. The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13, 959 - 984.
- Hellman, Thomas F. & Puri, Manju 2002. On the Fundamental Role of Venture Capital. *Economic Review. The Atlanta Federal Reserve Bank*, 87, No. 4.
- Hidén, Paulus & Tähtinen, Jyrki 2005. *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta*. Helsinki: Talentum.
- Hsu, D.H. 2004. What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *The Journal of Finance*, 59(4), 1805 - 1844.
- Hyytinen, Ari 2002. *Lainsäädäntö vaikuttaa yritysrahoituksen saatavuuteen ja kustannuksiin*. Helsinki: Etlä, suhdanne 1/2002.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3.
- Jungman, Hannu 2003. The Value Adding Role of V2C – Searching Evidence from the Value-Added Provided by Private Equity Investors. Teoksessa Hannula, M., Järvelin, A-M. and Seppä, M. (toim.), *FeBR* 2003. Tampere: Tampere University of Technology and University of Tampere.
- Kallunki, Juha-Pekka & Niemelä, Jaakko 2008. *Uusi yrityksen arvonmäärittäminen*. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Karhia, Katja 2005. *Julkisen sektorin kasvuyritystoiminnan kansantaloudellinen arvointi*. Tampereen yliopisto. Pro gradu-tutkielma.
- Keuschnigg Christian & Nielsen Soren Bo 2004. Starts-ups, venture capitalists, and the capital gains tax. *Journal of Public Economics*, Vol. 108, No. 3, 717 - 737.
- Koivula, Satu 2005. *Kasvuyrittäjyyden kansantaloudellinen kannustaminen*. Tampereen yliopisto. Pro gradu-tutkielma.

- Kortum, Samuel & Lerner, Josh 1998. *Does venture capital spur innovations?* NBER Working paper 6846.
- Lam, S. 1991. Venture capital financing: a conceptual framework. *Journal of Business Finance and Accounting*, 18 (2), 137 - 149.
- Landström Hans 2007. Pioneers in venture capital research. Teoksessa Landström, Hans (toim) *Handbook of Research on Venture Capital*. Institute of Economic Research, Lund University. Ruotsi. Edward Elgar. 3 - 65.
- Lauriala, Jari 2004. *Pääomasijoittaminen*. Helsinki: Edita.
- Lauriala, Jari 2008. *Rahoitusstrategia*. Helsinki: WSOY.
- Leppiniemi, Jarmo 2000. *Rahoitus*. Helsinki: WSOY.
- Lerner, Josh & Hardyman, Felda 2002. *Venture Capital & Private Equity: a Casebook*. Volume Two. Lontoo: John Wiley & Sons.
- Lukka, Kari 1994. Case/field-tutkimuksen erilaiset lähestymistavat laskentatoimessa, Teoksessa *Tutkija, Opettaja, akateeminen vaikuttaja ja käytännön toimija – Professori Reino Majala 65 vuotta* (toim. Heli Hookana-Turunen), Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja, Sarja C-1:1999, 129 - 150.
- Lumme, A., Mason, C. & Suomi, M. 1998. *Informal Venture Capital: Investors, Investments and Policy Issues in Finland*. Alankomaat, Kluwert: Dordrecht.
- Luukkonen, Terttu 2006. *Venture capital industry in Finland – Country report for the Venture Fun project*. Keskusteluaiheita, Discussion Papers No. 1003. Helsinki: ETLA.
- MacMillan, I.C., Siegel, R. & Narasimha, P.N.S. 1985. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119 - 129.
- Mason, C.M. & Harrison, R.T. 2002. Venture capital and high technology clusters: the case of Ottawa. Teoksessa Oakley, R., During, W. & Kauser, S (toim.) *New Technology-Based Firms in the New Millennium*. Volume 2. Oxford: Pergamon, 261 - 278.
- Maula, M. 2001. *Corporate Venture Capital and the Value-Added for Technology-based New Firms*. Helsinki University of Technology. Väitöskirja.
- McNaughton, R.B. 1991. *Venture Capital: the developing literature*. Teoksessa Green, M.B.: *Venture Capital*. International Comparison. London: Routledge.
- Meyer, Thomas & Mathonet, Pierre-Yves 2005. *Beyond The J-Curve – Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*. Lontoo: John Wiley & Sons.

- Murray, G.C. 1995. Evaluation and change: an analysis of the first decade of the UK venture capital industry. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22 (8).
- Neilimo, Kari & Näsi, Juha 1980. *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede. Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja. Sarja A2: Tutkielmia ja raportteja 12, Tampere.
- Niskanen, Jyrki & Niskanen Mervi 2002. *Yritysrahoitus*. Helsinki: Edita.
- Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi 2007. *Kasvuyrityksen rahoitus*. Teoksessa Laukkanen, Mauri (toim.) 2007. *Kasvuyritys*. Helsinki: Talentum.
- Näsi, Juha (toim.) 1995. *Understanding Stakeholder Thinking*. Jyväskylä: Gummerus.
- Paasivirta, Anssi & Valtonen Pertti 2004. *Aloittavien innovaatioyritysten siemenrahoituksen ja palvelujärjestelmän uudistamisstrategia (AISP-strategia)*. KTM Julkaisuja 28/2004.
- Pihlanto, Pekka 1994. *The Action-Oriented Approach and Case Study Method in Management Studies*. Scan.J.Mgmt, 4/1994.
- Pohjonen, Antti 2006. *Pääomasijoittajan lisäarvo kansainvälistyvässä yrityksessä*. Tampereen yliopisto. Pro gradu-tutkielma.
- Puttonen, Vesa 2004. *Onko omistamisella väliä? EVA-raportti*. Helsinki: Taloustieto Oy.
- Rasila Tommi, Seppä, Marko & Hannula, Mika 2002. *V2C or Venture-To-Capital – New Model for Crossing the Chasm between Start-Up Ventures and Venture Capital*. Symposium conducted at EURAM Conference, Stockholm, Sweden.
- Rasila, Tommi 2004. *Venture-to-Capital. A New Framework for Growth Venturing and Professional Ownership*. eBRC Research reports 11. Tampere University of Technology (TUT) and University of Tampere (UTA).
- Reid, Gavin C. 1998. *Venture Capital Investment: An Agency Analysis of Practice*. London: Routledge.
- Relander, Kaj-Erik 1989. *Venture Capital-toiminta ja kansainvälistyvä pkt-yritys*. Helsinki: Sitra.
- Rind, K.W. 1981. The role of venture capital in corporate development. *Strategic Management Journal*, 2(2), 169 - 180.
- Rosenstein, J. 1988. The board and strategy: venture capital and high technology. *Journal of Business Venturing*, 3, 159 - 170.

- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey F. 2001. *Corporate Finance International Edition*. 6th Edition. New York: McGraw-Hill.
- Ryan, Bob, Scapens, Robert W. & Theobald, Michael 2002. *Research Method & Methodology in Finance & Accounting*. 2nd Edition. London: Thomson.
- Sahlman, W.A. 1988. Aspects of financial contracting in venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(2).
- Sahlman, W.A. 1990. The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473 - 521.
- Sapienza, H.J. 1989. *Variations in venture capitalist-entrepreneur relations: antecedents and consequences*. University of Maryland at College Park, UMI Dissertation Services. Ann Arbor. Michigan. PhD thesis.
- Sapienza, H.J. 1992. When do venture capitalists add value? *Journal of Business Venturing*, 7, 9 - 27.
- Sapienza, H.J. & Gupta, A.K. 1994. Impact of agency risk and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction. *Academy of Management Journal*, 39, 544 - 574.
- Sapienza, H.J. & Korsgaard, M.A. 1996. The role of procedural justice in entrepreneur-venture capital relations. *Academy of Management Journal*, 39, 544 - 574.
- Sapienza, H.J. & De Clercq, D. 2000. Venture capitalist-entrepreneur relationship in technology-based ventures. *Entreprise and Innovation Management Studies*, 1(1), 57 - 71.
- Sapienza, H.J. & Villaneuva, J. 2007. Conceptual and theoretical reflections on venture capital research. Teoksessa Landström, Hans (toim) *Handbook of Research on Venture Capital*. Institute of Economic Research, Lund University. Ruotsi. Edward Elgar. 3 – 65.
- Seppä, Marko 1989. *Venture capitalistin kehitysyhtiöidea, sen muutosprosessi ja suomalainen kehitysyhtiöidea vuonna 1989*. Tampereen yliopisto. Pro gradu-tutkielma.
- Seppä, Marko 2000. *Strategy Logic of the Venture Capitalist: Understanding venture capitalism – the business within- by exploring linkages between ownership and strategy of venture capital companies, over time, in America and Europe*. Jyväskylän yliopisto. Väitöskirja.
- Seppä Marko & Jungman H. 2005. *The concept of the knowledge fund: A new structural solution for emerging V2C industry*. EDGE 2005: Bridging the Gap, Entrepreneurship in Theory and Practice Conference Proceedings. Singapore: Management University.

- Seppä, Marko & Näsi, Juha 2001. *Playing with the Goose – Pushing Entrepreneurs Across the Capital Gap – Who, Why, and How?* Tutkimuspaperi, IntEnt 2001 Conference Proceedings. Kruger Park, South Africa.
- Smith, Adam 1776. *The Wealth of Nations*. Painos Bantam Classics, 2003.
- Timmons, J. A. & Sapienza H.J. 1992. Venture capital: the decade ahead. Teoksessa Sexton D.L. ja Smilor R.W. (toim) *Entrepreneurship 2000*. Chicago, IL: Upstart Publishing Company.
- Timmons, J.A. & Bygrave, W.D. 1986. Venture capital's role in financing innovation for economic growth. *Journal of Business Venturing*, 1.
- Tybjee, T.T. & Bruno, A.V. 1984. A model of venture capital investment activity. *Management Science*, 30(9), 1051 - 1166.
- Veranen, Jyrki 1996. *Tuottoa vaativat omistajat*. Ekonomia. Helsinki: WSOY.
- Westerlund, Heikki 1989. *Venture capital-toimiala Suomessa 1989*. Helsinki: Suomen itsenäisyyden juhluvuoden 1967 rahasto, 1990.
- Virtanen, Kari 1996. *Pääomasijoittaminen osana innovaatioiden rahoitusjärjestelmää: julkisen sektorin rooli pääomasijoitusmarkkinoiden kehittäjänä*. Helsinki: Edita.
- Wilson, J.W. 1985. *The New Ventures: Inside the High-Stakes World of Venture Capital*. Reading, Mass.: Addison-Wesley.
- Zacharkis, Andrew & Shepherd, Dean A. 2007. The pre-investment process: Venture capitalists' decision policies. Teoksessa Landström, Hans (toim) *Handbook of Research on Venture Capital*. Institute of Economic Research, Lund University. Ruotsi. Edward Elgar. 177 - 192.

Virallislähteet:

KPL 1:7. Kirjanpitolaki 1997 1 luku 7 momentti.

WWW-sivut:

Amanda Capital Oyj:n WWW-sivusto. <<http://www.amandacapital.fi/>> 1.1.2009.

BVCA British Venture Capital Associationin WWW-sivusto.
<<http://www.bvca.co.uk/home>> 1.5.2009.

CapMan Oyj:n WWW-sivusto. <<http://www.capman.fi/FI>> 1.5.2009.

CapMan Oyj:n Vuosikertomus 2008.

Kauppalehden WWW-sivusto. <<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/>> 1.1.2009.

Neomarkka Oyj:n WWW-sivusto. <<http://www.neomarkka.fi/fi/index.html>> 1.1.2009.

Norvestia Oyj:n WWW-sivusto. <<http://www.norvestia.fi/>> 1.1.2009.

Panostaja Oyj:n Q1 2009. 13.2.2009.

Panostaja Oyj:n WWW-sivusto. <<http://www.panostaja.fi/>> 1.5.2009.

Panostaja Oyj:n Vuosikertomus 2008.

FVCA Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry:n WWW-sivusto. <<http://www.fvca.fi>>
1.5.2009.