TURUN YLIOPISTO
Kauppakorkeakoulu

Private Equity -varainhoitajan sijoituspäätös

Haastattelututkimus PE-rahastojen sijoitusstrategioista ja potentiaalisista kohderahastoriskeistä

Laskentatoimen ja rahoituksen
pro gradu -tutkielma

Laatija:
Valtteri Kämäräinen

Ohjaaja:
KTT Mikko Kepsu

31.05.2022
Turku

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Pro gradu -tutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus
Tekijä: Valtteri Kämäräinen
Otsikko: Private Equity -varainhoitajan sijoituspäätös: Haastattelututkimus PE-rahastojen sijoitusstrategioista ja potentiaalisista kohderahastoriskeistä
Ohjaaja: KTT Mikko Kepsu
Sivumäärä: 108 sivua + liitteet 2 sivua
Päivämäärä: 31.05.2022

Suomessa pääomasijoitukset nähdään omaisuusluokkana, jonka toiminta ei ole läpinäkyvää, kulurakenne on kallis ja sijoittajilla ei ole sanavaltaa sijoituspäätöksissä. Rahastot eivät kerro portfolioidensa sisältöä eivätkä perustele sijoituspäätöksiään. Negatiivisista tekijöistä huolimatta, pääomasijoitusrahastojen tuottoprosentit ovat kuitenkin olleet erinomaisia ja pääomasijoitusmarkkinoiden koko Suomessa on kasvanut.

Pääomasijoitusrahastot voidaan jakaa sijoituskohteiden mukaan kahteen luokkaan. Ensimmäisenä luokkana ovat rahastot, jotka tekevät suoria yrityssijoituksia. Toisena luokkana ovat rahastojen rahastot, jotka sijoittavat suoria yrityssijoituksia tekeviin rahastoihin. Rahastojen rahaston merkittävin hyöty on portfolion tehokas hajautus.

Pääomasijoittamisessa esiintyy samoja riskejä kuin muissa sijoitusluokissa, esimerkkeinä markkina- ja pääomariskit. Sijoituskohteiden luonteen ja regulaation vuoksi on havaittavissa myös informaation epäsymmetriaa, haitallista valikoitumista ja moraalikatoa. Rahastojen rahaston tulee ennen sitoumuksentekoa selvittää kaikki kohderahastoon liittyvät riskit. Tämä ei onnistu ilman tehokasta sijoitusprosessia.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, minkälaisia sijoitusstrategioita ja -prosesseja PE-rahastoilla on ja minkälaisia riskejä rahastojen sijoitukset sisältävät. Tutkimuksessa haastateltiin neljää varainhoitajaa, joiden sijoitusprofiilit ja -toiminta olivat lähes identtisiä. Tuloksien perusteella voidaan todeta, että sijoitusstrategiat rahastojen rahastoissa ovat keskenään samankaltaisia. Sijoitusstrategian perusideana rahastojen rahastoissa on sijoitusten hajautus ja epäsystemaattisen riskin minimointi. Strategiaan vaikuttaa olennaisesti myös senhetkinen portfoliorakenne ja yleinen PE-markkinoiden tila. Haastateltavien mukaan tehokkaalla ja erottuvalla sijoitusstrategialla rahasto pystyy saavuttamaan kilpailuetua.

Sijoitusprosessit rahastoissa olivat vakioituja ja samankaltaisia. Prosessin laajuuteen vaikutti rahaston hallinnointitiimin koko. Sijoitusten suurimmat riskit olivat henkilö- ja blindpool-riskit. Haastateltavien mukaan tehokkaalla Due Diligencellä pystyttiin havaitsemaan sijoitusten potentiaaliset riskit ja niihin voitiin varautua ajoissa. Tämän ansiosta riskien vaikutus sijoituspäätökseen oli kohtalaisen pieni.

Avainsanat: pääomasijoittaminen, rahastojen rahasto, kohderahasto, sijoituspäätös, sijoitusriskit, Due Diligence, sijoitusstrategia, sijoitusprosessi, blindpool-riski, henkilöriski

SISÄLLYS

1 Johdanto 7

1.1 Johdatus aiheeseen 7

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, rajaukset ja metodi 11

1.3 Tutkielman kulku 13

2 Private Equity 15

2.1 PE-rahastojen yleiskatsaus 15

2.1.1 Rahastojen toiminta ja rahaliikenne 15

2.1.2 Rahaston hallinnointi ja tuotto 19

2.2 Rahastoluokat 21

2.2.1 Leveraged buyout 21

2.2.2 Venture capital 23

2.2.3 Private credit 25

2.3 PE-markkinoiden historia ja kehittyminen 27

2.3.1 Yhdysvaltojen kasvu 27

2.3.2 Private Equity Euroopassa 29

2.4 Tuoton määrittäminen 33

2.4.1 Sisäinen korkokanta 33

2.4.2 DPI, RVPI ja TVPI 35

2.5 PE-rahastojen tuottohistoria 38

2.5.1 Tuotot Yhdysvalloissa 38

2.5.2 Tuotot Euroopassa 39

3 Aikaisempi kirjallisuus ja empiiriset tutkimukset 41

3.1 Yleisimmät sijoitusstrategiat 41

3.2 Riskit Private Equity rahastoissa 43

3.2.1 Markkina- ja pääomariski 43

3.2.2 Likviditeetti- ja rahoitusriski 45

3.2.3 Haitallinen valikoituminen, informaation epäsymmetria ja moraalikato 49

4 Metodologia ja aineisto 52

4.1 Tutkimusmenetelmä 52

4.2 Aineiston keruu ja analysointi 53

5 Sijoitusstrategiat ja riskit case-yrityksissä 55

5.1 Johdanto empiriaan **55**

5.2 Rahastojen rahasto ja sijoituskohteet **57**

5.2.1 FoF:in hyödyt ja ongelmat 57

5.2.2 Kohderahastot sijoituksina 60

5.3 Sijoitusprosessin läpikäynti ja riskit **62**

5.3.1 Prosessin vaiheet 62

5.3.2 Sijoituskohteiden ensikontakti ja alustava seulonta 64

5.3.3 Due Diligence ja päätöksenteko 67

6 Keskustelu tuloksista **75**

6.1 PE-rahastojen sijoitusstrategiat **75**

6.2 Sijoitusprosessi **78**

6.3 Sijoitusten potentiaaliset riskit **85**

7 Johtopäätökset ja tutkimuksien arviointi **89**

7.1 Johtopäätökset **89**

7.2 Tutkimuksen arviointi **93**

8 Yhteenveto **95**

Lähteet **98**

Liitteet **109**

Liite 1. Haastattelurakenne **109**

KUVIOT

Kuvio 1. Sijoittajan sijoitusmahdollisuudet eri rakenteiden kautta (Cumming 2010, 18) 8

Kuvio 2. J-käyrä kohderahaston historiallisista nettokassavirroista (Elkin 2020) 18

Kuvio 3. Venture Capital -rahastojen varainkeruun kehittyminen kvartaaleittain Kaliforniassa ja Yhdysvalloissa (Garosi ym. 2021) 24

Kuvio 4. Tuottotavoitteet korkorahastoluokittain (Trabocco 2017) 26

Kuvio 5. Eurooppalaisten PE-rahastojen vuosittainen varainkeruu (Kraemer-Eis ym. 2016, 1–40) 29

Kuvio 6. Eurooppalaiset PE-markkina-alueet kokonaisarvon perusteella (Statista 2022) 30

Kuvio 7. Suomalaisten sijoittajien ulko- ja kotimaiset kohdeyrityssijoitukset arvon ja määrän perusteella (FVCA 2021) 32

Kuvio 8. Nettonykyarvon laskentakaava (Fisher 1907) 34

Kuvio 9. Yleisimmät tuoton laskentakaavat PE-rahastoissa (Albers-Schoenberg 2019) 35

Kuvio 10. Riskit PE-markkinoilla (BVCA 2015) 43

Kuvio 11. Portfolion sijoitusten lukumäärän vaikutus varianssiin (Montgomery ym. 1984, 181–191) 45

Kuvio 12. FoF:in sijoitusprosessi (Varainhoitaja B) 63

1 Johdanto

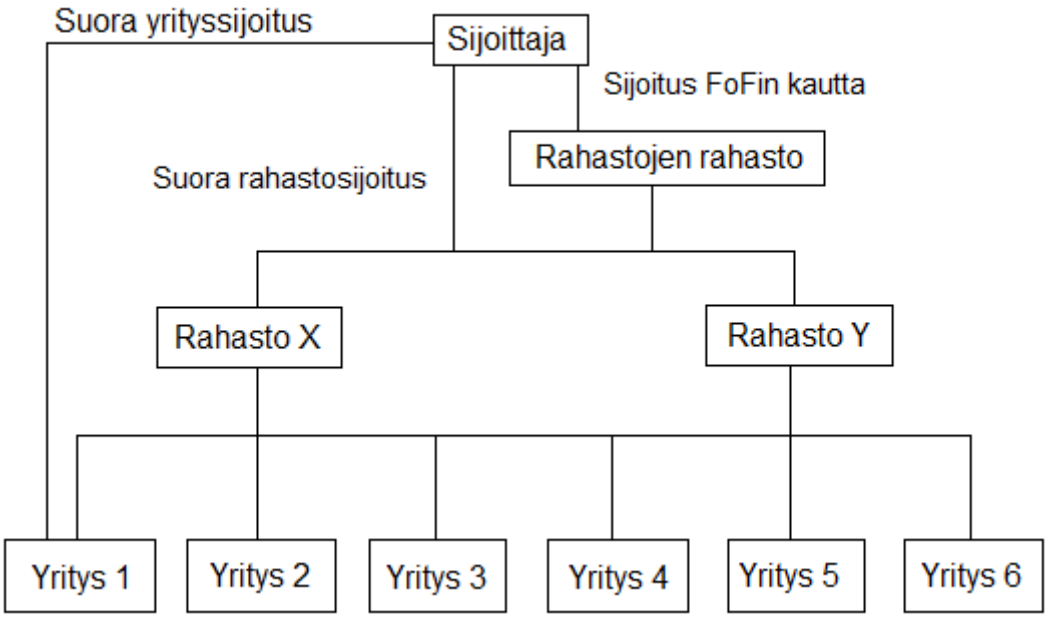
1.1 Johdatus aiheeseen

Pääomasijoittaminen on kasvanut viimeisten vuosikymmenien aikana valtavasti. Vuoden 2020 marraskuussa pääomasijoitusmarkkinoiden arvo oli noin 7,4 biljoonaa dollaria. Morgan Stanley arvioi markkinoiden kasvavan 13 biljoonaan dollariin vuoteen 2025 mennessä. (Financial Times 2021) Markkinoiden kasvun takia kilpailu pääomasijoituksissa on kiristynyt merkittävästi. Hyvä sijoitusstrategia ja portfolion riskienhallinta ovat nousseet päärooliin menestyksekkäissä pääomarahastoissa. (Lossen 2007, 10–120.)

Pääomasijoittamista tai tuttavallisemmin Private Equitya eli PE:tä kuvaillaan yleisesti pitkäaikaisiksi sijoituksiksi pieniin, keskisuuriin ja suuriin yrityksiin. Sijoitusten tavoitteena on tehdä näistä suurempia, tehokkaampia ja tuottoisampia. (Invest Europe 2022). Kaplan ja Strömberg (2009, 121–146.) tarkentavat määritelmää ostettavan yrityksen yritysmuodon ja omistusosuuden suhteen. Kohdeyrityksen määräysvalta ja enemmistöosuus siirtyvät useimmissa tapauksissa ostajan haltuun tehden yrityksestä yksityisomisteisen. Amit, Brander ja Zott (1998) kuvailevat PE-yrityksiä ja PE-rahastoja rahoituksen välittäjiksi, jotka tarjoavat sijoittajilleen mahdollisuuksia sijoittaa yksityisomisteisiin yrityksiin. PE-sijoituksille ominaista on mahdollisuus poikkeuksellisen suuriin ylituottoihin, mutta sijoitusten lopputulemat ovat usein hyvin epävarmoja ja tuotot kehittyvät pitkän aikavälin kuluessa. Tämä johtuu suurimmaksi osaksi siitä, että kohdeyritykset ovat usein elinkaarensa alkuvaiheessa ja liiketoiminta ei ole täysin vakiintunutta. (Amit ym. 1998.)

Private Equity -rahastot voidaan jakaa kahteen luokkaan sijoitusstrategiansa mukaan. Ensimmäiseen luokkaan kuuluvat rahastot, jotka tekevät suoria sijoituksia yrityksiin. Näitä yrityksiä kutsutaan kohdeyrityksiksi, koska ne toimivat sijoituskohteina. Rahastot keräävät rahaa sijoittajiltaan ja tekevät sijoituksia sijoitusstrategiansa mukaan suoraan kohdeyrityksiin. Toisen luokan muodostavat niin sanotut rahastojen rahastot eli ”Fund of Fundit” tai FoF:it. Rahastojen rahastot sijoittavat kohderahastoihin, jotka tekevät suoria kohdeyrityssijoituksia. FoF:in sijoitukset kohdeyrityksiin tapahtuvat siis välillisesti kohderahastojen kautta. (Lossen 2007, 10–120.) Kuviosta 1 ilmenee sijoittajan mahdollisuudet sijoittaa yrityksiin eri rakenteiden kautta. Rahastot X ja Y ovat suoraan

kohdeyrityksiin sijoittavia rahastoja. Rahastojen rahasto sijoittaa yrityksiin rahastojen X ja Y kautta. Rahastot X ja Y ovat siis FoF:in kohderahastoja.



Kuvio 1. Sijoittajan sijoitusmahdollisuudet eri rakenteiden kautta (Cumming 2010, 18)

Paljon on tutkittu, mikä olisi sijoittajalle optimaalisin sijoitusmuoto. Tutkimukset käsittelevät eri tekijöitä liittyen taloustieteeseen, rahoitukseen sekä organisaatiorakenteisiin. Sijoittajille tieto eri rahastojen tuotto-riski -suhteesta ja sijoitusstrategiasta on tärkeä osa päätöksentekoa sijoittajan valitessa, minkä rakenteen kautta olisi optimaalisinta sijoittaa. (Cumming 2010, 15–150.) Esimerkiksi kuvio 1 näyttää, että sijoittamalla FoF:in kautta sijoittaja pääsee osalliseksi jokaista yritystä.

Cumming (2010, 15–150) kertoo tutkimuksessaan, että niin sanottujen ”Hedge fund of fundien” menestystä historian saatossa on tutkittu paljon. Cummingin tutkimat FoF:it ovat pääosin keskittyneet muihin sijoitusluokkiin kuin Private Equityyn. ”Hedging” tarkoittaa mahdollisiin negatiivisiin riskeihin varautumista tekemällä suunnitelmia ja toimimalla ennalta, kuten esimerkiksi tekemällä vastapositioita. (Fidelity 2022.) Baon (2006, 33–209) tutkimuksessa on osoitettu, että institutionaaliset sijoittajat ovat saaneet ylituottoja verrattuna heidän itse valitsemiin sijoituksiin, kun he ovat sijoittaneet kaikkiin rahoitusinstrumentteihin keskittyviin FoF:eihin. Kuitenkin Private Equityn puolella Cumming havaitsi, että FoF:ien tuotto on jäänyt pienemmäksi kuin omavalintaisten sijoitusten.

Cumming onkin sitä mieltä, että syytä PE-FoF:ien alituottoihin pitäisi tutkia lisää, sillä ne eivät ole linjassa muiden sijoitusluokkien kanssa. Amit, Brander ja Zott (1998) toteavat tutkimuksissaan yleisesti, miten vähän koko PE:stä on teoreettista ja empiiristä akateemista tutkimusta verrattuna muihin sijoitusmuotoihin.

PE-sijoituksissa ilmenee usein kolmentyyppisiä ongelmia: haitallista valikoitumista, kannustin- ja päämies-agentti-ongelmaa. Akerlofin (1970) mukaan haitallisella valikoitumisella tarkoitetaan taloustieteessä tilannetta, missä informaation epäsymmetrian johdosta markkinoille valikoituu ei-toivottuja tuotteita tai kuluttajia. PE:ssä asiaa voidaan ajatella kohdeyritysten omistajien ja johtajien näkökulmasta. He tyypillisesti tietävät paljon enemmän yrityksestä ja sen toiminnasta kuin, mitä kohderahaston varainhoitaja. Omistajille tarjoutuu tilaisuus hyödyntää informaation epäsymmetriaa esimerkiksi kohdeyritysten ostovaiheessa, näin saaden yritykselleen suuremman kauppahinnan. FoF:in varainhoitaja tietää yrityksistä usein vielä vähemmän, koska tiedonkulku pitkässä sijoitusketjussa on haastavaa. FoF:ien varainhoitajat eivät ole suoraan yhteyksissä yrityksiin vaan saavat tiedot kohderahastojen varainhoitajilta. Sijoittaminen yrityksiin ja kohderahastoihin pohjautuu pitkälti varainhoitajien väliseen luottamukseen, tiedonjakoon ja varainhoitajien historiallisiin sijoitustuloksiin eli track recordiin. (Prowse 1998, 21–34.)

Holmströmin (1999, 169–182) mukaan kannustinongelma syntyy silloin, kun henkilöllä on jokin kannustin toimia vastoin parhaaksi koettua tapaa ja hän saa tästä lisähyötyä. Samalla kuitenkin muiden toimijoiden hyödyt laskevat. Kokonaishyödyt ovat pienemmät kuin mitä parhaimmalla tavalla toimiessa olisi saavutettu. Päämies-agentti-ongelmalla kuvataan tilannetta, jossa päämiehen palkkaama agentti toimii omien etujensa mukaisesti vasten päämiehen intressejä. Tilanne syntyy usein silloin, kun päämies ei itse pysty valvomaan agentin toimintaa. (Ross 1973, 134–139.) Kannustin- ja päämies-agentti-ongelma voidaan nähdä syntyvän PE:ssä yleisimmin yrityksen johdolle. Kohderahaston manageri ei pysty tai osaa valvoa riittävästi yrityksen johdon toimia. Johdolle saattaa tällöin syntyä kannustimia toimia vasten päämiehen eli rahaston intressejä. Esimerkiksi pimittämällä liiketoimintaongelmia tai toimimalla suuremmalla riskillä kuin omistajille olisi suotuisaa, saa agentti rahallista hyötyä palkkioiden ja bonusten muodossa. Rahastolle tämä on kuitenkin huono tilanne, koska kohdeyrityksen myyntihetkellä ongelmat usein paljastuvat ja myyntihinta on odotettua pienempi. Päämies-agentti-ongelmaa ajateltuna myös kohderahaston varainhoitajilla on mahdollisuuksia väärinkäyttää sijoittajien rahoja,

mutta tämä on paljon harvinaisempaa. (Prowse 1998, 21–34.) Varainhoitajien sijoituspäätökset vaikuttavat siis todella merkittävästi rahaston menestykseen, mutta ne eivät perustu täysin numeeriseen dataan, kuten voisi olettaa. Vaikuttavia tekijöitä varainhoitajan sijoituspäätöksissä ovat esimerkiksi henkilötuntemus, suhteiden pitkäaikaisuus ja toimivuus sekä sijoituskohteesta saatava henkilökohtainen tuntemus. Kohdeyrityksen ja sijoittajan välillä on monta välikättä, mikä vaikeuttaa tiedonkulun sujuvuutta. Tämän takia luottamus ja ihmistuntemus koko sijoitusketjussa kasvattavat entisestään merkitystä. (Phalippou 2007.) Davien (2017) mukaan sijoittajat ovat sijoitussitoumuksillaan liitännäisiä sijoittamaansa rahastoon keskimäärin 7–15 vuotta riippuen rahaston toimikauden pituudesta. Sijoitushorisontti on todella pitkä, joten sijoituskohteen onnistumisesta tulee olla hyvä varmuus. Kysymys kuulukin, miten varainhoitajat pystyvät takaamaan tämän varmuuden sijoittaessaan enimmäkseen historiallisten tulosten ja ihmissuhteiden pohjalta.

Kohderahastojen tulee hallinnoida yritystensä suoriutumista jatkuvasti minimoidakseen sijoituksiin liittyvät riskit. Yksittäisten kohdeyritysten kohdalla kohderahastot ovat kehittäneet lukuisia eri keinoja ratkaistakseen moninaiset haasteet kohdeyritysten valinnan, monitoroinnin ja agenttiongelmien suhteen. Tärkeimpinä näistä voidaan pitää seuraavia keinoja: hyvin yksityiskohtainen kohdeyritysten valintaprosessi, rahoituksen vaiheittainen kasvattaminen kohdeyrityksessä, päätöksenteko-oikeudet kohdeyrityksessä ja vaihtoehtoisten vakuuksien käyttö. Eri hallinnointi-instrumenttien käyttöä kohdeyrityksissä on analysoitu monissa eri teoreettisissa ja empiirisissä tutkimuksissa, kuten esimerkiksi Sahlmanin (1990, 473–521), Gompersin (1995, 1461–1489) ja Lossenin (2007, 10–120) tutkimuksissa. Prowse (1998, 21–34) on kuitenkin havainnut, että näitä keinoja käytetään hallinnoinnissa yleensä joko liian paljon tai vähän. Liiallisella käytöllä resursseja kuluu enemmän kuin mitä hyötyjä hallinnasta saadaan. Liian vähäinen käyttö altistaa riskeille ja ongelmille. Prowse painottaa huolellisen valintaprosessin ja valvonnan tärkeyttä kohderahaston ja koko hallinnointiyhtiön tulevaisuuden liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta. Mitä paremmin rahaston varainhoitaja onnistuu strategisissa valinnoissaan, investointien riskien ennakoinnissa ja hallinnassa, sitä todennäköisempää on, että rahaston portfolio menestyy odotetulla tavalla. Tämä toiminta on pelkästään kohderahaston ja sen kohdeyhtiöiden välistä kanssakäyntiä. Tutkimuksen kannalta mielenkiintoista on huomata, että FoF:illa ja sijoittajilla ei ole vaikutusta kohdeyrityksissä. Kohderahastoilla on sijoittajasopimuksissa määritellyt ääriviivat, joiden mukaan niiden tulee sijoittaa

kohdeyrityksiin. Sijoittajat eivät pysty vaikuttamaan kohderahastojen sijoituspäätöksiin ja esimerkiksi kohdeyrityksissä tapahtuvaan operatiiviseen kehitykseen ja toimintaan sijoitussitoumuksen teon jälkeen. Kohderahastot ja niiden varainhoitajat vaikuttavat merkittävästi FoF:ien tuoton syntymiseen ja riskienhallintaan. (Phalippou 2009, 147–166.) Tästä syystä FoF:eilla on entistä suurempi paine onnistua sijoituspäätöksissään valitessaan kohderahastoja.

Kuten edellä mainittiin, ovat sijoittajat sitoutuneet kohderahastoon koko sen toimikaudeksi. He ovat velvoitettuja vastaamaan rahaston rahoituksesta koko sijoitussitoumuksensa verran. Sijoittajan ainoa mahdollisuus irtautua heikosti menestyvästä kohderahastosta ennen rahaston toimikauden päättymistä on yrittää myydä heidän koko osuutensa toiselle sijoittajalle. (British Private Equity & Venture Capital Association ”BVCA” 2015.) PE-jälkimarkkinoilla on historiallisesti huono maine. Jälkimarkkinat mielletään sijoittajien viimeisenä vaihtoehtona myydä rahasto-osuutensa pois. Jälkimarkkinoilla olevat myyjät ovat epärehellisiä tai rahoitusvaikeuksissa olevia sijoittajia, jotka eivät pysty rahoittamaan esimerkiksi pääomakutsuja. Jälkimarkkinoiden huonon leiman johdosta ostajia on vähän, mikä johtaa jälkimarkkinoiden tehottomuuteen ja epälikvidisyyteen. Lopputuloksena on myyjien kannalta hyvin epäedullinen hinnoittelu ja omistusosuuksien arvonalentumiset. (Winchell 2010, 1–9.) Jälkimarkkinoiden tehottomuus laskee merkittävästi yleistä PE-markkinoiden houkuttelevuutta, koska sijoittajien mahdollisuudet irtaantua sijoituksistaan ovat selvästi heikommat kuin julkisilla markkinoilla. (BVCA 2015.)

Heikosti menestyvä kohderahasto on sijoittajalle pitkäaikainen riesa, josta on jälkimarkkinoilla vaikea päästä eroon tyydyttävään hintaan. FoF:ien vaikutusmahdollisuudet kohdeyritysten arvonluonnissa ovat pienet. Sijoituspäätöksiä ei pysty täysin perustelemaan numeerisen datan avulla, vaan merkittäviä päätöksentekoon vaikuttavia tekijöitä on muun muassa kohderahaston varainhoitajien kyvykkyydet ja henkilöominaisuudet. Miten FoF:ien varainhoitajat pystyvät luotettavasti arvioimaan näitä tekijöitä ja niihin liittyviä riskejä?

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, rajaukset ja metodi

Tutkielman ensimmäinen tavoite on selvittää, minkälaisia sijoitusstrategioita eri PE-rahastojen rahastojen varainhoitajat Suomessa toteuttavat. Toinen tavoite on tarkastella syitä, jotka ovat johtaneet eroavaisuuksiin sijoitusstrategioiden ja -prosessien välillä.

Tämän lisäksi tutkielmassa pyritään selvittämään, minkälaisia riskejä varainhoitajat kohderahastoissa havaitsevat, miten niihin varaudutaan ja miten riskit vaikuttavat sijoituspäätöksentekoon.

Tutkimuksen kolme tutkimuskysymystä ovat:

- Minkälaisia sijoitusstrategioita varainhoitajat käyttävät suomalaisissa PE-rahastojen rahastoissa ja miten ne eroavat toisistaan?

- Millainen sijoitusprosessi on PE- rahastojen rahastoissa?

- Minkälaisia riskejä varainhoitajat kohderahastoissa havaitsevat ja miten ne vaikuttavat sijoitusprosessiin ja -päätöksentekoon?

Tutkielman tarkoituksena on ymmärtää syitä varainhoitajien eri sijoitusstrategioiden valinnalle. Samalla tarkoituksena on tarkastella, miten strategian valinta vaikuttaa itse sijoitusprosessiin. Aiemmassa kirjallisuudessa painotetaan riskien, epätietoisuuden ja epävarmuuden merkitystä PE-sijoituksissa. Tästä syystä varainhoitajien strategisissa päätöksissä keskitytään erityisesti riskeihin, joita ei voi matemaattisesti laskea tai arvioida. Riskien osalta tutkimuksessa tarkastellaan, miten riskejä havaitaan ja ennaltaehkäistään sijoitusprosessissa ja miten ne vaikuttavat sijoituspäätökseen. Tutkielmassa tullaan myös vertailemaan havaittuja riskejä ja niiden vaikutusta sijoitusprosessissa ja -päätöksenteossa eri case-yritysten välillä.

Haastateltavaksi tutkielmaan on valittu neljä erityyppistä suomalaista PE-sijoitusyhtiötä, jotka kaikki keskittyvät pieniin ja keskisuuriin buyout -rahastoihin ja jotka sijoittavat pääsääntöisesti suomalaisessa Private Equity -markkinassa. Case-yritykset tekevät sijoituksensa suurimmalta osin rahastojen rahasto -menetelmällä tarkoittaen siis, että rahasto sijoittaa rahastoon, joka sijoittaa kohdeyrityksiin. Historiallisesti tarkasteltuna pienet ja keskisuuret kohderahastot ovat olleet kaikkein tuottoisimpia pääomasijoitusmarkkinoilla (Downer ym. 2011). Tästä syystä haastateltaviksi valikoitui case-yrityksiä, jotka tekevät suurimman osan sijoituksistaan tämän kokoisiin kohderahastoihin. Pienet ja keskisuuret kohderahastot tyypillisesti sijoittavat kohdeyrityksiin, joiden markkina-arvo on välillä 50–500 miljoonaa euroa (Kempen 2019). Osa case-yrityksistä tekee sijoituksia myös

suuremmissa kokoluokissa kuin pienet ja keskisuuret buyout-rahastot, mutta nämä jätetään strategiapäätösten ja riskien tarkastelun ulkopuolelle. Osa haastateltavista case-yrityksistä tekee myös suoria kohdeyhtiösijoituksia, mutta suorat kohdeyhtiösijoitukset jätetään tarkastelun ulkopuolelle. Tutkielman tarkoituksena ei ole tarkastella Venture- tai Credit -rahastoihin liittyviä sijoitusstrategioita. Riskien suhteen tarkastelu painottuu ajanhetkeen ennen kohderahastosijoitusta. Rahaston varainkeruuseen, laillisiin tekijöihin tai hallinnointiin liittyviä riskejä ei tutkimuksessa tarkastella. Riskiosuudessa ei käsitellä kohderahaston hallinnointia tai irtautumista kohderahastosta. Kohderahastojen eri veroasteiden ja -säädösten takia verotusta ei oteta huomioon varainhoitajien riskienhallinnassa tai sijoituspäätöksissä.

Tutkimus on luonteeltaan laadullinen. Aineiston keruu toteutetaan puolistrukturoidulla haastattelulla. Haastateltaville kerrotaan etukäteen, mitä haastattelu pitää sisällään, ja heille lähetetään lista alustavista kysymyksistä, joita haastattelussa käydään läpi. Tämän lisäksi haastattelun aikana saattaa ilmetä uusia kysymyksiä, joita käytetään hyväksi tutkimuksen tuloksia tarkasteltaessa. Haastatteluissa tarkoituksena on käydä läpi alustavat kysymykset ennalta määrätyssä järjestyksessä, ja lisäksi keskustella aiheesta vapaamuotoisesti. Tällä tavalla saadaan laajempia kvalitatiivisia vastauksia tutkimuskysymyksiin. Haastattelut tehdään äänittämällä, jotta varmistetaan vastausten oikea muoto.

1.3 Tutkielman kulku

Tutkimuksen toisessa luvussa esitellään yleisesti PE-markkinoita ja rahastoja. Tarkoituksena on ymmärtää, mitä on Private Equity, miten PE-rahastot toimivat ja synnyttävät tuottoa. Luku käsittelee myös, minkälaisia eri rahastoluokkia pääomasijoituksista löytyy ja miten ne eroavat keskenään. Tämän jälkeen tarkastellaan vielä, miten PE-markkinat ovat yleisesti kehittyneet. Toinen luku päättyy siihen, että esitellään PE-rahastojen yleisimmät tuoton määrittämisen metodit ja historialliset rahastojen tuotot.

Kolmas luku käsittelee yleisimpiä sijoitusstrategioita ja miten ne ovat verrannollisia PE:hen. Samalla kerrotaan myös, minkä takia esimerkiksi FoF on päätynyt tiettyyn strategiaan. Kolmannessa luvussa tarkastellaan myös, mitä riskejä PE-rahastoilla historiallisesti on ollut. Neljännessä luvussa esitellään tarkemmin tutkimuksessa käytetty metodologia ja aineisto. Samalla myös esitellään, miten aineistoa on kerätty ja miksi se on tutkimukseen valittu.

Viidennessä luvussa käydään läpi yksityiskohtaisesti tutkimuksessa saatuja tuloksia ja niitä vertaillaan keskenään. Viides luku alkaa johdannolla ja samalla esitellään haastateltavat. Tämän jälkeen luku etenee haastattelurakennetta mukaillen. Ensimmäiseksi tutustutaan haastateltavien näkemyksiin FoF:ista ja miksi se on hyödyllinen instrumentti. Tämän jälkeen tarkastellaan haastateltavien näkemyksiä kohderahastoista. Luvussa tarkastellaan myös FoF:in sijoitusprosessia kokonaisuutena. Prosessin tarkastelu alkaa aivan ensikontaktista potentiaalisen kohderahaston kanssa. Tämän jälkeen tarkastellaan syitä, miksi kohderahasto joko valitaan jatkoon prosessissa tai mitkä ovat syyt sen hylkäämiselle. Viidennen luvun loppuosa käsittelee virallista tutustumisvaihetta kohderahaston kanssa ja lopullista päätöksentekoa. Pääpaino on siinä, minkälaisia tietoja haastateltavat haluavat Due Diligencessä saada selville kohderahastoista ja mihin ne näitä tietoja käyttävät. Samaan aikaan tarkastelussa tulee ilmi, mitä riskejä Due Diligencessä voidaan havaita.

Kuudennessa luvussa tarkastellaan haastatteluista saatuja tuloksia tutkimuskysymysten näkökulmasta. Luvun tarkoituksena on selvästi vastata ja yhdistää haastatteluista saatu aineisto tutkimuskysymyksiin. Seitsemännessä luvussa käydään läpi, mitä johtopäätöksiä tutkimuksesta voidaan tehdä ja samalla arvioidaan tutkimusta esimerkiksi luotettavuuden ja toistettavuuden näkökulmasta. Viimeinen luku on yhteenveto tutkimuksesta.

2 Private Equity

2.1 PE-rahastojen yleiskatsaus

2.1.1 Rahastojen toiminta ja rahaliikenne

Kaplanin ja Strömbergin (2009, 121–146) mukaan pääomasijoittamisen eli ”Private Equity:n” tai ”PE:n” sijoitusideana on ostaa osa jo olemassa olevaa yritystä, kasvattaa omistuksensa arvoa ja myydä yritys eteenpäin portfoliosta, kun se nähdään sopivaksi. Private Equity -nimi tulee ostettavan yrityksen statuksesta hankintahetken jälkeen. Määräysvalta ja omistusosuus siirtyvät useimmissa tapauksissa sijoitusrahastolle, minkä johdosta kohdeyritys toimii yksityisenä yrityksenä. Näin ollen kohdeyritys ei siis ole julkisen kaupankäynnin kohteena. (Kaplan ym. 2009, 121–146.)

Pääomasijoittaminen toteutetaan PE:ssä useimmiten sijoitusrahastojen kautta. Useimmat PE-rahastot ovat niin sanottuja suljettuja rahastoja (Kaplan ym. 200, 121–146). Suljettujen rahastojen ominaispiirre on, että rahastossa ei tapahdu säännöllistä rahavirtaa. Avoimissa rahastoissa rahavirtaa tapahtuu aina, kun sijoittaja ostaa tai myy rahaston osuuksia. Sijoittaja voi vapaasti valita, milloin näin tekee. Suljetuissa rahastoissa sijoittaja ei voi valita, milloin hän ostaa tai myy rahasto-osuuksia. Suljetuilla rahastoilla voidaan myös tarkoittaa rahastoa, johon ei ole tietyn aikavälin jälkeen enää mahdollista päästä ollenkaan sijoittajaksi. (Morningstar 2012.) Sijoittaja tekee rahastoon sitoumuksen, eli sitoutuu sopimuksen mukaisesti koko rahaston olemassaolon ajan maksamaan sitoumuksensa verran varoja rahastolle. Varainhoitajalla on milloin tahansa rahaston olemassaolon aikana täysi vapaus tarpeidensa mukaan kutsua varoja rahastoon. Näin ollen rahaliikenne ei siis ole sijoittajan määritettävissä, vaan rahaston varainhoitajan. Kutsutut varat ja mahdollinen luotto, joka rahastolla on, käytetään sijoituksiin ja rahaston ylläpitoon. (Kaplan ym. 2009, 121–146.)

Pääomasijoitusrahastot voidaan karkeasti jaotella kahteen luokkaan. Ensimmäinen luokka on PE-rahastot, jotka sijoittavat suoraan kohdeyhtiöihin. Nämä rahastot hallinnoivat, kehittävät ja avustavat kohdeyhtiöitä ja toimivat tärkeänä tekijänä yhtiöiden arvonkehitystä. Rahaston manageri voi esimerkiksi toimia kohdeyhtiön hallituksen jäsenenä ja näin vaikuttaa yhtiön toimintaan. Toinen luokka on rahastot, jotka sijoittavat muihin PE-rahastoihin. Näitä rahastoja kutsutaan rahastojen rahastoiksi eli Fund of Fundeiksi eli

FoF:eiksi. FoF:ien näkökulmasta ensimmäisen luokan rahastoja kutsutaan kohderahastoiksi. Kohderahastot saavat nimensä siitä, että ne ovat FoF:ien kohdesijoituksia. Rahastojen rahastot eivät ole tekemisissä kohdeyritysten kanssa eivätkä vaikuta heidän toimintaansa. Rahaston varainhoitajien sijoitusstrategiasta riippuen, FoF sijoittaa suoraan kohdeyrityksiin tai muihin PE-rahastoihin ja näin se saa statuksekseen joko FoF:in tai kohderahaston. Rahastojen rahastot voidaan nähdä yhtä lailla äänettömänä yhtiömiehenä kohderahastossa muiden sijoittajien kanssa. (Wilson ym. 2010.) Jotta tutkimuksessa pystytään selvästi erottamaan kohderahaston varainhoitaja ja FoF:in varainhoitaja, tullaan kohderahaston varainhoitajia jatkossa kutsumaan kohderahaston managereiksi. FoF:ien varainhoitajia kutsutaan ainoastaan varainhoitajiksi. FoF:ien näkökulmasta tämä on yleinen nimitysmalli PE-markkinoilla, koska kohderahaston managerit hallinnoivat kohdeyrityksiä.

Sijoittajat päättävät sijoitussitoumuksensa ennen rahaston toiminnan alkamista ja näin ollen sitoutuvat tällä panoksella rahastoon koko sen toimikauden ajaksi. Kokemattomalle sijoittajalle sitoumuksen ja sijoituksen ero saattaa joskus olla hankala ymmärtää. Sitoumus on lupaus kokonaisrahasummasta, jonka sijoittaja sijoittaa rahastoon erissä tietyllä aikavälillä. Toinen tutkimuksissa havaittu yllätys, jonka sijoittajat ovat kokeneet, on maksuerien eli pääomakutsujen ja -palautusten jaksottaminen. Kokematon sijoittaja saattaa olettaa, että sopimukseen kirjoitettu summa tulee maksaa välittömästi yhdessä erässä, mutta näin ei ole. (Morgan Lewis 2015.)

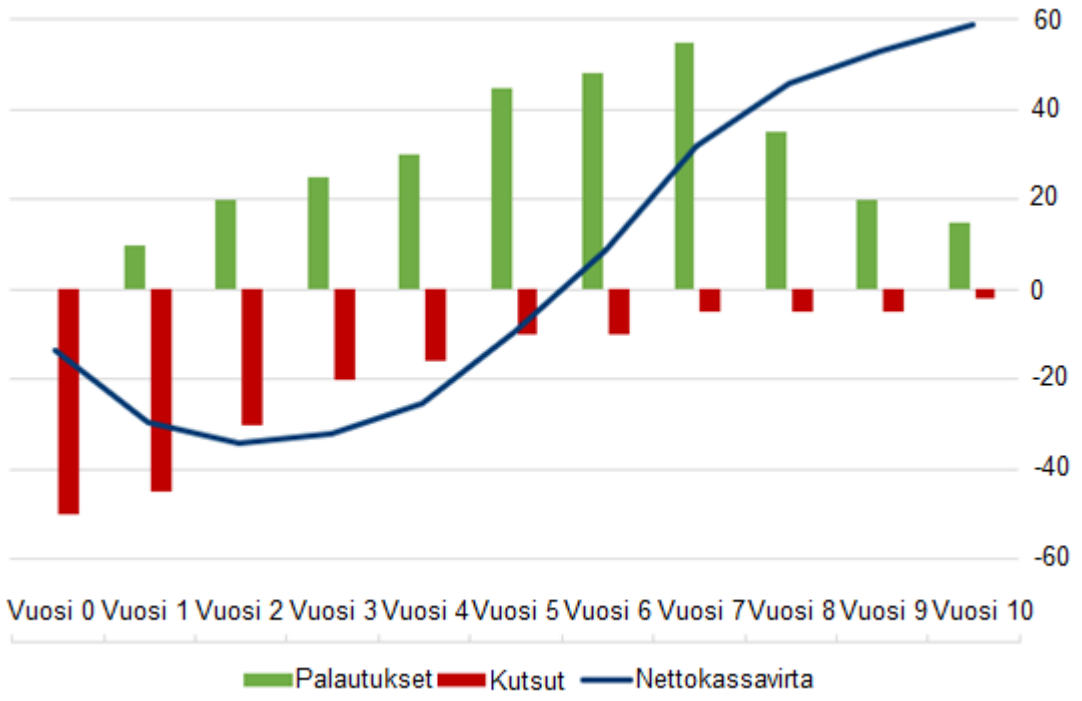
Kun varainhoitaja kutsuu rahaston sijoittajilta varoja sijoitusten tekoa varten, kutsutaan näitä yleisesti ”pääomakutsuiksi”. Tarve kutsulle syntyy yleensä kohderahastotasolla. Kohderahasto löytää hyvän sijoituskohteen eli esimerkiksi kohdeyrityksen. Kohderahasto haluaa ostaa kohdeyrityksestä tietyn osuuden ja tarvitsee tätä varten sijoittajilta varoja. Rahasto kutsuu tällöin varoja sijoittajiltaan pääomakutsulla. Tällöin rahantarvetta syntyy myös FoFille, joka yhtälailla kutsuu varoja sijoittajiltaan pääomakutsuilla. Pääomakutsut jaetaan kaikkien sijoittajien kesken heidän sitoumuksensa suhteen. Maksuaika pääomakutsuissa on yleensä lyhyt. Riippuen siitä, onko kyseessä kohderahasto vai FoF, maksuaika on normaalisti seitsemän tai kymmenen pankkipäivää. (Morgan Lewis 2015.) Pääomakutsut ovat keskimäärin muutamasta prosentista viiteentoista prosenttiin sijoittajien sitoumuksista. Tähän ei kuitenkaan ole erikseen määriteltyä rajaa, ellei rahaston sopimuksessa nimenomaisesti niin sanota. Pääomakutsun ajankohta ja koko vaikuttavat

merkittävästi rahaston tuottolukuihin. Sijoittajilta hankittua rahoitusta yritetäänkin itseasiassa viivytellä mahdollisimman pitkään esimerkiksi tililimiiteillä, jotta rahaston tuottoluvut ja -kertoimet olisivat sijoittajien näkökulmasta mahdollisimman hyvät. Suuret pääomakutsut ja niiden tiheä aikaväli saattavat myös yllättää kokemattoman sijoittajan, jolloin sijoittajan maksukyky saattaa olla koetuksella. Tästä syystä sekä kohderahastoissa että FoF:eissa tavanomaista on, että sijoittajien sitoumusta ei kutsuta yhdellä kertaa. (Naughter 2021.)

Johdannossa esitetyssä eri rahastojen linkittymistä kuvaavasta kuviosta (kuvio 1) ilmenee myös varainhoitajien haasteet pääomakutsujen ja rahaston likviditeetin suhteen. Pitkä rakenneketju aiheuttaa haasteita sujuvalle rahavirralle ja yhden osan maksukyvyttömyys vaikuttaa ketjun jokaiseen osaan. Esimerkiksi kohderahaston yhtiö tarvitsee lisärahoitusta liiketoimintansa avustamiseksi. Yrityksen omistava kohderahasto ei ole aikaisemmin halunnut kutsua ylimääräisiä varoja pankkitililleen tuottolukujen ja -kertoimien takia. Nyt tilanteessa, jossa tililimiitti on täynnä, rahasto joutuu kutsumaan varoja sijoittajiltaan. Kohderahasto asettaa maksuajaksi kymmenen pankkipäivää. Koska FoF on yksi kohderahaston sijoittajista, tarvitsee se vastaavasti rahoitusta omilta sijoittajiltaan. Maksuliikennevirheiden välttämiseksi ja varmistaakseen mahdollisuutensa kohderahastokutsun maksamiselle, FoF asettaa sijoittajilleen maksuajaksi seitsemän pankkipäivää. Tämä puolestaan taas velvoittaa FoF -sijoittajia toimimaan nopeasti. Esimerkistä huomaamme, miten linkittynyttä rahastojen maksuliikenne toisiinsa nähden on. Tästä syystä on äärimmäisen tärkeää, että rahastojen varainhallinta, likviditeettikyky ja sijoitusten rahoituksen tarpeen tunteminen ovat kunnossa. Tämä vaatii jatkuvaa kanssakäymistä eri rahastoportaiden välillä, sekä myös osaavaa taloushallintoa. (Institutional Limited Partners Association ”ILPA” 2016.)

Tuoton realisointi sijoittajille tapahtuu palautusten muodossa. Palautuksille syntyy tarve silloin, kun kohderahasto onnistuu realisoimaan sijoituksiaan ja saamaan näistä kassavirtaa rahastolle. Realisointeja ovat esimerkiksi kohdeyrityksen listautuminen, kohdeyrityksen myyminen toiseen rahastoon tai yksityiselle sijoittajalle ja kohdeyrityksen konkurssi. Koska konkurssista ei synny varoja, se ei myöskään aiheuta tarvetta palautukselle. Kohderahaston ei ole kannattavaa viivytellä palautusten teossa, koska palautuksilla on suoranaista vaikutusta rahaston tuottolukuihin. Toisin sanoen, kohderahaston kannattaa palauttaa varoja aina, kun sillä on siihen mahdollisuus. Kohdeyritysten ostot tapahtuvat

useimmiten kohderahaston toiminnan alkuvaiheessa. Tällöin kohderahastolla on suurin tarve tehdä pääomakutsuja. Koska tämä synnyttää likviditeettitarvetta myös FoF:eissa, on myös niillä suurin tarve pääomakutsuille FoF:in alkuvaiheessa. Hyvin todennäköistä tällöin on, että pääomakutsujen määrä on palautuksia suurempi. Sijoittajalle rahavirtojen kannalta FoF ei ole rahaston alkuvaiheessa tuottoisa. Pääomakutsut sijoitetaan kohderahastoihin, jolloin tuottoa syntyy kohderahastojen arvonnoususta. (Meyer ym. 2005.)



Kuvio 2. J-käyrä kohderahaston historiallisista nettokassavirroista (Elkin 2020)

Kohdeyritysten realisointi ajoittuu useimmiten rahaston keski- ja loppupuolelle. Rahastot kokevat, että ovat onnistuneet kasvattamaan kohdeyritysten arvoa haluamiinsa mittoihin ja realisoinnille on perustetta. Kohdeyritys on niin sanotusti kypsä myynnille. Kohdeyritysten arvo voi olla miljoonia tai jopa miljardeja euroja riippuen kohderahaston strategiasta, joten ostajaehdokkaan löytämiseen menee huomattavasti aikaa. Tästä syystä realisointeja ei ole kohderahaston kannalta järkevää jättää rahaston toimikauden loppuun, jolloin realisointia mahdollisesti pitäisi vauhdittaa myyntihintaa alentamalla. Private Equityssä tätä pääomakutsujen ja -palautusten kokonaisuutta kuvataan J-käyrällä. J-käyrä havainnollistaa koko rahaston kassavirran vuositasolla. Alun pääomakutsujen vuoksi kassavirta on sijoittajan kannalta negatiivinen, mutta lopun palautusten myötä se muuttuu

positiiviseksi. Sijoittaminen PE-rahastoon on pitkäjänteistä toimintaa, jossa tulokset näkyvät vasta rahaston lopussa. Kokemattomalle sijoittajalle palautusten ja tuoton puuttuminen rahaston alkuvaiheessa, sekä J-käyrän kokonaisuuden ymmärtäminen saattavat aiheuttaa haasteita. Sijoitusten pitkäaikaisuus ja kokonaisuuden hahmottaminen ovatkin syitä, miksi useimmat PE-sijoittajat ovat instituutioita eivätkä yksityissijoittajia. (Meyer ym. 2005.)

2.1.2 Rahaston hallinnointi ja tuotto

Sijoitusrahaston laillinen rakenne on usein kommandiittiyhtiö. Rahastoyhtiö, joka ylläpitäjää ja hallinnoi rahastoaan, toimii rahastossaan niin sanottuna vastuunalaisena yhtiömiehenä eli General Partnerina (GP). Muut sijoittajat ovat usein institutionaalisia sijoittajia, kuten yrityksiä, eläkerahastoja tai vakuutusyhtiöitä. Nämä toimivat rahastossa äänettöminä yhtiömiehinä eli Limited Partnereina. Rahaston kokonaisikä on yleensä määritelty sopimuksessa ja tavanomaisesti se on kymmenen vuotta. Tämän jälkeen rahaston toimi-ikää voidaan kuitenkin yhteisellä päätöksellä vielä jatkaa kolmella vuodella. Yleinen sijoitusaika rahastolla on viisi vuotta. Rahaston määriteltynä tavoitteena on sijoittaa kaikki sijoituksiin sitoutunut raha kohdeyrityksiin tällä ajalla. Seuraavien viiden – kahdeksan vuoden aikana rahaston tarkoituksena on palauttaa sijoitetut rahat sijoittajille ja tämän lisäksi tuottaa voittoa. Äänettömillä yhtiömiehillä on hyvin vähän päätösvaltaa siihen, mihin heidän sijoittamansa rahat käytetään. Sijoitusrahasto joutuu kuitenkin sopimuksentekohetkellä määrittelemään tietyt raamit sijoituksilleen. Näitä voi esimerkiksi olla minkä tyyppisiä yrityksiä rahasto ostaa, kuinka paljon rahaa yhteen yritykseen voidaan sijoittaa tai millä velkavivulla rahasto toimii. Näiden ehtojen täyttyessä äänettömällä yhtiömiehellä ei ole sanavaltaa rahaston sijoituksista. (Kaplan ym. 2009, 121–146.)

General Partner saa tuottoa rahastojen rahastossa yleensä kolmella tavalla ja kohderahastossa neljällä tavalla. Ensimmäinen ansainnan tapa on vuotuiset hallinnointipalkkiot. Yleinen tapa PE-markkinoilla on, että rahaston alussa hallinnointipalkkio on prosenttiosuus rahaston sijoittajasitoumuksista. Tietyn ajan jälkeen ansaintamalli muuttuu prosenttiosuudeksi kohderahastoihin tai kohdeyrityksiin sijoitetusta summasta. Toinen ansainnan tapa GP:lle on tuottopalkkio. Mitä paremmin rahaston sijoitukset tuottavat, sitä suuremman tuottopalkkion rahasto itselleen saa. GP toimii usein myös rahastossaan sijoittajana. Tällä GP signaloi muille sijoittajille luottamusta GP:n osaamisesta ja rahaston menestymistä. Kolmantena ansaintatapana on oman sijoitusosuuden arvonnousu. Neljäs

tapa liittyy ainoastaan kohderahastojen ansaintaan. Kohderahasto saattaa veloittaa sopimus- ja valvontakulua yrityksistä, joihin se sijoittaa. Rahasto toimii ikään kuin konsulttina kohdeyhtiössä. Tätä tapaa voi kuitenkin pitää hieman kyseenalaisena, koska rahasto itse on myös omistajana kohdeyhtiössä. Onko yleisesti hyvän tavan mukaista, että omistaja veloittaa konsultointikulua yritykseltään? Veloituskäytäntöä harjoitetaan usein ainoastaan yrityksissä, joissa kohderahasto toimii vähemmistöosakkaana. Toimintatapa ei kuitenkaan ole kovin yleinen. (Kaplan ym. 2009, 121–146.)

Kohderahastojen suurimmat tuotot tulevat sijoituksista ja niiden hyvästä hallinnasta ja kehityksestä. Onnistuessaan sijoituksessaan rahasto ansaitsee tuottopalkkioissa paljon paremmin kuin rahaston yksittäinen sijoittaja. Kohderahastojen menestys nojaa ainoastaan kohdeyrityksiin, joiden toimintaan rahasto pystyy omistajana vaikuttamaan. Kohderahastojen tuotto on siis managerien omissa käsissä. Kohderahastot tekevät tavanomaisesti noin 10–15 sijoitusta eri kohdeyrityksiin. Tätä suuremmalla hajautuksella yritysten hallinnointi vaikeutuu, eikä tulos ole välttämättä odotusten ja tavoitteiden mukainen. Tällöin myös sijoitettava määrä rahaa yhtä yritystä kohden pienenee, mikä sijoituksen onnistuessa laskee tuottoja. Kohdeyritykset ovat usein toimintansa alkuvaiheessa, eikä niiden liiketoiminta ole vielä täysin vakiintunutta. Lisäksi managerien mielestä kohdeyritysten liiketoiminta saattaa tarvita merkittäviä muutoksia. Sijoitukset näin alkuvaiheen yrityksiin, joissa manageri vielä mahdollisesti tekee hallinnollisia tai liiketoiminnallisia muutoksia, ovat hyvin riskisiä. Aikavälillä 1990–2010 noin 5,3 % kohdeyrityksistä on mennyt konkurssiin PE-rahaston hallinnoimana. Keskimäärin noin yksi yritys joka toisessa rahastossa ajautuu konkurssiin. Kohdeyhtiön konkurssi saattaa merkittävästi vaikuttaa kohderahaston tuottoon. (Wilson ym. 2010.)

Rahastojen rahastot pystyvät vastaamaan näihin haasteisiin hajauttamalla omistustaan eri kohderahastoihin. Yhden kohdeyrityksen konkurssi ei vaikuta merkittävästi rahastojen rahaston tuottoon, vaikka se heikentääkin kohderahaston tuottoa. Hajauttamalla maantieteellisesti ja sektoreittain FoF pystyy entistä paremmin varmistamaan halutun riski-tuotto suhteen. Kääntöpuolena hajautukselle on se, että yhden yrityksen suuri menestys ei myöskään vaikuta merkittävästi FoF:in tuottoon. Yhteenvetona voidaan siis havaita, että kohderahastojen tuotto on paljon vaihtelevampaa kuin FoF:eissa. Kohderahastot vaikuttavat tuottoonsa omalla tekemisellään, kun taas FoF:it nojaavat tuoton suhteen paljon enemmän yleiseen hajautukseen ja markkinoiden kehitykseen. Sijoitukset suoraan yrityksiin tuovat

onnistuessaan merkittävän tuoton kohderahastolle, kuten esimerkiksi Wolt toi ruotsalaiselle EQT:lle. Näiden sijoitusten löytäminen vaatii kuitenkin paljon taitoa ja jopa hieman hyvää onnea. (Wilson ym. 2010.)

2.2 Rahastoluokat

2.2.1 Leveraged buyout

Leveraged buyout (LBO) eli vapaasti suomennettuna vivutettu yritysosto, kasvoi tärkeäksi osaksi Private Equitya 1980-luvulla (Kaplan ym. 2009, 121–146). Vuosina 1990–2010 vivutettuja yritysostoja, joiden kohteena oli yksityisesti omistettu yritys, tapahtui PE-rahastojen toimesta arviolta yli 10 000 kappaletta. Näiden arvo kohosi yhteensä yli 850 miljardiin dollariin. PE-rahastojen suorittamat yrityskaupat vastasivat noin 46 % maailman kaikista velalla tapahtuneista yritysostoista. (Chung 2011.) Vivutettu yritysosto käytännössä tarkoittaa, että kohdeyrityksen ostosummasta ainoastaan pieni osa rahoitetaan omalla pääomalla ja loput ulkoisella pääomalla eli esimerkiksi pankkilainalla. Tyypillisesti tämänkaltaisessa yritysostossa PE-rahasto ostaa enemmistöosuuden kypsästä, jo liiketoimintaa harjoittaneesta yrityksestä. Toimintaa muistuttaa suurelta osin Venture Capital (VC) toimintaa. Merkittävin ero on, että VC:ssä ostettava yritys on tyypillisesti vasta toimintansa aloittanut, mahdollisesti ei vielä edes liikevaihtoa omaava, hyvin riskipitoinen yritys. VC-rahastot eivät myöskään usein lunasta enemmistöosuutta kohdeyrityksestä. Syitä tälle on monia, mutta merkittävimmät syyt ovat sijoituksen riskitaso ja kohdeyrityksessä olevien avainhenkilöiden tärkeys liiketoiminnan kannalta. VC-rahastot eivät vaikuta kohdeyritysten liiketoimintaan yhtä merkittävästi kuin PE-rahastot, vaan antavat avainhenkilöiden jatkaa rooleissaan. (Kaplan ym. 2009, 121–146.)

Chungin (2011) mukaan yksityisesti omistetuilla yrityksillä on rajoitettu tai kallis pääsy julkisiin resursseihin keskitetyn omistajuussuhteen ja informaation epäsymmetrian takia. Yksityisesti omistettujen yritysten omistajien varallisuudesta suurin osa on sidottuna heidän omistamaansa yritykseen. Tästä syystä uusien investointien teko yrityksen sisällä koetaan usein riskialttiiksi, eikä oman varallisuuden menetystä haluta turhaan riskeerata uudella investoinnilla. Chung myös vertaa yksityisesti omistettujen yritysten johtajien intressejä omistajiin ja näkee tässä suuren ristiriidan. Omistajat haluavat säilyttää yrityksen vakaan liiketoiminnan ja rahavirran, jotta yrityksen arvo ja näin myös omistajien omaisuuden arvo pysyy vakaana. Johtajien intressinä taas on hyötyä tuottoisista

investoinneista ja liiketoiminnan kasvusta esimerkiksi kasvavan palkan tai tuloksiin sidottujen bonuksien kautta. Johtajat saattavat olla jopa valmiita hakemaan kasvua turhan riskillisten sijoitusten kautta, joihin yrityksellä ei normaalisti olisi taloudellisesti varaa tai johtajilla tarvittavia taitoja toteuttaa. (Chung 2011.)

PE-rahastojen mukaantulo yrityksiin auttaa lieventämään näitä kaikkia ongelmia. Ensinnäkin yrityksen omistusrakenne kevenee nykyisten omistajien kannalta. PE-rahastot tarjoavat omistajille mahdollisuuden realisoida omistustaan, jolloin omistajien omaisuus ei ole liiaksi sidottuna yritykseen, vaan paremmin hajautettu. PE-firmojen teettämän due diligencen ja markkinatuntemuksen kautta kohdeyrityksen informaation epätarkkuus pienenee. PE-rahastot myös tarjoavat kohdeyritykselle omaa asiantuntemustaan ja johtamistaitojaan, sekä toimiala- ja maakohtaisia suhdeverkostoja. Näiden tekijöiden ansiosta yrityksen toiminnoista ja investoinneista tulee tehokkaampia. PE-rahastojen hajautetun yritysportfolion ansiosta rahasto omaa paremman riskinsietokyvyn, kuin yksittäisen yrityksen omistaja. PE-rahaston siirtyessä yrityksen enemmistöomistajaksi yksittäisen yritysten riskinsietokyky kasvaa. Tämä tarkoittaa käytännössä kasvavaa investointien tekoherkkyyttä. (Chung 2011.)

Optimaalista velka-astetta ei voi ennalta määritellä kohdeyrityksissä, vaan velan käyttö on sidottuna esimerkiksi maailmantilanteeseen, velan korkoon ja yrityksen ominaisuuksiin. Myös PE-rahaston strategia ja säännöt vaikuttavat yritysten velka-asteeseen. Haquen (2020) tutkimusten mukaan vuosien 2000–2019 välillä kohdeyritysten ulkoisen pääoman määrä pääomarakenteessa oli noin 37 %. Rahaston mukaantulon jälkeen velka-aste kasvoi 50 %:iin. Haque toteaa tutkimuksissa, että velka-asteen kasvu kohdeyrityksissä lisää yleisesti markkinoilla resurssien vääriin kohteisiin allokoimista ja yritysten konkurssiriskiä. Lainaajat todennäköisesti eivät olisi valmiita lainaamaan varoja velkaisille kohdeyrityksille suoraan. LBO:t ovat jakaneet niin positiivisia kuin myös negatiivisia mielipiteitä. (Haque 2020.)

Haquen tutkimuksen mukaan LBO:issa on kasvava ongelma, joka on saanut paljon kritiikkiä myös PE-markkinoiden ulkopuolisilta tahoilta. Ongelmana on PE-rahastojen mitättömät vastuut kohdeyritysten konkurssitilanteissa. PE-rahastojen ei tarvitse korvata konkurssitilanteissa kohdeyritysten velkoja muilla omistuksillaan, vaikka se olisikin yrityksessä suuromistajana. Velkojille maksetaan varoja ainoastaan kohdeyrityksen jäljellä

olevista varoista. Vaikka kohdeyritys olisi osa suurempaa portfoliota ja rahastolla olisi varoja omasta takaa maksaa yrityksen konkurssivelkoja pois, ei rahastolla ole velvollisuuksia tehdä näin. Kritiikin mukaan velvollisuuksien puute on kasvattanut merkittävästi velanoton väärinkäytöksiä sekä konkurssiriskiä kohdeyrityksissä. Kohdeyrityksille syntyy myös liikaa niin sanottua velkarästiä, jolloin uuden lainarahan saanti ulkopuolisilta lainaajilta muuttuu lähes mahdottomaksi. Kohdeyritys ei siis ole omalla toiminnallaan tehnyt velkarakennettaan sellaiseksi, että se ei saa uutta lainaa, vaan rahaston mukaantulo automaattisesti huonontaa rakennetta. Koska rahastolla ei ole korvausvelvollisuuksia kohdeyrityksissä, tarjoaa se varainhoitajalle mahdollisuuden väärinkäyttää velanottoa ja hyödyntää sitä omien etujen tavoittelussa. Esimerkiksi USA:n senaattori Elisabeth Warren on sanonut, että yksi hänen tulevaisuudentavoitteistaan onkin muuttaa PE-rahastojen korvausvelvollisuuksia niin, että ”rahastot eivät pääse konkurssitilanteissa kuin koira veräjästä. Rahastojen tulee olla vastuullinen myös sijoitustensa epäonnistumisista.” Mielenkiintoinen kysymys, johon tutkimuksessa ei löytänyt selvää vastausta on, miksi lainanantajat ovat valmiita lainaamaan varoja rahastoille, jotka vain allokoivat lainavaroja kohdeyrityksiin. (Haque 2020.)

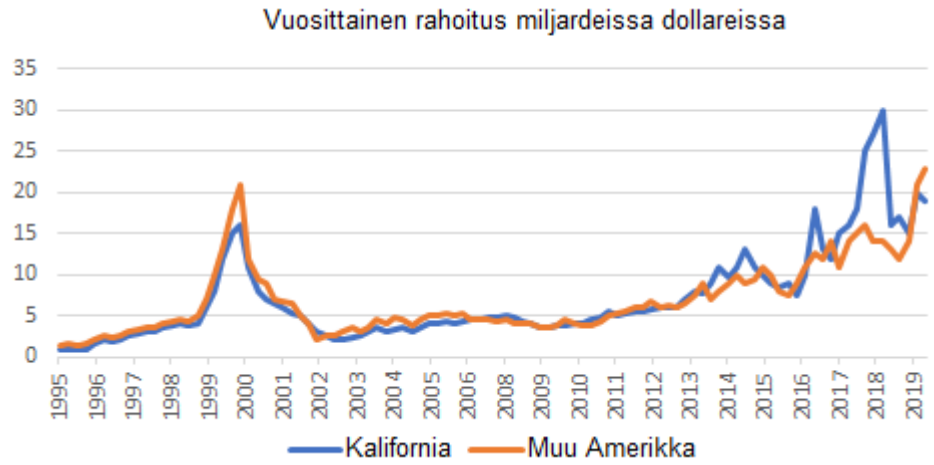
Positiivisten näkemysten mukaan velan käyttö kuitenkin parantaa yritysten tehokkuutta, tuottavuutta ja itseasiassa myös pienentää todennäköisyyttä konkursseille. Haque osoittaa tutkimuksissaan, että oikein käytettynä velka tarjoaa hyötyjä yritykselle, esimerkkeinä pienempi pääomakustannus ja verovähennykset. Tutkimukset osoittavat myös, että optimaalisen pääomarakenteen tavoittelun ansiosta kohdeyritysten kassavirran volatiliteetti pieneni ja tulevaisuuden tuotto-odotus kasvoi. Velankäytön hyötyihin nähden korkeampi velka-aste kohdeyrityksissä on luonnollista. Korkealla velka-asteella yritysten tehokkuus paranee, mikä loppujen lopuksi itseasiassa pienentää konkurssiriskiä. Optimaalisen velka-asteen tuomilla hyödyillä ja varainhoitajien väärinkäytösten valvonnalla voidaankin suuri velankäyttö ja LBO:iden suuri markkinaosuus PE:ssä oikeuttaa negatiivisestä kritiikistä huolimatta. (Haque 2020.)

2.2.2 Venture capital

Venture Capital tai ”VC” on pääomasijoittamisen toinen päähaara. VC-sijoitukset keskittyvät pääosin hyvin nuoriin, vasta toimintansa aloittaneisiin yrityksiin. Suurin osa VC-sijoituksista onkin startup -yrityksiä. Tavanomaiset sijoittajat ovat suuria institutionaalisia sijoittajia, joilla on varaa sijoittaa hyvin riskisiin kohteisiin pieni prosentti varoistaan.

Startupeissa ja muissa aloittelevissa yrityksissä riskit epäonnistua ovat suuret. Tästä syystä institutionaaliset sijoittajat odottavat noin 25–35 % vuosituottoa sijoituksilleen. (Zider 1998, 131–139.) Läheinen termi VC:lle on enkelisijoittajat. Erona kuitenkin on, että enkelisijoittajat sijoittavat omia varojaan, eivätkä kerää niitä muilta esimerkiksi rahastojen kautta. (Metrick ym. 2007, 17–29.)

Venture Capital -markkinat ovat olleet viimeisinä vuosikymmeninä merkittävässä kasvussa. Teknologiamurroksen ansiosta startupien perustaminen on ollut entistä helpompaa ja kysyntä VC-rahastojen rahoitukselle on ollut valtavassa kasvussa. Kuviosta 3 näkee VC-rahoituksen räjähdysmäisen kasvun vuosien 1990–2000 välillä. Rahoitus kasvoi noin 10 miljardista 70 miljardiin. Syynä tähän oli teknologiakupla sekä sääntelyn väheneminen, minkä ansiosta entistä enemmän julkisin varoin tehtyjä sijoituksia kanavoitui VC:hen. Kuviosta on mielenkiintoista havaita, miten suurin osa USA:n VC-rahoituksesta keskittyi Kaliforniaan. Kalifornian Piilaakso toimikin teknologiamurroksen aikaan päänäyttämönä monelle kasvavalle teknologia startupille. Ennen teknologiamarkkinoiden kehitystä VC-markkinat olivat lähes olemattomat. (Lerner ym. 2011, 445–477.)



Kuvio 3. Venture Capital -rahastojen varainkeruun kehittyminen kvartaaleittain Kaliforniassa ja Yhdysvalloissa (Garosi ym. 2021)

Teknologiakuplan puhjettua varainkeruu palasi rauhallisemmalle kasvu-uralle. Teknologiakupla kuitenkin jätti merkittävän jälkensä Piilaaksoon yrityksiin ja se toimii edelleen merkittävänä startup- ja VC-markkinana. VC-markkinat ovat kokonaisuudessaan kehittyneet 2000-luvun alusta huomattavasti. Kehittymisen syinä voidaan pitää samantyyppisiä tekijöitä, jotka edesauttoivat markkinoiden kasvua myös 1990-luvulla, kuten esimerkiksi julkisin varoin tehtävien sijoitusten sääntelyn keveneminen. Tämän lisäksi myös

esimerkiksi sijoitusprosessit, luotettavan yritysdatan saatavuus ja käsittely, julkisen tiedon saatavuus ja yleinen yritysten johtaminen kehittyivät valtavasti, mikä johtikin merkittävään tuottojen kasvuun ja riskien pienenemiseen startup yrityksissä. VC-markkinoille syntyi kierre rahoituksen kasvun, yritysten kehityksen ja korkeiden tuottojen välillä, koska moni sijoittaja halusi mukaan startup toimintaan. (Lerner ym. 2011, 445–477.)

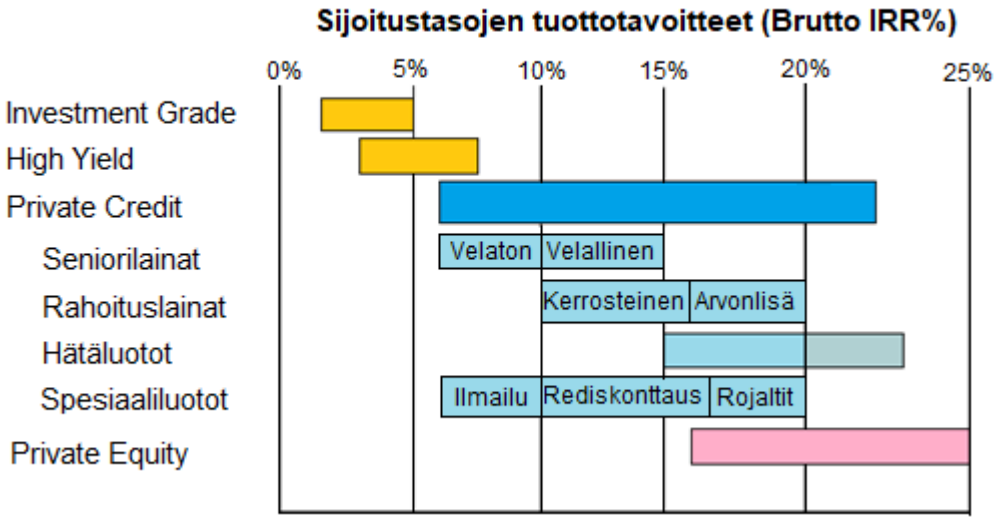
VC-sijoitukset tehdään aina suoraan kohdeyrityksiin. Rahastojen rahastot voivat sijoittaa PE:n tavoin kohdeyrityksiin VC-rahastojen kautta. PE-FoF harvoin sijoittaa sekä PE-kohderahastoihin että VC-kohderahastoihin. PE- ja VC-kohderahastoilla on hyvin eri riskiprofiili, joten FoF:in on ensinnäkin vaikea tasapainotella portfolioriskiään näiden erityyppisten kohderahastojen välillä. Toisekseen FoF:ia on hankalampi markkinoida sijoittajille, koska sillä ei ole täysin selvää fokusryhmää sijoituksilleen vaan FoF yrittää mahduttaa portfolioonsa hieman kaikkia eri instrumentteja. Sijoittajille on helpompi viestittää selvä FoF:in sijoitussuunnitelma. Kohdeyritykset ovat poikkeuksia lukuun ottamatta aina yksityisesti omistettuja, koska ne ovat vasta toimintansa aloittaneita. Sijoittaja usein toimii kohdeyrityksessä aktiivisesti konsulttina ja monitoroi portfolioyritystensä toimintaa vaikkei hän lunastaisikaan enemmistöosuutta. Kohdeyrityksille on ensiarvoisen tärkeää saada neuvoja ja ohjausta toiminnalleen kokeneelta managerilta. Yleensä kohdeyritykseen jää kuitenkin liiketoimintaa johtamaan aiemminkin olleet avainhenkilöt. Avainhenkilöillä on vahva tietämys ja osaaminen kohdeyrityksen toimialasta sekä usein merkittävä omistus kohdeyrityksestä. VC-rahastot voidaan nähdä enemmän neuvoantavina pankkeina kohdeyrityksille kuin johtavana omistajana. VC-rahastojen GP:t usein myös sitoutuvat suuremmalla prosenttiosuudella rahastoonsa kuin PE:ssä. VC-rahastojen riskisyyden takia GP:llä on suurempi tarve signaloida luottamustaan sijoitustoimintaansa kuin PE-rahastoissa. Suurimmat tuotot VC-rahastot saavat rahastojen hallinnointi- ja tulospalkkioista. (Metrick ym. 2007, 17–29.)

2.2.3 Private credit

Private Credit eli ”PC” voidaan nähdä pääomasijoittamisen kolmantena päähaarana. PC:ssä ei tehdä suoria kohdeyrityssijoituksia, vaan sijoittaminen tapahtuu lainanantona kohdeyrityksiin. Rahastojen sijoitustuotto syntyy lainoille perinteiseen tapaan lainojen koroista. Kohdeyritysten lainanannon riskiluokitus ja tuotto-odotus riippuu PC-rahaston sijoitusstrategiasta. PC-rahastojen odotetaan kuitenkin tuottavan enemmän kuin

perinteiset julkiset lainarahastot kuten esimerkiksi ”Investment Grade” tai ”High Yield” -korkorahastot. (Combe 2020.)

Sijoitusstrategiat jaotellaan yleensä kahteen pääluokkaan: pääomaa turvaaviin tai tuottoa maksimoiviin strategioihin. Pääomaa turvaavassa strategiassa sijoituksia tehdään pienen riskiluokituksen omaaviin yrityksiin tai rahastoihin. Tämän tyyppisiä sijoituksia ovat esimerkiksi kuviossa 4 olevat seniorilainat ja rahoitusluotot. Tavoitteena sijoituksille ei niinkään ole tavoitella korkeaa lainatuottoa. Tärkein tavoite rahastoilla on säilyttää pääoman arvo ja saavuttaa sijoittajille ”luvattu” tuotto. Rahastot pyrkivät sananmukaisesti turvaamaan pääoman arvon säilymisen esimerkiksi inflaatiolta tai markkinashokeilta. Sijoittajina rahastoissa toimii usein suuria instituutiota, joiden vakavaraisuussäännökset ohjaavat riskinottoa ja rajoittava liian riskipitoisten sijoitusten hankinnan. Pääomaa turvaavat rahastot arvioivat sijoitusprosessissaan lainojen laiminlyönti- ja onnistumistodennäköisyyksiä ja tämän pohjalta tekevät sijoituksia. Portfolio sisältää usein suuren määrän lainoja erilaisiin yrityksiin ja markkinoihin. Portfolion ylihajautuksella ja vastapositiolla tavoitellaan portfoliolla mahdollisimman pientä volatiliteettia ja yksittäisten sijoitusten epäsystemaattista riskiä. Yllättäviä tuottoja tai tappioita ei hajautuksen takia näissä rahastoissa synny juuri koskaan. Private Creditin pääomaa turvaavia luokkia voi verrata yleisiin korkoluokkiin Investment Grade ja High Yield. (Trabocco 2017.)



Kuvio 4. Tuottotavoitteet korkorahastoluokittain (Trabocco 2017)

Tuoton maksimoivat strategiat ovat riskisempiä kuin pääomaa turvaavat, jolloin tuottoodotus kasvaa. Sijoituskohteina ovat esimerkiksi likviditeettiongelmissa olevat yritykset

tai riskipitoiset sijoitusrahastot. Kuviossa 4 maksimoivia strategioita ovat hätäluotot ja spesiaaliluotot. Sijoitusten tuotto syntyy pääasiallisesti myös lainojen koroista, mutta myös itse lainan arvon odotetaan tietyissä tilanteissa nousevan. Kahden edellä esitellyn strategian lisäksi osa PC-rahastoista on kehittänyt niin sanotun opportunistisen strategian. Tällöin lainanantoja tehdään kaikissa kuvion 4 sijoitusluokissa välittämättä sijoituksen riskisyydestä. Opportunistinen strategia etsii ylituottoja omaavia lainoja jokaisesta sijoitusluokasta riskiin verrattuna. Keskimäärin portfolio opportunistisessa strategiassa painottuu kuitenkin enemmän riskisempiin ja vähemmän yleisiin lainakohteisiin. Näiden kohteiden markkinat ovat usein saturoituneet, jolloin väärinhinnoittelua lainakohteiden sisällä syntyy useammin kuin pieniriskisissä kohteissa. Opportunistista strategiaa hyödyntävät rahastot ei useinkaan pysty rahaston alkuvaiheessa kertomaan, mitä absoluuttista tuottoa se tavoittelee. Sijoituskohteet vaihtelevat sijoitusperiodin sisällä huomattavasti verrattuna esimerkiksi pääomaa turvaaviin PC-rahastoihin, joten absoluuttista tuottoa ei alkuvaiheessa pysty määrittämään. Tämän lisäksi PC-rahastot saattavat käyttää niche-strategiaa, jossa sijoitetaan ainoastaan harvinaisiin lainaluokkiin, kuten esimerkiksi musiikkirojalteihin. Tämän tyyliset PC-rahastot ovat kuitenkin hyvin harvinaisia. PC luokitellaan pienempi riskiseksi ja tuottoisaksi kuin PE. (Trabocco 2017.)

2.3 PE-markkinoiden historia ja kehittyminen

2.3.1 Yhdysvaltojen kasvu

Private Equity lähti kehittymään Pohjois-Amerikassa ennen toista maailmansotaa. 1900-luvun alussa rahoitus tapahtui enimmäkseen varakkaiden sukujen, kuten esimerkiksi Vanderbilts tai Rockefellers, toimesta. Tuon ajan rahoittajia voisi verrata nykypäivän enkelisijoittajiin. Melko pian huomattiin, että yksityishenkilöiden lainananto ei ollut tehokkain keino kanavoida varakkaiden sukujen varoja, joten näillä varoilla perustettiin vuonna 1946 ensimmäiset PE-sijoitusyritykset. Toiminta oli tällöin kuitenkin hyvin epäjärjestelmällistä ja sijoitusyritysten tarkoituksena oli ainoastaan ostaa osuuksia kohdeyrityksistä. Ensimmäinen varsinainen menestystarina oli vuonna 1957, kun American Research & Development Corporation (ARDC) sijoitti 70 000 dollaria Digital Equipment Corporationiin (DEC). ARDC lunasti noin 70 % yrityksestä. ARDC oli ensimmäisiä PE-yrityksiä, jotka aktiivisesti vaikuttivat ja kehittivät kohdeyritystensä liiketoimintaa, mikä ei ollut ollenkaan tavanomaista tuohon aikaan. Kymmenen vuoden kuluttua ostohetkestä DEC listautui Yhdysvaltojen pörssin yli 355 miljoonan dollarin arvolla. Tästä kaupasta voidaan

katsoa alkaneen kasvanut mielenkiinto PE-markkinoita kohtaan ja PE-markkinoiden merkittävä kasvu. (Talmor ym. 2011, 7–60.)

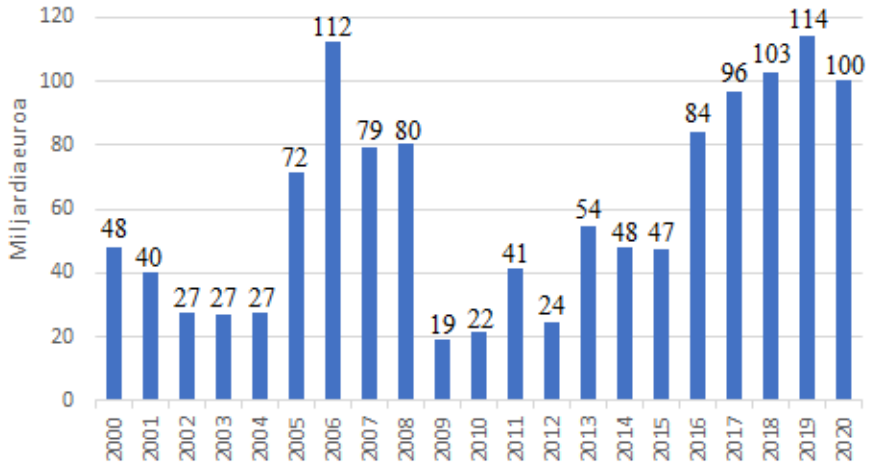
Seuraava tärkeä hetki oli vuonna 1958 Yhdysvaltojen lupa lisensoida virallisia PE-yrityksiä. Tämän johdosta sijoitustoiminnasta tuli laillista ja järjestelmällistä. Lisensointi tarkoitti myös, että PE-yritykset pystyivat rahoittamaan kohdeyritysten ostoja ja toimintaa lainarahalla. Tämän ansiosta LBO-strategia yleistyi. 1970-luvulla Yhdysvallat vähensi huomattavasti PE-yritysten tuottojen verotusta ja myöhemmin samalla vuosikymmenellä eläkeyhtiöillä annettiin lupa sijoittaa rahastojen kautta kohdeyrityksiin. Nämä tapahtumat kasvattivat edelleen PE:n suosioita Yhdysvalloissa, mutta kokonaisuutena liiketoiminta oli vielä pientä. Vasta 1980-luvulla PE kasvoi merkittäviin mittoihin ja herätti yleistä huomiota finanssimaailmassa. Vastaanotto oli kuitenkin todella huonoa LBO:n luonteen takia. PE:tä pidettiin todella riskillisenä sijoituksena, joka vihamielisesti valtaa pieniä yrityksiä suurella velkavivulla. Esimerkkinä otsikoihin nousi nykyäänkin kuuluisan PE-yrityksen KKR:n sijoitus vuonna 1986, jossa se lunasti kohdeyrityksen 4,8 miljardilla dollarilla. Tästä määrästä 97 % oli lainattua rahaa pankeilta. (Talmor ym. 2011, 7–60.)

2000-luvulla Yhdysvaltojen PE-markkinat ovat maailman suurimmat. Vuoden 2021 amerikkalaisten PE-yrityskauppojen yhteenlaskettu arvo oli noin 520 miljardia dollaria. Euroopassa yrityskauppojen arvo oli noin 380 miljardia dollaria ja Aasiassa noin 300 miljardia dollaria. Yrityskauppojen koko ja määrä on tasaisesti kasvanut 1980-luvulta lähtien. Vuonna 2020 CoVid-pandemian aikaan yrityskauppojen määrät laskivat kaikilla PE-markkinoilla radikaalisti. Markkinoiden palautuminen oli kuitenkin nopeaa ja esimerkiksi Yhdysvalloissa päästiin jo viiden vuoden keskiarvolle, joka oli noin 4000 yrityskauppaa vuodessa. PE-markkinoiden kehityssuunta on Yhdysvalloissa edelleen hyvä, mutta muut markkinat, kuten esimerkiksi Eurooppa ja Aasia, ovat ottaneet merkittäviä harppauksia PE-markkinoilla ja lähdes saavuttaneet Yhdysvaltojen PE-markkinoiden kokoluokan. Yhdysvaltojen PE-markkinat eivät ole onnistuneet houkuttelemaan yhtä paljon ulkomaisia sijoittajia kuin Euroopan markkinat. Kohdeyritykset ovat usein amerikkalaisia, eikä niiden välillä ole yhtä suuria eroja kuin esimerkiksi eurooppalaisilla yhtiöillä. Muiden PE-markkinoiden houkuttelevuus muun muassa edellä mainitusta syystä on katsottu olevan syy siihen, miksi Amerikan PE-markkinoiden vetovoima on hiipunut. Toinen syy sijoittajien mielenkiinnon vähentymiselle on se, että Amerikan markkinoilla toimivat PE-

yritykset ovat toimineet markkinoilla jo vuosikymmeniä. Esimerkiksi aiemmassa kappaleessa mainittu KKR on tällä hetkellä yksi suurimmista Yhdysvaltalaisista PE-sijoitusyrityksistä. Koska amerikkalaiset sijoitusyritykset ovat vakiinnuttaneet asemansa Yhdysvaltojen PE-markkinoilla ja jopa kasvaneet ”liian suuriksi”, ei rahastojen välillä ole yhtä kovaa kilpailua kuin muilla ulkomaisilla PE-markkinoilla. Isojen, perinteikkäiden sijoitusyritysten ei tarvitse kilpailla paikasta Yhdysvaltojen PE-markkinoilla. Sijoittajat ovat siirtyneet ulkomaisille PE-markkinoille, joiden rahastot yrittävät selvästi erottua kilpailijoista tuottamalla lisäarvoa erilaisilla kilpailuedulla. (Burack ym. 2022.)

2.3.2 Private Equity Euroopassa

Eurooppaan PE-markkinat rantautuivat Amerikan jälkeen. Merkittävimmät asiat PE:n yleistymiseen Euroopassa olivat Euroopan Unionin perustaminen ja yhteinen valuutta. Yhteisen valuutan ansiosta pankkien ja sijoittajien lainanantokyky parani. Yritysten arvostuksia pystyttiin luotettavammin vertailemaan keskenään, mikä tarjosi sijoittajille tehokkaampia ja tuottoisampia sijoituskohteita kuin aiemmin. Yritystasolla PE-markkinoiden kasvun vaikuttavana tekijänä nähtiin teknologiayritysten räjähdysmäinen kasvu 1990-luvulla. Nämä yritykset tarvitsivat huomattavia määriä rahoitusta kasvunsa mahdollistamiseen. Tämän ansiosta sijoittajien sijoitusmahdollisuudet kasvoivat. Teknologiakuplan puhkeaminen 2000-luvun alussa vähensi kaupankäynti- ja varainkeruuvolyymia PE-markkinoilla huomattavasti. (European Central Bank 2005.)Volyymitaso vakiin-

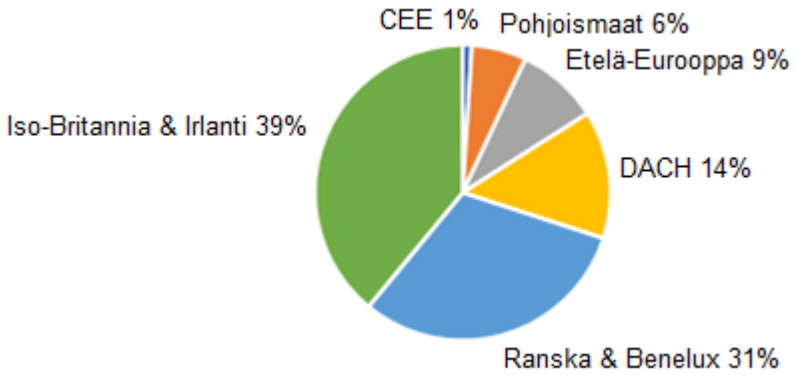


Kuvio 5. Eurooppalaisten PE-rahastojen vuosittainen varainkeruu (Kraemer-Eis ym. 2016, 1–40)

tui kuitenkin merkittävästi korkeammalle, kuin mitä se oli aiemmin historiassa ollut

(European Central Bank 2005). Vuoden 2004 jälkeen PE-markkinoiden varainkeruu- ja investointivolyymit kasvoivat huomattavasti. Finanssikriisiä edeltävinä vuosina uusia rahastoja perustettiin huomattava määrä, joten myös varainkeruu kokonaisuudessaan kasvoi. Finanssikriisin jälkeen Euroopan PE-markkinoiden varainkeruu vakiintui keskimäärin samalle tasolle verrattuna 2000-luvun alkuun. Vuoteen 2020 mennessä Euroopan PE-markkinoiden koko oli yhteensä noin satakertaistunut vuodesta 2004 ja kasvun kulmakerroin on ollut saman suuruinen kuin vuosina 1995–2000. Osasyynä tähän on tasainen varainkeruun tahti. (Statista 2022.)

Nykyaikana PE-markkinat Euroopassa jaotellaan kuuteen eri maantieteelliseen osaan. Pohjois-, Itä-, ja Etelä-Eurooppa luovat omat selkeät alueensa. Keski-Eurooppa on jaettu kahteen osaan. Toinen näistä on Saksa, Sveitsi ja Itävalta eli ”DACH” ja toinen Belgia, Hollanti ja Luxemburg eli ”Benelux”. Useimmissa kaavioissa Ranska nähdään myös osana Beneluxia. Iso-Britannia ja Irlanti luovat viimeisen alueen. Tarkasteltaessa alueita investointien arvon perusteella, suurimmat alueet vuonna 2020 olivat Benelux ja Iso-Britannia. Yhdessä nämä ovat noin 70 % koko Euroopan PE-markkinoista. Selittävä tekijä tälle on näiden alueiden lainsäädäntö, kulttuuri ja historia. Lainsäädännöllisesti ja varsinkin verotuksellisesti Benelux ja Iso-Britannia ovat PE-sijoituksille parhaita markkinoita toimia Euroopassa. Esimerkiksi Hollannissa yleinen läpivirtaus-malli rahastossa minimoi sijoittajien kaksinkertaisen verotuksen. Kulttuurillisesti ja historiallisesti tarkasteltuna Benelux ja Iso-Britannia ovat aina toiminett PE-markkinoiden keskipisteinä. Näille alueille on kerääntynyt paljon pienyrityksiä, jotka suuri yksittäinen sijoittaja on samanaikaisesti myöhemmin ostanut. Pitkän toiminnan ansiosta myös sijoituskulttuuri on muuttunut näillä alueilla ja esimerkiksi isolla velkavivulla toimiminen on tullut yleiseksi toimintatavaksi. (Statista 2022.)

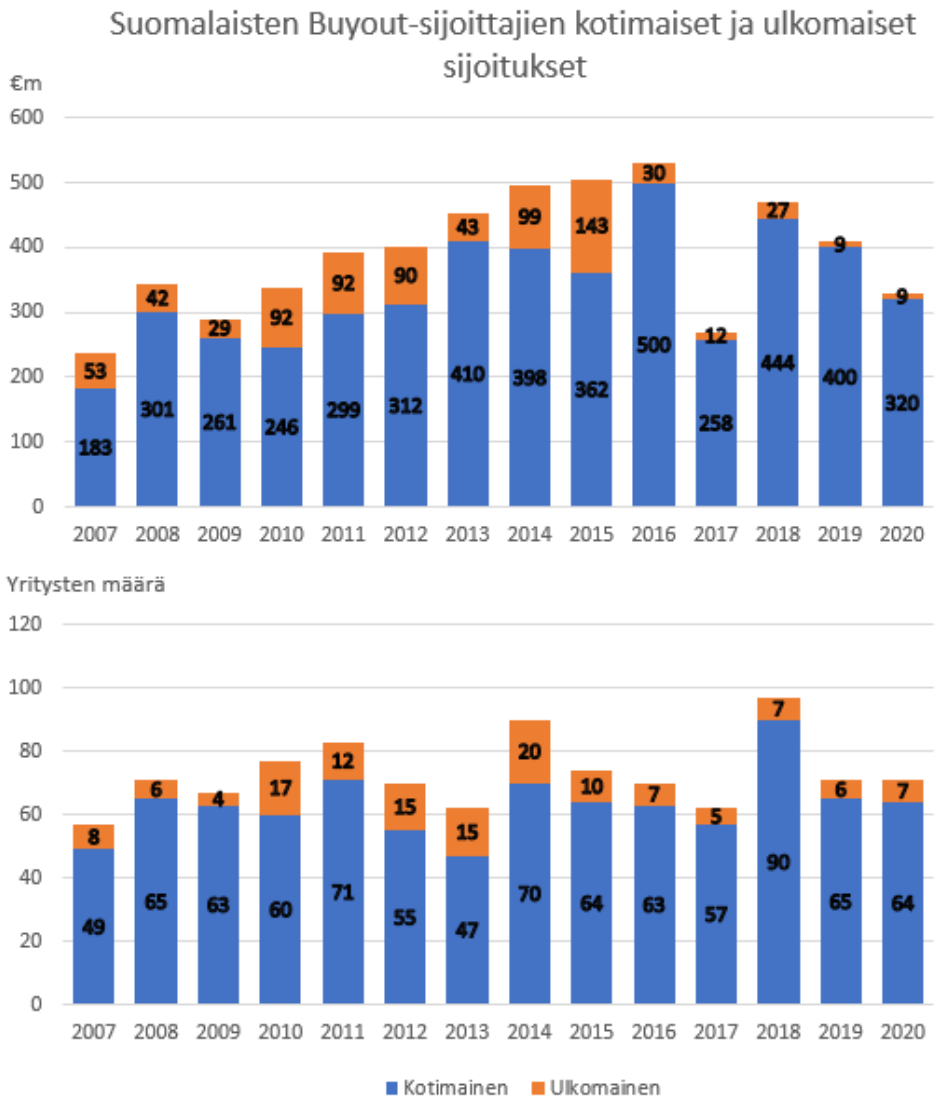


Kuvio 6. Eurooppalaiset PE-markkina-alueet kokonaisarvon perusteella (Statista 2022)

DACHin alueella sijoituskohteita on marginaalisesti verrattuna esimerkiksi Beneluxiin ja Iso-Britanniaan. Tämän vuoksi DACHin PE-markkinaosuus ei ole merkittävässä roolissa PE-markkinoiden kokonaisarvoa tarkasteltaessa. Varallisesti DACHin alueelta tulee kuitenkin todella paljon PE-sijoittajia, jotka ovat sijoittaneet esimerkiksi Beneluxin yrityksiin. Selkeästi pienin alue on Itä-Eurooppa, kuviossa 6 oleva CEE. Pohjoismaiden PE-markkinat ovat kasvaneet tasaisesti viime vuosina, kun taas Etelä-Euroopan markkinat ovat pienentyneet. Kehityksen jatkuessa samanlaisena, on todennäköistä, että Pohjoismaiden markkinoiden koko ohittaa Etelä-Euroopan tulevaisuudessa. (Statista 2022.)

Suomessa PE-markkinat ovat pysyneet vakaina melko pitkään. Viimeisen kymmenen vuoden ajan uudet rahastot ovat keränneet keskimäärin noin 500 miljoonaa euroa vuosittain. Aikavälillä 2017–2020 keskiarvoa saatiin kasvatettua lähemmäs 600 miljoonaa euroa, mutta koronapandemia pysäytti kasvun. Pandemian takia PE-rahastojen sijoitusmahdollisuudet vähenivät, mikä johti uusien rahastojen perustamisten lykkääntymiseen. Tarvetta varainkeruille ei ollut, koska uusia rahastoja ei perustettu yhtä paljon kuin ennen. (Finnish Venture Capital Association (FVCA) 2021.)

Sijoitusten arvot ovat Suomessa kasvaneet tasaisesti vuosien 2007–2016 välillä. Kasvun nähdään olevan absoluuttista yritysten arvon kasvattamista, koska yritysten määrä vuosittain on pysynyt lähes samana. Kokonaisarvo ei siis ole kasvanut uusien rahastojen perustamisten ja lisääntyneiden kohdeyritysten ansiosta, koska vanhoista rahastoista myydään kohdeyrityksiä samalla suhteella. (FVCA 2021.)



Kuvio 7. Suomalaisten sijoittajien ulko- ja kotimaiset kohdeyrityssijoitukset arvon ja määrän perusteella (FVCA 2021)

Vuosien 2007–2016 välillä myös yritysten ostohetken arvostukset kuitenkin kasvoivat ja yksittäisten sijoitusten arvo kaksinkertaistui. Tästä voidaan päätellä, että todellisuudessa arvonnousu ei johtunut suoranaisesti rahastojen kyvystä edistää portfolioyritysten liiketoimintaa paremmin kuin aiemmin, vaan arvonnousu tosiasiallisesti johtui ostohintojen kasvusta. Vuosina 2017–2020 ostohinnat palautuivat vuosien 2007–2012 tasolle ja tämä näkyi myös kokonaisarvossa. (FVCA 2021.) Merkittävimpänä toimijana Pohjoismaiden PE-markkinoilla voidaan pitää ruotsalaista EQT AB -yritystä. (Maddy 2011.) EQT on ollut sijoittajana monessa suomalaisessa yrityksessä, kuten esimerkiksi Terveystalo, Wolt sekä Musti ja Mirri. (EQT 2022.) Suomalaisia menestyksekkäitä FoF-toimijoita ovat esimerkiksi Evli, Tesi ja eQ. (Suomen Pankki 2022.)

2.4 Tuoton määrittäminen

2.4.1 Sisäinen korkokanta

Yleisimmät tavat määrittää tuottoa PE:ssä ovat sisäinen korkokanta eli ”IRR”, DPI ja TVPI. Kuten luvuissa 2.1 ja 2.2.1 kerrottiin, kuuluu lainarahan käyttö kohderahastosijoituksia tehtäessä merkittävällä tavalla PE-rahastojen sijoitusstrategiaan. Rahastot käyttävät aluksi mieluummin lainavaroja kuin sijoittajilta kutsuttavia varoja sijoituksien tekoon, jolloin rahaston sisäinen korkokanta eli IRR on korkeampi. Hallinnointipalkkioiden ja perustamiskulujen takia rahaston arvo sijoittajan näkökulmasta saattaa rahaston aloitusvaiheessa olla negatiivinen. Sama asia toistuu myös kohderahastoissa, joten FoF:in sijoitusten arvo saattaa myös alkuvaiheessa olla negatiivinen. (Phalippou 2008.) Tämä on kuitenkin harvinaista, koska rahastot yrittävät välttää tämänkaltaista tilannetta. Negatiivisen arvon esittäminen ei ole rahastolle mielekästä, koska se antaa huonon vaikutelman sijoittajalle. (Diller ym. 2009, 19–27.) Sijoittajien suljettu rahaliikenne PE:ssä kutsujen ja palautusten muodossa eroaa merkittävästi perinteisten sijoitusten avoimesta rahaliikenteestä. Tästä syystä perinteiset arvonmääritysmallit kuten esimerkiksi tuottoarvo- tai substanssiarvolaskenta eivät ole kovin toimivia PE-arvonmäärityksessä. Tärkeämpää sijoittajalle on tietää, miten paljon hänen sijoittamansa rahat ovat tietyllä aikavälillä absoluuttisesti tuottaneet ja miten paljon ne tulevat tuottamaan. Rahaston vanhetessa ajankohtaiseksi tarkastelun kohteeksi tulee palautusten ja portfoliossa jäljellä olevien sijoitusten arvo. (Meyer ym. 2005.)

Koska sijoittajaa kiinnostaa hänen sijoittamiensa rahojen tuotto tietyllä aikavälillä, on sijoituksen nettonykyarvon ja sisäisen korkokannan laskeminen varsin oivallinen keino ilmoittaa tuottoa PE-rahastoissa. PE:ssä ominaista on rahaston rahavirtojen, eli kutsujen ja palautusten jaksottaminen. Rahastoilla on mahdollisuus vaikuttaa sisäiseen korkokantaan pääomakutsujen ja palautusten ajoitusten pohjalta. IRR kertoo, millä diskonttokorolla investoinnin ja siitä saatavien tulevien rahavirtojen arvo on nolla eli mikä on sijoituksen nettonykyarvo tietyllä diskonttokorolla. Laskentakaava nettonykyarvolle on kuviossa 8. IRR esitellään prosenttilukuna. (Meyer ym. 2005.)

$$0 = Nettonykyarvo = \sum_{i=0}^{N} \frac{Rahavirtaerä_i}{(1 + \boldsymbol{sis.korko})^i}$$

Kuvio 8. Nettonykyarvon laskentakaava (Fisher 1907)

PE-rahastoissa tyypillistä on kutsua varoja sijoittajalta monessa osassa. Palautukset tapahtuvat usein samalla periaatteella, eli sijoitettua pääomaa ei palauteta yhdellä kertaa, vaan tämäkin jaksotetaan pitkälle aikavälille. Tällöin rahastossa tapahtuu useita negatiivisia ja positiivisia rahavirtoja, jotka pystytään asettamaan kaavan rahavirtaeriksi. Rahastot laskevat IRR:ä hyväksikäyttäen, miten suuren sisäinen korkokannan rahasto on pystynyt sijoittajilleen luomaan. Mitä korkeampi IRR on, sitä tehokkaammin rahasto on pystynyt kierrättämään ja tuottamaan voittoa sijoittajien varoilla. Tästä päästäänkin johdannossa esiteltyyn pääomakutsujen ajoittamiseen ja tililimiittien käyttöön. Mitä vähemmän ja mitä myöhemmin sijoittajalta pystytään kutsumaan varoja tai mitä nopeammin sijoittajalle pystytään palauttamaan varoja, sitä enemmän pystytään vaikuttamaan kaavan N:ään ja jakajan potenssiin. Korkeammalla IRR:llä sijoittaja saa omasta näkökulmastaan varoilleen parempaa ja tehokkaampaa vastinetta. (Meyer ym. 2005.)

IRR-kerroin ja sen keinotekoinen kasvattaminen on myös saanut kritiikkiä niin varainhoitajilta, kuin myös tutkijoilta. Pelkästään kerrointa katsomalla ei pysty havaitsemaan absoluuttista rahaston tuottoa. Sijoittaja ei myöskään pysty havaitsemaan, minkälaisia toimia IRR:n kasvattamiseksi on tehty ja minkälaisia riskejä siihen on liittynyt. (Larocque ym. 2021.) Hyvänä esimerkkinä voidaan ottaa tilanne, jossa kohderahasto käyttää huomattavaa velkavipua ensimmäiset kolme vuotta kutsumatta sijoittajilta varoja ollenkaan. Likviditeettivajeen syntyessä äkillisesti joutuu kohderahasto kutsumaan sijoittajiltaan epänormaalin suuria määriä varoja lyhyessä ajassa, kuten esimerkiksi 50 % sijoittajan sitoumuksesta. Tämä asettaa sijoittajat hyvin vaikeaan asemaan, koska he joutuvat vastaavaan tilanteeseen oman likviditeettinsä suhteen. Pääomakutsut ovat keskimäärin noin 10–20 % sitoumuksesta vuosittain, joten epänormaalin suuri kutsu aiheuttaa ongelmia jokaisessa sijoitusketjun rahastossa. Jos tilanne saadaan selvitettyä, näyttää rahaston IRR hyvältä ja tätä pystytään hyödyntämään uusia rahastoja markkinoidessa. Tämä ei ole kuitenkaan ollut optimaalinen tilanne kenellekään. Larocquen (2021) tutkimuksissa todettiin samantyyppinen tapahtumasarja. Tutkimuksessa käsiteltiin noin 7000 rahastoa.

Päähavaintoina tutkimuksessa oli, että yli 3500 rahastossa IRR:iä oli manipuloitu sijoittajaraporteissa ajoittamalla kassavirtaa kvartaalin loppupuolelle ja vuodenvaihteisiin. Tällä raporttien ”hienosäädöllä” oli myös tutkimusten mukaan merkittävä vaikutus tulevien rahastojen varainkeruuseen. (Larocque ym. 2021.)

2.4.2 DPI, RVPI ja TVPI

”Distribution to Paid In Capital” eli DPI:lle ei ole tarkkaa suomennusta, mutta vapaasti suomennettuna se tarkoittaa takaisin jaettua määrää maksetusta. Eli kuinka paljon sijoittajalle on maksettu palautuksina verrattuna hänen sijoittamaansa määrään. ”Residual Value to Paid In ” eli RVPI tarkoittaa arvoa, joka rahaston sijoituksilla on jäljellä jaettuna sijoitetulle pääomalle. Näiden yhdistelmänä saadaan ”Total Value to Paid In ” eli TVPI, tarkoittaa kokonaisarvoa eli palautukset lisättynä sijoitusten arvolla jaettuna sijoitettu määrä. Nämä arvot kertovat sijoittajalle absoluuttisesti, miten paljon varoja hän on saanut takaisin maksetusta määrästä tai miten paljon arvoa on vielä jäljellä. (Albers-Schoenberg 2019.)

$$DPI = \frac{Palautettu\ määrä}{Kutsuttu\ pääoma} \quad RVPI = \frac{Sijoitusten\ nykyarvo}{Kutsuttu\ pääoma}$$

$$TVPI = \frac{Palautettu\ määrä + sijoitusten\ nykyarvo}{Kutsuttu\ pääoma}$$

Kuvio 9. Yleisimmät tuoton laskentakaavat PE-rahastoissa (Albers-Schoenberg 2019)

DPI ei ota huomioon sijoitusten arvoja, vaan se näyttää ainoastaan sijoittajan ja rahaston väliset rahavirrat. DPI kuvastaa kaikki rahavirtoja sijoittajan ja rahaston välillä, mukaan lukien esimerkiksi hallinnointi- ja tuottopalkkioiden maksut. (ILPA 2022.) DPI:n käyttö on tehokkainta rahaston loppuvaiheessa, kun rahastolla ei ole enää sijoituksia jäljellä ja kaikki varat rahastosta on palautettu sijoittajille. RVPI taas ei ota huomioon palautuksia ollenkaan. Siinä käytetään ainoastaan sijoitusten nykyarvoa, joten tästä sijoittaja voi päätellä tulevaisuudessa saatavien palautusten määrän. TVPI yhdistelee kummatkin elementit edellä mainituista ja näyttää sijoittajalle koko rahaston historiallisen ja odotetun tuoton yhdistettynä. Tulokset ilmoitetaan usein desimaalilukuina. (Albers-Schoenberg 2019.)

DPI on rahaston alkuvaiheessa usein alle 1, koska kohderahastot vasta sijoittavat kohdeyrityksiin. Tällöin kohderahastot kutsuvat rahaa sijoituksiin, eivätkä todennäköisesti vielä myy kohdeyrityksiään. Tästä syystä rahaston alkuvaiheessa DPI:n käyttö tuoton tarkastelussa ei ole mielekästä. (Cobalt LP 2018.) Toinen tilanne, jossa DPI:n käyttö ei ole suositeltavaa on tilanne, jossa rahasto ei ole onnistunut sijoittamaan kaikkia kutsumiaan varoja ja palauttaa nämä ”ylikutsutut” varat takaisin sijoittajille. Tämä rahaliikenne on turhaa, eikä ole millään tavalla liitännäinen rahaston tuottoon. Rahastojen rahaston ja kohderahastojen ikääntyessä kohdeyrityksiä myydään enemmän kuin niiden alkuvaiheessa ja näin kohderahastot pystyvät palauttamaan varoja sijoittajilleen. Tällöin myös rahastojen rahastolla on mahdollisuus palauttaa kohderahastoilta saatuja varoja sijoittajilleen. Tämä kasvattaa rahaston DPI:n arvoa. Tavoitteena rahastolla on, että rahaston lopettaessa toimintansa on DPI yli yhden. Tämä tarkoittaa, että enemmän rahaa on palautettu sijoittajille kuin on kutsuttu kokonaisuudessa rahastoon. (Albers-Schoenberg 2019.)

RVPI on vastakohta DPI:lle. Se ei ota millään tavalla huomioon palautettuja varoja, vaan esittelee ainoastaan sijoitusten arvon suhteen kutsuttuun pääomaan. (ILPA 2022.) RVPI kasvaa huomattavasti rahaston alku- ja keskivaiheilla. Kohderahastot tekevät rahaston alkuvaiheessa useimmat kohdeyrityssijoitukset ja rahaston keskivaiheilla kasvattavat näiden yritysten arvoa. Tästä syystä RVPI:n käyttö on optimaalisinta rahaston alku- ja keskivaiheilla, ennen merkittäviä kohdeyritysten myyntejä ja palautuksia. Tällöin RVPI kuvastaa parhaiten sijoitusten arvoa suhteessa kutsuttuun pääomaan. RVPI on myös yleisesti tarkasteltu kerroin, kun rahasto haluaa ostaa osuuden jo käynnissä olevasta rahastosta eli suorittaa jälkimarkkina oston. (ICSTD 2021.)

Sijoitusten todellista nykyarvoa on kuitenkin RVPI:ssä usein hankala määritellä ja kaavassa joudutaankin tyytymään laskennalliseen nykyarvoon. Laskennallinen nykyarvo on usein liian pieni ja virheellinen verrattuna sijoitusten todelliseen myyntihetken arvostukseen varsinkin rahastojen alkuvaiheessa. Tämä johtuu siitä, että kohdeyritykset keskimäärin myydään korkeampaan hintaan, kuin mitä niiden arvostus myyntihetkellä on. Myyntihetkellä laskennalliseen nykyarvoon lisätään usein preemiota. Tätä ei pystytä tarkasti arvioimaan rahaston alkuvaiheessa, vaan vasta kohdeyrityksen myyntivaiheessa. RVPI ei siis pysty täysin kertomaan, mikä on kohderahaston arvostus ja kuinka paljon kohderahastosta tullaan tulevaisuudessa saamaan palautuksia. Tavoitteena rahastolla on saada RVPI yli yhden, mikä tarkoittaa, että sijoitusten eli kohderahastojen arvo on enemmän

kuin sijoitettu pääoma. Tämä ei kuitenkaan aina toteudu, riippuen kohdeyritysten osto- sekä myyntihetkien ajoittamisesta. (Albers-Schoenberg 2019.)

TVPI yhdistää DPI:n ja RVPI:n, jolloin sijoittaja pystyy aina seuraamaan sen hetkistä tilannetta kokonaisuutena. Sijoittaja pystyy tarkastelemaan TVPI:llä, kuinka paljon rahasto on palauttanut ja kuinka paljon sijoituksilla on vielä arvoa jäljellä. Tavoitteena TVPI:lle on olla aina yli yhden, mutta rahastojen alkuvaiheessa se kohtaa samoja arvostusongelmia kuin RVPI. Tästä syystä TVPI:n käyttö on tarkinta rahaston loppuvaiheessa. TVPI on myös yleisesti käytetty vertailuarvo saman vuosikerran rahastojen välillä. (Robertson 2019.) Näissä kaavoissa pätee sama ajatus pääomakutsujen ajoittamisen ja palautusten kanssa kuin IRR:ssä. Mitä vähemmän sijoittajilta kutsutaan pääomaa, sitä pienempi kaavojen jakaja on ja sitä paremmalta tuottoluvut näyttävät sijoittajille. Rahaston lopettaessa toimintansa ajoittamisella ei kuitenkaan ole enää merkitystä, koska kaavat eivät ota huomioon rahaliikenteen ajanhetkiä vaan pelkästään yhteenlasketun arvon. (ICSTD 2021.)

Tärkeää on kuitenkin ymmärtää ero rahaston todellisten kerrointen ja sijoittajan välisten kerrointen välillä. Tämä ero syntyy rahaston käyttämän tililimiitin ja pääomakutsujen jaksotuksen takia, joiden vaikutusta tuottokertoimiin aiemmin esiteltiin. (Albers-Schoenberg 2019.) Toiminta voidaan nähdä hieman samantyylisenä ”hienosäätönä” tuottokertoimille, kuin kappaleessa 2.4.1 esitelty IRR-kertoimeen vaikuttaminen.

Rahastot esittelevät tuottoluvut sijoittajille useimmissa raporteissa juuri sijoittajien näkökulmasta. Sijoittajille on tärkeämpää nähdä tuottoluvut heidän sijoittamilleen pääomille kuin rahaston pääomille. Havainnollistavana esimerkkinä on tilanne, jossa rahastolla on iso tililimiitti. Rahasto tekee lainarahalla sijoituksia ja näin kasvattaa sijoitusten nykyarvoa. Rahaston ei ole tarvinnut kutsua sijoittajilta varoja eli sijoitettu pääoma on sijoittajan kannalta nolla. Rahaston sijoitettu pääoma on esimerkin tarkasteluhetkellä lainan verran ja sijoitusten arvo on niiden hankintahinta. Rahaston TVPI on 1. Sijoittajalta ei ole siis kutsuttu varoja, mutta rahastolla on arvoa. Sijoittajalle kerroin on paljon enemmän kuin yksi. IRR on sijoittajalla parempi kuin rahastolla, koska hän ei ole vielä sijoittanut pääomia rahastoon, mutta tulevaisuudessa saa palautuksia samaan aikaan kuin rahasto. Huomioitavaa esimerkissä on kuitenkin, että myös sijoittaja vastaa useimmissa tapauksissa rahaston veloista, jos rahasto ei niitä itse pysty maksamaan. Tällöin herääkin kysymys,

onko rahaston arvo sijoittajalle ainoastaan sijoitusten arvo vai sijoitusten arvo vähennettynä rahaston veloilla. Tämän esitystapa rahastoraporteissa riippuu täysin rahastojen omasta päätöksestä esittää rahaston arvo sijoittajalle. Ongelma esiintyy kuitenkin vain rahastojen perustamisvaiheessa. Myöhemmissä vaiheissa rahaliikenne sijoittajan ja rahaston välillä kasvaa, joten palautusten määrä, sijoitettu pääoma ja sijoitusten arvo tasaantuvat todellisiksi arvoiksi. (Albers-Schoenberg 2019.)

2.5 PE-rahastojen tuottohistoria

2.5.1 Tuotot Yhdysvalloissa

TVPI ja DPI ovat olleet yleisesti käytettyjä mittareita vertailtaessa PE-rahastojen tuottoja keskenään, mutta se on myös ollut pätevä mittari vertailussa listattujen markkinoiden tuottoihin. Higsonin (2012) tekemän tutkimuksen mukaan Yhdysvaltojen PE buyout -rahastot ovat vuodesta 1980 lähtien tuottaneet keskimäärin huomattavasti paremmin kuin S&P 500 indeksi. 1980–2005 vuosittainen tuottoero on ollut noin 5 % ja tästä eteenpäin vuoteen 2010 yli 8 %. Higson käytti tutkimuksissa tuotonmäärityksessä IRR-kerrointa, mutta myös muita tuottokertoimia. Näillä ei ollut merkitystä lopputulokseen. Tutkimuksessa viitataan muihin samankaltaisiin tutkimuksiin, esimerkiksi Ljungqvistin ja Richardsin tutkimukseen vuonna 2003, joiden tulokset ylituoton kanssa olivat samankaltaiset. Merkittävä havainto Higsonin tutkimuksessa oli, että rahastojen tuottokeskiarvo oli merkittävästi suurempi kuin mediaanituotto. Kuitenkin vain noin 60 % rahastoista pärjäsi yhtä hyvin kuin indeksi. Indeksiin verrattujen ylituottojen merkittävin ajuri oli yllätyksellisesti ainoastaan ylin kymmenys rahastoista. Yhteisenä tekijänä ylimmälle kymmenykselle oli rahastojen sama kokoluokka. Tulosten mukaan suuret PE buyout-rahastot pärjäsivät pieniä paremmin. Selittävänä tekijänä tässä pidettiin sitä, että isommat rahastot houkuttelevat palkkioillaan osaavampia varainhoitajia. Osaavat varainhoitajat taas tuottavat todennäköisemmin ylituottoa markkinoihin verrattuna, mikä kasvattaa sijoittajien mielenkiintoa varainhoitajan tulevaa rahastoa kohtaan. Sijoittajien kysyntä kasvattaa rahaston kokoa, mikä taas kasvattaa palkkioita ja osaavan varainhoitajan halua pysyä rahastossa. Näin sama kierre rahaston sisällä jatkuu. Mitä suurempi rahaston koko tutkimuksessa oli, sitä enemmän se vaikutti tuloksiin. Tästä syystä tutkijat olettivat isojen rahastojen olevan ylimmässä kymmenyksessä rahaston performanssin mukaan. (Higson ym. 2012.)

Kaplanin (2003, 1791–1823) tutkimuksen mukaan PE buyout-rahastot nettotuotto rahastokulujen jälkeen oli heikompi kuin S&P 500. Bruttotuotto rahastolla oli kuitenkin parempi kuin S&P 500:lla. Toinen tärkeä huomio tutkimuksessa oli, että varainhoitajan kahdella peräkkäisellä rahastolla performanssi oli suurella todennäköisyydellä sama. Varainhoitajat, jotka onnistuivat synnyttämään ylituottoa rahastossaan, todennäköisesti onnistuvat siinä myös tulevaisuudessa. Samoin nähtiin käyvän myös alituottojen kanssa. Rahastojen riskinottohalukkuus tai riskierot rahastojen strategiassa eivät vaikuttanut tulokseen. Selittävää tekijää ei tutkimuksessa täysin pystytty löytämään. Tuloksissa kuitenkin huomattiin, että huonosti menestynyt rahasto todennäköisemmin ei perustanut enää uutta rahastoa, koska se menetti sijoittajakunnan luottamusta. Tämän takia tutkimuksen data ei ollut validia vaan siinä oli hieman vinoutta. (Kaplan ym. 2003, 1791–1823.)

Jahnin (2021) mukaan vuosina 2000–2020 PE-rahastot Yhdysvalloissa ovat tuottaneet keskimäärin noin 10,5 % vuodessa. Tänä aikana indeksirahasto S&P 500 tuotti hieman alle 6 % ja Russell 2000-indeksi vähän vajaa 7 %. Tulokset ovat linjassa aiemmin esitellyn Higsonin (2012) tutkimuksen kanssa. Vuosina 2010–2020 tuottoeroissa oli kuitenkin merkittäviä muutoksia. S&P 500-indeksin keskimääräinen tuotto oli lähes 14 %, joka oli tällä aikavälillä parempi kuin PE-rahastojen. Jahn kuitenkin huomauttaa, että kaikki nämä tulokset ovat laskettuja yritysten markkina-arvoista. Koska listaamattomien markkinoiden ja listattujen markkinoiden yritysten arvonmääritys perustuu hieman eri parametreihin ja sen määrittää eri kohderyhmä, olisi vertailussa hyödyllisempää tarkastella listattujen markkinoiden yritysten kirjanpitoarvoja eikä markkina-arvoja. (Jahn 2021.)

2.5.2 Tuotot Euroopassa

Gottschalgin ym. (2003) mukaan keskimäärin tuotto eurooppalaisissa rahastojen rahastoissa on ollut historiallisesti heikompaa verrattuna yhdysvaltalaisiin rahastojen rahastoihin. Tuotto on ollut keskimäärin noin 0,6 % heikompaa ennen vuotta 2000. Viimeisen kymmenen vuoden aikana eurooppalaiset PE-rahastot ovat kuitenkin tuottaneet nettotuottona kulujen jälkeen noin 15 %. Parhaiten menestynyt ryhmä rahastoja oli keskikokoiset buyout-rahastot, jotka tuottivat jopa yli 16 %. Vertailukohtana voidaan ottaa Euroopan yksi suurimmista indekseistä ”MSCI Europe”, joka tuotti samalla aikavälillä ainoastaan hieman yli 7 %. Kasvustrategioihin keskittyvät eurooppalaiset PE-rahastot, jotka tuottivat keskimäärin 13 % hävisivät tuoton suhteen vertailukelpoisiksi koetuille VC-rahastoille. VC-rahastot tuottivat Euroopassa ja Amerikassa keskimäärin saman verran eli noin 17 %.

(Invest Europe 2020.) Euroopassa on nähtävissä samantyylinen ilmiö tuoton ja varainhoitajan kokemuksen suhteen kuin Amerikassa. Yritysten ensimmäisen ja toisen rahaston tuotto jäi PE-rahastojen keskimääräisestä tuotosta. Pitkään toimineet ja useita rahastoja perustaneet yritykset taas todennäköisemmin menestyivät keskiarvoa paremmin. (Zollo ym. 2005.)

Mielenkiintoinen huomio on, että suurin osa Euroopan PE-markkinoiden yrityskaupoista on pärjännyt paremmin kuin kilpailevat eri alueiden PE-markkinat. Eurooppalaiset PE-FoF:it ovat vasta viime vuosikymmenen aikana pystyneet kilpailemaan amerikkalaisten FoF:ien kanssa tuoton suhteen, mutta itse kohdeyrityskohtainen tuotto on aina ollut hyvä. Tämä viittaa siihen, että amerikkalaiset FoF:it ovat aiemmin historiassa onnistuneet isommilla panostuksilla toimimaan eurooppalaisilla PE-markkinoilla, näin lunastaen paikkansa tuottavista kohderahastoista. Tälle selityksenä voidaan pitää amerikkalaisen PE-markkinan nopeampaa ja aikaisempaa kehitystä, mikä johti sijoitusvolyymien kasvuun ja rohkeampaan sijoitusstrategiaan yli maantieteellisten rajojen. (Zollo ym. 2005.)

Pohjoismaissa PE-markkinoiden kauppatapahtumien ja varainkeruun määrät ja kokoluokat kasvoivat merkittävästi finanssikriisin jälkeen. Rahastojen rahastojen tuotot Euroopassa ovat kuitenkin pysyneet maltillisina ja tuotot ovat vaihdelleet 5–12 % välillä vuosina 2010–2017. Merkittävin toimijamaa pohjoismaiden markkinoilla on Ruotsi, jonka PE-rahastojen keskiarvotuotto on hieman yli 11 %. (Mattsson ym. 2017.)

3 Aikaisempi kirjallisuus ja empiiriset tutkimukset

3.1 Yleisimmät sijoitusstrategiat

Private Equityn tarkoituksena on kasvattaa ja kehittää kohdeyritystä ja sen tuloksentekoa. Tämän toteuttamiseksi rahastojen tulee löytää tuottoisia sijoituskohteita. Kohteiden laadun takaamiseksi PE-rahastot ovat kehittäneet monia eri työkaluja investointiprosessin parantamiseksi, jotta kohdeyritysinvestointi olisi paras mahdollinen. Nämä työkalut avustavat rahastoja, jotka tekevät suoria kohdeyrityssijoituksia. Tämän kappaleen tarkoituksena on kertoa, minkälaisiin strategisiin tekijöihin Fund of Fundit, eli rahastojen rahastot (FoF) keskittyvät omissa investointiprosesseissaan.

Ensimmäinen jako FoF:ien strategiassa voidaan tehdä sen välillä, sijoittavatko ne aloittaviin kohderahastoihin vai jo olemassa oleviin. Jos FoF päättää sijoittaa kohderahastoon tämän alkuvaiheessa, on se niin sanottu ”primary” eli ensisijainen sijoittaja. Tämä tarkoittaa sitä, että rahasto lunastaa paikkansa suoraan kohderahastolta sijoittajana. FoF pystyy myös sijoittamaan jo käynnissä oleviin kohderahastoihin ostamalla toisen sijoittajan paikan. Tällöin FoF:ista tulee ”secondary” eli toissijainen sijoittaja. Nimityksen ainoana funktiona on kertoa, onko sijoittaja liittynyt rahastoon myöhemmässä vaiheessa kuin muut. Koska FoF ostaa toisen sijoittajan ulos kohderahastosta, siirtyy kaikki ulosostetun sijoittajan varat, velat ja velvollisuudet kohderahastossa uudelle omistajalle. Päätöksenteko ensi- ja toissijaiseen sijoittamiseen valikoituu usein ainoastaan sijoitusjohtajan päättämän yleisen strategian mukaan. (Preqin 2012.) Johdannossa kerrottiin toissijaisten PE-markkinoiden negatiivisesta leimasta. Kuitenkin CoVid- pandemian aikaan secondary -markkinat tarjosivat PE-rahastoille parempia ostokohteita kuin primary-markkinat. Secondary -markkinat ovat usein kriisien aikaan otollisia paikkoja tuottoisille sijoituksille. Huomioitavaa on myös, että pandemiasta johtuneen epävarmuuden takia uusia kohderahastoja myös perustettiin huomattavasti vähemmän kuin aiemmin, mikä puolestaan pienensi primary -markkinoiden tarjontaa. (PricewaterhouseCoopers 2022.)

Kohderahastot tavanomaisesti esittelevät eri sijoittajille niin sanotussa ”pitchbookissa” eli esittelymateriaalissa, minkä toimialan kohdeyrityksiin he sijoittavat. Kohderahastot kertovat myös esimerkiksi kohdeyritysten maantieteellisen sijainnin ja kokoluokan. Nämä esittelyt tehdään ennen kohderahastositoumusten tekoa. Kohderahaston

alkuvaiheessa rahastolla ei ole vielä sijoituskohteita, eivätkä he saa paljastaa mahdollisia tulevia ostokohteitaan. Pitchbook kuitenkin sisältää edellä mainittuja rajauksia kohderahaston sijoitustoiminnassa, jotta sijoittajalla olisi parempi ymmärrys kohderahaston tulevaisuudesta. Esimerkkinä voisi siis olla kohderahasto, joka sijoittaa ainoastaan keskieurooppalaisiin teknologiayhtiöihin, joiden liikevaihto on alle 100 miljoonaa euroa. FoF:in tulee sijoitusstrategiassaan päättää esimerkiksi kohderahastojensa haluttu maantieteellinen fokus, toimiala suuntautuminen ja kohdeyritysten kokoluokka ja esittelyjen pohjalta aloittaa tarkempi tutustumisprosessi sopiviin kohderahastoihin. (McNabb 2022.)

Kohderahastot joutuvat tekemään tämän tyylisiä linjavetoja sijoitusstrategioissaan, koska he haluavat erottua muista kilpailijoistaan. Jos kohderahasto sijoittaa moneen eri kohteeseen eri toimialoilla ja kokoluokissa, ei sijoittajien riskinhajautus eri sektoreilla onnistu. Sijoittajien on tärkeää tietää tarkalleen, minkä tyylinen kohderahasto on kyseessä. Toinen syy linjavetoihin on kohderahastojen varainhoitajien taidot ja osaaminen. Varainhoitajien on tärkeä pystyä valvomaan ja auttamaan kohdeyrityksiä. Mitä enemmän ja eri tyylisiä kohdeyrityksiä varainhoitajalla on portfoliossaan, sitä vaikeampi niitä on kehittää ja valvoa. Kuten aiemmin on esitelty, kohderahastot ovat tiiviisti tekemisissä kohdeyritysten liiketoiminnan kehittämisessä. Varainhoitajien on tärkeä tuntea kohdeyritysten toimiala, jotta kehittäminen onnistuu. Sama koskee myös maantieteellistä sijaintia. Varainhoitajan on tärkeää olla fyysisesti läsnä yrityksen toiminnassa ja tuntea maakohtaiset toimintatavat. Maakohtainen fokus saattaa parhaassa tapauksessa tuoda yrityksille synergiaetuja ja parantaa näin kummankin osapuolen toimintaa. (Barber ym. 2007.)

Koska sijoittajilla ei ole tarkkaa tietoa kohderahastojen tulevaisuuden sijoituksista, on sijoittajien tärkeää tuntea kohderahastojen varainhoitajat ja heidän historialliset tuloksensa. Prowsen (1998, 21–34) mukaan PE-ympäristössä samat toimijat kohtaavat usein. Tästä syystä hallinnointiyrityksen epäonnistuminen sijoituksissaan ja hyvän sijoitushistorian menettäminen voi pahimmassa tapauksessa sulkea ovia tulevaisuuden sijoituksilta tai johtaa epäonnistumiseen uuden rahaston varainkeruussa. Epäonnistumisen johdosta rahasto ei pysty aloittamaan haluttua sijoitustoimintaa, jolloin hallinnointiyritys joutuu lopettamaan liiketoimintansa. Sijoittajat luottavat varainhoitajiin, joiden kanssa heillä on historiallisesti ollut tuottoisaa. Varainhoitajilla ei tulosten valossa ole esittelymateriaaleissaan muuta näytettävää kuin heidän historialliset saavutuksensa eli ”track record”. Huonot kohdeyrityssijoitukset tai huono rahasto historiassa pienentää merkittävästi sijoittajien

halukkuutta osallistua uuteen rahastoon. Managereilla on historiassaan keskimäärin noin 1–4 vanhaa rahastoa mitä esitellä, joten yhden epäonnistuminen on prosentuaalisesti iso osa sijoitushistoriasta. Toisaalta taas menestyneet kohdesijoitukset ovat valttikortti varainhoitajille houkutella sijoittajia mukaan uuteen rahastoon. Uuden rahaston strategian ei tarvitse erota vanhasta, vaan samaa strategiaa pystytään hyödyntämään uusissa sijoituksissa. Sijoittajalle pystytään osoittamaan historiallisilla tuloksilla, että rahaston strategia on kannattava. FoF:ien kohderahasto sijoituspäätöksissä merkittävä osa kulminoituukin varainhoitajien keskinäisiin suhteisiin ja tuntemukseen. On hyvin tavanomaista, että kohderahastot perustavat uusia rahastoja muutaman vuoden välein ja samat sijoittajat kuin aiemmassa kohderahastossa osallistuvat myös uuteen rahastoon. (Whyte 2020.)

3.2 Riskit Private Equity rahastoissa

3.2.1 Markkina- ja pääomariski

Pääomasijoittamiseen liittyvät riskit eroavat tietyiltä osin esimerkiksi julkisesti kauppaa käytävien osakkeiden riskeistä. Osakemarkkinoilla pörssikurssit määräytyvät päivittäin kysynnän ja tarjonnan perusteella. British Private Equity & Venture Capital Associationin (BVCA) teettämän selvityksen (2015) mukaan yleisimmät riskin määrityskeinot osakemarkkinoilla ovat esimerkiksi volatiliteetti, ”Value-at-Risk” tai ”Shortfall risk”. Pääomasijoituksissa arvonmääritykset perustuvat suurimmaksi osaksi kirjanpidollisiin arvoihin kuten esimerkiksi yrityksen kassavirta laskelmiin. Irtautuminen eli kohdeyrityksen myynti portfoliosta tapahtuu usein vasta monen vuoden jälkeen ostohetkestä. Tästä syystä markkinahintainen arvonmääritys ei ole ominaista pääomasijoittamisessa. Kohdeyritysten arvonmääritys on PE-markkinoilla haastavampaa, eikä se aina perustu täysin kysyntään. PE:n riskit voidaan jaotella neljään eri luokkaan: rahoitukseen ja kassavirtaan liittyvät likviditeetti- ja rahoitusriski, markkinariski ja pääomariski. Markkina- ja pääomariskit ovat PE:ssä ja osakemarkkinoilla samankaltaisia. (BVCA 2015.)

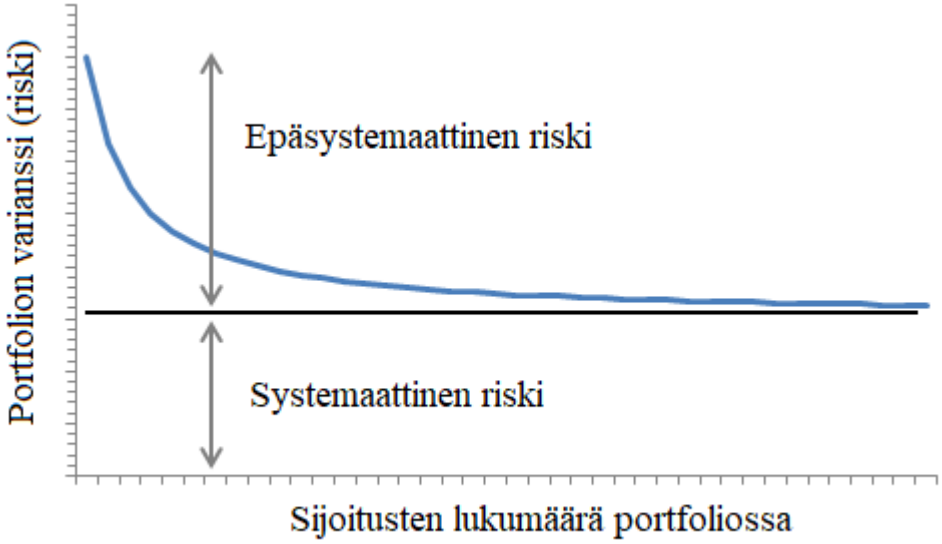
Kuvio 10. Riskit PE-markkinoilla (BVCA 2015)

Rahastoihin ja kohdeyrityksiin liittyen PE:ssä riskit ovat yksityiskohtaisempia kuin muilla markkinoilla. Esimerkiksi rahastojen rahaston lyhytaikaiset velvollisuudet saattavat olla todella volatiileja ja likviditeettikyky joutuu aikajaoin suuremmalle rasitukselle kuin esimerkiksi pienyritysten. Rahastot kohtaavat myös rahoitukseen liittyvää riskiä, koska pääosa rahaston varoista on sidottuna sijoittajiin. Sijoittajien maksukyvyn heiketessä rahastolla ei ole enää rahoitusta. Likviditeetti- ja rahoitusriski voivat PE:ssä syntyä hyvin äkillisesti. (Kleiner 2018.)

Pääomariskiä on jokaisessa sijoituksessa. Yksinkertaisesti se tarkoittaa mahdollisuutta menettää pääomaa sijoitusinstrumentin arvonmuutoksen johdosta. Pääomariskin maksimi tarkoittaa tilannetta, jossa sijoittaja menettää kaiken sijoittamansa pääoman. (Kleiner 2018.) Koska FoF:it sijoittavat kohderahastoihin ja kohderahastot sijoittavat kohdeyrityksiin, asettaa FoF pääomansa riskialttiiksi kohderahastojen ja -yritysten arvonmuutokselle. Keinoja, joilla pääomariskiä voidaan pienentää, ovat esimerkiksi portfolion hajauttaminen riskiarvioiden ja -skenaarioiden luominen ja varautuminen. Isolla portfoliohajautuksella voidaan pienentää epäsystemaattista riskiä. Rahastojen rahastot pystyvät hajauttamaan portfolionsa noin 200 eri kohdeyritykseen välillisesti kohderahastojen kautta. Tämän ansiosta rahastojen rahastojen epäsystemaattinen riski on hyvin pieni. PE:ssä pääomariskiä lisää entisestään esimerkiksi kohderahaston managerin taidot ja riskinottohalukkuus, PE-markkinoiden altistuminen muiden markkinoiden ongelmille, yleinen korkotaso ja valuutanvaihtokurssien muutokset. (BVCA 2015.)

Harry Markowitz koetaan portfolioteorian uranuurtajana. Markowitzin (1952, 77–91) tutkimuksen ydinlöydöksenä oli, että riskin hajauttaminen onnistuu parhaiten valitsemalla portfolioon sijoituksia, joiden tuotot korreloivat mahdollisimman vähän toisiinsa nähden. Äärimmäisenä tilanteena nähdään sijoitukset, jotka eivät korreloi ollenkaan toisen kanssa. Korrelaatiolla tarkoitetaan tässä tilanteessa sitä, että kun toisen sijoituksen arvo nousee, niin toisen laskee. Nollakorrelaatiolla sijoitukset liikkuvat täydellisesti eri suuntiin.

Keskinäisen alhaisen korrelaation ansiosta portfolion arvo ei merkittävästi pienene, vaikka muutaman sijoituksen arvo pienenisi. (Markowitz 1952, 77–91.)



Kuvio 11. Portfolion sijoitusten lukumäärän vaikutus varianssiin (Montgomery ym. 1984, 181–191)

Modernin porfolioteorian keskeinen idea on, että sijoittamalla moneen eri instrumenttiin pienenee portfolion epäsystemaattinen riski. Riskiä saadaan edelleen pienennettyä hajauttamalla sijoitukset esimerkiksi ajallisesti ja sektoriluokittain. Täydellisellä hajautuksella jäljelle jää ainoastaan systemaattinen markkinariski. Moderni portfolioteoria täydentää perinteistä portfolioteoriaa esittelemällä useamman eri tavan hajautukselle ja portfolion hallinnalle. (Brown ym. 2014, 19–121). Vaikka FoF:ien portfolio onkin laajasti hajautettu, on se aina alttiina vähintään markkinoiden systemaattiselle riskille. Markkinariskillä tarkoitetaan tilannetta, missä markkinoiden hallitsemattomissa olevat muutokset altistavat myös PE-sijoitukset arvonmuutoksille ja riskille. (BCVA 2015.)

3.2.2 Likviditeetti- ja rahoitusriski

Likviditeetillä viitataan omaisuuserän tai muun instrumentin tehokkuutta ja helppoutta muuttaa instrumentin arvo rahaksi nopeasti vaikuttamatta sen arvoon. Likvidein omaisuuserä on raha itsessään. Se on nopeasti käytettävissä eikä sen arvo muutu transaktio hetkellä. Esimerkiksi kiinteistöä myytäessä nopealla aikataululla, joudutaan usein myyntihinnasta tinkimään. Markkinoilla ei ole esimerkiksi rahamarkkinoihin verrattuna yhtä paljon ostajia, joten kysyntää tulee synnyttää alentamalla myyntihintaa. Halukkaita

ostajia ei silti mahdollisesti ole, joten myös myyntiaika on pitkä. Kiinteistö on siis epälikvidi omaisuuserä verrattuna rahaan, koska sitä ei ole helppo muuttaa nopeasti rahaksi vaikuttamatta sen arvoon. (Hayes ym. 2022.)

Laskentatoimessa likviditeetillä voidaan myös tarkoittaa toimijan kykyä suoriutua lyhytaikaisista velvollisuuksista. Esimerkiksi yritysten likviditeetin tarkastelussa on yrityksen kyky suoriutua lyhytaikaisista kustannuksista, esimerkiksi palkanmaksusta, tuotannon kuluista tai lyhytaikaisten velkojen takaisinmaksusta. Tarkasteluun lasketaan yleensä mukaan maksuvelvollisuudet, jotka tulee suorittaa vuoden sisällä laskentahetkestä. Yksityishenkilön tapauksessa likviditeettiä voidaan tarkastella esimerkiksi kyvystä maksaa vuokraa asunnostaan tai suoriutua kuukauden laskuista. (Beaver 2020.)

Likviditeettiriski voidaan jakaa kahteen luokkaan. Ensimmäisenä luokkana on markkinoiden likviditeettiriski, jota kuvattiin kiinteistön myynti -esimerkillä. Mitä tehottomammat ja epälikvidimmät markkinat on ja mitä hankalampaa myyjän on saada instrumenttiaan myytyä, sitä suuremman likviditeettiriskin myyjä markkinoilla kohtaa. (Harper 2021.) PE-markkinoilla likviditeettiriskiä markkinoilla kohdataan kohdeyritysten myyntivaiheessa. Kohdeyritysten arvot liikkuvat miljoonissa tai jopa miljardeissa, joten ostajaehdokkaita on hankala löytää. Rahastojen toimikaudet ovat rajalliset, joten kohdeyritysten myynnillä on aikaraja. Tämä lisää painetta rahastolle löytää kohdeyritykselle ostaja ja saada kauppa sovituksi. Rahastot kohtaavat merkittävää markkinoiden likviditeettiriskiä, koska varmuutta ostajista ei ole ja houkuttelevuutta tulee kasvattaa pienentämällä kohdeyrityksen myyntihintaa. (SEI 2014.)

Toinen luokka on rahoituksellinen likviditeettiriski. Tällä kuvataan riskiastetta, joka maksajalla on maksaessaan lyhytaikaisia velvollisuuksia ja se on vahvasti liitännäinen yllä kuvattuun laskentatoimen likvidisyyteen. Riskiasteella yksinkertaisesti tarkastellaan maksajan kykyä suoriutua lyhytaikaisista velvollisuuksistaan. Yleisimpiä tunnuslukuja, jolla riskiastetta saadaan selville, on ”Current ratio” ja ”Quick ratio”. Current ratiossa tarkastellaan yrityksen kaikkia varoja suhteessa kaikkiin sen velvollisuuksiin. Quick ratiossa tarkastelussa ovat maksajan nopeasti haltuun saatavat eli likvidit varat suhteessa lyhytaikaisiin velvollisuuksiin. (Harper 2021.)

PE:ssä tätä voidaan tarkastella niin kohdeyrityksen kuin myös rahastojen näkökulmasta. Kohdeyritykset kohtaavat liiketoiminnassaan maksuvelvollisuuksia. Kohderahastojen tulee yritysten omistajina huolehtia, että kohdeyrityksillä on riittävästi maksuvalmiutta

vastata tehokkaasti näihin velvollisuuksiin. Rahoituksellinen likviditeettiriski ei eroa esimerkiksi pörssiyritysten tai PE-omisteisten yritysten välillä lähes mitenkään. Maksuvelvollisuudet ja optimaaliset Current ja Quick ratio -asteet saattavat yritysten välillä vaihdella, mutta ne ovat enemmän toimiala- ja maakohtaisia. Rahastojen, kuten esimerkiksi FoF:ien, rahoituksellinen likviditeettiriski tarkoittaa samaa asiaa kuin yritysten, mutta velvollisuudet ovat usein erilaiset. Rahastoilla lyhytaikaiset velvollisuudet saattavat ilmetä hyvin äkillisesti esimerkiksi pääomakutsujen muodossa. (Alternative Investment Management Association 2017.)

Luvussa 2.1 esiteltiin tilannetta, jossa äkillinen ja suuri pääomakutsu saattaa aiheuttaa ongelmia kohderahastossa sekä FoFissa. Tämä on malliesimerkki rahastojen kohtaamasta rahoituksellisesti likviditeettiriskistä. Keino millä rahastot ovat pystyneet pienentämään rahoituksellista likviditeettiriskiä, on tililimiittien käyttö. Rahastoilla on tililimiittien ansiosta ikään kuin puskurivaraa äkillisiä pääomakutsuja varten. Rahastot eivät siis ole riippuvaisia ainoastaan sijoittajien pääomakutsujen perusteella maksetuista varoista. Pääomakutsun maksun jälkeen tililimiittiä yleensä tasataan maltillisilla ja pidemmän maksuajan sisältävillä sijoittajille suunnatulla pääomakutsuilla. Tililimiittien käytöllä rahastot pystyvät siis pienentämään likviditeettiriskiä, mutta myös tekemään sijoittamisesta ja varojen kutsumisesta omille sijoittajilleen mieluisampaa ja helpompaa. Sijoittajille voidaan myös informoida kutsusta jo ennen kutsun lähetystä, jolloin kutsuun varautuminen on entistä helpompaa. (Financial Times 2009.)

Rahoitusriskissä on hyvin samankaltaisia piirteitä kuin rahoituksellisessa likviditeettiriskissä. Ne eroavat toisistaan tarkastelunäkökulman johdosta. Rahoitusriskillä voidaan tarkoittaa riskiä, jossa sijoittajilta tai projektista saatava kassavirta on pienempi kuin rahoituskustannukset. Rahoitusriskillä voidaan myös tarkoittaa tilannetta, jossa rahoituksen saatavuus on rajattu tai rahoitus ei toteudu halutulla tavalla. (Ritchie 2017, 23–25.)

Rahoitusriskiä ilmenee enemmän yritysten liiketoiminnassa kuin PE-rahastojen. PE-rahastothan keräävät sitoumuksia ennen sijoitusten tekoa ja tietävät tarkkaan sitoumusten eli tulevaisuuden kassavirtojen määrän. Rahastot eivät tällöin tee sijoituksia suuremmalla summalla, kuin mitä rahastoon on sijoittajilta sitoutunut. Tällä varmistetaan, että sijoittajilta saatava rahoitus on tällöin varmasti suurempi kuin rahoituskustannukset. PE:ssä syntyy harvoin yllättäviä rahoituskustannuksia, koska sijoittajat ovat sitoutuneet rahastoihin täsmälleen tietyllä summalla, jota ei tarvitse ylittää. (BVCA 2015.) Yritysten tapauksessa

rahoitusriskiä on olemassa esimerkiksi investointeja tehdessä. Kuvitellaan esimerkiksi tilanne, missä yritys rakentaa kiinteistöä. Kiinteistössä käytettävien materiaalien hinta nousee markkinamuutosten johdosta. Rakentaminen on myös odotettua hitaampaa, joten myös palkkakustannukset kokonaisuudessaan nousevat. Projektia on alun perin rahoitettu merkittävällä velkavivulla, joten uuden lainan saanti on hankalaa. Yritys ei pysty rahoittamaan rakentamista loppuun. Saatava rahoitus on pienempi kuin rahoituskustannukset, joten projekti lopetetaan. (Scherer 2017.)

PE-rahastoille rahoituksen saatavuuteen ja toteutumiseen liittyvä rahoitusriski on relevantti koko rahaston olemassaolon ajan. Saatavuudella viitataan tilannetta, jossa rahasto ei perustamishetkellä saavuta haluttua sitoumuskokoa. Rahasto ei siis ole saanut kerättyä tarpeeksi sitoumuksia sijoittajilta eikä esimerkiksi täytä ilmoitettua kokoluokkatavoitetta. Liian pieni sitoumusmäärä vaikuttaa myös rahaston sijoitusten määrään ja kokoon. Rahastolla ei yksinkertaisesti ole tarpeeksi varoja sijoittaa haluttuihin kohteisiin. Saatavuuden ollessa rajallinen, rahaston ei ole järkevää aloittaa toimintaa. Kuitenkin esimerkiksi rahaston strategian suunnittelu, esittely, rahaston lakiasioiden selvitys ja sijoittajien etsiminen ovat kaikki aiheuttaneet rahastoyritykselle kustannuksia. (BVCA 2015.) Alaluvussa 3.1 kerrottiin, miten managerin track record ja kohderahaston historiallinen menestys vaikuttavat varainkeruun toteutumiseen. Mitä parempi track record, sitä todennäköisemmin sijoittajat haluavat rahastoon mukaan. Uusi kohderahasto voi mahdollisesti saada jo rahastokokonsa täyteen pelkästään vanhojen sijoittajien sitoumuksista. Rahoitusriski saatavuuden osalta on hyvin pieni. Epäonnistuneet sijoitukset kasvattavat rahoitusriskiä tulevaisuudessa perustettavien rahastojen osalta. Ensikertalaisrahastoilla ei ole vanhoja sijoittajia, joten varmuutta sijoittajien mukaantulosta ei edes ole. Rahoitusriski saatavuuden osalta on iso. (Guida 2021.)

Rahasto saa varmuuden varojen saatavuudesta rahaston varainkeruun aikana. Saatavuuden riskiä ei ole rahaston aloituksen jälkeen. Rahoitusriski muuttaa muotoaan saatavuuden riskistä toteutumisen riskiksi. Yksinkertaistettuna toteutumisen riski tarkoittaa, toteutuuko alustavasti suunniteltu kassavirta. Olennainen kysymys siis on - onko sijoittajilla varoja maksaa pääomakutsut kokonaisuudessa ja ajallaan. Mikäli ei ole, voi tästä seurata rahastolle ja sijoittajille suuria ongelmia. Ajatellaan esimerkiksi tilanne, missä kohdeyritys tarvitsee lisävaroja velkojen maksuun ja liiketoimintansa jatkamiseksi. Kohderahasto tekee sijoittajilleen pääomakutsun, jonka yksittäinen sijoittaja jättää maksamatta.

Kohdeyritys ei tällöin pysty maksamaan velkojaan ajallaan, koska kohderahastolta ei ole tullut täysimääräistä sijoitusta. Kohdeyrityksen maksukyvyn puutteen johdosta liiketoimintaa ei voida jatkaa. Pahimmassa tapauksessa kohdeyritys menee tämän johdosta konkurssiin. Rahoituksen toteutuminen ei ole onnistunut tavoitellulla tavalla. Maksumieheksi tässä tilanteessa joutuu se osapuoli, joka ei ole sovitun mukaisesti pystynyt pääomakutsua maksamaan. Vaikka suurin kustannus sanktioiden muodossa syntyy sopimuksen rikkojalle, haittaa kohdeyrityksen epäonnistuminen luonnollisesti myös rahaston ja muiden sijoittajien tuottoa. Rahasto kohtaa rahoitusriskiä niin pitkään, kunnes sijoittajat ovat maksaneet koko sitoumuksensa rahastolle. Rahastoille on asetettu velvollisuuksia toteuttaa selvityksiä esimerkiksi sijoittajien varoista ja maksukyvystä, jotta rahastojen vakavaraisuus ja maksukyky säilyisi riittävänä eikä rahoitusriski olisi hallitsematon. (European Private Equity and Venture Capital Association 2013.)

3.2.3 Haitallinen valikoituminen, informaation epäsymmetria ja moraalikato

Akerlofin (1970) kuvailema haitallinen valikoituminen on yleisesti tunnistettu teoria taloustieteessä. Haitallisesta valikoitumisesta on tehty paljon tutkimusta ja se on laajentunut vaikuttamaan monen eri toimialan käytäntöihin. Esimerkiksi Spence (1973, 355–374) on tarkastellut haitallista valikoitumista työmarkkinoilla ja Rotschild ja Stiglitz (1976, 629–649) vakuutusmarkkinoilla. Levinin (2001, 657–666) mukaan haitallinen valikoituminen nähdään nykyään fundamentaalisena syynä markkinoiden historiallisiin epäonnistumisiin.

Haitallisella valikoitumisella kuvataan tilannetta, jossa transaktion ostaja- tai myyjäosapuoli pystyy maksimoimaan tuottonsa toisen osapuolen kustannuksella, hyödyntämällä tietämystään transaktion riskitekijöistä. Haitallinen valikoituminen todennäköisimmin tapahtuu tilanteessa, jossa on informaation epäsymmetriaa. Informaation epäsymmetria tarkoittaa sitä, että toisella osapuolella on enemmän, parempaa tai validimpaa tietoa transaktiosta kuin toisella. Tavallisimmin haitallista valikoitumista ja informaation epäsymmetriaa esiintyy vakuutus-, osake- ja asuntomarkkinoilla. (Alston 2016.)

Moraalikadolla tarkoitetaan tilannetta, missä ensimmäinen osapuoli toimii riskisessä tilanteessa tietäen, että hänet on suojattu riskiltä ja toinen osapuoli on alttiina riskistä syntyville kustannuksille. Toinen osapuoli ei voi omalla toiminnallaan vaikuttaa ensimmäisen osapuolen riskinottoon. Ensimmäiselle osapuolelle syntyy houkutus, jota kutsutaan

tässä tilanteessa moraalikadoksi, toimia riskisemmin kuin suotavaa, koska hän ei ole alttiina kustannuksille. Moraalikatoa esiintyy usein vakuutusalalla. Esimerkkinä tilanne, jossa auton omistaja on ottanut autolleen vakuutuksen. Vakuutuksen antaja on hyvässä uskossa, että auton omistaja ajaa yhtä turvallisesti kolaroimatta kuin aiemmin. Omistajalla ei kuitenkaan enää ole rahallista riskiä auton kolaroinnin suhteen, koska vakuutus korvaa sen. Omistajalla on houkutus ajaa autollaan holtittomammin ja nopeammin. Rahallinen korvausriski kasvaa, mutta se kasvaa ainoastaan vakuutuksen antajan näkökulmasta. (Dembe ym. 2000, 257–279.)

Informaation epäsymmetrialla ja haitallisella valikoitumisella on negatiivinen efekti markkinoiden hintatasoon. Akerlof (1970) esittelee kuuluisassa tutkimuksessaan ”The Market for Lemons” miten informaation epäsymmetria vaikuttaa käytettyjen autojen myyntitilanteessa. Esimerkin mukaan ostaja ei tiedä, onko myytävä auto virheetön vai sisältääkö se paljon vikoja. Ostajan tulee tehdä ostotarjouksensa sen pohjalta, että autosta löytyy vikoja. Myyjällä saattaa myös olla houkutin jättää kertomatta auton vikoja suuremman palkkion toivossa eli myyjä kohtaa moraalikadon. Ostotarjous on lähempänä viallisen auton markkinahintaa, jolloin täysin toimivasta autosta myyjä ei saa optimihintaa ja markkinoiden hintataso siis putoaa optimitasosta. Pahimmassa tapauksessa viattomien autojen myyjät vetäytyvät kokonaan markkinoilta, koska ostotarjoukset ovat niin huonoja. Jäljelle jää vain viallisten autojen myyjät. Vetäytyminen voidaan kokea ostajan kannalta markkinasignaalina. Viattomia autoja ei ole enää markkinoilla, ja markkinoille jäljellä jäävät autot ovat viallisia. Ostaja pudottaa entisestään ostotarjoustaan tai pahimmassa tapauksessa jättää viallisen auton ostamatta. Markkinoiden hintataso romahtaa tässä vaiheessa, eikä tilanne ole suotuisa kenellekään. (Akerlof 1970.)

Akerlofin esimerkin kaltainen tilanne voidaan helposti yhdistää myös PE-markkinoilla tapahtuviin kohdeyritysten ostoihin. Myyjällä on tarkempi tieto kohdeyrityksen toiminnasta ja riskeistä. Informaatio on usein kaupantekohetkellä epäsymmetristä. Myyjällä saattaa olla omia intressejä liioitella kohdeyrityksen tietoja, joten PE-markkinoilla saattaa esiintyä haitallista valikoitumista. Esimerkkinä Suomen PE-markkinoilta voidaan nostaa Intera Partnersin kohdeyritys Psykoterapia Vastaamo. Vastaamon tietoturva oli laiminlyöty ja siinä oli selkeitä puutteita, joista Interalla ei kuitenkaan ollut kaupantekohetkellä informaatiota. Vastaamon omistajat saivat yritykselleen suuremman myyntihinnan

jättämällä negatiivisen informaation kertomatta. Ongelmien varsinaisten syiden selvittyä yrityskauppa purettiin. (Intera 2021.)

4 Metodologia ja aineisto

4.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkimusmenetelmänä tutkimuksessa oli asiantuntijoiden teemahaastattelut. Haastattelu on akateemisesti merkittävä kvalitatiivisen tutkimuksen metodi, jossa tutkija kerää dataa suoraan osallistujilta. Haastatteluissa hyödynnetään usein myös muita tutkimusmetodeja, kuten esimerkiksi kyselyitä tai fokusryhmiä. Näiden yhdistelmällä kohderyhmältä saadaan usein luotettavampaa ja syvällisempää dataa. Haastattelu nähdään tutkimusten kannalta tärkeänä työkaluna valjastaa kohderyhmän mielipiteet, arvot ja ajatukset datamuotoon. (Showkat ym. 2017.) Hirsjärven (2009, 204–211) mukaan haastattelujen suurin etu on sen joustavuus. Haastattelut ovat vuorovaikutustilanteita, joissa tutkijalla on suora vuorovaikutus haastateltavaan. Haastatteluilla on Hirsjärven mukaan mahdollista saavuttaa lisätietämystä tutkimusaiheista, jotka ovat verrattain nuoria ja vähän tutkittuja. Haastatteluiden avulla mahdollistetaan monipuoliset ja erilaiset intressit esiin tuovat vastaukset. Näin haastattelujen tuloksista ja datasta tulee mahdollisimman validia ja monipuolista. (Hirsjärvi ym. 2009, 204–211.)

Tapaustutkimusta kuvaillaan intensiiviseksi ihmisen, ryhmän tai yksikön tutkimiseksi, jonka tavoitteena on saada syvällisempää tietämystä tutkimuskohteen toiminnasta. Tapaustutkimusta on myös kuvattu systemaattiseksi yksilön, ryhmän, kommuunin tai muun yksikön tutkimiseksi, jolla saavutetaan syvädataa useista eri muuttujista. Tapaustutkimus nähdään erittäin sopivana tutkimusotteena ja menetelmänä silloin, kun halutaan syvällisempää ymmärrystä monimutkaisesta ilmiöstä luonnollisin esimerkein. Tapaustutkimuksen hyötynä koetaan myös sen kyky mahdollistaa laajan ja kompleksin aiheen rajaaminen hallittavissa oleviin tutkimuskysymyksiin ja aineistoon. Tutkimusaineiston sisältäessä monta eri tapausta eli ”casea”, nähdään se usein vahvempana ja luotettavampana aineistona kuin vain yhden tapauksen sisältävä aineisto. Monen eri tapauksen samanlaisuuksien ja erilaisuuksien vertailu antaa syvällisempää ymmärrystä itse ilmiöstä. (Heale ym. 2018, 7–8.)

Haastattelutyyppejä on kolmenlaisia. Ääripäät ovat strukturoitu ja strukturoimaton haastattelu. Strukturoitu haastattelu tarkoittaa sitä, että haastattelukysymykset ovat ennalta määrättyjä ja niiden vastaamisjärjestys on vakio. Haastattelu etenee jokaisen

haastateltavan kanssa samassa järjestyksessä ja samalla rakenteella eli struktuurilla. Strukturoimaton haastattelu on vastakohta edellisestä. Se tarkoittaa, että haastattelukysymyksiä ei ole ennalta määrätty ja vastaamisjärjestys on avoin. Haastattelu etenee keskustelumaisesti tutkimusaiheen parissa. (Holland ym. 2013, 1–42.) Teemahaastattelu nähdään strukturoidun ja strukturoimattoman haastattelun välimuotona. Haastattelukysymykset muodostetaan usein teemoittain ja mahdollisesti suunnitellaan jo ennen haastattelua. Kysymysten muoto ja sisältö ei kuitenkaan ole vakio ja saattaa hieman vaihdella haastateltavien kesken. Myöskään vastausjärjestys ei ole vakio, vaan muodostuu haastattelun aikana. Teemahaastattelulla voidaan siis nähdä olevan ennalta määrätty rakenne, mutta haastattelutilanteessa rakennetta ei noudateta sanasta sanaan vaan se on enemmänkin suuntaa antava polku haastattelulle. Keskustelu haastattelussa on vapaamuotoista, minkä tavoitteena on mahdollistaa haastateltavalle parempi mahdollisuus kertoa avoimemmin ja tarkemmin ajatuksistaan ja arvoistaan. (Hirsjärvi ym. 2009 207–211.)

4.2 Aineiston keruu ja analysointi

Haasteltaviksi valikoitui neljä suomalaista varainhoitajaa neljästä eri varainhoitoyrityksestä. Vaatimuksena oli useamman vuoden kokemus Private Equitystä. Haastateltavia valittaessa tarkasteltiin myös heidän hallinnoimien rahastojen sijoitusstrategiaa ja -fokusta. Haastateltaviksi ei haluttu valita varainhoitajia, joiden rahastojen sijoitusstrategia ja -fokus olisivat samanlaiset.

Haastattelukysymykset jaoteltiin tutkimuskysymysten mukaisiin teemoihin. Kysymyksissä käytettiin hyödyksi aiempaa kirjallisuutta sekä tutkijan omakohtaista tietämystä aiheeseen liittyen. Haastateltaville lähetettiin noin viikko ennen haastattelua haastattelun alustavat teemat ja muutamia haastattelukysymyksiä. Tämä toteutettiin siksi, että haastateltavilla olisi hyvä mahdollisuus valmistautua haastatteluihin, sekä aikaa miettiä esimerkkitapauksia, joita haastattelukysymyksissä kysyttiin. Kysymyksiä oli yhteensä 20 mutta keskustelua oli myös kysymysten ulkopuolelta. Kaikille haastateltaville lähetettiin sama pohja alustavista haastattelukysymyksistä.

Haastattelupyynnöt lähetettiin kaikille haastateltaville sähköpostitse. Sähköpostissa esiteltiin lyhyesti, mitä tutkimuksella haetaan ja minkä tyylinen haastattelu olisi kyseessä. Kolme neljästä haastattelusta toteutettiin videopuheluna. Yksi haastattelu toteutettiin kasvokkain haastateltavan tarjoamissa toimitiloissa. Jokainen haastattelu nauhoitettiin

haastateltavan luvalla ja tulokset litteroitiin. Tuloksissa ei esiinny yritysten tai haastateltavien nimiä haastateltavien pyynnöstä ja jotta pystytään myös takaamaan strategisten kilpailuetujen säilyvyys. Haastattelut kestivät keskimäärin noin tunnin ja litteroitua aineistoa tuli yhteensä 35 sivua. Haastatteluteemat ja -kysymykset löytyvät liitteestä 1.

Aineiston analyysi toteutettiin litterointien ja tallenteiden perusteella. Vastaukset jaoteltiin tutkimuskysymysten mukaisiin ryhmiin ensin jokaisen haastateltavan kohdalla ja tämän jälkeen yhdistäen ne yhtenäisiksi kokonaisuuksiksi. Tämä helpotti kokonaiskuvan saamista jokaisesta teemasta sekä vastausten vertailua teemojen sisällä.

Tutkimuksen luotettavuutta arvioidaan tarkemmin luvussa 7.2, mutta aihealueen takia siitä on myös hyvä kertoa jo hieman ennen empiiristä aineistoa. Suomalaisesta PE-markkinasta ei ole tehty aiemmin paljonkaan tutkimuksia. Tämän voidaan nähdä laskevan tutkimuksen luotettavuutta eli reliabiliteettia, koska tutkimustavan toistettavuutta historiallisiin tutkimuksiin ei ole mahdollista tehdä. Aineiston keruumenetelmää on pyritty tässä luvussa avaamaan mahdollisimman hyvin, jotta tutkimusta olisi tulevaisuudessa mahdollisimman tarkka mallintaa.

Validiteettia tarkasteltaessa kysymys on, miten hyvin tutkimustulokset mittaavat sitä, mitä tutkimuksessa on tarkoitus mitata ja miten uskottavia ja päteviä tulokset ovat. Zohrabin (2013, 254–262) mukaan hyvän validiteetin omaavilla tutkimustuloksilla on jotain yhteistä aiempien tuloksien kanssa. Koska täsmällisiä aiempia tutkimuksia aiheesta ei ole, pienensi tämä tulosten validiteettia. Kuitenkin, jos tuloksia vertaa esimerkiksi Amerikassa tehtyihin tutkimuksiin, on tuloksissa samankaltaisuuksia.

5 Sijoitusstrategiat ja riskit case-yrityksissä

5.1 Johdanto empiriaan

Luvussa 5 esitellään tutkimuksen empiirisen aineiston tulokset. Luvun rakenne seuraa haastattelulomakkeessa käytettyjä aihealueita. Luvussa 5.1 esitellään varainhoitajat ja heidän yrityksensä. Varsinainen empiirinen analyysi alkaa luvusta 5.2 ja jatkuu luvun loppuun. Tarkempi tarkastelu tuloksista käydään luvussa 6, jonka rakenne vastaa tutkimuskysymyksiä.

Alaluvussa 5.2 tarkastellaan haastateltavien omia näkemyksiä FoF:eista ja kohderahastoista. Luku on jaoteltu erottaen FoF:it ja kohderahastot. Alaluvussa 5.2.1 kerrotaan haastateltavien näkemys siitä, millainen on FoF. Samalla tarkastellaan, mikä tekee haastateltavien mukaan FoF:ista hyvän sijoituskohteen ja mitä ongelmia FoF:issa on. Alaluku 5.2.2 tarkastelee varainhoitajien näkemyksiä kohderahastosta hyvänä sijoituskohteena. Luku 5.2 toimii pohjustuksena varainhoitajien näkemyksille strategiasta, prosesseista ja riskeistä. Luku 5.3 toimii myös pohjustuksena luvussa 6 käsiteltäville tuloksille.

Luvussa 5.3 käydään läpi, minkälainen sijoitusprosessi varainhoitajilla on, miksi prosessissa toimitaan tietyllä tavalla ja mitä hyötyjä prosessin eri osa-alueista saadaan sijoituksiin. Alaluku 5.3.1 käsittelee ensikontaktia kohderahaston kanssa ja miten FoF:in sijoitusstrategia vaikuttaa sijoituskohteiden läpikäyntiin. Alaluku 5.3.2 käsittelee prosessin vaiheita ensikontaktin jälkeen. Alaluvussa käsitellään myös mitä riskejä sijoitusprosessista havaitaan, miten niihin varaudutaan ja miten ne vaikuttavat päätöksentekoon.

Jokaisella varainhoitajalla on monen vuoden PE-tausta. Haastateltavat ovat kauppatieteiden maistereita, ja osalla on myös Perustettu taloudellinen analyytikko -tutkinto (CFA). Haastateltavien roolit yrityksissä ovat analyytikko, managing partner sekä johtaja. Työnkuva oli hyvin samanlainen jokaisella haastateltavalla. Työnkuvaan kuului esimerkiksi uusien sijoitusten etsiminen, näiden seulonta ja arviointi sekä sijoitusehdotusten valmistelu ja esittely. Jo olemassa olevien sijoitusten kohdalla työnkuvana haastateltavilla oli esimerkiksi sijoituskohteiden kehityksen seuranta, portfoliokokonaisuuden hallinnointi ja yhteydenpito sijoituskohteiden kanssa.

Varainhoitoyritykset, joissa haastateltavat työskentelevät, toimivat merkittävinä sijoittajina suomalaisessa PE-markkinassa. Yritykset ovat toimineet PE-markkinoilla useita vuosia. Asiakkaina on sekä yksityissijoittajia kuin myös instituutioita. Suurin osa varainhoitoyrityksistä tarjoaa asiakkailleen myös muita sijoitusmahdollisuuksia kuin PE-rahastoja, kuten esimerkiksi kiinteistörahastoja, korkorahastoja ja osake- ja indeksirahastoja. Haastateltavien varainhoitajien hallinnoimat varat olivat useita miljardeja euroja. Private Equityn osuus koko varainhoitoyritysten AUM:ista vaihteli 10–30 % välillä, joten se on myös yrityksen tuloksen kannalta merkittävässä roolissa. Merkittävä vaihtelueroa PE:n osuudesta yritysten AUM:issa selittyy riskienhallinnan ja tuloksenteon strategisista linjauksista, asiakkaiden kokonaisvarallisuudesta ja yleisistä regulaatiosäännöksistä. Tutkimuksessa tullaan selkeyden vuoksi jatkossa käyttämään haastateltavista varainhoitajista kirjaimia A, B, C ja D.

Maantieteellisesti varainhoitoyritysten toimiala vaihteli. Varainhoitaja D:n yritys toimii tällä hetkellä ainoastaan Suomen PE-markkinoilla, muiden sijoitustoiminta ulottui Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan. Varainhoitajien FoF:ien kohderahastot ja -yhtiöt toimivat usealla eri toimialalla, eikä hajautuksen välillä ollut merkittäviä eroja. Jokaisen FoF:in portfolio oli todella hajautettu. FoF:ien toimikausi oli tyypillisesti 7–13 vuotta. Haastateltavien varainhoitajien sijoitushorisontti on pitkä, mikä on luonnollista pääomasijoituksissa. Sijoitustiimien koko vaihteli 4–11 henkilön välillä. Tiimien koot ovat kohtalaisen pieniä verrattuna AUM:iin. Keskimääräisesti haastateltavien sijoitustiimin rakennetta voisi kuvailla seuraavanlaisesti: 1–2 kokeneempaa johtajaa, jotka vastaavat rahastojen strategisista tekijöistä ja toimivat samalla rahastojen yhteyshenkilöinä sijoittajille. Johtajat yhtälailla muun tiimin kanssa etsivät, seulovat ja arvioivat mahdollisia sijoituskohteita. Lisäksi tiimeissä on 2–5 keskitason johtajaa, jotka yhtä lailla kartoittavat mahdollisia sijoituskohteita ja osallistuvat sijoituspäätöksiin. Sijoitusprosessissa sijoitustiimit ovat yhteydessä sijoituskohteisiin. Tätä yhteydenpitoa FoF:in sijoitustiimin ja kohderahaston managerien välillä kutsutaan Due Diligenceksi. DD:n aikana FoF tutustuu tarkemmin sijoituskohteeseen ja manageritiimiin, läpikäy yksityiskohtaisesti rahaston tulevaa toimintaa ja tarkastelee hallinnointitiimin historiallisia tuloksia eli track recordia. Sijoitustiimissä on lisäksi myös 1–4 analyytikkoa, joiden tehtävänä on esimerkiksi markkina- ja yrityskohtaisen datan käsittely.

5.2 Rahastojen rahasto ja sijoituskohteet

5.2.1 FoF:in hyödyt ja ongelmat

Haastateltavat näkivät FoF:it hyvin tehokkaina ja tuottoisina sijoituskohteina. Sijoittajien näkökulmasta haastateltavat nimesivät FoF:in merkittävimmäksi hyödyksi portfolion hajautusmahdollisuudet. Haastateltavien mukaan heidän hallinnoimat FoF:it sijoittavat keskimäärin noin 10–15 eri kohderahastoon, jotka sisältävät keskimäärin noin 15 kohdeyritystä. FoF:in portfoliossa on siis noin 200 kohdeyritystä. Näin suuri hajautus ei ole mahdollista piensijoittajalle rahallisten resurssien sekä osaamisen puutteen takia. Instituutiolla varallisuus tämän kokoiseen hajautukseen riittää, mutta uusien sijoituskohteiden löytäminen, hallinnointi ja kehittäminen vaatisi merkittäviä määriä resursseja. Tämän takia instituutioiden on tuottoisampaa ja tehokkaampaa sijoittaa PE-markkinoihin FoF:ien kautta.

Jotta FoF:it saavat hajautushyötyjä portfolioon, kohderahastojen ja -yritysten on oltava erilaisia. Muuttujia kohderahastoissa on esimerkiksi sijoituskohteiden maantieteellinen sijainti ja toiminta, liiketoiminnan sektorifokus, sijoituskohteiden kasvustrategiat ja kokoluokka. FoF:in sijoitusperiodin ollessa 7–13 vuotta saadaan hyödyksi lisäksi ajallinen hajautus. Näin FoF:it saavat portfoliosta tasapainoisen ja tehokkaan riski-tuotto suhdetta tarkasteltaessa. Hajautuksen haittapuolena on haastateltavien mukaan absoluuttisen sijoitustuoton pieneminen.

> Suurin tuottopotentiaali on suoralla yrityssijoituksella. Sijoittaminen tällöin on binaaria. ”Upside” on valtava, mutta voit myös menettää kaiken. Vähintään menetät varmasti yöunesi. [Varainhoitaja A]

Haastateltavat nimesivät sijoittajien näkökulmasta kolme tasoa hajautukselle PE-sijoituksissa. Tasot ovat suora yrityssijoitus, kohderahastosijoitus ja FoF. Suora yrityssijoitus on riskipitoisin ja rahastojen rahasto riskittömin. Jokaisessa vaihtoehdossa nähtiin riski-tuotto suhteen olevan kuitenkin samantasoinen. Vaikuttavana tekijänä sijoitusrakenteen valinnassa on sijoittajan riskinsietokyky, varallisuus ja taitotaso.

Toinen hyöty FoF:eissa on sijoittajien pääsy muuten rajoitetuille markkinoille. Ensimmäiseksi pääsyä markkinoille voidaan tarkastella sijoittajien varallisuuden näkökulmasta.

Kohderahastojen ”tikettikoot” eli sitoumuskoot ovat monia miljoonia. Piensijoittajan tulee olla varakas, mikäli hän mielii sijoittaa kohderahastoon. Riski-tuotto suhteen tasapainon säilymiseksi sijoittajalla tulisi olla varallisuutta sijoittaa useampaan kohderahastoon. FoF kerää varoja monelta sijoittajalta varainkeruun muodossa. Näillä varoilla FoF pystyy tekemään monta eri kohderahastosijoitusta. Samalla se tarjoaa sijoittajille mahdollisuuden osallistua moneen eri kohderahastoon. Termi FoF:in sijoittajien varojen yhdistämiselle on ”pooling” (Winters 2006).

Toinen pääsyä rajoittava tekijä on sitoumuksenteon mahdollisuus parhaimpiin kohderahastoihin. PE-markkinoille on vaikea päästä sijoittajaksi uutena toimijana ja pitkäaikaisilla sijoitussuhteilla on valtava merkitys. Esimerkiksi haastateltavien FoF:it ja kohderahastot solmivat keskenään kirjallisia sopimuksia oikeuksista osallistua kohderahastojen tulevaisuuden rahastoihin. Sopimukset takaavat FoF:eille pääsyn kohderahastoihin. Sopimustenteko on haastateltavien mukaan yleistä PE-markkinoilla. Sen avulla FoF:it pystyvät vähentämään Due Diligencessä (DD) tehtävää selvitystä, koska kohderahaston kanssa se on jo aiemmin tehty. FoF:it tuntevat kohderahastojen henkilöstön, strategian ja prosessit eikä näitä tarvitse uudella DD:ssä selvittää. Due Diligencen sisältöä sijoitusprosessissa avataan tarkemmin luvussa 5.3.2.

Kohderahastojen näkökulmasta sopimukset takaavat varainkeruun onnistumisen tulevissa rahastoissa. Kohderahastot asettavat usein rahastoilleen maksimisitoumuskoon, jota varainkeruussa ei voida ylittää. Kohderahastoilla ei ole varainkeruun aikana tarvetta etsiä uusia sijoittajia, joiden avulla rahaston sitoumuskoko saataisiin täyteen. Vanhat sijoittajat ovat jo sopimuksilla sitoutuneet rahastoon sen maksimimäärällä. Tilanne hyödyttää sijoittajia ja kohderahastoja. Häviäjänä tilanteessa ovat uudet sijoittajat, jotka jäävät ulos kohderahastoista ja joutuvat etsimään muita sijoituskohteita. Uusilla sijoittajilla ei siis edes ole mahdollisuutta tehdä sitoumusta kaikkiin kohderahastoihin.

On myös hyvä huomioida aiemmissa tutkimuksissa ilmi tullut havainto, että pitkän tuottohistorian omaavat kohderahastot todennäköisesti tuottavat myös tulevissa rahastoissaan hyvin. Kokeneiden kohderahastojen uudet rahastot ovat haluttuja sijoituskohteita ja kuten aiemmin esiteltiin, uusien rahastojen sitoumuspaikat täyttyvät todennäköisesti vanhoista sijoittajista. Uusilla sijoittajilla ei ole tilaa näissä rahastoissa, joten sijoituskohteita tulee etsiä nuorista ja kokemattomista kohderahastoista, joilla ei ole esitellä relevanttia

toimintahistoriaa. Tilastojen valossa nuoret kohderahastot eivät menesty yhtä hyvin kuin vanhemmat, joten kysymykseksi jääkin haluavatko sijoittajat edes sijoittaa näihin.

Kolmas hyöty, jonka varainhoitajat nimesivät FoF:eille, oli varainhoitajien kokemukset ja osaaminen PE-markkinoista. Vaikka kohderahastojen ja FoF:ien väliset tulevaisuuden sitoumussopimukset ovat juridisten entiteettien eikä varainhoitajien välisiä, on varainhoitajien keskinäisillä suhteilla ja luottamuksella kuitenkin merkitystä sijoitusten onnistumisessa. Varainhoitajat kokivat tuntevansa PE-markkinoiden, kohderahastojen ja yritysten toiminnan läpikotaisin paremmin kuin yksityiset sijoittajat. Sijoittajilla koettiin olevan puutteita jopa FoF-rakenteen ymmärryksestä.

> Sijoittajan ymmärrys Fund of Fundista on joskus hyvinkin vähäinen, jopa termit rahaston sijoitus ja sitoumus menevät helposti sekaisin. [Varainhoitaja D]

> Pääomakutsujen ja palautusten ajoittaminen on hankala ymmärtää. Aluksi (sijoittaja) halutaan maksaa koko sitoumus pankkitilille ja kutsut ovat ”laskuja”. Kun rahavirtaa takaisinpäin ei tule palautuksina ensimmäisen kahden vuoden aikana, oletetaan sijoitusten menneen konkurssiin ja vaaditaan rahaston likvidointia ja sopimusten purkua. [Varainhoitaja C]

Piensijoittajat eivät voi tämän tason tietämyksellä mitenkään sijoittaa PE-markkinoihin suoraan. Heillä ei haastateltavien mukaan todennäköisesti olisi myöskään tarvittavaa varallisuutta tehdä sijoituksia tai edes pääsyä kohderahastoihin.

Jokainen haastateltava nimesi FoF:in merkittävimmäksi ja miltei ainoaksi heikkoudeksi rakenteen kalleuden. Sijoituskerroksia FoF:in sisällä on useita ja jokaisessa tasossa on palkkio. Varainhoitaja C tiivistää tilanteen toteamalla, että rakenteessa kuluillekin tulee kuluja eli ”feetä feen päälle”. Kulut rakenteen sisällä eivät kuitenkaan edes näy ulospäin sijoittajille, vaan ne netotetaan suoraan kohderahastojen tuottoluvuissa. Ainoat kulut, jotka sijoittajat selvästi havaitsevat, ovat FoF:in hallinnointi- ja tuottopalkkio. Rahastojen rahasto ei näytä tietämättömälle sijoittajalle kalliilta rakenteelta. Koko rakenteen läpi absoluuttisia kuluja tarkastellessa rakenne on kallis. Haastateltavat kuitenkin kokivat, että hajautuksen, taidon ja kohderahastoihin pääsyn arvo ylitti rakenteen kalleuden hinnan ja että FoF-rakenne on kannattava.

Toinen nimetty heikkous oli niin sanottu blindpool-riski. Tämä tarkoittaa, että sijoittaja ei sitoumuksen tekovaiheessa vielä tiedä tarkkaan, mihin FoF tulee sijoittamaan. Toiminta perustuu paljon luottamukseen ja historiallisiin tuloksiin, eikä numeeriseen, tiedossa olevaan dataan. Sama riski on yhtälailla kohderahastosijoituksissa FoF:in näkökulmasta tarkasteltuna. FoF ei sitoumuksenteossa tiedä, mihin kohderahasto tulee sijoittamaan. Blindpool-riskiä ja siihen varautumista on haastateltavien mukaan vaikea selittää kokemattomalle sijoittajalle. Blindpool-riski on haastateltavien mukaan yleisin syy, miksi sijoittaja ei tee sitoumusta FoF:iin. Varainhoitajat eivät nähneet tätä sijoitustoimintaan vaikuttavana ongelmana, koska portfoliohajautuksella sekä huolellisella DD:lle he ovat pystyneet varautumaan blindpool-riskiin.

5.2.2 Kohderahastot sijoituksina

Haastateltavat näkivät kohderahastojen heikkouksissa ja vahvuuksissa merkittäviä eroja. Vaikuttavin syy tähän oli varainhoitajan hallinnoiman FoF:in strategia ja kohderahaston fokus. Varainhoitajat halusivat FoF:eissa erottua kilpailijoista fokusoimalla strategiaansa kohderahastojen eri osa-alueisiin. Haastateltavilla oli myös eriäviä mielipiteitä, mitkä olivat kohderahastoissa menestystekijöitä. Mielipiteet pohjautuivat täysin haastateltavien sijoitushistoriaan.

Varainhoitaja A ei nimennyt merkittäviä strategisia tekijöitä, koska kohderahastojen valinta riippui sen hetkisestä portfoliorakenteesta. A:lla ei ole useita hallinnoitavia FoF:eja, vaan kaikki sijoitukset tehdään saman rakenteen alle. Sijoittajat ovat määritelleet sijoitusfilosofiaksi esimerkiksi pitkäaikaisuuden ja vastuullisuuden. Sijoittajasopimusten mukaan A:n FoF:in tulee seurata sijoittajien filosofiaa täysin ja kehittää sijoitusstrategia sen ympärille. Filosofiassa ei ole määritelty esimerkiksi kohderahastojen toimialaa tai -paikkaa. Tästä syystä A:n kohderahastovalinnat olivat riippuvaisia ainoastaan portfolion sen hetkisestä rakenteesta. Tavoitteena A:lla on pitää portfolion riski-tuotto suhde tasapainossa.

Varainhoitaja A painotti sijoitusstrategiassaan, että kohderahaston pitää tuoda lisäarvoa FoF:ille. Kohderahaston tulee olla sijoittajille eksklusiivinen tai toimia markkinoilla, joihin muuten ei ole pääsyä. A tiivisti ajatuksen kysymykseen: miksi muuten FoF sijoittaisi kalliin kohderahaston kautta, eikä tekisi kohdeyrityssijoituksia itse. A odottaa kohderahastoistaan myös managerien selkeää kommunikaatiota ja prosessikyvykkyyttä. A totesi,

että heidän sijoitustiiminsä pienen koon takia työvoimaa ja resursseja ei aina riitä kunnolliseen DD:hen. Tästä syystä managerien tulee olla selkeitä ja luotettavia. DD-vaiheen puutteiden takia A:n painotus kohderahastojen valinnassa oli selkeästi kohdistunut jo olemassa olevien sijoitusten uusimiseen eikä uusien kohderahastojen löytämiseen.

Varainhoitaja B:llä kohderahaston ominaisuuksiin vaikutti selvästi A:ta enemmän kohderahaston managerin toiminta kohdeyrityksissä. B:lle tärkeää oli, että manageri pystyi kommunikoimaan sijoitusstrategiansa selvästi ja sijoitustoiminta on sen mukaista, mitä on luvattu. Jatkuva dialogi managerin kanssa koko sijoitustoiminnan ajan oli B:lle ensiarvoisen tärkeää. Managereilta odotettiin osaamista ja ymmärrystä kohdemarkkinasta. Mitä paremmin manageri ymmärsi oman markkinan, osasi esittää omat vahvuutensa ja hyödyntää niitä valitsemallaan markkinalla, sitä parempi sijoituskohde kohderahasto B:n mukaan on. B:n mukaan selkeys ja kommunikaatiokyky ovat merkki hyvistä prosesseista, mitä kohderahastossa tapahtuu. B:n mukaan onnistuneimpia sijoituksia olivat ne, joissa kohderahaston prosessit toimivat parhaiten. Jos manageri ei osannut aiemmista sijoituksistaan kertoa ja selittää epäonnistumisiaan, oli se epäpätevyyden merkki. Sama päti yhtälailla onnistumisten suhteen. Yllättävä onnistuminen oli kohderahastolle tietenkin tuottomielessä hyvä asia. Ymmärrys siitä miksi näin tapahtui ja omavaikutteisen toiminnan merkitys onnistumisessa olivat kuitenkin paljon suuremmassa roolissa arvioinnissa kuin pelkkä kohdeyrityksen tuottokerroin. Jos manageri ei osannut selittää onnistumisia tai epäonnistumisia, oli se viite kontrollinpuutteesta kohdeyrityksessä. B:lle myös ehdoton kriteeri oli, että kohderahastolla on esitellä aiempaa sijoitushistoriaa. Kohderahaston tulee pystyä esittelemään kohdeyritysten kehitystä ja likvidointia aiemmissa rahastoissa. B ei missään tapauksessa sijoita ensikertarahastoihin.

Selkeä kommunikaatio oli vaade jo ennen sitoumuksen tekoa B:n ja kohderahaston managerin välillä. Hyvä kohderahasto osasi selvästi kommunikoida sijoitusstrategiansa sekä miten se tulee kasvattamaan kohdeyritystensä arvoa. Esimerkkejä arvonkasvatuksesta strategian tasolla on yritysostot tai orgaaninen laajentuminen. B:lle oli myös tärkeää, että kohderahastolla on merkittävä rooli kohdeyritysten toiminnassa ja kehityksessä, eivätkä kohderahastot ole vain vähemmistöosakkaana yrityksissä. Managereilla tuli olla taito johtaa kohdeyritystä ja kehittää liiketoimintaa. Varainhoitaja B:n sijoitustiimissä koettiin olevan resursseja perinpohjaiseen DD-selvitykseen, millä edellä mainitut asiat saatiin varmistettua.

Varainhoitaja C painotti hyvässä kohderahastossa yhtälailla managerien kykyä kommunikoida ja hallinnoida kohdeyrityksiä. Vielä tärkeämpää oli kohderahaston kyky monistaa prosessia samankaltaiseksi eri kohdeyritysten välillä. Varainhoitaja C painotti muita varainhoitajia enemmän kohderahaston historiallisten tuottojen merkitystä. Kohdeyhtiöillä odotettiin olevan noin 2–3 x kerroin myyntihetkellä. Kertoimen koettiin olevan riittävän turvallinen taso, jos kohderahasto syystä tai toisesta epäonnistuu sijoituksessaan. Korkean kertoimen ansiosta sijoitus on todennäköisesti silti positiivinen, eikä tuota tappiota.

Varainhoitaja C painotti myös B:n tavoin managerien onnistumisten tasaisuutta ja kommunikaatiota. C ei nähnyt hyväksi asiaksi, jos kohderahasto oli esimerkiksi yhden rahaston sisällä onnistunut kasvattamaan kohdeyritystä 30 kertaiseksi, mutta samalla aiheuttanut toisen yrityksen konkurssin. Rahaston tuotto on C:n mielestä liian volatiili, eikä kohderahaston managerilla ole kyvykkyyttä tasaiseen yritysten kehittämiseen. C:n toteaa, että tuurilla saatua arvonnousua parempi on, että kohdeyritysten kertoimet ovat säännöllisesti välillä 2.5–3 x.

> PE ei ole Venture Capitalia, missä kohderahaston tuotto syntyy 10 %:sta rahaston kohdeyhtiöistä. [Varainhoitaja C]

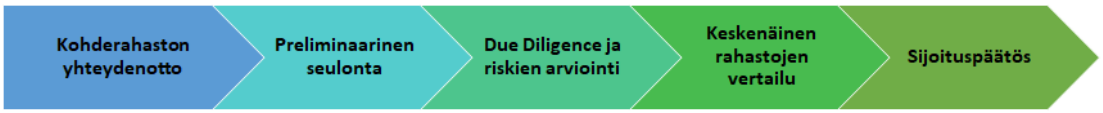
Varainhoitaja D nimesi suurimmalta osalta hyvin samankaltaisia positiivisia ominaisuuksia kohderahastoissa kuin B ja C. Varainhoitaja D painotti kohderahastovalinnoissaan eniten kohderahastojen historiallista menestystä ja pyrki kattavalla DD:llä saamaan sijoitusten onnistumisten syyt selville. Toiminta oli hyvin samankaltaista kuin B:lle ja C:llä. Syynä A:n ja muiden varainhoitajien erolle voidaan pitää sijoitustiimin resurssien rajallisuutta DD:n toteuttamiseen.

5.3 Sijoitusprosessin läpikäynti ja riskit

5.3.1 Prosessin vaiheet

Sijoitusprosessi kokonaisuudessaan oli hyvin samanlainen jokaisessa varainhoitoyrityksissä. Tämän alaluvun tarkoituksena on toimia alustuksena muille luvun 5 alaluvuille. Sijoitusprosessi kokonaisuutena on hyvin laaja, joten hahmottava kuva koko prosessista suuripiirteisesti on hyödyksi alalukujen tarkemmassa tarkastelussa.

Sijoitusprosessi alkaa kohderahaston yhteydenotosta. Joillain FoF:eilla on käytäntönä myös, että FoF omatoimisesti etsii kohderahastoja. Tällöin yhteydenotto prosessissa nähdään tulevan FoF:ilta. Prosessi etenee yhteydenoton jälkeen preliminaariseen seulontaan. Seulaan vaikuttaa FoF:in sijoitusstrategia. Kysymyksenä kohderahastojen seulonnassa on, millaisia sijoituskohteita FoF portfolioonsa hakee. Kriteereitä voi olla esimerkiksi kohderahaston sijoitushistoria tai toimialue. Suurin osa kohderahastoista putoaa tässä vaiheessa pois prosessista, koska ne eivät sovi FoF:in sijoitusstrategiaan.



Kuvio 12. FoF:in sijoitusprosessi (Varainhoitaja B)

Due Diligence ja riskien arviointi on prosessin kannalta tärkeä vaihe. DD:ssä tutustutaan tarkemmin koko kohderahaston toimintaan. Riippuen sijoittajan ja kohderahaston aikaisemmasta suhteesta saattaa kolme ensimmäistä vaihetta olla ajallisesti hyvinkin nopeita. Vaiheet ovat todennäköisesti käyty lävitse jo aiemmin sijoitussuhteen aikana. Täysin uuden kohderahaston kohdalla prosessi on työläämpi, koska jokainen tarkastelun vaihe aloitetaan nollapisteestä.

Kuvitellaan tilanne, jossa sijoittaja on toiminut aiemmin saman kohderahaston vanhemmassa rahastossa. Yhteydenotto on kohderahastolta suoraviivainen ja selkeä. Yhteydenoton tarkoituksena on tiedottaa sijoittajaa, että manageri on perustamassa uutta rahastoa. Sijoittajalla todennäköisesti on jo tieto tästä aiemman kohderahaston yhteydenpidon ansiosta. Sijoittajan on helppo tehdä preliminaarinen seulonta kohderahastoon liittyen, koska hän tietää jo vanhan kohderahaston parametrit. Aikaisemman kirjallisuuden ja myös haastateltavien mukaan, kohderahastot harvoin vaihtavat toimivaa sijoitusstrategiaa. Tämän vuoksi sijoittaja voi olettaa uuden kohderahaston jatkavan vanhaa strategiaa. Myös Due Diligence on hyvin suoraviivaista. Sijoittaja tietää kohderahaston toimintatavat, jolloin tarkemmalle selvitykselle ei ole tarvetta. Prosessi on paljon nopeampi ja yksinkertaisempi kuin uuden kohderahaston kanssa. Sijoittajalla on prosessin helppouden ansiosta kiinnostus sijoittaa kohderahastoon, jonka kanssa sillä on aiempaa sijoitushistoriaa.

Prosessin kaksi viimeistä vaihetta tapahtuvat silloin, kun alustava sijoituspäätös seulonnan ja DD:n pohjalta on jo tehty. Rahastojen vertailulla tarkoitetaan prosessin vaihetta, jossa potentiaalista kohderahaston sopivuutta vertaillaan jo olemassa olevaan portfolioon. Samalla vertailua on myös muiden potentiaalisten kohderahastojen kesken, koska FoF:illa ei todennäköisesti ole halukkuutta tai edes mahdollisuutta sijoittaa moneen eri kohderahastoon samanaikaisesti. Keskinäinen vertailu voidaan nähdä osana sijoituspäätöstä. Sijoituspäätös itsessään on kuitenkin virallinen tilanne, josta tehdään usein kirjallisia merkintöjä. Päätökseen voidaan nähdä vaikuttavan myös muita osa-alueita, kuten esimerkiksi sijoitusmarkkinoiden yleistilanne. Tästä syystä haastateltavat näkivät sijoituspäätöksen ja rahastojen vertailun prosessin eri osina.

5.3.2 Sijoituskohteiden ensikontakti ja alustava seulonta

Ulkopuolisia yhteydenottoja varainkeruuta suorittavilta kohderahastoista tulee vuodessa hyvin paljon, joten seulontaprosessin alkuvaihe tulee olla nopea, selkeä ja helposti toteutettava. Keskimäärin haastateltavat saivat vuodessa noin 300 yhteydenottoa kohderahastoilta. Tähän laskettiin mukaan uudet sekä aiemmin yhteistyötä tehneet kohderahastot. Kun haastateltavat perustivat uusia FoF:eja, keskimääräinen jakosuhde oli, että noin ¼ kohderahastoista oli uusia ja loput aiemmin sijoitettuja. Keskimäärin haastateltavien FoF:eissa oli noin 10–15 kohderahastoa, joten uusia rahastoja oli keskimäärin noin kolme. Yhteydenotoista keskimäärin hieman yli 200 tuli uusilta kohderahastoilta. Koska 200 yhteydenotosta valitaan pelkästään kolme, tulee seulontaprosessin olla tehokas.

Haastateltavien välillä oli keskinäisiä eroja, mistä kohderahastoista seulontaa sijoitusprosessissa lähdettiin tekemään. Eroavaisuutena oli, etsitäänkö sijoitettavia kohderahastoja aktiivisesti vai odotetaanko heiltä yhteydenottoa. Varainhoitaja C mainitsi ainoana haastateltavana, että tarkoituksena heillä on maksimoida hankevirtaa myös aktiivisesti etsimällä sijoituskohteita. Muilla haastateltavilla hankevirta koostui pääasiassa ulkopuolisista yhteydenotoista. B ja D olivat PE-markkinoilla pitkäaikaisia tekijöitä verrattuna A:han ja yhteydenotot tulivat enimmissä määrin vanhoilta sijoituksilta ja tutuilta managereilta. B ja D näkivät, että heidän suhteensa eri kohderahastoihin oli tarpeeksi kattava saadakseen kokonaiskuvan markkinoista ja yhteyttä ottavat kohderahastot olivat tämän kokonaiskuvan perusteella markkinoiden parhaita. Tällöin B:llä ja D:llä ei ollut tarvetta etsiä uusia sijoitettavia rahastoja, vaan he pystyivät valitsemaan sijoituskohteensa yhteydenotoista. Kummallakin varainhoitajalla oli sijoitustiimin sisäinen jako, jossa jokaisella

tiimin jäsenellä oli oma vastuualueensa hankevirrasta. Vastuualue määräytyi useimmiten kohderahaston maantieteellisen sijainnin perusteella. Ajatuksena jaottelulle oli, että kun varainhoitajalle kerääntyi tietystä sijainnista paljon kohderahastoja, tuntee hän alueen toiminnan paremmin kuin muut. Näin varainhoitaja pystyy kasvattamaan tietämystään keskittymällä yhteen alueeseen verrattuna muihin tiimin jäseniin ja näin sijoitustiimin kokonaisosaaminen kasvaa.

A:lla ei ollut resursseja aktiivisesti etsiä ulkopuolisia kohderahastoja. A:n organisaatiolla oli hankaluuksia analysoida myös yhteydenottoja. Syynä tähän oli työvoimapula ja pätevien analysointi- ja seurantatyökalujen puute. Tästä syystä suurin osa sijoitettavista kohderahastoista oli jo aiemmin tunnettuja ja sijoitettuja rahastoja.

C koki, että heillä oli riittävästi työvoimaa analysoida vieraita kohderahastoja enemmän kuin muilla. Myös ylimääräiseen kohderahastojen etsimiseen oli aikaa ja työvoimaa. C:n mukaan tällä toiminnalla pystyttiin parhaiten löytämään tehokkaimmat kohderahastot sekä myös luomaan luotettavampaa vertailuaineistoa kohderahastojen vertailussa. Etsimisellä ja yhteydenotoilla oli myös muita tarkoituksia kuin vain maksimoida sen hetkistä hankevirtaa. Koska C:llä oli tieto, minkä tyyppisiä kohderahastoja tällä hetkellä perustetaan, niiden kokoluokka ja sektorifokus, oli C:llä omasta mielestään parempi näkemys yleisesti PE-markkinoista ja sen tulevaisuuden suunnasta kuin muilla haastateltavilla. C pystyi aktiivisen etsinnän kautta havaitsemaan tulevaisuuden kehittyvät sektorit ja näin reagoimaan muutokseen nopeammin ja tehokkaammin kuin muut haastateltavat. C:n strategiaan kuitenkin kuului, että hän ei sijoita ensikertalaisrahastoihin ja haluaa nähdä managerilta sijoitushistoriaa. Etsityt rahastot eivät aina täyttäneet tätä ehtoa. Tärkeämpää C:lle kuitenkin tässä vaiheessa oli yhteydenotto ja suhteen aloitus. C ilmaisi kiinnostuksen kohderahaston managerille sijoittaa rahastoon tulevaisuudessa. Managerin tulisi kuitenkin tällä rahastolla osoittaa osaamistaan. Ensimmäisen rahaston ollessa toiminnassa C pystyi seuraamaan managerin prosesseja ja kykyä suoriutua rahaston hallinnasta ja kehityksestä ja näin varmistaa, että manageri todella osaa työnsä. Jos C teki päätöksen sijoittaa seuraavaan rahastoon, oli hänellä etuoikeus sijoittaa kohderahastoon verrattuna muihin sijoittajiin, koska hänellä ja managerilla oli jo pitkä historia yhdessä. C totesi, että tämänkaltainen toiminta vaatii paljon enemmän resursseja kuin tyytyminen ainoastaan yhteydenottoihin, mutta tämän toimintatavan tulokset ovat olleet merkittäviä.

Jokaisella case-yrityksellä seulontavaiheessa keskityttiin lähes ainoastaan mitattavissa oleviin muuttujiin. Nämä muuttujat olivat hyvin samankaltaisia. Kohderahastojen one-pagerissa ei myöskään usein ole esitelty paljolti muita tietoja kohderahastosta kuin nämä muuttujat. Todennäköinen syy haastateltavien mukaan oli se, että kohderahastot haluavat selkeästi ja nopeasti tuoda ilmi heidän sijoitusstrategiansa. Näin he pystyvät tehokkaasti kommunikoimaan prosessiensa selkeyttä ja lisäävät todennäköisyyksiä saada uusia sijoittajia. Tilannetta voisi verrata työnhakuun. Hakijayritys saa useita työhakemuksia ja ne, jotka ovat selviä ja nopeasti luettavia todennäköisemmin saavat kutsun haastatteluun. Kohderahastoista tarkasteltavia muuttujia olivat haastateltavien mukaan esimerkiksi rahastojen koko, kohdeyritysten koko, kohdeyritysten maantieteellinen sijainti ja sektorifokus, managerien track record, managerien vaikutus kohdeyrityksissä, rahasto- ja tikettikoko ja kohderahaston palkkiot. Näiden avulla case-yritykset pystyivät suurin piirtein toteamaan, sopiiko kohderahasto heidän sijoituskohteekseen vai ei. Merkittävimmät tekijät olivat managerien track record ja kohdeyritysstrategia. Näitä tekijöitä verrattiin yleisesti verrokkiryhmään. Kohderahaston tuli olla keskimäärin menestyneempi kuin verrokkiryhmä, jotta haastateltavilla oli mitään mielenkiintoa jatkaa sijoitusprosessia kohderahaston kanssa.

Vaikka kaikki edellä mainitut tekijät kohderahastoissa olisivat täyttyneet, oli haastateltavien mukaan silti mahdollisuus, että kohderahasto hylätään. Syynä tähän oli sen hetkinen portfoliorakenne. Haastateltavat pystyivät koko ajan mallintamaan omaa portfoliotaan ja sen riskihajautuksia aivan jopa kohdeyritys tasolle asti. Jos uusi kohderahasto olisi lisännyt painoa jollain alueella liiaksi riskimielessä, ei kohderahastoa voitu hyväksyä. B:llä oli haastateltavista suurin portfolio, joten uusien kohderahastojen mukaan tuonnilla oli pienin merkitys. Suuren portfoliokoon takia B:llä oli myös kehittyneimmät riskientarkastelu ja -hallinta systeemit. B kuitenkin halusi painottaa, että vaikka hänen yrityksensä hallinnoi useaa eri FoF:ia ja näin toimi sijoittajan monessa eri kohdeyrityksessä, tarkasteltiin kohderahastoa kuitenkin ensisijaisesti aina osana uutta FoF:ia ja sen riskihajautusta. B:llä oli myös haastateltavista eniten managerisuhteita, minkä johdosta B:llä oli kohtalaisen varmaa tietoa tulevaisuuden sijoituskohteista. B pystyi haastattelunkin aikana varmuudella toteamaan, mihin kohderahastoihin hänen rahastonsa tulevat seuraavan kahden vuoden sisällä sijoittamaan. Näillä kohderahastoilla oli pitkä track record ja hyvät kommunikaatio- ja mallinnustaidot, joten B:n mukaan myös kohdeyritysten muuttujat olivat varsin tarkasti tiedossa. Näin ollen B pystyi siis tehokkaasti mallintamaan portfoliotaan jopa

muutaman vuoden päähän nykyhetkestä ja tämän ansiosta karsimaan tiettyjä kohderahastoja mahdollisista sijoituksistaan.

C haastoi tämän näkemyksen ja koki olevansa kehittyneemmässä vaiheessa portfoliohallinnan suhteen kuin B. Syynä tähän oli aiemmin mainittu aktiivinen kohderahastojen etsintä ja tämän ansiosta tarkemmin luodut tulevaisuuden skenaariot. C:n mielestä kukaan varainhoitaja PE:ssä ei voi pitää täysin varmana tulevaisuuden sijoituskohteitaan vallitsevasta maailmantilanteesta johtuen. Näin ollen B:n mallintamat kohderahastot ja varsinkin näiden kuvitteelliset kohdeyritykset eivät olleet tarkkoja tai luotettavia. C:llä oli omasta mielestään tarkempi tieto yleisestä markkinasta tulevaisuudessa ja tämän pohjalta loi mallinnuksia ihanteellisista kohderahastoista ja -yrityksistä, joihin hän sitten vertasi hankevirrassa saatuja ja löydettyjä kohderahastoja. Varainhoitajat A, B ja D siis enemmänkin vertasivat seulottavia tekijöitä kohderahastoista sen hetkiseen portfolioon ja verrokkiryhmään ja tekivät tämän pohjalta päätöksen. Seulonnan voisi tässä nähdä olevan enemmänkin sisältäpäin lähtöistä. C haki päätökselleen toista lähestymistapaa, jossa hän ensiksi määritti tulevaisuuden maailmantilan ja sen pohjalta tavoitteet kohderahastoille. Hän sitten vertasi uusia kohderahastoja näihin tavoitteisiin. Lähestymistapa seulonnassa oli C:llä ulkoisiin tekijöihin painottava.

Seulonnanpäätös jatkaako kohderahasto prosessissa vai ei, syntyi case-yrityksissä hieman eri tavalla. A:lla ja D:llä päätös syntyi selvästi yksittäisen henkilön toimesta. Koska A:lla ja D:llä oli selvät rajat, joiden sisään kohderahaston tulee kuulua, oli päätöksenteko niin selvää, että yksittäinen henkilö pystyi sen tekemään. B:llä ja C:llä kohderahaston vastuullinen varainhoitaja teki vielä sijoitustiimille oman esitelmän kohderahaston ominaisuuksista ja tiimi päätti kohderahaston etenemisestä DD-vaiheeseen.

5.3.3 Due Diligence ja päätöksenteko

Haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että huolellinen Due Diligence kohderahaston kanssa on heidän sijoitusprosessinsa tärkein vaihe. Haastateltavien mukaan huolellisella Due Diligencellä eli DD:llä pystytään havaitsemaan, ennaltaehkäisemään ja välttämään yleisimmät riskit, joita PE-sijoituksissa ilmenee. Merkittävimmät riskit haastateltavien mukaan olivat kohderahaston manageritiimiin kulminoituvat henkilöriskit sekä niin sanottu blindpool-riski eli epätietoisuus kohderahaston sijoituskohteista ja -suunnitelmasta.

Koska Due Diligence on haastateltavien mukaan sijoitusprosessin tärkein vaihe, käsitellään tässä luvussa yksityiskohtaisesti jokaisen varainhoitajan DD-toimintaa. Haastateltavien mukaan DD vie sijoitusprosessissa eniten aikaa ja resursseja, mutta siitä saatavat hyödyt ovat avainasemassa sijoitusten onnistumista ajateltaessa. Koska DD-prosessi kokonaisuutena on hyvin laaja, on tutkimuksen kannalta selvempää samalla esitellä mitä kohderahastoriskejä DD:llä yritetään välttää ja miten niihin varaudutaan. Jos riskejä esiteltäisiin jälkeenpäin omassa kappaleessa, pitäisi niiden yhteydessä aina palata DD-vaiheeseen.

DD-vaiheen eroavaisuudet syntyivät enimmäkseen haastateltavien varainhoitajien toimintatavoista ja -prosesseista. Haastateltavat ovat uransa aikana tehneet lukemattomia määriä DD-tapaamisia ja tämän pohjalta muodostaneet heille itselleen tehokkaimman tavan havaita etsimänsä piirteet manageritiimistä. Toinen syy eroihin oli resurssien ja työvoiman määrä, joka haastateltavilla oli käytössä.

Varainhoitaja A:n prosessi oli haastateltavista suppein. DD-vaiheessa usein tavattiin kohderahastojen managereita pienellä porukalla, joskus jopa yksin. Tapaamisissa ei ollut resursseja suurempaan prosessien tarkasteluun, joten tapaamiset painottuivat usein ainoastaan tiimin rakenteeseen, työnjakoon ja managerien historiallisten tulosten tarkasteluun. Tämä oli kuitenkin A:n mielestä täysin toimiva tapa toteuttaa DD:tä. Syynä tähän oli, että A:n rahastot tekevät merkittävissä määrin sijoituksia jo aiemmin sijoitettuihin rahastoihin. DD-vaihe on siis toteutettu jo aiemmin kohderahaston kanssa ja sen prosessit, sijoitushistoria ja henkilöominaisuudet ovat jo tiedossa. Tällöin uuteen rahastoon sijoittaessa ei A:lla edes ole tarvetta syvälliseen tarkasteluun.

Päätöksenteko tapahtui nopealla aikataululla ja osallistujia oli vain muutama. DD:stä saatu aineisto ja yleinen mielikuva esiteltiin tiimin muille jäsenille. Tiimi tarkasti, ettei merkittäviä riskejä tai ongelmia rahastosta tullut ilmi, mitä DD:n vastuullinen sijoitusjohtaja ei olisi huomannut. Tämän jälkeen päätöksen sijoituksesta teki vastuullinen sijoitusjohtaja, eikä suurempaa äänestystä asiasta ollut. Kohderahaston osuus nykyisestä portfoliosta oli usein hyvin pieni, joten päätöksellä ei sinänsä ollut edes suurta merkitystä. Tärkeämpää oli, että kohderahasto ei loppujen lopuksi olisi suuri epäonnistuminen ja että asiakkaiden antamat kriteerit sijoituskohteen ominaisuuksista täyttyivät.

A koki organisaationsa pienuuden ja resurssien puutteen olevan osasyynä siihen, että sijoitusten valinnassa ja DD-vaiheessa kierrettiin eräänlaista ympyrää. Koska

kohderahastoja ei pystytty etsimään paljoakaan yhteydenottojen ulkopuolelta, ei ollut tarvetta myöskään syvälliselle DD:lle uusien kohderahastojen kanssa. Tästä syystä DD-toiminta oli kutistunut viime vuosiin verrattuna. Jos taas uusi hyvä kohderahasto olisi löytynyt, ei sille olisi todennäköisesti riittänyt resursseja toteuttaa DD:tä. Tällöin helpompaa ja tehokkaampaa A:n organisaatiolle oli tehdä sitoumuksia ennalta tunnettuihin rahastoihin. A oli sitä mieltä, että tällöin maksimaalinen tuottopotentiaali jää hyödyntämättä PE-sijoitusten osalta. A kuitenkin halusi painottaa, että hänen rahastojensa asiakkaille PE oli merkittävän pieni osa kokonaisvarallisuutta. Tuotot PE:ssä eivät olisi vaikuttaneet merkittävästi asiakkaiden kokonaisvarallisuuden tuottoon. PE:n rooli oli enemmänkin signaloida asiakkaiden vastuullisuutta, kotimaisuutta, hajautusta ja olla keino allokoida asiakkaiden varoja sijoituksiin eikä makuuttaa niitä asiakkaiden pankkitilillä. Koska PE:llä ei ollut merkittävää tuottovaikutusta asiakkaille, ei siihen myöskään haluttu merkittävissä määrin panostaa resursseja. A:n mielestä seulonta- ja DD-prosessissa olisi mahdollisuuksia parannuksiin, mutta asiakkaille riittää tämänhetkinen toimintatapa.

B:n sijoituspäätökset perustuivat merkittävissä määrin kohderahaston managerien prosesseihin ja onnistumisiin. Tästä syystä myös DD-vaiheessa käytettiin hyvin paljon aikaa managereihin tutustumiseen. B nimesikin merkittävimmiksi riskeikseen kohderahastosijoituksissa managereista syntyvät henkilöriskit ja niin sanottu blindpool-riski, eli sijoittaminen tuntemattomiin kohteisiin.

B:n sijoitustiimi tapasi kohderahaston managerit isolla kokoonpanolla. Usein tapaamisissa oli sijoitustiimin jokainen jäsen. Myös kohderahastosta toivottiin mahdollisimman suurta osallistumisprosenttia. Tapaamiset järjestettiin ennen koronapandemiaa paikan päällä, mutta pandemian jälkeen myös videotapaamiset yleistyivät. B halusi myös painottaa, että koska koko sijoitustiimi tapaa kohderahaston, oli sijoitustiimille kohderahaston ominaisuuksien tunteminen tärkeää. Sen takia B toteutti jo seulontavaiheessa kohderahaston esittelyn koko sijoitustiimilleen.

Kohderahaston tapaamisessa keskityttiin suurimmalta osalta managerin tiimin sisäisiin ominaisuuksiin ja managerin historiallisiin sijoituksiin. Koska B nimesi henkilöriskin merkittävänä riskinä, oli manageriin tutustuminen kriittisessä roolissa riskin minimoimisessa. Henkilöriskit B:n mukaan kulminoituvat tiimin prosesseihin, toimivuuteen ja yhteispeliin sekä avainhenkilöiden pysyvyyteen ja panostukseen. Tapaamisessa B halusi perinpohjaisesti tutustua managerin toimintatapoihin, miten kohderahastoa hallinnoidaan ja

kehitetään tuottoisammaksi. Prosessien yksinkertaisuus, toistettavuus ja selkeys olivat etusijalla. Kohderahaston sijoitusprosessiin voidaan myös laskea mukaan prosessit kohdeyrityksissä. B:lle oli ensiarvoisen tärkeää ymmärtää kohderahaston managerien vaikutus kohdeyhtiöiden kehityksessä. Managerin tuli osata myös selkeästi ilmoittaa suunnitelma, millä tavalla se pystyy vaikuttamaan kohdeyritysten liiketoimintaan. Mitään kultaista sääntöä tähän ei B:n mukaan ollut, kaikki riippui kohdeyrityksen tilanteesta ja markkinasta. Tärkeämpää kuitenkin oli, että managerilla oli selvä suunnitelma asian toteuttamiseksi. Koska tulevia sijoituksia ei kuitenkaan vielä ollut tiedossa tarkasti, keskittyi DD-vaihe enemmän historiallisiin tuloksiin. B vaati tapaamisissa tarkkaa selontekoa entisistä kohdeyritysten onnistumisista, mutta myös epäonnistumisista. Jos managerilla oli selvät selitykset kohdeyritysten kehitykselle, oli se merkki managerin kontrollista kohdeyrityksissä. Positiivinen kehitys ei saanut olla tapahtunut kohdeyrityksissä sattumalta, vaan managerin oli pitänyt tehdä töitä sen eteen. Epäonnistumisista tuli pystyä kertomaan, millä tavalla sitä oli yritetty estää tai miten siihen oli päädytty. Menestyksekkäässä kohderahastossa B:n mukaan harvoin tulee isoja epäonnistumisia kohdeyrityksissä eli esimerkiksi konkursseja. Tietämällä historialliset onnistumiset ja epäonnistumiset, sekä toimivat prosessit ja tulevaisuuden sijoituskohteiden ominaisuudet, pystyy B:n sijoitustiimi minimoimaan blindpool-riskin. Vaikka tulevia kohdeyrityksiä ei tarkkaan vielä tiedetä, pystytään niistä kuitenkin luomaan tietyn asteinen käsitys ja tulevaisuuden kehityssuunta.

Seuraavana tarkastelukohteena tapaamisessa oli manageritiimin toimivuuden ja yhteistyön tarkastelu. B:n mukaan tähän ei ollut mitään yhtenäistä kaavaa. Jotkut manageritiimit saattoivat olla yhden miehen operaatioita ja menestyä tuottoisasti omalla toimialallaan. Toiset tiimit taas saattoivat olla isoja organisaatioita, jotka kuitenkin tehokkaasti pystyivät kehittämään kohdeyrityksiä. Tärkeämpää manageritiimin sisällä oli havaita työnjako, palkitsemisjärjestelmä ja yleinen ilmapiiri. Jos esimerkiksi jollain jäsenellä oli kohtuuton työmäärä verrattuna palkitsemiseen, lisäsi se riskiä hänen irtisanoutumiseensa. Jos taas manageritiimin yleinen ilmapiiri oli huono, lisäsi se myös riskiä avainhenkilön irtisanoutumisesta. Pahimmassa tapauksessa huono ilmapiiri saattoi myös vaikuttaa kohderahaston sijoituspäätösten tekoon, jolloin kohderahaston tuotto ei ole toivotulla tasolla. Kaikki nämä asiat tulivat olla kunnossa, jotta pystyttiin parhaimmalla mahdollisella tavalla takaamaan avainhenkilöiden pysyvyys kohderahastossa.

Vaikka ilmapiiri olisi kuinka hyvä kohderahastossa, saattaa avainhenkilöillä silti olla halu tai tarve lähteä. On myös ollut tilanteita, jossa avainhenkilö ei esimerkiksi terveydellisistä

syistä pysty työskentelyä jatkamaan. Manageritiimin tulee olla varautunut näihin tilanteisiin ja esittää hyvä jatkosuunnitelma, miten toimitaan, jos näin käy. Kohderahastolla tulee olla varakandidaatteja avainhenkilön tilalle. Paras mahdollinen tilanne olisi, jos avainhenkilö pystyttäisiin korvaamaan toisella manageritiimin jäsenellä. Tällöin luottamus- ja tuntemussuhde sijoitustiimin ja kohderahaston välillä säilyy, eikä uusia yllätyksiä ole. Avainhenkilöiden lähtöön pystytään myös varautumaan kirjallisilla sopimuksilla. Sopimukset saattavat sisältää esimerkiksi pykäliä, joilla sijoittaja saa rahallista kompensaatiota avainhenkilön lähdön takia, tai jopa mahdollisuuden irtautua rahastosta. Avainhenkilön lähtö vaikuttaa kuitenkin niin merkittävästi kohdeyritysten ja näin kohderahaston toimintaan ja tuottoon, joten B:n sijoitustiimi haluaa varmistaa mahdollisimman pienen vaihtuvuuden manageritiimin sisällä.

B:n mukaan DD-prosessissa pystytään havaitsemaan ja ennalta ehkäisemään sijoituksissa kohdattavia riskejä. Prosessien ja historiallisten tulosten tarkalla selvityksellä blindpool-riskiä saadaan ehkäistyä. Manageritiimin henkilökohtaisten ominaisuuksien havaitsemisella ja kirjallisilla sopimuksilla pystytään myös varautumaan henkilöriskeihin koko sijoitusjakson ajaksi. Näin B:n mukaan riskiksi jäljelle jää enää markkinariski, jota pystytään hyvällä portfoliohajautuksella ehkäisemään. Kohderahastojen sisäisiä riskejä ei tässä vaiheessa enää tulisi olla.

DD-vaiheen jälkeen B:n sijoitustiimi hajaantui kahteen ryhmään. Ensimmäisen ryhmän tarkoituksena oli etsiä ongelmia ja riskejä kohderahastosta. Toisen ryhmän tehtävän oli vastata näihin ongelmiin. Tällä metodilla taattiin vielä riskien ja ongelmien ennaltaehkäisy. B totesikin, että metodi vaatii enemmän aikaa ja resursseja kuin normaalisti, mutta tulokset olivat selvästi parantuneet aikaisemmasta käytännöstä. Kriittisen ryhmäajattelun ansiosta epäonnistuneita kohderahastoja oli nykyisissä rahastojen rahastoissa selvästi vähemmän kuin aikaimmin. Virallinen päätös sijoituksesta tehtiin koko sijoitustiimin toimesta.

Haastateltavat C ja D toimivat DD:ssä hyvin samalla tavalla kuin B. Syynä tähän oli, että C:llä ja D:llä oli samantyyliset sijoituskohteet kuin B:llä. Myös käytettävissä olevat resurssit olivat hyvin samankaltaiset kuin B:llä. C ja D yhtälailla nimesivät merkittävimmiksi riskeiksi henkilöriskit kohderahastoissa sekä blindpool-riskin. Näihin haettiin vastauksia ja selvyyttä DD-prosessissa samalla tavalla kuin B:llä.

Eroavaisuudet prosessien välillä olivat hyvin pieniä. Eroina oli esimerkiksi yksittäiset tarkastelun kohteet historiallisista tuloksista, tulevista sijoituksista ja kohdeyritysten kehitystavasta. Tämä johtui siitä, että C:n ja D:n sijoitushistorian aikana kohderahastot olivat epäonnistuneet eri tyylisissä asioissa kuin B:n kohderahastot. Huomio siis luonnollisesti kiinnittyi näihin tekijöihin, koska niitä haluttiin välttää. Tapaamisissa ihannetilanne oli, että koko FoF:in sijoitustiimi ja kohderahaston manageritiimi tapaavat paikan päällä kasvokkain. Henkilöriskeihin varauduttiin selvittämällä manageritiimin sisäinen dynamiikka, insentiivit ja yrityksen omistusrakenne yhtä lailla kuin B:llä. Avainhenkilöiden lähtemiseen varauduttiin kirjallisin sopimuksin sekä selvittämällä lähdöstä seuraavat jatkotoimenpiteet. C:n sijoitusstrategiaan kuului pitkäaikainen suhteenluominen kohderahaston kanssa, minkä ansiosta DD:ssä tarkasteltavat asiat, kuten esimerkiksi managerin sijoitus- ja arvonluontiprosessit ajoittuivat pidemmälle aikavälillä kuin muilla haastateltavilla. C oli pidemmän henkilösuhteen ansiosta konkreettisesti nähnyt, miten manageri toimii, kun B:llä ja D:llä mielikuva syntyi ainoastaan tapaamisen pohjalta.

C:n ja D:n kohderahastojen historiallisten sijoitusten arviointi oli enemmän dataorientoitunutta kuin muilla haastateltavilla. Datasta etsittiin yhtenäisyyksiä onnistumisista, jotka voidaan myös monistaa tulevaisuuden sijoituksiin. Toiminta itsessään ei kuitenkaan sisältynyt merkittävästi itse DD-prosessiin. Managerilta saatiin data vanhoista sijoituksista helpommin ja luotettavammin kuin itse etsimällä, mutta arviointi suoritettiin oman sijoitustiimin sisällä.

C ja D painottivat tarkastelussa eniten manageritiimin prosesseja. Tulosten ja prosessien tuli olla systematisoitua vuosien varrelta. Tuottojen pitää olla hyviä, muttei rönsyileviä. Ei voi olla tilannetta, missä yksi yritys kohderahastosta on tehnyt koko tuoton, ja muut eivät ole kehittyneet ollenkaan. C myös totesi, että kohderahastojen onnistumisista syntyy managereilla ahneutta kasvattaa seuraavan rahaston ja kohdeyritysten kokoa. Manageri haluaa tehdä isompia kauppoja suuremman tuoton toivossa. Tällöin kohderahaston strategia lähtee sivuraiteille, eikä systemaattisuus säily. C:lle ei ole ongelma, vaikka kohderahasto olisi pienempi kuin kilpailijansa. Kunhan manageri tietää mitä tekee ja sijoittaa osaamisensa rahoissa. Kasvua voi syntyä, mutta sille pitää olla pätevä syy.

Sijoituspäätöksessä ei käytetty B:n tavoin tiimin sisäistä vastakkainasettelua, mutta päätös syntyi yhtä lailla koko sijoitustiimin kesken. Kohderahaston vastuullinen varainhoitaja vielä tiivistetysti esitteli DD-tapaamisen jälkeen kohderahaston toiminnan ja

ominaisuudet, vaikka sijoitustiimi tapaamisen pohjalta nämä jo tiesi. D oli ainoa haastateltava, joka käytti myös ulkopuolista asiantuntemusta sijoitusten arvioinnissa ja valinnassa. Vaikka suurin osa sijoituskohteista oli muiden haastateltavien kanssa samantyylisiä, oli D:llä myös muutama erikoisempi, johonkin niche-sektoriin erikoistunut sijoitus. Ulkopuolisen asiantuntijan arvioi korostui näissä sijoituksissa. Sijoitustiimi teki arvion jälkeen sijoituspäätöksen, jonka tuli olla yksimielinen.

C ja D nostivat esille DD-vaiheestaan samanlaiset ongelmat, kuin luvussa 2.2.1 tuli ilmi. Näitä oli IRR-kertoimen keinotekoinen kasvattaminen, liiallinen velkavivun käyttö ja AUM:in kasvattaminen tuottopalkkion takia. Haastateltavat kertoivat esimerkkejä aitojen ja toiminnassa olevien kohderahastojen ongelmallisesta toiminnasta. Haastateltavien pyynnöstä kohderahastojen nimiä ei kuitenkaan tässä kohtaa mainita, eikä se olisi edes relevanttia tutkimuksen osalta. Osa mainituista kohderahastoista käyttää keinoja vain harvakseltaan, mutta muutamat kohderahastot käyttävät niitä jokaisessa rahastossaan systemaattisesti. Keinot eivät ole millään tavalla laittomia tai epäasiallisia, mutta haastateltaville ne olivat hälyttävä merkki olla sijoittamatta kohderahastoon.

> Kohderahasto ei tehnyt pääomakutsuja ensimmäiseen kolmeen vuoteen. Kun markkinat tippuivat ja tililimiitti tuli täyteen, kutsuttiin paniikissa 50 % sitoumuksesta. [Varainhoitaja C]

Velkavivun käytöllä kohderahasto tavoitteli parempaa IRR:iä, minkä ansiosta kohderahaston menestys olisi tulevaisuudessa tarkasteltuna näyttänyt paremmalta ja tuottopalkkiot olisivat olleet suuremmat. Sillä ei saada absoluuttista hyötyä sijoittajanäkökulmasta. Velkavivun käytön takia sijoittajat joutuivat maksamaan huomattavan suuren pääomakutsun, joka synnytti merkittäviä ongelmia sijoittajille. Koska markkinat olivat laskeneet, ei sijoittajillakaan ollut ylimääräisiä varoja odottamassa näin isoja kutsuja. C:n mukaan tilanteesta kuitenkin selvittiin ja nyt kohderahasto esittelee rahaston IRR:iään tyytyväisenä uusille sijoittajille. C ei kuitenkaan aio kohderahastoon enää sijoittaa epäjohdonmukaisuuden takia.

> Kohderahasto kasvattaa AUM:in kokoa pullistelemalla sijoituksiensa ja rahastojensa arvoja. Uudet sijoitukset ovat joka kerta entistä suurempia ja tuotto

> entistä pienempi. AUM:in kasvatus on hyvä yrityksen osakkeenomistajille, muttei LP:ille. [Varainhoitaja B]

Kohderahasto siis tekee entistä suurempia sijoituksia, jotta varainhoitoyrityksen sijoitustoiminta, liikevaihto ja palkkiot kasvavat. Osakkeenomistajille tase kasvaa ja yrityksen toiminta kehittyy. Kohderahasto kuitenkin etääntyy koko ajan ydinosaamisalueeltaan. Halutun kokoisten yritysten määrä pienenee, mitä suurempia etsitään. Kohderahasto enemmänkin ”ottaa mitä saa”. Sijoittajille tämä tarkoittaa heikompaa ja epäjohdonmukaisempaa tuottoa. Prosessit muuttuvat ja systemaattisuus katoaa. Kohderahaston varainhoitoyritys näyttää ulospäin hyvältä, mutta karkottaa sijoittajia koko ajan.

> Loppujen lopuksi totuus on se, että pitää vain luottaa. [Varainhoitaja A]

Esimerkit kuvastavat hyvin millaisia ongelmia kohderahastoista DD:n avulla saattaa löytyä. Haastateltavat eivät laskeneet esimerkkiongelmia rahastojen sijoitusriskeiksi, koska ne olivat ennalta tunnistettavia rahaston toimintatapoja. Toimintatavoista tietämätön sijoittaja saattaisi kuitenkin pitää esimerkiksi liiallisen velkavivun käyttöä kohderahaston riskinä. Haastateltavat olivat kaikki yhtä mieltä siitä, että vaikka kuinka hyvin seulonnalla ja DD:llä yrittää varautua epäonnistumisiin, niin niitä ikävä kyllä kuitenkin myös syntyy. Kohderahastojen riskeihin pystytään varautumaan, mutta varmuutta sijoituksesta ei voi ikinä olla. Voittajana markkinoilla on se, joka epäonnistuu harvimmin ja vähiten.

6 Keskustelu tuloksista

6.1 PE-rahastojen sijoitusstrategiat

Selvä sijoitusstrategia on PE-rahastojen tehokkain tapa lisätä ylituottojen todennäköisyyksiä. Sijoitusstrategian tulee olla suoraviivainen ja selkeästi kommunikoitavissa. Strategian tulee sisältää tapa, millä pyritään synnyttämään lisäarvoa sijoituksille. Hyvä sijoitusstrategia myös tunnistaa ja ennaltaehkäisee erinäiset sijoituksiin liittyvät riskit. (Barber ym. 2007). Yleispätevää, menestyksekästä sijoitusstrategiaa ei PE:ssä kuitenkaan vielä ole kehitetty. Varainhoitajat määrittelevät rahastoillensa strategian, joka yhdistelee sekä perinteisiä rahoitusteorian elementtejä, kuten esimerkiksi modernista portfolioteoriasta johdettavaa hajautushyötyä, kuin myös varainhoitajien omakohtaisia historiallisia sijoituskokemuksia. Lisäksi sijoitusstrategiassa hyödynnetään käytettävissä olevaa markkinadataa. Rahastojen sijoitusstrategia tarjoaa kuitenkin ainoastaan ääriviivat sille, millaisia sijoituksia rahasto portfolioonsa hakee. Varsinaiset kohderahastojen sijoituspäätökset perustuvat usein tapauskohtaisiin tekijöihin, kuten esimerkiksi DD:stä havaittuihin löydöksiin. Selvä ja kilpailijoista erottuva sijoitusstrategia voi kuitenkin olla myös myyntivaltti rahaston varainkeruun aikana. (Meads ym. 2015, 31–43.) Koska PE-rahastoilla ei ole havaittu olevan yhtenäistä ja yleispätevää sijoitusstrategiaa, tarkastellaan ensimmäisenä tutkimuskysymyksenä minkälaisia sijoitusstrategioita suomalaisissa PE-FoF:eissa käytettään ja miten ne eroavat toisistaan.

Suomen PE-markkinoilla ei ole montaakaan FoF-rakennetta käyttävää varainhoitoyritystä. (Suomen Pankki 2022.) Case-yritykset kattavat suuren osan Suomen FoF-tarjonnasta. Suomen PE-markkinoiden koko ei ole kovin iso verrattuna esimerkiksi Euroopan markkinoihin, joten rahastojen sijoitusmahdollisuudet ovat rajatut. (Tesi 2022.) Suomalaiset FoF:it saattavat keskenään joutua kilpailemaan keskenään sijoitusmahdollisuuksista. Nämä tekijät huomioiden haastateltujen varainhoitajien rahasto- ja sijoitusstrategiat voidaan yleistää tämänhetkisen suomalaisen PE-markkinan yleislinjaksi. Suomen PE-markkinoilla on myös rajallinen määrä sijoittajia. Samat sijoittajat ovat todennäköisesti mukana monessa rahastossa. Haastateltavien mukaan rahastot huomioivat jossain määrin sijoittajien mielenkiinnon tiettyjä strategioita kohtaan, jotta sijoittajia saataisiin houkuteltua rahastojen asiakkaiksi. Koska rahastot yrittävät houkutella samoja sijoittajia, on luonnollista, että rahastoissa on myös samantyylinen sijoitusstrategia ja toimintatapa.

Sijoitusmahdollisuuksien niukkuuden ja sijoittajien yhtäläisyyksien takia suomalaisten PE-rahastojen sijoitusstrategiat ovat hyvin samankaltaisia.

Haastateltavien mukaan Suomen PE-markkinat ovat laajentuneet Pohjoismaihin, jotta sijoittajia ja sijoitusmahdollisuuksia olisi enemmän. Jotta suomalaiset rahastot olisivat houkuttelevia myös ulkomaisille sijoittajille, on suomalaiset varainhoitajat ottaneet strategiaansa vaikutteita muiden pohjoismaiden rahastoista. Pohjoismaat ovat kulttuurillisesti hyvin samankaltaisia ja rahastojen sekä kohdeyritysten lainsäädännössä on yhtäläisyyksiä. Haastateltavien mukaan Suomen PE-markkinat voidaan paremmin yleistää Pohjoismaisiksi PE-markkinoiksi. Pelkästään rahastojen sijoitusstrategioita ja ominaisuuksia tarkastellessa olisi hankala erottaa, mistä Pohjoismaasta rahasto on. Case-yritysten sijoitusstrategiat voidaankin jossain määrin yleistää myös Pohjoismaisten rahastojen sijoitusstrategioiksi. Samantyylistä tutkimusta tulisi kuitenkin toteuttaa jokaisessa Pohjoismaassa, jotta strategioiden yhtenäisyyttä voitaisiin todentaa ja varmentaa.

Tarkasteltaessa varainhoitajien PE-FoF:ien sijoitusstrategioita, tulee strategia jakaa kolmeen päätöksenteon osa-alueeseen. Ensimmäinen osa-alue strategiassa on päättää suuressa mittakaavassa, mihin rahasto sijoittaa. Vaihtoehtoina on esimerkiksi suorat kohdeyrityssijoitukset, luotto- eli Credit-sijoitukset, Venture Capital tai toiset sijoitusrahastot. Haastateltavat olivat päättäneet strategioikseen sijoittaa toisiin kohderahastoihin, jolloin heidän rahastoistaan voidaan käyttää nimitystä FoF. Päätös sijoittaa toisiin rahastoihin perustuu hajautushyötyihin ja keskimääräisiin historiallisiin tuottoihin. Haastateltavat olivat havainneet, että heidän FoF:insa tuottoprosentti on vuodessa keskimäärin noin 10–14 %. Tuotto on linjassa esimerkiksi Mattssonin (2017) saamien tuloksiin verrattuna. Tämän jälkeen varainhoitajan tuli päättää, mihin kokoluokkaan FoF sijoittaa. Päätös sijoittaa pieniin ja keskisuuriin kohderahastoihin perustui myös historiallisiin tuloksiin. Haastateltavien mukaan tämä kokoluokka on PE-rahastoissa tuottoisin. Samaisen tuloksen oli esimerkiksi Gottschalg (2003) tutkimuksissaan löytänyt tarkastellessaan tuottoisinta kokoluokkaa. Haastateltavat eivät olleet tietoisia aiemmista ulkopuolisista tutkimuksista, vaan heidän tietonsa ja päätöksensä perustuivat omaan tutkimukseen ja kokemukseen.

Toinen osa-alue käsittelee FoF:in ominaisuuksia. Jotta voidaan tehdä minkäänlaista tarkempaa strategiaa sijoituksista, tulee FoF:in perustiedot, kuten esimerkiksi koko ja käytettävissä oleva sijoitusvarallisuus, olla selvillä. Uutta rahastoa perustaessa varainhoitajan

tulee päättää, onko hänellä halu ja kyky perustaa suurempi rahasto kuin edellinen oli vai jatkaako hän toimintaa saman kokoisella rahastolla. Luvussa 2.1.2 esiteltiin, mistä rahaston tuotto syntyy. Kaplan (2009, 121–146) ja Wilson (2010) kertoivat, että PE-rahastot synnyttävät tuottoa normaalisti kolmella eri tavalla. Ensimmäinen tapa on sijoitusten onnistuminen, toinen tapa on hallinnointipalkkio ja kolmas tuottopalkkio. Rahaston koon kasvattamisen takana on perusideana, että rahaston ylläpitäjän palkkiotaso ja suuremmista sijoituksista saatava tuotto kasvaa absoluuttisesti tarkasteltuna. Palkkiotasot ovat usein rahastoissa prosenttiosuuksia sitoumuksista, sijoituksista ja tuotoista. Kasvattamalla sitoumusten ja sijoitusten kokoa kasvaa palkkiotaso varmuudella. Jotta ylläpitäjä pääsee samaan palkkiotasoon kuin aiemmassa rahastossa, ei tuoton tarvitse enää olla yhtä korkea, koska palkkiota syntyy enemmän esimerkiksi hallinnointipalkkiosta. Ylläpitäjillä on tästä syystä usein halu kasvattaa rahastokokoa edellisestä. (Kaplan ym. 2009, 121–146.) Rahasto joutuu rahastokoon kasvaessa kasvattamaan myös sijoitusten kokoa tai määrää, jotta kaikki kerätyt varat saadaan tuottamaan eikä esimerkiksi TVPI heikkene. Kasvattamalla kokoa saatetaan kuitenkin ajautua pois varainhoitajan osaamisalueelta, jolloin tuotto pienenee. Määrää kasvattamalla kasvaa myös portfolion hajautus. Tuoton varianssi kuitenkin pienenee ja todennäköisesti lähennytään kohti markkinatuottoa. Määrää kasvattamalla hankaloituu myös sijoitusten hallinta ja valvonta. (Kelly ym. 2021.)

Kolmas osa-alue strategiassa on, minkälaisiin kohderahastoihin FoF tulee sijoittamaan. Rahastot päättävät tarkasti sijoitustensa ominaisuudet. Ominaisuuksia ovat esimerkiksi, kohderahaston maantieteellinen sijainti tai sektorikohtainen fokus. Muita ominaisuuksia kohderahastoille voi esimerkiksi olla kohderahaston toimikauden pituus, track record ja manageritiimin koko. Haastateltavilla ei ollut määriteltynä mitään yleislinjaa edellä mainituille ominaisuuksille, joita he käyttäisivät aina strategiassaan. Kohderahaston maantieteellinen sijainti nostettiin tärkeimmäksi ominaisuudeksi. Haastateltavat painottivat strategioissaan eniten Eurooppalaisia ja Pohjoismaisia kohderahastoja. Syitä tälle oli kaksi. Ensimmäinen syy oli jo aiemmin mainittu ulkomaisten sijoittajien houkuttelevuus ja lainsäädännön samankaltaisuus Pohjoismaissa. Toinen syy oli Pohjoismaiden ja Euroopan historiallinen PE-markkinoiden menestys viimeisten vuosikymmenien aikana. Haastateltavat olivat havainneet, että Pohjoismaiden keskimääräinen tuottoprosentti oli parempi kuin esimerkiksi Aasian. Samankaltaisia tuloksia esiintyi myös esimerkiksi Mattssonin (2017) tutkimuksissa.

Haastateltavien mukaan kolme tekijää vaikuttaa merkittävästi, millaisia sijoitusten ominaisuuksia sijoitusstrategiassa painotetaan. Kaikkia ominaisuuksia ei voida aina pitää yhtä tärkeinä. Ensimmäinen tekijä on tämän hetken markkinatilanne. Ominaisuuksien tulee sopia tähän markkinahetkeen. Haastateltavat nimesivät esimerkiksi ekologisuuden ja tasa-arvon olevan kohderahastoista etsittäviä ominaisuuksia, joita ei aiemmin olisi huomioitu. Ekologisuus ja tasa-arvo ovat haastateltavien mukaan kasvaneet tärkeiksi tekijöiksi tämän hetken markkinoilla. Jos kohderahastolla ei ole panostusta näissä ominaisuuksissa, on se todennäköisesti epäonnistuva sijoitus. Toinen tekijä on PE-markkinoiden historiallinen menestys. Historiallisen menetyksen kannalta tarkastellaan puhtaasti markkinoiden historiallista dataa. Tarkoituksena on löytää historiasta yhteisiä menestystekijöitä. Historialliset tekijät ovat strategiassa pienimmässä arvossa. Viimeinen tekijä on markkinoiden tulevaisuuden suunta. Haastateltavien mukaan kenelläkään ei ole tulevaisuuden suunnasta täyttä varmuutta, mutta erinäisillä mallinnuksilla voidaan tehdä todennäköisiä skenaarioita. Tärkeämpää on kuitenkin strategisesti varautua tulevaisuuden muutoksiin ja olla valmiina reagoimaan tähän.

Yhteenvetona voidaan todeta, että haastateltavien sijoitusstrategiat ovat melko samankaltaisia. Sijoitusstrategiat ovat kolmivaiheisia. Ensin määritellään FoF:in ääriviivat ja ominaisuudet. Tämän jälkeen strategia keskittyy kohderahastojen valintaan. Tärkeimpiä tekijöitä haastateltavien sijoitusstrategiassa on portfolion hajautus ja riskienhallinta eli Markowitzin (1952, 77–91) portfolioteoria, minkä johdosta FoF on luonnollinen valinta sijoitusrakenteeksi. Sijoitusstrategiaan haetaan vaikutteita tämän hetken PE-markkinoista, sen tulevaisuudesta ja historiasta. Haastateltavien strategiat yhdistelevät numeerisessa muodossa olevia sektorikohtaisia historiallisia tuloksia ja tulevaisuuden todennäköisiä markkinoiden kehityssuuntia. Strategiassa otetaan myös huomioon kohderahastojen henkilöominaisuuksia, varainhoitajien omia historiallisia sijoituskokemuksia ja kohderahastoista syntyvää fiilistä.

6.2 Sijoitusprosessi

Sijoitusstrategia määrittää FoF:in sijoitusten ääriviivat. Varsinainen sijoituspäätöksenteko syntyy kuitenkin jokaisen kohderahaston kohdalla erikseen. Jotta päätöksenteko olisi tehokasta ja luotettavaa, tulee varsinaisen sijoitusprosessin olla kokonaisuudessaan toimiva. Ilman tehokasta ja toistettavaa prosessia ei satojen eri kohderahastojen arvioinnista tule mitään. Tehokkaalla sijoitusprosessilla FoF pystyy parhaimmassa tapauksessa

kohdistamaan työresurssinsa kilpailijoita paremmin ja näin saavuttamaan kilpailuetua. Tämä kuitenkin tarkoittaa sitä, että sijoitusprosessin tulee erota kilpailijoista jollain tavalla. Toisena tutkimuskysymyksenä tarkastellaan, millainen on PE-FoF:in sijoitusprosessi.

Vaikka tehokkaalla sijoitusprosessilla pystytään luomaan kilpailuetua, on kilpailijoista erottuminen vaikeaa. Saman lainsäädännön alla toimiessa ja samoihin sijoituskohteisiin sijoittaessa on luonnollista, että haastateltavien sijoitusprosessit olivat keskenään hyvin samankaltaisia. Ne olivat vakioituja ja systemaattisia. Prosessista oli haluttu tehdä helposti kopioitava eri kohderahastojen välillä, millä saatiin kohderahastojen vertailusta validia ja tehokasta. Prosesseilla pyrittiin monipuolisesti tarkastelemaan kohderahastojen ominaisuuksia, mutta myös tunnistamaan kohderahastoissa piilevät riskit. Sijoitusprosessien päämääränä oli löytää tehokas ja tuottava kohderahasto, joka sopii sen hetkiseen rahaston portfolioon, eikä omaa merkittäviä ja hallitsemattomia riskitekijöitä.

Haastateltavien sijoitusprosessit alkavat joko mahdollisen sijoituskohteen omatoimisesta löytämisestä tai sijoituskohteen kontaktista. Tämän jälkeen sijoituskohteelle toteutettiin alustava seulonta, jossa verrattiin sijoituskohteesta löytyvää ja käytettävissä olevaa dataa verrokkiryhmään. Data tuli olla helposti tarkasteltavissa ja käsiteltävissä, koska yhteydenottoja sijoituskohteista tulee suuri määrä. Seulonta on tehokkainta koordinoida ainoastaan yhdelle henkilölle, jotta henkilö oppisi tuntemaan kohderahaston ominaisuudet parhaiten. Suurin osa sijoituskohteista putoaa prosessista pois jo tässä vaiheessa. Barber (2007) on tutkimuksissaan painottanut hyvän ja selkeän pitchbookin tärkeyttä. Mitä selkeämpi ja helppolukuisempi pitchbook on, sitä tehokkaammin sijoittajat pystyvät nämä seulomaan. Samalla myös sijoittajiksi valikoituu toimijoita, jotka etsivät juuri tietyntyylisiä kohderahastoja. Epäselvä pitchbook tekee datankäsittelystä haastavaa ja hidasta. Huonoimmassa tilanteessa se antaa väärän tai harhaanjohtavan kuvan sijoittajalle kohderahastosta.

Koska kohderahastojen yhteydenottoja tulee paljon, on resursseja ajatellen tehokkainta koordinoida seulonta mahdollisimman harvalle henkilölle, jotta eliminoinnista syntyvä turha ajankäyttö sijoituskohteen tarkasteluun olisi mahdollisimman pieni. Määräävä tekijä, kenelle sijoituskohteen seulonta kannattaa koordinoida, on verrokkiryhmän sekä maa- ja sektorialueen tuntemus. Mitä parempi tietämys ja tuntemus seulovalla henkilöllä

on esimerkiksi verrokkiryhmästä, sitä paremmin hän pystyy sijoituskohdetta vertailemaan. Henkilön ei tarvitse tutustua verrokkiryhmän ominaisuuksiin, koska hän ennestään jo tuntee ne. Tämän takia haastateltavat ovat jakaneet omat tiiminsä vastaamaan esimerkiksi tietystä maantieteellisestä sektorista.
Eroavaisuudet sijoitusprosessin seulonnassa ovat lähestulkoon pelkästään liitännäisiä hallinnoitavan FoF:in strategiaan. FoF:in strategia määrää minkälaisia tekijöitä kohderahastoista etsitään ja nämä rahastot läpäisevät seulan. Haastateltavilla oli hyvin samankaltaiset datan arviointi- ja vertailutyökalut sekä koordinoituminen kuka sijoituskohdetta arvioi. Sijoitusprosessi itsessään ei siis ole haastateltavien välillä erilainen. Ainoastaan etsittävät kohderahastot vaihtuvat haastateltavien sijoitusstrategioiden mukaan.

Haastateltavat kertoivat, että merkittävimmät historialliset muutokset heidän sijoitusprosesseissaan ovat koskeneet seulontavaiheen datankäsittelyä ja -vertailua. Syynä tähän on markkinoiden ja oman toiminnan kasvu. PE-markkinat ovat kasvaneet huomattavasti haastateltavien työuran aikana (FVCA 2021). Aiemmin sijoituskohteita oli vähemmän tarjolla ja yhteydenottoja uusista kohteista tuli harvemmin. Verrokkiryhmää oli helpompi vertailla, koska kohderahastot olivat usein hyvin samankaltaisia ja niitä oli selvästi vähemmän kuin nykypäivänä. Nykyään yhteydenottoja kohderahastoilta tulee paljon enemmän kuin aiemmin ja verrokkiryhmän vertailu on haastavampaa. Kohderahastot ovat monipuolistaneet sijoitustoimintaansa, joten vertailuun tulee ottaa huomioon useampi eri tekijä. Datankäsittelyä ja -vertailua on siis ollut pakko tehostaa, jotta sijoitusprosessi etenee jouhevasti.

Haastateltavien sijoitustoiminta on määrällisesti myös kasvanut ja monipuolistunut. Esimerkiksi B:llä oli useampi oma hallinnoitava rahasto, joissa kaikissa etsittiin samanaikaisesti sijoituskohteita. B:n hallinnoivilla rahastoilla oli eri fokuksia kohderahastojen ominaisuuksille. Eli vaikka sijoituskohde hylättiin seulonnasta yhdestä B:n hallinnoimasta FoF:ista, saattoi se olla potentiaalinen sijoituskohde toiselle hallinnoitavalle FoFille. Aiemmin sijoituskohteita haettiin ainoastaan yhdelle rahastolle, joten sijoituskohteen kriteerit olivat paljon selkeämmät. Seulontaa on pitänyt muuttaa systemaattisemmaksi ja vakioiduksi, jotta eri kohderahastojen tarkastelu olisi nopeampaa. Haastateltavat ovat esimerkiksi uudistaneet datanhallinnointi järjestelmiä Excelistä tehokkaampiin järjestelmiin. He ovat myös uudistaneet koordinointia tehokkaammaksi, jotta päällekkäistä seulontaa ja tarkastelua ei syntyisi. Tällä hetkellä vertailussa käytettävät työkalut ovat

haastateltavien välillä samanlaiset. Syitä tähän on muutamia. Ensimmäinen syy on, että vain tietyt työkalut ovat soveltuvia datankäsittelyyn tietosuojalakeja ajateltuna. Toinen syy on se, että haastateltavien kohderahastot ovat hyvin samankaltaisia esimerkiksi kokoluokan suhteen. Vertailutyökalut ovat tarkoitettu juuri tämän tasoiseen sijoitustoimintaan. Sijoitusprosessissa ei siis ole eroavaisuuksia myöskään käytettävien työkalujen osalta.

Seulonnan jälkeen sijoitusprosessissa siirryttiin laajamittaiseen DD-vaiheeseen, missä haastateltavien välillä oli selviä eroavaisuuksia. Ensimmäinen eroavaisuus DD:ssä oli kuinka moni sijoitustiimistä tapaa manageritiimin ja keitä sieltä halutaan tavata. Syy erolle oli käytettävissä olevien resurssien määrä. Osalla haastateltavista ei ollut mahdollisuutta tavata manageria koko sijoitustiimin kanssa, koska tiimin jäsenillä oli liian paljon muita töitä. Asiaan myös vaikutti huomattavasti se, miten tärkeäksi itse tapaaminen koettiin. Osalla haastateltavissa DD:n pääpaino oli henkilöominaisuuksien tunnistamisessa, jolloin tapaamisessa suosittiin suurempaa osallistujamäärää. Osalla pääpaino oli taas managerin historiallisissa tuloksissa ja kohderahaston numeerisessa datassa, jolloin tapaamiseen ei tarvittu montaa osallistujaa.

Edellä mainitut tapaamisessa tarkasteltavat kohderahaston ominaisuudet olivat DD:n toinen eroavaisuus haastateltavien välillä. A:lle ja D:lle tärkeimmät tekijät DD:ssä olivat kohderahaston numeerinen data ja tulokselliset tavoitteet. Kohderahastolla tuli olla esittää historiallisia lukuja ja tapahtunutta kehitystä sijoituksilleen. Managerin tuli myös esitellä, minkälaisia taloudellisia tavoitteita kohderahastolla on tuleville sijoituksille ja miten niihin päästään. Kohderahastoilla yhteinen tekijä oli usein kyky tunnistaa yritykset, joissa kauppahinnassa oli alihintaa ja yrityksellä kyky kasvattaa toimintaansa orgaanisesti. Kohderahaston tuotto muodostui merkittävältä osin usein heti kauppahinnassa. Kohderahastoilla ei ollut merkittävässä roolissa yrityksen kehittäminen vaan enemmänkin suotuisin yrityskauppojen toteutuminen. Kohdeyritysten kasvua kyllä tarkkailtiin ja sitäkään ei sijoitusstrategioissa vähätelty, mutta vähäistä absoluuttista kasvua ei pidetty ongelmana. Tärkeintä FoFille oli, että kohderahaston tuottoluvut ovat hyvät.

Toiminnalla haluttiin pienentää pääomariskiä. Samalla haluttiin myös saada varmuus kohderahaston käyttämistä tuottokertoimista ja miten ne lasketaan. A ja D olivat tietoisia IRR:in ja muiden kerrointen manipulaatiosta. Haastatteluissa nousi esille samantyylisiä

kokemuksia pääomakutsujen viivyttelystä, kuin mitä esimerkiksi Larocque (2021) on tutkimuksissaan kuvannut. Samanlaista keinottelua on esiintynyt muiden tuottolukujen kanssa, kuten esimerkiksi RVPI:in. ICSTD (2021) kertoo, että RVPI:n käyttö on optimaalisinta ennen kohdeyritysten myyntiä. Kohderahastojen esitellessä ainoastaan tätä, jää pimentoon esimerkiksi kohdeyrityksen myynnistä syntyvät kulut tai jopa kyvyttömyys myydä kohdeyritystä. A ja D kokivat nämä suurimpina ongelmina kohdeyrityksissä, joihin DD:ssä haettiin vastauksia.

B ja C painottuivat DD:ssään paljon enemmän kohdeyritysten kehittämiseen ja kasvuun. He kokivat, että kohderahaston tuotto on sidottu huomattavasti kauppahintoja enemmän näihin tekijöihin. Kehityksen takaaminen kasvatti kohderahaston tuoton todennäköisyyttä. Historiallisten tulosten tarkastelu painottui enemmän kysymykseen, miten managerin oma toiminta on vaikuttanut kohdeyrityksen liiketoiminnan kasvuun. Managerilla vaadittiin olleen selvä suunnitelma ja vaikutus kohdeyrityksen kasvuun. Strategiaa vaadittiin myös tulevien kohdeyritysten kasvattamiseen. Toimivalla kohdeyritysten kehitysstrategialla sekä osaavalla ja toimivalla manageritiimillä nähtiin olevan yhteys kohderahaston tuottoon. Tuottolukuja tarkasteltaessa huomio kiinnittyi tuottojen tasaisuuteen.

Painottamalla näitä tekijöitä B ja C pystyivät tehokkaasti eliminoimaan toimijoihin liittyvät riskit, kuten esimerkiksi haitallisen valikoitumisen, informaation epäsymmetrian ja moraalikadon. Informaation epäsymmetrian johdosta moraalikadosta ja haitallisesta valikoitumisesta tulee todennäköisempää (Akerlof 1970.) Vaatimalla selvää strategiaa kohderahaston managereilta, B ja C pienensivät informaation epäsymmetriaa. Samalla pystyttiin myös varmistamaan, että kohderahaston managereilla on varmasti oikeat motiivit sijoitustentekoon. Historiallisia tuloksia tarkastelemalla managerit pystyivät osoittamaan, että heidän sijoituksissaan ei ole havaittavissa haitallista valikoitumista.

B ja C painottivat sijoitusprosessin DD:ssä tarkastelua enemmän inhimillisiin tekijöihin ja riskeihin. Managerien kyvykkyys valita oikeat kohdeyritykset epärehellisistä oli tärkeää. Managerien myös tuli olla avoin informaation suhteen. A:n ja D:n sijoitusprosessi tarkasteli enemmän taloudellisia lukuja ja niiden paikkansapitävyyttä. Koska kohderahastojen tarkastelun painopisteet olivat haastateltavilla eri asioissa, oli luonnollista, että sijoitusprosessi oli erilainen DD-vaiheessa.

Osasyynä haastateltavien erolle sijoitusprosessissa on myös se, että B:n ja C:n sijoitustoiminta on laajempaa ja sijoittajakunta on vakiintuneempaa kuin A:lla ja D:llä. Tarkastellaan ensin, mitä merkitystä sillä on, että sijoittajakunta on B:llä ja C:llä vakiintunutta. B ja C ovat toimineet PE-markkinoilla hyvällä menestyksellä jo pitkään. Heidän sijoittajansa ovat olleet osallisena monessa B:n ja C:n hallinnoimassa rahastossa ja saaneet rahastoista halutun tuoton. Sijoittajille ei siis ole mitään tarvetta lopettaa sijoittamista myös B:n ja C:n uusiin rahastoihin. Ainoa vaade sijoittajille on, että uuden rahaston tuotto on luvatun arvoinen. Koska menestys on aiemmin ollut hyvää, eivät sijoittajat vaadi riskipreemiota rahastolle. B:lle ja C:lle on siis kohderahastojen kriteerinä tärkeämpää varman tuoton takaaminen tehokkailla prosesseilla kuin ylituottojen saavuttaminen. Managerin osallistumisella kohdeyrityksen toimintaan on nähty historiassa olevan yhteys hyvään tuottoon, joten B ja C painottavat tätä DD:ssä. B ja C tekevätkin usein sijoituksia aiemmin sijoitettuihin kohderahastoihin, koska näiden managerit ovat osoittaneet osaamisensa kohdeyritysten kehityksessä. A:n ja D:n sijoittajakunta ei ole vakiintunutta, joten he vaativat sijoituksilleen jonkin muotoista riskipreemiota. Preemio voi olla esimerkiksi absoluuttinen tuotto tai sijoituksen tietty IRR. A:n ja D:n strategiana on ollut löytää kohderahastot, jotka pystyvät joko tuottamaan ylituottoja tai sitten palauttamaan sijoitukset nopeasti ja näin synnyttämään korkean IRR:in. DD:ssä tarkastelu painottuukin tästä syystä enemmän numeeriseen dataan, koska myös A:n ja D:n sijoittajakunta painottaa sitä enemmän. Tuotto A:lla ja D:llä on vaihtelevampaa kuin B:llä ja C:llä, mutta riskipreemion takia tämä on hyväksyttävää sijoittajille.

Lisätään tarkasteluun nyt myös sijoitustoiminnan laajuus. B ja C pystyvät hajauttamaan portfoliotansa laajemmin kuin A ja D. Hajautuksen ansiosta myös rahastojen tuotot ovat tasaisempia. Samaisen päätelmän teki myös Montgomery (1984, 181–191) siitä, miten portfolion sijoitusten määrä ja korrelaatio vaikuttaa portfolion tuoton varianssiin. Tuoton tasaisuus oli juuri se asia, jota myös pitkäaikaiset sijoittajat haluavat. Kaplanin (2009, 121–146) mukaan rahaston tuotot voivat syntyä kolmella eri tavalla. Ensimmäinen on hallinnointipalkkio, toinen on sijoitusten arvonnousu ja kolmas on tuottopalkkio. B:n ja C:n tapauksessa sijoitusten arvonnousu on tasaista ja tuottopalkkiot ovat ennaltamääritettävissä. Koska sijoitustoiminnassa on paljon volyymiä ja sijoitukset ovat rahallisesti suuria, syntyy B:n ja C:n varainhoitoyhtiöiden merkittävin tuotto rahastojen palkkioista eikä sijoitusten ylituotoista. B:lle ja C:lle on siis ensi arvoisen tärkeää pitää sijoitustuotot tasaisina, jotta asiakkaiden pysyvyys säilyy ja näin ollen myös palkkiotaso on korkea. A:lla

ja D:llä palkkiotaso ei ole yhtä korkea kuin B:llä ja C:llä, joten tuottoa joudutaan hakemaan myös sijoitustoiminnasta. Yhteenvetona voidaan todeta, että haastateltavien varainhoitoyhtiöiden sijoitusvolyymit ja historiallinen menestys vaikuttavat rahastojen strategiaan ja sijoitusprosessiin. Samalla ne ovat suuri vaikuttava tekijä, miksi A:n ja D:n sijoitusprosessi eroaa B:stä ja C:stä.

Haastateltavien DD-vaiheen sisältö on muuttunut merkittävästi verrattuna haastateltavien sijoitustoiminnan aikana. Haastateltavien mukaan DD:n sisältö ja painotukset itseasiassa muuttuvat kokoajan, mutta pienissä määrin. Jokaisen onnistuneen tai epäonnistuneen sijoituksen sisältö ja tekijät tutkitaan ja tätä tietoa hyödynnetään tulevissa DD-tapaamisissa. Jokaisessa uudessa tapaamisessa saatetaan kohdata tilanne, jota aiemmin ei ole ollut ja tätä hyödynnetään tulevissa tapaamisissa. Yleinen maailmantilanne ja muuttuvat markkinasuuntaukset vaikuttavat DD-tapaamisiin. Esimerkiksi viime vuosina haastateltavien mukaan tarkasteluun on tullut mukaan kohderahastojen ja -yritysten vastuullisuus ja tasaarvo kysymykset. DD-prosessi itsessään on siis alati muuttuva kanssakäymistilanne. Tapaamisissa on tiettyjä asioita, joita aina käydään läpi samaan tyyliin, mutta täyttä vakiorutiinia ei ole. DD:n sisältöön vaikuttaa myös merkittävästi aiemmin käsitelty hallinnoitavan rahaston strategia. B ja C kokivat olleen aiemmin samantyylisessä tilanteessa kuin A ja D, missä ylituottoa tulee etsiä riskisemmällä tavalla. Ajan kuluessa FoF:ien strategiat kuitenkin muuttuivat asiakkaiden ja tuottojen vakiintuessa, jolloin myös DD:n sisältöä muutettiin. Todennäköistä siis on, että tulevaisuudessa myös A:n ja D:n vakiinnuttaessa sijoittajakuntiaan, muuttuu myös heidän sijoitusprosessinsa B:n ja C:n kaltaiseksi tuottojen tasaisuuden varmistamiseksi.

Sijoitusprosessin viimeinen vaihe oli päätöksenteko ja siitä syntyvät toiminnat. Sijoituspäätöksenteko oli nopea prosessi, jossa kerrattiin suurin piirtein kohderahaston ominaisuudet ja tarkasteltiin sen riskejä. Sijoitustiimi usein tässä vaiheessa jo tunsi kohderahaston hyvin, joten tarkastelu painottui enemmän kohderahaston sopivuuteen nykyisen portfoliohajautuksen kanssa. Jos samaan aikaan oli useampi potentiaalinen sijoituskohde, vertailtiin päätöstä tehdessä näitä keskenään. Samalla pystyttiin myös varmistamaan, että oleellisia kohderahaston riskejä ei ole jäänyt huomioimatta.

Sijoitusprosessin eroavaisuutena tässä vaiheessa oli, että B:n sijoitustiimi oli ainoa, joka vastakkainasettelulla yritti haastaa sijoituspäätöstä. Tarkoituksena tälle toiminnalle oli

kohderahaston ominaisuuksien ja riskien tunnistaminen ja portfoliohajautuksen takaaminen. Vastakkainasettelu vei enemmän aikaa ja resursseja, mutta tuottojen todennäköisyyksien nähtiin toiminnalla kohonneen.

Sijoituspäätöksenteon jälkeen sijoitusprosessi eteni kohderahaston ja FoF:in välisiin sopimusasioihin, kuten esimerkiksi sitoumuksentekoon ja vakavaraisuuden vahvistamiseen. Tämän jälkeen kohderahasto aloittaa toimintansa ja FoF:in sijoitusprosessi painottuu sijoitusten seurantaan ja hallintaan sekä rahaliikenteen sujuvuuden seurantaan. Tämä vaihe kestää koko kohderahaston olemassaolon ajan. Viimeisen palautuksen jälkeen kohderahaston toiminta lopetetaan ja sijoittajan, eli FoF:in, sopimus kohderahaston kanssa päättyy. FoF:in sijoitusprosessi kohderahastoon saa myös tällöin päätöksen, vaikka FoF:in toiminta omia sijoittajia kohtaan vielä jatkuisi.

Sijoitusprosessin eroavaisuuksia ei ole kokonaisuudessaan paljoa. Ne syntyvät FoF:in varainhoitajan omakohtaisista kokemuksista sekä FoF:in sijoitusstrategiasta. Arvioitavien kohderahastojen määrän ja resurssien puutteiden vuoksi sijoitusprosessin tulee olla tehokas, eikä sitä voida pitkittää liiaksi. Yhdellä FoF:illa ei ole ajallisia resursseja tarkastella kohderahastoja läpikotaisin, joten sijoitusprosessissa tulee tehdä päätöksiä, mihin vaiheeseen FoF resurssinsa priorisoi. Tästä syystä myös haastateltavien sijoitusprosesseissa on eroja. Samanlaisia tuloksia on havainnut esimerkiksi Meads (2015, 31–43), jonka mukaan PE-rahastoilla ei ole yhtenäistä ja varmaa sijoitusstrategiaa, vaan strategia on aina markkinatilanteesta ja varainhoitajan preferensseistä riippuvainen.

6.3 Sijoitusten potentiaaliset riskit

Kolmantena tutkimuskysymyksenä tarkastellaan, mitä riskejä varainhoitajat havaitsevat kohderahastoissa ja miten ne vaikuttavat sijoitusprosessiin ja sijoituspäätöksentekoon. Haastateltavat nimesivät FoF:ien potentiaalisiksi sijoituskohteiden riskeiksi hyvin samankaltaisia riskejä, kuin muissakin sijoitusluokissa. Yleisimmät riskit ovat kuviossa 10 esiintyvät likviditeetti-, rahoitus-, markkina- ja pääomariski. Näiden riskien lisäksi haastateltavat nimesivät PE-FoF:eille kaksi riskiä, joita harvemmin ilmenee muissa sijoitusluokissa. Nämä olivat kohderahaston manageritiimiin kulminoituvat henkilöriskit ja sitoumuksen tekovaiheessa tietämättömyys kohderahaston sijoituskohteista, eli niin sanottu blindpool-riski. Henkilö- ja blindpool-riski nimettiin merkittävimpänä kohderahastoriskeinä.

Haastateltavat kokivat manageritiimin henkilöriskin olevan merkittävin riski kohderahastoissa. FoF:in sijoituskohteina on useita kohderahastoja ja jokaisella kohderahastolla on eri manageritiimi. Jokaisen tiimin tunteminen ja seuranta on työlästä ja hankalaa. Tiimit toimivat eri tavalla ja omaavat erilaisia kokoonpanoja. Sitoumuksen teon jälkeen tiimin ongelmiin on hankala enää vaikuttaa, joten varautuminen ongelmiin tulee tehdä jo hyvissä ajoin. (Talmor ym. 2011, 7–60.) Henkilöriskit kulminoituivat haastateltavien mukaan avainhenkilöiden kohderahastossa pysyvyyteen ja sijoitusvalintoihin.

Haastateltavat varautuvat henkilöriskeihin DD-prosessissa hyvin laajalla manageritiimin tarkastelulla. Tiimin tulevaisuuden suunnitelmat käydään läpi ja varmistetaan vaihtuvuuden toimivuus. Samalla varmistetaan myös, että vaihtuvuutta ei ole liian paljon eikä se ole yllättävää. Avainhenkilöiden kohdalla yleistä on sopimustekniset lausekkeet, joilla taataan avainhenkilöiden pysyvyys.

Koska henkilöriskit ovat merkittävimmässä roolissa sijoituspäätöksiä tehdessä, tulee DD tehdä hyvin tarkasti ja laajasti. Tämä toiminta vie FoF:ilta hyvin paljon resursseja. Jotta resurssien käyttö saataisiin minimoitua, suosivat FoF:it sijoittaessaan kohderahastoja, joiden kanssa heillä on jo yhteistä historiaa ja FoF tuntee manageritiimin toimintatavat. Samaan viittaa myös esimerkiksi Whyte (2020) ja Prowse (1998, 21–34). Heidän mukaansa PE-markkinoilla suositaan usein vanhoja suhteita ja samat toimijat kohtaavat usein. Kohderahastot ja sijoittajat tekevät mielellään yhteistyötä menestyksekkäiden suhteiden ylläpitämiseksi. Manageritiimin track recordin tarkastelu on sijoittajalle luotettavampaa ja selkeämpää, koska heillä on omakohtaista kokemusta aiemmista sijoituksista. Pitkät sijoitussuhteet pienentävät henkilöriskiä ja tehostavat resurssien käyttöä. (Prowse 1998, 21–34.)

Toiseksi merkittävin riski kohderahastoissa oli blindpool-riski. Blindpoolilla tarkoitetaan tilannetta, jossa FoF ei tiedä tarkkaan kohderahaston tulevaisuuden sijoituksia ja ei voi näihin sitoumuksenteon jälkeen enää vaikuttaa. FoF siis altistuu tietämättömyydelle ja hyväksyy sen, että kohderahastolla on enemmän informaatiota sijoituskohteista. (Hayes 2022.)

Haastateltavat eivät kuitenkaan nähneet blindpool-riskiä ongelmana sijoituspäätöksissä hajautuksen ja perusteellisen DD:n ansiosta. Uusia sijoituksia tehtiin usein samoihin rahastoihin, joihin aiemmin on sijoitettu, joten kohdeyritysten profiilit tunnettiin hyvin. Riski kohdeyrityssijoitusten epäonnistumisista hyväksyttiin, koska sen koettiin olevan osa sijoittamista. Haastateltavat vertasivat epäonnistumista tilanteeseen, missä FoF olisi itse tehnyt suoran kohdeyrityssijoituksen. Kohdeyritys olisi silti voinut epäonnistua, jolloin sijoitus olisi mennyt huonosti. FoF kohtaa sijoittaessaan suoraan kohdeyrityksiin täysin samat riskit kuin kohderahastojen managerit. Eli vaikka FoF:illa on tietämättömyys, mihin kohderahasto sijoittaa, olisi sillä todennäköisesti silti sama riski epäonnistua omassa suorassa sijoituksessaan.

Haastateltavat oikeastaan kokivat managerin tekemät kohdeyrityssijoitukset vähemmän riskisinä sijoituksina kuin FoF:in omat suorat sijoitukset. Tämä siitä syystä, että managereilla on kyky tunnistaa hyvät kohdeyritykset, sekä osaaminen kehittää ja seurata kohdeyritystä. Esimerkiksi Barber (2007) kuvailee yksityiskohtaisesti, mitä tekijöitä kohderahaston manageri sijoituksissaan ja strategiassaan tarkastelee ja millaista hallinnointia manageri kohdeyrityksessä harjoittaa. Barberin kuvailun mukaan kohderahaston managerin ja FoF:in varainhoitajan työnkuvat ja -tehtävät eroavat merkittävästi toisistaan. Yhtälailla myös haastateltavat kokivat, että heidän työnsä ja taitonsa eroavat kohderahaston managereista. Tästä syystä haastateltavien mukaan on siis parempi antaa managerien keskittyä alueeseen, jonka he parhaiten osaavat ja näin saavuttaa paras lopputulema sijoituksille.

Haastateltavat myös totesivat, että kohderahastoille olisi tulevaisuuden kannalta hyvin ongelmallista, jos sijoitukset eivät vastaisi rahastoesitteessä kerrottuja tekijöitä. Tulevaisuudessa rahastojen esitteisiin ei pystyttäisi luottamaan, joten sijoittajilla ei olisi täyttä varmuutta tulevista sijoituskohteista. Tämä yksinkertaisesti tarkoittaisi sitä, että kohderahasto ei enää saisi sijoittajia uudelle rahastolleen. Tämän takia sijoittajilla on siis tieto, että esitteen tiedot tulevat vastaamaan todellisuutta, eikä blindpool-riski ole ainakaan hallitsematon. Radikaalein keino varautua blindpool-riskiin on sopimuspykälät, joilla on mahdollisuus rajata kohdeyrityssijoituksia (Craig ym. 2019). Haastateltavien mukaan rajoittaminen on kuitenkin harvinaista. Kohderahaston sijoitusten rajoittaminen on osoitus luottamuspulasta managerin sijoitustaitoja kohtaan ja on haitallinen yhteistyösuhteelle. Tällöin on parempi olla sijoittamatta kohderahastoon.

Muut potentiaaliset riskit, joita kohderahastoissa koettiin olevan, olivat hyvin samankaltaisia kuin muissa sijoitusluokissa. Kohderahastoissa koettiin olevan esimerkiksi markkina- ja pääomariskiä, hallitsematonta ulkopuolisen ongelman tuomaa riskiä ja alan regulaatioriskiä. Tämän tyyliset riskit olivat jokaisessa sijoituksessa läsnä, vaikka rahasto kuinka hyvin niihin varautuisi. Osa näistä riskeistä koettiin hallitsemattomiksi eikä niitä aina kyetty ennalta havaitsemaan. Tärkeää sijoitusprosessissa oli tällöin mahdollisimman hyvä riskien ennaltaehkäisy ja suunnitelma, miten riskin realisoitumiseen vastataan. Koska riskit kuitenkin olivat niin sanotusti yleisiä jokaisessa sijoitusluokassa, ei niitä erityisesti pidetty kohderahastojen tuottoja vaarantavina tekijöinä. Haastateltavat myös yleistivät, että jokainen kohderahasto sisälsi jonkin verran näitä riskejä. Tämän takia ne eivät vaikuttaneet merkittävästi sijoituspäätöksiin.

7 Johtopäätökset ja tutkimuksien arviointi

7.1 Johtopäätökset

Tutkimuksen avulla on tarkasteltu, minkälainen sijoitusstrategia PE-rahastoissa on ja mitä riskejä rahastot sijoituksissaan kohtaavat. Tutkimuksessa on myös tarkasteltu rahastojen sijoitusprosessia. PE-FoF:ien sijoitusstrategialle ei ole aiemmissa tutkimuksissa löydetty selvää korrelaatiota. Vaikuttavin tekijä aiempien tutkimusten mukaan strategiassa on varainhoitajan omakohtaiset kokemukset, minkä takia strategiat vaihtelevat rahastojen välillä merkittävästi. Aiempien tutkimusten mukaan rahastot kohtasivat sijoituksissaan monia eri riskejä. Riskit olivat tyypillisesti rahastojen välillä samoja ja ne nähtiin esiintyvän PE-markkinoilla hyvin usein. Tutkimuksen tulokseen perustuen on muodostettu seuraavat johtopäätökset.

PE-FoF:ien strategiasta voidaan *ensinnäkin* todeta, että itse sijoitusstrategia on hyvin suuripiirteinen eikä se tarjoa tarkkaa lopputulosta, mihin kohderahastoon FoF sijoittaa. FoF:in sijoitusstrategia kertoo minkälaisia kohderahastoja FoF:in portfolio tulee sisältämään. Sijoitusstrategiassa kerrotaan, mitä tavoitteita ja vaatimuksia FoF:illa on kohderahastojen taloudellisten lukujen suhteen ja mitä vaatimuksia FoF:illa on kohderahaston sijoitusten osalta. Taloudellisia tavoitteita ja vaatimuksia voi esimerkiksi olla kohderahaston tavoite IRR tai historiallisten sijoitusten MOIC. Tulevien sijoitusten osalta vaatimuksia on esimerkiksi kohderahaston tietty maantieteellinen sijoitusfokus, kohdeyritysten koko tai määrä. Määrittämällä kohderahastojen tavoitteet ja vaatimukset FoF pystyy paremmin viestimään tulevaisuuden sijoituskohteet omille sijoittajilleen. Sijoitusstrategiassa ei määritellä eksaktisti, mihin kohderahastoon FoF tulee sijoittamaan. Varsinaiset sijoituspäätökset tehdään sijoitusprosessissa kerätyn tiedon avulla. Sijoitusstrategia tarjoaa ainoastaan ääriviivat sijoitusprosessissa etsittäville kohderahastoille.

FoF:ien varainhoitajille sijoitusstrategiassa avainsanana on hajautus. FoF:in portfoliosta löytyy monen eri toimialan kohdeyrityksiä, jotka toimivat eri maissa. Kohderahastoista saatavat hyödyt painottuvat riskien minimointiin ja ylituoton maksimointiin tehokkaalla hajautuksella. Jos hajautuksesta ei saisi mitään lisähyötyä, ei FoF:in kaltaisen kalliin rakenteen ylläpitäminen olisi tehokasta eikä se olisi myöskään sijoittajille tuottoisaa. Strategian hyöty tulee hajautuksen lisäksi pääsystä tuottoisimpiin kohderahastoihin. Tehokas

portfolion hajautus ei onnistu, jos sijoittajalla ei ole vapaata valinnanvaraa sijoituskohteista. FoF:ien ja kohderahastojen pitkät sijoitussuhteet takaavat pääsyn haluttuihin sijoituskohteisiin. Samalla sijoitusprosessia saadaan tehokkaammaksi, koska kaikkia DD:n vaiheita ei tarvitse yhtä tarkasti käydä enää lävitse. Sijoittajalla on tietämys kohderahaston toimintatavoista sekä omakohtaista kokemusta historiallisista tuotoista. Prosessista saadaan poistettua tiettyjä vaiheita, joita syntyisi uuteen kohderahastoon sijoitettaessa.

Toiseksi voidaan todeta, että suomalaiset FoF:in käyttävät hyvin samankaltaista sijoitusstrategiaa keskenään. Syitä tähän on useita. Ensimmäinen syy on se, että Suomessa ei ole montaakaan sijoituskohdetta. Sijoituskohteita tulee etsiä Pohjoismaista. Tämä lisää tarjonnan määrää, mutta esimerkiksi lainsäädännön ja kulttuurien yhtäläisyyksien takia sijoituskohteet eivät eroa keskenään merkittävästi. Koska suomalaisten FoF:ien sijoituskohteet ovat samankaltaisia, on myös sijoitusstrategia samankaltainen.

Toinen syy on suomalaisten FoF:ien varainhoitajien samankaltaiset kokemukset. Kokemukset tulee ottaa strategiassa huomioon, koska esimerkiksi Meadsin (2015, 31–43) mukaan varainhoitajan kokemukset ja sijoitusprofiili vaikuttavat sijoitusstrategiaan. Koska sijoituskohteet FoF:ien välillä ovat samanlaisia, myös varainhoitajille syntyvät sijoituskokemukset ovat samantyylisiä. Näiden keskenään samanlaisten sijoituskokemusten pohjalta varainhoitajat muokkaavat sijoitusstrategioitansa yhteneviksi. Näin ollen FoF:ien sijoitusstrategiat harmonisoituvat sattumalta ilman varainhoitajien keskinäistä yhteistyötä.

Kolmas syy strategioiden samankaltaisuuksiin on sijoittajakunnan yhtäläisyys. Haastateltavat totesivat, että sijoittajien profiili ja mieltymykset vaikuttavat FoF:in sijoitusstrategiaan, jotta varainkeruu onnistuu. Suomessa sijoittajakunta koostuu enimmäkseen isoista instituutiosijoittajista, joita ei ole määrällisesti montaa esimerkiksi verrattuna Pohjois-Amerikkaan. Tällöin on luonnollista, että samat instituutiot toimivat sijoittajina monissa eri suomalaisissa FoF:eissa, jolloin FoF:ien strategiat ovat samankaltaisia.

Eroavaisuudet strategioissa johtuvat kahdesta syystä. Ensimmäinen syy on erottuminen muista markkinatoimijoista, jotta FoF saavuttaa halutun sijoittajakunnan, kuten esimerkiksi ulkomaiset sijoittajat. Jos kaikki FoF:it olisivat Suomessa samanlaisia, käytäisiin kilpailu sijoittajista ainoastaan palkkiotasojen perusteella. Eniten asiakkaita saisi se

rahasto, jolla olisi pienimmät kustannukset. Koska FoF itsessään on kallis rakenne ylläpitää ja sisältää monia alempia palkkiokerrostumia, ei hinnalla kilpailu olisi järkevää.

Kilpailuetua tulee siis löytää esimerkiksi fokusoimalla tiettyä markkinasegmenttiä tai erottumalla hyvällä tuottohistorialla. Tuottohistoriaan FoF:it eivät pysty omatoimisesti jälkeenpäin vaikuttamaan, vaan se määräytyy sijoitusten onnistumisten mukaan. Ne FoF:it, joilla on hyvä sijoitushistoria, voivat käyttää sitä varainkeruussa hyödykseen. Strategista hyötyä sijoitushistoriasta ei kuitenkaan saa. Heikommin tuottaneet FoF:it joutuvat etsimään muita tapoja erottua kilpailijoista, jolloin eroa tulee löytää strategisilla valinnoilla. Esimerkiksi fokusointi tiettyyn markkinasegmenttiin kuten vaikka kohdeyritysten maantieteellisen sijainnin tai koon mukaan on hyvä tapa erottua kilpailijoista sijoitusstrategialla. Fokusoinnila kuitenkin pienennetään hajautusmahdollisuuksia ja valittu segmentti ei ole aina kaikista tuottoisin. Haastateltavien mukaan tämä on kuitenkin se hinta, mikä FoF:in tulee hyväksyä, jotta se pystyy erottumaan kilpailijoista. Haastateltavat totesivatkin, että tasapainoilu erottumisen ja maksimituottojen välillä on suurin haaste sijoitusstrategiaa tehdessä.

Toinen syy strategioiden eroavaisuuksille on yksinkertaisesti varainhoitajan omakohtaiset kokemukset, ajatukset ja mieltymykset sijoitusten suhteen. Jokaisella haastateltavalla oli oma näkemys hyvästä sijoituskohteesta. Vaikka sijoitusstrategiat ja -kokemukset ovat keskimäärin hyvin samankaltainen, syntyy pienet erot varsinkin sijoituspäätöksessä ja DD-vaiheessa varainhoitajien omista kokemuksista. Varainhoitajat ovat kokeneet sijoitushistoriansa aikana onnistumisia ja epäonnistumisia, jotka ovat väistämättä muokanneet ajatusta millainen on hyvä ja luotettava kohderahasto. Vaikka sijoituskohteet ovat olleet samankaltaisia varainhoitajien välillä, on pitkään sijoitushistoriaan mahtunut myös eroavaisuuksia. Esimerkkinä voidaan mainita varainhoitaja C:n painotus managerin tuottohistoriaan, koska se kertoo managerin tasaisuudesta ja luotettavuudesta. Varainhoitaja B taas painottaa managerin vaikutusta kohdeyrityksissä, koska B:n mukaan sillä on suurin merkitys, kun ajatellaan tuoton tasaisuutta ja luotettavuutta. C:n näkökulma syntyy siitä, että historiallisesti voi olla onnistumisia ja epäonnistumisia, mutta keskiarvoisesti manageri osaa valita oikeat kohdeyritykset. B taas ajattelee, että manageri, jolla on iso vaikutus kohdeyrityksessä, osaa ohjata kohdeyrityksen tulevaisuudentoimintaa tuottavaksi. Erot B:n ja C:n välillä pohjautuvat pelkästään siihen, mitkä sijoitukset ovat historiallisesti olleet hyviä ja huonoja ja miten managerit niissä ovat toimineet. Kumpikaan haastateltava

ei väheksynyt toisen näkemystä, vaan sisälsivät sen myös omaan arviointiprosessiinsa, mutta eivät antaneet sillä prosessissa suurinta painoarvoa.

Kolmanneksi tutkimuksissa havaittiin, että samankaltaiset riskit toistuvat eri FoF:ien sijoituskohteissa. Riskit eroavat hieman muista sijoitusinstrumenteista, kuten esimerkiksi julkisen kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista, mutta samankaltaisuuksia on myös havaittavissa. Riskeihin varaudutaan jo sijoitusstrategiassa, mutta tärkein vaihe riskien havaitsemisessa ja ennaltaehkäisyssä on FoF:ien ja kohderahastojen välinen Due Diligence. Hyvällä perehtymisellä ja varautumisella pystytään tehokkaasti ennaltaehkäisemään riskien toteutumista. Riskien realisoituminen ei vaikuta merkittävästi sijoituspäätöksentekoon, koska riski on jo pystytty ennaltaehkäisemään.

Haastateltavien mukaan merkittävimmät riskit olivat kohderahastojen managerien henkilöriski ja sijoitusten blindpool-riski. FoF on sidottuna sopimuksellisesti kohderahastoon moneksi vuodeksi ja kohderahaston menestyminen sijoituksen jälkeen on lähestulkoon pelkästään kiinni managerin kyvystä valita, hallinnoida ja kehittää kohdeyrityksiä. Päätöksenteon jälkeen olisi lähes tulkoon katastrofaalista, jos kohderahaston avainhenkilöt poistuisivat kohderahastosta. Kohderahastolla ei olisi todennäköisesti enää yhtä hyvää tuotto-odotusta kuin sijoituspäätöstä tehdessä. Haastateltavien mukaan DD:ssä kuitenkin pystytään lähtöaikeet jo hyvissä ajoin havaitsemaan ja niihin voidaan varautua tehokkaasti. Managerin osaaminen on toinen riskitekijä, jos ajatellaan henkilöriskejä. FoF pystyy tähänkin varautumaan DD:ssä tarkastelemalla aiempaa sijoitushistoriaa ja mistä managerin menestyminen on peräisin. Sijoitushistorian ja managerin taitojen arviointi nojaa kuitenkin pelkästään FoF:in varainhoitajan omaan osaamiseen. Tästä syystä osa haastateltavista suosii ryhmätapaamisia ja -arviointeja. Tällä tavalla pystytään pienentämään myös henkilöriskiä, joka syntyy FoF:in varainhoitajan osaamisesta ja taidoista.

Blindpool-riskiin varaudutaan niin historiallisia sijoituksia tarkastelemalla kuin myös tulevien suunnitelmien läpikäynnillä. Historialliset sijoitukset kuvastavat haastateltavien mukaan hyvin tehokkaasti, millaisia sijoituskohteita kohderahaston manageri etsii ja minkälainen sijoitusprofiili managerilla on. Historiallisista sijoituksista pystytään useimmissa tapauksissa löytämään yhtäläisyyksiä, jolloin voidaan myös hahmotella tulevaisuuden sijoituksia. Tämän lisäksi käymällä läpi kohderahaston suunnitelmat ja fokusryhmät pystyy FoF entistä enemmän vahvistamaan hahmotelmaansa kohderahaston tulevasta

portfoliosta. Blindpool-riskiin voidaan vielä todeta, että myös kohderahastoilla on intressejä kuvata mahdollisimman tarkasti tulevaisuuden sijoituskohteita. Tarkalla kuvauksella pystytään houkuttelemaan tietyn kohderyhmän sijoittajia tehokkaammin. Tekemällä kohdeyrityssijoituksia pitchbookissa ja DD:ssä kuvattuihin kohteisiin syvenee sijoittajan luottamus kohderahastoa kohden ja keskinäinen suhde paranee. Paremman suhteen hyötyjä ovat haastateltavien mukaan esimerkiksi herkempi anteeksianto epäonnistuneista sijoituksista tai viestinnästä ja rahaliikenteen luotettavuus.

Blindpool-riski ja henkilöriski ovat yleisiä PE-markkinoilla, mutta muilla sijoitusmarkkinoilla ne ovat harvinaisia. Yhtäläisiä riskejä PE:n ja muiden markkinoiden välillä on esimerkiksi markkina-, pääoma-, rahoitus- ja likviditeettiriski. Haastatteluissa näiden riskien merkitystä ei pidetty suuressa arvossa sijoituspäätöksissä, mutta niitä ei myöskään sivuutettu. Edellä mainittuja riskejä arvioitiin vain suuressa mittakaavassa PE-markkinoita tarkasteltaessa. Ne vaikuttivat sijoitusstrategiaan esimerkiksi painottaen tiettyä markkinasegmenttiä tai päätettäessä FoF:in luottolimiitin kokoa, mutta varsinaisessa kohderahaston sijoituspäätöksessä ne eivät enää olleet merkittäviä. Yksi syy tähän oli se, että jokainen kohderahasto sisälsi nämä riskit. Toinen syy oli se, että esimerkiksi markkinariskiä on hyvin hankala tarkasti ennustaa. Sijoituksenteon jälkeen ei kohderahastosta enää voitu vetäytyä moneen vuoteen, joten epäluotettava määrittely markkinoista monen vuoden päähän ei ollut resurssien kannalta järkevää.

7.2 Tutkimuksen arviointi

Tutkimusta arvioitaessa tulee ottaa huomioon monia eri osa-alueita. Tärkeimpiä tekijöitä prosessissa kuitenkin on tutkimuksen uskottavuus, luotettavuus ja vakuuttavuus. Reflektoimalla tutkimuksen tekotapaa ja prosessia pystyy tutkija kriittisesti analysoimaan edellä mainittuja tekijöitä. Reflektointia on hyvä tehdä koko työn ajan, jolloin kriittinen arviointi on läsnä koko prosessin ajan eikä ainoastaan lopputuloksessa. (Puusniekka ym. 2006.)

Laadullisen tutkimuksen aineisto tulee valita tarkkaan tutkimuskysymysten mukaan. Tavoitteena aineistossa on löytää relevantteja tutkimuksenkohteita, joiden avulla voidaan muodostaa monipuolinen kuva tutkittavasta ilmiöstä. Kohteiden olisi hyvä olla jokseenkin erilaisia, jotta eri näkökulmia tutkittavaan asiaan on riittävästi. Aineistoa voidaan pitää riittävänä tutkimukseen, kun uusi aineisto ei enää tuota uutta tietoa tutkimuksen kannalta. (Aira 2005, 1073–1077.) Tässä tutkimuksessa haastateltavat ovat samalla

toimialalla toimivia henkilöitä. Strateginen lähestymistapa haastateltavien varainhoitoyrityksillä on kuitenkin selvästi erilainen. Strategiset erot ovat havaittavissa esimerkiksi asiakaskunnan tai kohdesijoitusten erilaisuudesta. Tiedot edellä mainituista kerättiin ennen varsinaista tutkimusta ja haastattelujen kohteet valittiin erilaisuuksien pohjalta, jotta aineisto oli luotettava. Haastattelujen jälkeen aineistosta oli havaittavissa, että samantyyliset vastaukset alkoivat toistua. Useampi haastattelu ei olisi todennäköisesti tuonut tuloksiin enempää relevanttia tietoa.

Tutkimuksen validiteetilla mitataan kuinka päteviä ja todenmukaisia tutkimustulokset ovat. Validiteetilla tarkoitetaan myös sitä, mittaavatko tutkimustulokset juuri sitä, mitä tutkimuksessa on ollut tarkoituksena mitata. (Hirsjärvi ym. 2009, 231–233.) Tutkimuksen validiteettia pystytään lisäämään niin sanotulla triangulaatiolla. Se tarkoittaa sitä, että eri tutkimusmenetelmiä yhdistelemällä ja hyödyntämällä saadaan yhteistuloksesta todenmukaisempi. Useampi tutkimusmenetelmä täydentää toista menetelmää, jolloin tulokset vastaavat paremmin sitä, mitä on haluttu tutkia. (Aira 2005, 1073–1077.) Tässä tutkimuksessa ei nähty tarpeelliseksi yhdistellä muita tutkimusmenetelmiä aiheeseen tutkimuskysymysten luonteen takia.

Reliabiliteetti mittaa sitä, kuinka samanlaisia tuloksia tutkimuksella saadaan, jos tutkimus toistetaan samalla tavalla uudestaan. Toistettavuuteen vaikuttaa esimerkiksi tutkimusmenetelmä, vastausten analysointi ja aineistonkeruu prosessi. (Hirsjärvi ym. 2009, 231–233.) Tutkimusmenetelmän tarkka raportointi on laadulliselle tutkimukselle ominaista. Se antaa tutkimuksen lukijalle tarkan menetelmän kuvantaa mielipide siitä, millaisessa viitekehyksessä tutkimus on tehty. Samalla tarkka raportointi antaa lukijalle mahdollisuuden määritellä, miten yleistettäviä tulokset ovat. Kolmas hyöty tarkalla tutkimusmenetelmän raportoinnilla on se, että se lisää tutkimuksen toistettavuuden mahdollisuutta. Mitä paremmin tutkimus on toistettavissa, sitä parempia vertailukelpoisia tuloksia tulevista tutkimuksista saadaan. (Aira 2005, 1073–1077.) Luvussa 1.2 on määritelty, millaiset haastateltavat tutkimukseen on valittu ja miltä pohjalta valinta on tehty. Luku 4 käsittelee kokonaisuudessa tutkimusmenetelmää ja tutkimuksen toteutusta. Tutkimuksen voi nähdä tältä pohjalta luotettavana ja helposti uudelleen toteutettavana. Toistettavuutta lisää myös liitetiedoista löytyvä haastattelurakenteen pohja.

8 Yhteenveto

Viimeisen kahden vuosikymmenen aikana Private Equity on kasvanut yhdeksi merkittävimmäksi rahoituksen alan omaisuusluokaksi. Private Equitystä ei kuitenkaan ole tehty montaakaan merkittävää tutkimusta. Varsinkin Suomen ja Pohjoismaiden PE-markkinoita ja niiden tehokkuutta on tutkittu hyvin vähän. Sijoittajat näkevät PE-sijoitukset korkeariskisinä, epälikvideinä ja suuren velkavivun sisältävinä sijoituksina. Kulurakenne on PE-rahastoissa kallis, ja rahaston sijoituspäätökset nähdään perustuvan varainhoitajien omiin kokemuksiin ja tuntemuksiin eikä faktapohjaiseen tietoon. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on ollut selvittää, millainen on luotettava ja tehokas PE-sijoitusstrategia. Samalla tutkimuksessa on haluttu ymmärtää, miten varainhoitajat ovat tiettyyn strategiaan päätyneet ja millainen sijoitusprosessi on strategian pohjalta kehitetty. Lisäksi tutkimuksessa on tarkasteltu, mitkä ovat merkittävimmät riskit PE-sijoituksissa.

Suomen PE-markkinat ovat kooltaan pienet. Sijoitusmahdollisuuksia on vähän, ja rahastot kilpailevat keskenään samoista sijoittajista. Rahastojen tulee etsiä sijoituskohteita muualta Euroopasta tai mahdollisesti jopa kauempaa. Pohjoismaiden välillä sijoituskulttuuri ja lainsäädäntö on samankaltaista, minkä johdosta myös rahastojen sijoittajat ja sijoituskohteet ovat samantyyppisiä. Rahaston tulee erottua kilpailijoista selkeällä kilpailuedulla, koska kilpailua sijoituskohteista ja sijoittajista on paljon. Kilpailuetua on mahdollista saavuttaa tehokkaasta, tuottoisasta ja selkeästä sijoitusstrategiasta. Lisäksi hyvällä sijoitusstrategialla rahasto pystyy minimoimaan sijoituskohteisiin liittyvät riskit.

Ensimmäisessä tutkimuskysymyksessä haluttiin selvittää, minkälaisia sijoitusstrategioita PE-varainhoitajilla on ja miten ne eroavat toisistaan. Aikaisempien tutkimusten perusteella sijoitusstrategian pääpaino oli hajautuksen tuomissa hyödyissä. Muita tekijöitä, kuten esimerkiksi managerin osaamiseen tai sijoitushistoriaan liittyviä asioita, ei aiempien tutkimusten mukaan tarkasteltu sijoitusstrategiassa.

Tutkimuksessa havaittiin samankaltaisia tuloksia strategian pääpainon osalta. Kaikki haastateltavat nimesivät FoF:in suurimmaksi hyödyksi tehokkaan portfolion hajautuksen. Vaikka hajautuksesta syntyi enemmän kuluja kuin suorissa kohdeyrityssijoituksissa, oli se silti tuotto-riski suhdetta tarkasteltuna paras vaihtoehto PE-markkinoilla. FoF:in hajautusmahdollisuudet nähtiin poikkeuksellisen hyvinä verrattuna yksittäisen sijoittajan sijoitusmahdollisuuksiin. FoF:illa oli mahdollisuus hajauttaa portfoliotaan moneen eri

kohdeyritykseen, jotka toimivat eri toimialoilla ympäri maailmaa. Samalla FoF pystyi tekemään tämän ajallisesti tehokkaasti. Yksityisellä sijoittajalla ei todennäköisesti ole taitoa valita tuottoisimpia kohderahastoja samalla hallinnoiden riskiä. Vaikka sijoittajalla olisi osaamista kohderahastojen valinnassa, ei hänellä kuitenkaan ole mahdollisuuksia tehdä sitoumuksia kaikkiin haluamiinsa kohderahastoihin. Lisäksi sijoittajalla tulisi olla todella suuri varallisuus, jotta hajauttamalla moneen eri sijoituskohteeseen portfolion riskiaste pysyisi maltillisena.

Haastateltavien varainhoitajien sijoitusstrategioissa oli myös muita tarkastelun kohteita kuin pelkästään hajautus. Sijoitusstrategia sisälsi esimerkiksi fokusoinnin tiettyyn markkina-alueeseen tai kohderahaston managerin ominaisuuksien painottamisen. Aikaisempien tutkimusten mukaan varainhoitajat muokkaavat sijoitusstrategiaansa onnistumisten ja epäonnistumisten perusteella. Muutokset ovat kuitenkin minimaalisia, koska otantakoko ei ole luotettava isoihin muutoksiin. Tämän tutkimuksen tulokset ovat samankaltaisia. Haastateltavien sijoitusstrategiaan vaikuttaa heidän omakohtaiset kokemuksensa, mutta ne eivät ole merkittävässä roolissa strategiassa.

Sijoitusstrategioiden erojen syinä on kilpailuetu, erottuminen asiakkaille ja omakohtaiset kokemukset. Varainhoitajat haluavat painottaa omaa osaamistaan ja tätä kautta synnyttää kilpailuetua verrattuna kilpailijoihin. Osa haastateltavista painotti datan tärkeyttä, toisilla painotus oli esimerkiksi ryhmän keskinäisessä sijoituskohteen arvioinnissa. Selvää tällöin oli se, että sijoitusprosessit olivat varainhoitajien kesken erilaisia. Syy, minkä takia tietty varainhoitaja painotti jotain strategista osa-aluetta enemmän, oli hänen historiallisesti kokemat onnistumiset ja epäonnistumiset. Onnistumisia haluttiin strategiassa toistaa ja epäonnistumisia välttää. Painottamalla tiettyä osa-aluetta pystyttiin myös paremmin varautumaan varainhoitajan aiemmin havaitsemiin riskeihin.

Toisena tutkimuskysymyksenä tarkasteltiin FoF:ien sijoitusprosessia. Haastateltavien välillä sijoitusprosessi oli samanlainen ja siitä oli haluttu tehdä suoraviivainen ja helposti toistettava. Sijoitusprosessi koostui viidestä osasta. Ensimmäinen osa koostui potentiaalisen kohderahaston yhteydenotosta tai omatoimisella löytämisellä. Seuraavaksi sijoitusprosessissa arvioitiin, sopiiko kohderahasto FoF:in strategiaan ja portfolioon. Jos kohderahasto eteni alustavan seulonnan läpi, syvennyttiin kohderahastoon tarkemmin sijoitusprosessin kolmannessa vaiheessa Due Diligencen avulla. Haastateltavien mukaan Due Diligence oli ratkaisevassa roolissa sijoituspäätöstä tehdessä. Neljäs vaihe

sijoitusprosessissa oli varmistus siitä, että kohderahasto on DD:stä saatujen tietojen perusteella sopiva sijoitus portfolioon ja että se oli muihin potentiaalisiin sijoituksiin vertailtaessa paras. Sijoitusprosessi päättyy sijoituspäätökseen.

Kolmantena tutkimuskysymyksenä tarkasteltiin, minkälaisia riskejä PE-sijoituksissa havaitaan ja miten ne vaikuttavat sijoitusprosessiin ja -päätöksentekoon. Haastateltavien kohtaamat sijoitusriskit olivat yhtäläisiä aikaisempaan kirjallisuuteen verrattuna. Suurimmat riskit olivat kohderahastojen henkilöriskit ja blindpool-riski. Sijoituksissa havaittiin myös olevan muita riskejä, kuten esimerkiksi markkinariskiä, mutta se ei merkittävästi vaikuttanut päätöksentekoon. Suurin osa riskeistä toistui monessa eri kohderahastossa samanlaisina. Tämän ansiosta sijoitusprosessia oli saatu kehitettyä sellaiseksi, että riskit pystyttiin ennalta havaitsemaan ja niihin voitiin ennalta varautua. Suurin osa riskeistä ei haastateltavien mukaan kuitenkaan realisoitunut. Jos ne toteutuivat, oli riskeihin pystytty hyvissä ajoin varautumaan, eikä riskeistä koitunut merkittäviä tappioita.

Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että PE-sijoitukset eivät ole riskisempiä kuin muut omaisuusluokat. Riskit pystytään havaitsemaan ajoissa ja niihin pystytään varautumaan tehokkaasti. Sijoitusstrategiaa tarkasteltuna FoF:it painottavat hajautuksesta saatuja hyötyjä. Strategiset erot rahastojen välillä johtuvat siitä, minkälaista kilpailuetua FoF hakee muihin rahastoihin nähden. Strategisia eroja syntyy myös varainhoitajien omakohtaisista sijoituskokemuksista. Sijoituspäätöksissä vaikuttavina tekijöinä on, miten hyvin kohderahasto sopii sen hetkiseen sijoitusstrategiaan ja portfolioon. Varainhoitajien ja kohderahastojen keskinäiset suhteet ja historialliset tulokset ovat merkittävässä roolissa sijoitusprosessin alkuvaiheessa. Tärkein sijoitusprosessin vaihe on Due Diligence, jonka avulla FoF pystyy arvioimaan kohderahaston riskit ja tuottopotentiaalin.

Lähteet

Alternative Investment Management Association (2017) Let's Talk Liquidity – Opportunities in a New Market Environment < https://www.aima.org/static/uploaded/1dbcd20e-b666-4ba7-bf3a16dd8c5e760e.pdf>, haettu 11.04.2022.

Aira, Marja (2005) Laadullisen tutkimuksen arviointi. *Lääketieteellinen aikakausikirja Duodecim,* Vol. 121 (10), 1073–1077.

Akerlof, George (1970) The Market for "lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics,* Vol. 84 (3), 488–500.

Albers-Schoenberg, Alexandra (2019) *Measuring Private Equity Fund Performance.* INSEAD: Background note 2019, Fontainebleau.

Alston, Carmen 20.05.2016 adverse selection <https://www.britannica.com/topic/adverse-selection>, haettu 04.04.2022.

Amit, Raphael – Brander, James – Zott, Christoph (1998) Why do venture capital firms exist? *Journal of Business Venturing,* Theory and Canadian evidence, Vol. 13, (6), 441–446.

Bao, Shuming – Lin, Shuanglin – Zhao, Changwen (2006) *The Chinese Economy After WTO Accession.* Routledge, Oxfordshire.

Barber, Felix – Goold, Michael (2007) The Strategic Secret of Private Equity. *Harvard Business Review September 2007.*

Beaver, Scott (2020) What is Liquidity and Why Does it Matter to Businesses? <https://www.netsuite.com/portal/resource/articles/accounting/liquidity.shtml>, haettu 10.04.2022.

British Private Equity & Venture Capital Association (2015) Private Equity Performance Measurement. <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/BVCA%20Perspective%20Series/Private%20Equity%20Performance%20Measurement.pdf >, haettu 25.10.2020.

British Private Equity & Venture Capital Association (2015) Risk in Private Equity. <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/Guide%20to%20Risk/Risk%20in%20Private%20Equity%20-%20Oct%202015.pdf>, haettu 25.10.2021

Brown, Stephen – Elton, Edwin – Goetzmann, William – Gruber, Martin (2014) *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis.* 8. uud. p. Wiley, Hoboken.

Burack, Rebecca – MacArthur, Hugh – De vusser, Christophe – Yang, Kiki (2022) *The Private Equity Market in 2021: The Allure of Growth*. Global Private Equity Report. Bain & Company, Boston.

Chung, Ji-Woong (2011) Leveraged Buyouts of the Private Companies. Chinese University of Hong Kong, Hong Kong.

Combe, Roxane (2020) The rise of private credit: who, what, where and why. IQ-EQ 29.06.2020. <https://iqeq.com/insights/rise-private-credit-who-what-where-and-why>, haettu 18.03.2022.

Craig, Ted – Norfolk, Guy (2019) The private fund model… have you considered the alternatives. Dentons 15.11.2019. <https://www.jdsupra.com/legalnews/the-private-fund-model-have-you-24636/>, haettu 18.05.2022.

Cumming, Douglas (2010) *Private Equity Fund Types, Risks and Returns, and Regulations*, John Wiley and Sons, Hoboken.

Davie, Alexander (2017) The Life Cycle of a Private Equity or Venture Capital Fund. Stirctly Business 29.06.2017. [Blogi]. <https://www.strictlybusinesslaw-

blog.com/2017/06/29/the-life-cycle-of-a-private-equity-or-venture-capital-fund/>, haettu 06.02.2022.

Dembe, Allard – Boden, Leslie (2000) Moral Hazard: A Question of Morality? *A Journal of Environmental and Occupational Health Policy,* Vol. 10 (3), 257–279.

Diller, Christian – Herger, Ivan – Wulff, Marco (2009) *The private equity J-Curve: cash flow considerations from primary and secondary points of view.* Capital Dynamicsin julkaisu, Zug. <https://www.capdyn.com/Customer-Content/www/news/PDFs/the-private- equity-j-curve_private-equity-mathematics_apr-09 2_.pdf>, haettu 06.02.2022.

Downer, Jess – Haggerty, John – Benham, Frank (2011) *Small- and Middle-Market Buyouts.* Meketa Investment Groupin julkaisu, Westwood. < https://ssrn.com/abstract=2247489>, haettu 28.10.2021.

Elkin, Alexander (2020) *What are Private Equity Funds.* Russel Bedford julkaisu, Lontoo. < https://www.raveh- ravid.com/what-are-private-equity-funds/>, haettu 02.02.2022.

European Private Equity and Venture Capital Association (2013) Risk Measurement Guidelines. <https://www.investeurope.eu/media/1113/evca-risk-measurement-guidelines-january-2013.pdf>, haettu 13.05.2022.

Fidelity 29.04.2022 Should you hedge? <https://www.fidelity.com/learning-center/trading-investing/hedging (2022)>, haettu 10.05.2022.

Financial Times 01.02.2009 Overdraft rate rises anger private equity. <https://www.ft.com/content/ad1136e6-f0ae-11dd-972c-0000779fd2ac>, haettu 25.03.2022.

Financial Times 11.06.2021 Private capital industry soars beyond $7tn.

<https://www.ft.com/content/4d0e6f18-2d56-4175-98c5-e13559bdbc25>, haettu 01.12.2021.

Finnish PE/VC-market pulse survey – Results (2022) Tesi. <https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/03/Finnish-PE-VC-market-pulse-survey-25.3.2022.pdf>, haettu 11.05.2022.

Finnish Venture Capital Association 15.06.2021 Kansainväliset pääomasijoittajat Suomessa buyout ja growth. <Kansainvaliset-paaomasijoittajat-Suomessa-buyout-ja-growth.pdf>, haettu 01.10.2021.

Finnish Venture Capital Association – KPMG 07.10.2021 Pääomasijoittajien vaikutus yritysten kasvuun vuosina 2010–2020. <https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/Paaomasijoittajat-KPMG-Vaikuttavuustutkimus_2021_FI.pdf>, haettu 01.10.2021.

Fisher, Irving (1907) *The rate of Interest. Its nature, determination and relation to economic phenomena.* The MacMillan Company, New York.

Garosi, Justin – Uhler, Brian (2021) 4th Quarter 2020 Venture Capital Funding Report. Legislative Analyst's Office 18.02.2021 <https://lao.ca.gov/LAOEconTax/Article/Detail/625>, haettu 10.02.2022.

Gompers, Paul (1995) Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance,* Vol. 50 (5), 1461–1489.

Gottschalg, Oliver – Phalippou, Ludovic – Zollo, Maurizio (2003) *Performance of Private Equity Funds: Another Puzzle?* INSEAD julkaisuja, Fontainebleau.

Guida, Paolo (2021) The (Almost) Mission impossible of Raising a First-time Fund. Forbes 22.03.2021. <https://www.forbes.com/sites/forbesfinancecouncil/2021/03/22/the-almost-mission-impossible-of-raising-a-first-time-fund/?sh=d8f99d24052c>, haettu 20.04.2022,

Haque, Sharjil (2020) Does Private Equity Over-Lever Portfolio Companies. Job Market Paper. University of North Carolina at Chapel Hill, Chapel Hill.

Harper, David – Potters, Charles (2021) Understanding Liquidity Risk. Investopedia 31.05.2021. <https://www.investopedia.com/articles/trading/11/understanding-liquidity-risk.asp>, haettu 11.04.2022.

Hayes, Adam – Scott, Gordon (2022) Liquidity. Investopedia 29.03.2022. <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidity.asp>, haettu 10.04.2022.

Heale, Roberta – Twycross, Alison (2018) What is a case study? *Evidence-Based Nursing,* Vol. 21 (1), 7–8.

Higson, Chris – Stucke, Rüdiger (2012) *The Performance of Private Equity*. London Business School, Lontoo.

Hirsjärvi, Sirkka – Remes, Pirkko – Sajavaara, Paula (2009) *Tutki ja kirjoita*, 15. uud. p. Tammi, Helsinki.

Holland, Janet – Edwards, Rosalind (2013) *What is qualitative interviewing?,* Bloomsbury Publishing, Lontoo.

Holmström, Bengt (1999) Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective. *The Review of Economic Studies,* Vol. 66 (1), 169–182.

Institutional Limited Partners Association (2016) Capital Call & Distribution Notice Best Practices. <https://ilpa.org/wp-content/uploads/2018/03/ILPA-Best-Practices-Capital-Calls-Distribution-Notices_Version-1.1.pdf>, haettu 16.04.2022.

Institutional Limited Partners Association (2022) Distributed to Paid in (DPI). <https://ilpa.org/glossary/distributed-to-paid-in-dpi/>, haettu 16.04.2022.

Institutional Limited Partners Association (2022) Residual Value to Paid in (RVPI). <https://ilpa.org/glossary/residual-value-to-paid-in-rvpi/>, haettu 16.04.2022.

Intera Partners (2021) Psykoterapiakeskus Vastaamo. < https://interapartners.fi/en/investments/psykoterapiakeskus-vastaamo>, haettu 29.03.2022.

Invest Europe (2020) The performance of European private equity. <https://www.investeurope.eu/research/performance-data/>, haettu 22.03.2022.

Invest Europe (2022) About Private Equity. <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/>, haettu 04.05.2021.

ICSTD (2021) What is RVPI in Private Equity? <https://www.ictsd.org/what-is-rvpi-in-private-equity/>, haettu 19.03.2022.

Jahn, Mark (2021) How Do Returns on Private Equity Compare to Other Returns? Investopedia 05.01.2021. <https://www.investopedia.com/ask/answers /040615/how-do-returns-private- equity-investments-compare-returns-other-types-investments.asp>, haettu 05.02.2022.

Kaplan, Steven – Schoar, Antoinette (2003) Private Equity Performance: Returns Persistence and Capital. *The Journal of Finance,* Vol. 60 (4), 1791–1823.

Kaplan, Steven – Strömberg Per (2009) Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economics Perspectives,* Vol. 23 (1), 121–146.

Kelly, Robert – Munichiello, Katrina (2021) Mutual Funds: Does Size Really Matter? Investopedia 23.11.2021. <https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/03/071603.asp>, haettu 11.05.2022.

Kempen 20.05.2019 Private Equity Small is Beautiful. <https://www.kempen.com/en/news-and-knowledge/whitepaper/small-is-beautiful>, haettu 10.04.2022.

Kleiner, Richard (2018) Key risks in private equity investment. Gerald Edelman 04.12.2018. <https://www.geraldedelman.com/insights/key-risks-in-private-equity-investment/>, haettu 02.04.2022.

Kraemer-Eis, Helmut – Lang, Frank – Torfs, Wouter – Gvetadze, Salome (2016) European Small Business Finance Outlook, *EIF Working Paper Series,* Vol. 35 (3), 1–40.

Larocque, Stephannie – Shive, Sophie – Sustersic Stevens, Jennifer (2021) Private Equity Performance and the Effects of Cash Flow timing. *The Journal of Portfolio Management* <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3188867>, haettu 02.02.2022.

Lerner, Josh – Sorensen, Morten – Strömberg, Per (2011) Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation. *Journal of Finance,* Vol. 66 (2), 445–477.

Levin, Jonathan (2001). Information and the market for lemons. *RAND Journal of Economics,* Vol. 32 (4), 657–666.

Lossen, Ulrich (2007) *Portfolio Strategies of Private Equity Firms. Theory and Evidence.* Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden.

McNabb, Sarah (2022) The Difference is in the Pitch: Private Equity Pitchbooks vs. Hedge Fund Pitchbooks. Gate39media 01.03.2022. <https://www.gate39media.com/the-difference-is-in-the-pitch-private-equity-pitchbooks-vs-hedge-fund-pitchbooks/>, haettu 01.04.2022.

Maddy, Louise (2011) Private equity Firms based in the Nordic Region. Preqin 09.02.2011. <https://www.preqin.com/insights/research/blogs/private-equity-firms-based-in- the-nordic-region>, haettu 07.02.2022.

Markowitz, Harry (1952) Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7 (1), 77–91.

Mattsson, Fredrik – Nyvoll Michael (2017) What Drives Performance in the Nordic Private Equity Market? Master's Thesis. BI Norwegian Business School Oslo, Oslo.

Meads, Chris – Morandi, Nik – Carnelli, Andrea (2015) Cash Management Strategies for Private Equity Investors. *Alternative Investment Analyst Review,* Vol. 4 (4), 31–43.

Metrick, Andrew – Yasuda, Ayako (2007*) Venture capital & the finance of innovation.* 3.uud. p. Wiley, Hoboken.

Meyer, Thomas – Mathonet, Pierre-Yves (2005) *Beyond the J-curve – Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds.* Wiley, Hoboken.

Montgomery, Cynthia – Singh, Harbir (1984) Diversification strategy and systematic risk. *Strategic Management Journal,* Vol. 5 (2), 181–191.

Naughter, Tara (2021) Private Equity: What is a Capital Call. SecureDocs 11.01.2021. [Blogi] <https://www.secure-docs.com/blog/private-equity-what-is-a-capital-call>, haettu 08.02.2022.

Phalippou, Ludovic (2007) *Investing in Private Equity Funds: A Survey.* The Research Foundation of CFA Instituten julkaisu. <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=980243>, haettu 06.02.2022.

Phalippou, Ludovic (2008) The Hazards of Using IRR to Measure Performance: The Case of Private Equity. SSRN Electronic Journal 27.03.2008. <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?ab- stract_id=1111796>, haettu 06.02.2022.

Phalippou, Ludovic (2009) Beware of Venturing into Private Equity. *Journal of Economics Perspective,* Vol. 23 (1), 147–166.

Preqin 30.05.2012 Private Equity Funds of Funds' Evolving Investment Strategies.

<https://docs.preqin.com/reports/Private_Equity_Fund_of_Funds_Strategies_May12.pdf>, haettu 15.04.2022.

Private Equity Liquidity: A Work in Progress (2014) Tutkimusraportti. SEI, Oaks. <https://seic.com/sites/default/files/SEI-IMS-PE-Liquidity-whitepaper-US.pdf>, haettu 04.04.2022.

Prowse, Stephen (1998) The Economics of the Private equity Markets. *Economic Review,* Vol. 83 (3), 21–34.

Puusniekka, Anna – Saaranen-Kauppinen, Anita (2006) *Kvalitatiivisten menetelmien verkko*-oppikirja. 2. uud. p. Tampereen yliopisto, Tampere.

Private Equity publications (2022) PricewaterhouseCoopers, Lontoo. <https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/library/private-equity-deals-outlook.html >, haettu 15.03.2022.

Ritchie, Iain (2017) Funding Liquidity Risk. *The Actuary*, Vol. (1), 23–25.

Robertson, Gary (2019) Private Equity Performance Measurement Requires Unique Calculations. Callan 22.10.2019. <https://www.callan.com/blog-archive/pe-measurement/>, haettu 01.04.2022.

Ross, Stephen (1973) The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review,* Vol. 63 (2), 134–139.

Rotschild, Michael – Stiglitz, Joseph (1976) Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information. *The Quarterly Journal of Economics,* Vol. 90 (4), 629–649.

Sahlman, William (1990) The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (2), 473–521.

Scherer, David (2017) 8 Types of Risk Every Real Estate Investor Should Know About. Origin Investment 12.12.2017. <https://origininvestments.com/2017/12/12/8-types-risk-every-real-estate-investor-know/>, haettu 10.05.2022.

Showkat, Nayeem – Parveen, Huma (2017) In-depth Interview. Neljäs luento kurssilla Communicationts Research. Aligarh Muslim University. <http://www.uop.edu.pk/ocontents/Lecture%204%20indepth%20interview.pdf>, haettu 06.02.2022

Spence, Michael (1973) Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87 (3), 355–374.

Total private equity deal volume in Europe 2013-2020. (2022) Statista. <https://www.statista.com/statistics/557116/private-equity-total-deals-volume-europe/>, haettu 18.05.2022.

List of investment funds (2022) Suomen Pankki. <https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/investment-funds/list-of-investment-funds/>, haettu 11.05.2022.

Talmor, Eli – Vasvari, Florin (2011) *International Private Equity*. Wiley, Hoboken.

The development of Private Equity and Venture Capital in Europe. (2005) Monthly Bulletin 10/2005. European Central Bank, Frankfurt.

Trabocco, Tod (2017) Private Credit Strategies: An Introduction. Cambridge Associates, Boston. <https://www.cambridgeassociates.com/insight/private-credit-strategies- introduction/>, haettu 18.01.2022.

Venture Capital & Private Equity Funds (2015) Morgan Lewis, Philadelphia. <https://www.morganlewis.com/-/media/files/special- topics/vcpefdeskbook/fundoperation/vcpefdeskbook_capitalcalls.pdf>, haettu 18.01.2022.

What is closed-end fund? (2012) Morningstar

<https://www.fidelity.com/learning-center/investment-products/closed-end-funds/what-are-closed-end-funds>, haettu 01.10.2021.

What is DPI in Private Equity? (2018) Cobalt LP, Conshohocken. <https://cobaltlp.com/blog/dpi-private-equity-uses-drawbacks/>, haettu 16.04.2022.

Whyte, Amy (2020) LPs Say Track Records Matter Most for Private Capital Investments. Institutional Investor 17.12.2020. <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1pqhgkgkzs9ns/LPs-Say-Track-Records-Matter-Most-for-Private-Capital-Investments>, haettu 02.04.2022.

Wilson, Nick – Wright, Mike – Cressy, Robert (2010) Private Equity and Insolvency. SSRN Electronic Journal 24.06.2011. <https://www.researchgate.net/ publication/282643688_Private_Equity_and_Insolvency>, haettu 03.11.2021.

Winchell, Blake (2010) A Brief History of the Private Equity Secondary Market. <https://studylib.net/doc/8622951/a-brief-history-of-the-private-equity- secondary-market-by...>, haettu 05.01.2022.

Winters, Gerry (2006) The power of pooling resources. IPE magazine 01.01.2006. <https://www.ipe.com/the-power-of-pooling-resources/18528.article>, haettu 14.04.2022.

Zider, Bob (1998) How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*, Vol. 1 (5), 131–139.

Zohrabi, Mohammad (2013) Mixed Method Research: Instruments, Validity, Reliability and Reporting Findings. *Theory and Practice in Language Studies*, Vol. 3 (2), 254–262.

Zollo, Maurizio –Phalippou, Ludovic (2005) What Drives Private Equity Fund Performance? INSEAD julkaisuja, Fontainebleau.

Liitteet

Liite 1. Haastattelurakenne

1. Esittely

- Kuka olet, mitä teet yrityksessä?
- Minkälainen on varainhoitoyrityksenne ja miten se vaikuttaa Private Equityssä
- Kertoisitko vapaamuotoisesti oman sijoituspolitiikan. Esimerkiksi mikä tekee sijoituskohteesta hyvän, miten ”fiilis” vaikuttaa tai onko käytössäsi laskennallisia keinoja. Kysymys ei rajoitu pelkästään PE:hen

2. Fund of Fund, kohderahastot ja sijoitusprosessi

- Kertoisitko lyhyesti mikä on FoF?
- Mitä heikkouksia ja vahvuuksia näet FoF:eissa?
- Millainen on hyvä kohderahasto/sijoituskohde?
- Miten sijoitusprosessinne etenee?
- Minkä tyyppisiin kohderahastoihin yrityksenne/tiiminne on aiemmin sijoittanut? Mitkä ovat olleet näiden sijoitusten vahvimmat vaikuttajat sijoituspäätöksissä? Onko vähäpätöisiä vaikuttajia?
- Mitä tekijöitä ”seulotte” kohderahastoissa? Esimerkkeinä sektori, maantieteellinen sijainti.
- Miten vertailette eri sijoituskohteita keskenään? Miten näihin vertailtaviin muuttujiin on päädytty? Esimerkkeinä historialliset tulokset, tulevaisuuden näkymät yms.
- Mitkä tekijät ovat aiemmissa sijoituksissa johtaneet onnistumiseen? Entä epäonnistumiseen?
- Miten sijoitusprosessinne on muuttunut historiallisesti? Mistä muutos on johtunut?

- Mitkä tekijät mielestäsi takaavat sijoitusprosessissanne onnistumisen?
- Minkä tyyppisiä sijoituskohteita haette tulevaisuudessa?

3. Manageri ja salkkurakenne

- Minkä tyyppisiä managereita etsitte? Mikä tekee hyvän managerin?
- Millä tavalla salkun rakenne vaikuttaa tuleviin sijoituspäätöksiin?

4. Riskit

- Minkä tyyppisiä riskejä sijoitusprosessissanne ja sijoituskohteissanne ilmenee?
- Miten näihin riskeihin varaudutaan?
- Miten riskejä arvioidaan päätöksenteon vaiheessa?

5. Kilpailu

- Miten toimitte eri tavalla kuin kilpailijat sijoitusprosessissa ja riskienhallinnassa?