

Yritystojen rahoitus listaamattomissa kasvuyrityksissä

Laskentatoimi
Maisterin tutkinnon tutkielma
Petri Heikkilä
2009

Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
HELSINGIN KAUPPAKORKEAKOULU
HELSINKI SCHOOL OF ECONOMICS



YRITYSOSTOJEN RAHOITUS LISTAAMATTOMISSA KASVU- YRITYKSISSÄ

1	JOHDANTO	6
1.1	Tutkimuksen taustaa.....	6
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset.....	7
1.3	Tutkimustulokset	8
1.4	Tutkimuksen rakenne	8
2	LISTAAMATTOMAN KASVUYRITYKSEN RAHOITUS	10
2.1	Kasvuyrityksen määritelmä ja sen tavoitteet	10
2.2	Yrityksen kasvuvaihtoehdot.....	11
2.2.1	Orgaaninen kasvu.....	11
2.2.2	Kasvu yritysostojen avulla	11
2.2.3	Orgaanisen ja yritysostoilla kasvamisen vertailua.....	13
2.3	Yrityksen rahoituspäätös ja siihen vaikuttavat tekijät.....	14
2.3.1	Yrityksen pääoman tasenäkökulma	14
2.3.2	Pecking Order -teoria.....	16
2.3.3	Trade Off -teoria	17
2.3.4	Market Timing -teoria	19
2.4	Listamattoman kasvuyrityksen erityispiirteet rahoituksessa.....	20
2.4.1	Arvonluonti, hallittu kasvu ja rahoituksellinen joustavuus.....	20
2.4.2	Erytispiirteiden vaikutukset kasvuyrityksen pääomarakenteeseen.	23
3	VIITEKEHYS YRITYSOSTON RAHOITUKSEEN LISTAAMATTOMASSA KASVUYRITYKSESSÄ.....	25
3.1	Yritystoston rahoituksen lähteet ja rahoittajat	25
3.1.1	Ostavan ja ostettavan yrityksen omat varat.....	25
3.1.2	Yrityksen omistajat, pääomasijoittajat ja bisnesenkelit.....	26
3.1.3	Liikepankit.....	28
3.1.4	Välirahoituksen tarjoajat	28
3.1.5	Erytisluottolaitokset.....	29
3.2	Yritystoston rahoituskeinot	29
3.2.1	Omaan pääomaan tehtävät lisäsijoitukset.....	30
3.2.2	Velan sijoittaminen ostetun yrityksen taseeseen.....	31
3.2.3	Välirahoitus	32
3.2.3.1	Etuosakkeet	32
3.2.3.2	Pääomalainat	33

3.2.3.3	Optiolainat.....	34
3.2.3.4	Vaihtovelkakirjalainat	35
3.2.4	Osakevaihto tai omilla osakkeilla maksaminen	35
3.2.5	Käyttöomaisuuden myynti	36
3.2.6	Vendor Note ja Earn Out.....	37
3.2.7	Kovenanttien käyttö.....	38
3.3	Yritystoston rahoituksen mukauttaminen kasvuyrityksen erityispiirteiden kannalta	38
3.4	Yhteenvedo listaamattoman kasvuyrityksen rahoituksen taustatekijöistä	41
4	YRITYSOSTOJEN RAHOITUS KÄYTÄNNÖSSÄ.....	44
4.1	Teemahaastattelu ja sisällönanalyysi tutkimusmenetelmänä.....	44
4.2	Tutkimuksen kulku ja taustatiedot haastateltavista	48
4.3	Listaaamattomien kasvuyritysten yritysostojen rahoitus Suomessa	49
4.3.1	Miksi kasvuyritykset toteuttavat yritysostoja?.....	49
4.3.2	Rahoituksen merkitys yritysoston toteutuksessa	51
4.3.3	Rahoittajat	52
4.3.3.1	Pääomalajit ja niitä tarjoavat tahot	53
4.3.3.2	Rahoittajien valinta ja siihen vaikuttavat tekijät.....	57
4.3.4	Keinot	60
4.3.4.1	Pääperiaatteet keinojen valinnassa	61
4.3.4.2	Peruslähtökohtana seniorilaina ja käteinen	63
4.3.4.3	Omaan pääoman tehtävät lisäsijoitukset	64
4.3.4.4	Välirahoitusinstrumenttien käyttö	65
4.3.4.5	Osakevaihto tai omilla osakkeilla maksaminen.....	65
4.3.4.6	Vendor Note.....	66
4.3.4.7	Earn Out	67
4.3.4.8	Kovenanttien käyttö.....	68
4.4	Listaaamattomien kasvuyritysten rahoituksen tulevaisuus Suomessa	69
5	JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO	71
5.1	Listaaamattomien kasvuyritysten yritysostojen rahoituksen taustatekijät.....	71
5.2	Yritysostojen rahoittajat ja käytettävät keinot käytännössä.....	72
5.3	Tutkimuksen onnistumisen arviointi	76
5.4	Mahdollisia jatkotutkimusaiheita.....	79
	LÄHTEET	80
	HAASTATTELUT.....	83

LITTEET	84
---------------	----

Kuvioluettelo

Kuvio 1: Yritystotyyppit (Tenhunen – Werner 2000).....	12
Kuvio 2: Trade Off -teoria (Rajan – Zingales 1995).....	18
Kuvio 3: Pääomasijoittamisen muodot (Suomen Pääomasijoitus yhdistys ry 2009). 26	
Kuvio 4: Rahoitusvastuiden jakaantuminen konsernissa.....	31
Kuvio 5: Viitekehys yritysostojen rahoitukseen listaamattomissa kasvuyrityksissä. 42	
Kuvio 6: Liiketaloustieteen tutkimusotteet (Kasanen, Lukka & Siitonen 1993).....	44
Kuvio 7: Pääomalajit ja niitä tarjoavat tahot (rahoittajat).....	53
Kuvio 8: Yritysostojen rahoitusrakenne ennen finanssikriisiä.....	56
Kuvio 9: Yritysostojen rahoitusrakenne finanssikriisin jälkeen.....	56
Kuvio 10: Päärahoittajan valintaan vaikuttavat seikat.....	57
Kuvio 11: Yritysostojen keinojen valintaan vaikuttavat tekijät.....	62

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen taustaa

Omistaja-arvon kasvattaminen ja kannattava kasvu ovat yrityksen tärkeimpiä tavoitteita – myös listaamattomissa yrityksissä. Kasvuyrityksillä on merkittävä yhteiskunnallinen rooli työpaikkojen ja hyvinvoinnin kannalta: Ernst & Youngin vuonna 2006 tekemän selvityksen mukaan kolme neljästä uudesta työpaikasta syntyi kasvuyrityksiin.

Yrityssostot ovat tärkeä vaihtoehto orgaaniselle kasvulle yrityksen pyrkiessä kasvattamaan liiketoimintaansa ja luomaan lisäarvoa omistajille. Yrityssostot ovat merkittäviä investointeja, jotka onnistuessaan mahdollistavat omistaja-arvon kasvun esimerkiksi tilanteissa, joissa orgaaninen kasvu ei ole mahdollista tai riittävän nopeaa. Tämän vuoksi useiden kasvuyritysten strategiana on kasvaa yritysostoilla.

Kasvun tulee olla hallittua, muuten yrityksen toimintaedellytykset heikkenevät, mikä saattaa vaikuttaa toimintaan erittäin negatiivisesti. Sen takia kasvu vaatii useimmiten ulkoista rahoitusta. Tutkimus on hyvin ajankohtainen, sillä nykytilanteessa, jossa rahoitusinstrumentit ovat monipuolisia, mutta rahoituksen saanti haastavaa, parhaiden rahoitajien saaminen ja rahoituskeinojen löytäminen kuhunkin tilanteeseen ovat ensisijaisen tärkeitä onnistuneen lopputuloksen ja yrityksen hallitun kasvun kannalta.

Mielenkiintoinen seikka tutkimuksen kannalta on laskentatoimen ja rahoituksen tutkimuksissa tehdyt löydökset siitä, että velkavivutetuilla yritysostoilla on onnistuessaan mahdollisuus merkittäviin tuottoihin. Esimerkiksi Yhdysvalloissa vuosina 1990–2006 toteutettujen yritysostojen mediaanituotot sijoitetulle pääomalle yritysoston jälkeen olivat 36 %. Lisäksi kassavirrat paranivat keskimäärin 12,4 %. Tuloksia voidaan pitää erittäin hyvinä, sillä otos sisältää myös konkurssiin johtaneet yritykset, joita oli 22 % otoksen kaikista yrityksistä. (Guo – Hotchkiss – Song 2008; Esterwood – Seth – Singer 1989)

Yrityssostojen rahoitusta on tutkittu Suomessa verrattain vähän. Tämä johtune siitä, että Suomen rahoitusmarkkinat vapautuivat vasta kahdeksankymmentäluvulla ja toisaalta, varsinkin listaamattomien yritysten rahoitus on ollut hyvin pankkikeskeistä. Pankkikeskeisyyden vuoksi monet tehokkaat rahoituskeinot ovat harvinaisia Suomessa, vaikka niiden merkitys kasvaa rahoitusmarkkinoiden kehittyessä koko ajan. Erityisesti tämä

näkyä oman pääomanehtoisen rahoituksen saatavuuden vähydessä; Suomessa listaamattomilla yrityksillä on ollut vaikeuksia saada oman pääomanehtoista rahoitusta. Tämä on suomalaisten yritysten kannalta harmillista, sillä potentiaaliset yritysostot voivat jäädä toteuttamatta ja kasvumahdollisuudet heikkenevät. Positiivista on, että osakeyhtiölain muutos ja laaja sopimusvapaus mahdollistavat uusien kansainvälisten rahoituskäytäntöjen käyttöönoton tulevaisuudessa.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tässä tutkielmassa kartoitetaan yritysostojen rahoitusta listaamattomissa kasvuyrityksissä. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää ketkä ovat tärkeimmät kasvun rahoittajat, ja mitä keinoja listaamattomat kasvuyritykset käyttävät rahoittaessaan kasvuaan yritysostoilla.

Tutkittaessa yritysostoja kasvun mahdollistajana, kyseessä on aina strateginen yritysosto. Tutkielman taustaoletus on, että yritysostot ovat investointeja, joiden avulla yrityksellä on mahdollisuus merkittävään kasvuun, ja joiden onnistumiseen rahoitusratkaisut merkittävästi vaikuttavat. Tutkielmassa ei siis oteta kantaa yrityksen pääomarakenteen vaikutukseen yrityksen arvoon tai etsitä optimaalista pääomarakennetta, vaan pikemminkin pyritään selvittämään miten rahoituksellisin keinoin kyetään edesauttamaan liiketoiminnan kasvua niukoilla resursseilla. (Lynch 2000, 134–136)

Tutkimuksessa käsitellään ainoastaan listaamattomia yrityksiä, sillä niiden tutkiminen on hyvin mielenkiintoista monista eri syistä: Ensinnäkin listaamattomat yritykset edustavat lukumäärältään valtaosaa yrityksistä. Lisäksi valtaosassa Suomessa tehdyistä yrityskaupoista on kaupan osapuolena listaamaton yritys. Täten myös merkittävä osa rahoitusjärjestelyistä toteutetaan niitä tekevissä yrityksissä. Erityisen mielenkiintoiseksi tutkimuksen tekee se, että siinä keskitytään pk-yrityksiin, joiden yritysostoista ei ole kattavaa tilastotietoa esimerkiksi käytettyjen rahoittajien tai rahoituskeinojen suhteen. Tämä johtuu siitä, että tutkimuksessa käsiteltävien yritysostojen kohteena on yleensä alle miljoonasta maksimissaan muutaman kymmenen miljoonan kokoisiin yrityskauppoihin, jolloin suurin osa tutkittavana olevista kaupoista kuuluu kokoluokkaan, josta ei tehdä tilastoja.

Yritysostolla tarkoitetaan tässä tutkielmassa yrityksen tai sen liiketoiminnan ostoa ostavan yrityksen näkökulmasta. Tutkimuksessa ei oteta kantaa verotuksellisiin näkökoh-

tiin, vaikka verosuunnittelun huomioiminen yrityskauppatilanteissa on tärkeää sekä ostajan että myyjän kannalta.

1.3 Tutkimustulokset

Rahoitus on tärkeä osa kannattavan kasvustrategian toteuttamista yritysostojen avulla. Listaamattomilla kasvuyrityksillä on Suomessa monipuoliset mahdollisuudet hankkia rahoitusta toteuttaakseen kasvua yritysostoilla. Rahoittajia ovat nykyiset omistajat, pääomasijoittajat, bisnesenkelit, myyjä, liikepankit, eläkeyhtiöt, erityisluottolaitokset sekä välirahoitusrahastot. Yritysten rahoitus noudattaa käytännössä Pecking Order -teoriaa, sillä ensisijaisesti yritykset pyrkivät täyttämään pääomatarpeensa vieraan pääoman ehdoilla rahoituksella.

Keinoja rahoittaa yritysostaja on monia. Yritysten tavoitteena on kuitenkin pitää toimintansa tehokkaana ja yksinkertaisena, joten keinojen käytössä pyritään selkeyteen ja kustannustehokkuuteen. Sen vuoksi yritykset valitsevat vain yhden tai kaksi päärahoittajaa, joiden kanssa pyritään mahdollisimman hyvään yhteistyöhön. Myös käytettävät keinot pyritään pitämään yksinkertaisina. Yleisin keino on rahoittaa kasvu niin suurella määrällä seniorilainaa kuin mahdollista. Rahoittajan valta on kuitenkin suuri, ja se määrää vaadittavan omavaraisuusasteen tilanteen mukaan.

Finanssikriisin vuoksi seniorilainan saanti on heikentynyt voimakkaasti. Tämä on vaikuttanut yritysten mahdollisuuksiin toteuttaa kasvustrategiaansa yritysostoin, sillä mahdollisuus luoda arvoa velkavivun avulla on vaikeutunut. Tämän vuoksi yritysten tulee kiinnittää aikaisempaa enemmän huomiota arvon luomiseen paneutumalla ostettavien yritysten liiketoimintaan yhä tarkemmin ja kehittämällä sitä ostetuissa yrityksissä. Yritykset ovat myös pakotettuja käyttämään uusia keinoja kasvattaakseen rahoituskapasiteettiaan, jotta potentiaalisiiin hankkeisiin olisi mahdollista osallistua. Merkittävimmiksi löydöiksi keinojen osalta saatiin myyjän käyttäminen yritysoston rahoittajana sekä vakuudettoman rahoituksen hankkiminen esimerkiksi välirahoituksen keinoin tai hyödyntämällä kovenantteja.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus rakentuu viidestä pääkappaleesta. Ensimmäisessä luvussa esitellään aihealue ja esitetään tutkimuskysymys. Toisessa luvussa määritellään kasvuyritys, sen kasvu-

vaihtovaihtoehdot ja rahoituspäätökseen vaikuttavat tavoitteet ja rahoitusresurssien niukkuus. Siinä päästään tulemaan, että yritysostot ovat varteenotettava vaihtoehto organisaaliselle kasvulle. Lisäksi kasvuyritysten tavoitteet ja resurssien niukkuus vaikuttavat rahoituspäätöksiin, joita niissä tehdään. Kolmannessa kappaleessa käsitellään yritysoston rahoittajat ja rahoituskeinot sekä muodostetaan yhteenveto yritysostojen rahoituksen taustatekijöistä. Neljännessä kappaleessa käydään läpi tutkimuksen metodologia ja esitellään haastattelututkimuksen tulokset. Viimeisessä kappaleessa esitetään johtopäätökset ja yhteenveto.

2 LISTAAMATTOMAN KASVUYRITYKSEN RAHOITUS

2.1 Kasvuyrityksen määritelmä ja sen tavoitteet

Yritys on talousyksikkö, joka harjoittaa liiketoimintaa. Se tarkoittaa tuotteiden tai palvelujen tuottamista ja myymistä ansaintatarkoituksessa. Rahoitusteorian mukaan yrityksen tavoitteena eli olemassaolon tarkoituksena on maksimoida omistajiensa varallisuus. Kasvuyritys on yritys, jota ohjaa tietoinen pyrkimys kasvaa ja luoda vaurautta pitkällä aikavälillä. Määriteltäessä ja mitattaessa kasvuyrityksiä, on asetettu kriteerejä, millä tavoin tunnistaa ja arvioida niitä. Mittaustavat vaihtelevat suuresti, joten yksiselitteistä määritelmää ei ole. (Laukkanen 2007, 17)

Elinkeinoelämän keskusliiton (EK) yhdessä Ernst & Youngin kanssa tekemässä kasvuyrityksiä käsittelevässä julkaisussa (2006) kasvuyritykseksi määritellään yritys, joka saavuttaa 30 %:n liikevaihdon kasvun vähintään kolmena vuotena peräkkäin. Julkaisussa painotetaan, että myös muita seikkoja on tärkeää huomioida mitattaessa kasvuyrityksen kykyä luoda lisäarvoa osakkeenomistajille ja hyvinvointia yhteiskuntaan. Liikevaihdon kasvu ei välttämättä korreloi esimerkiksi tuloksen- tai henkilöstön määrän kanssa.

Tässä tutkimuksessa kasvuyritys määritellään yritykseksi, jota johdetaan kasvuhakuisesti ja jolla on kasvustrategia, jota toteuttamalla mahdollistetaan kasvu. Kasvuyrityksen tavoitteet ovat siis rahoitusteorian mukaisia omistaja-arvon maksimoinnin osalta, mutta kasvuyritysten kohdalla erityishuomio kiinnittyy pyrkimykseen kasvattaa liiketoimintaa voimakkaasti. Lisäksi on huomattavaa, että käsiteltäessä listaamatonta kasvuyritystä rahoituksen merkitys korostuu, sillä niukoilla resursseilla toimivan listaamattoman yrityksen sisäinen rahoitus ei riitä voimakkaisiin yritysostoinvestointeihin, jolloin ulkoisen rahoituksen hankinta on välttämättömyys.

Menestyvät ja kannattavat yritykset ovat yhteiskunnan tukipilareja, sillä ne luovat taloudellista vaurautta, jota voidaan jakaa yhteiskunnan ihanteiden mukaisesti. Kasvu on yritykselle keino saavuttaa menestystä: Mitä nopeammin ja kannattavammin yritys kasvaa, sitä paremmat mahdollisuudet sillä on luoda vaurautta ja työpaikkoja. Tämän vuoksi kasvuyritykset ovat erittäin tärkeitä yhteiskunnalle. Yritys voi luoda lisää työpaikkoja ja maksaa enemmän veroja vain, mikäli sen liiketoiminta kasvaa kannattavasti.

Vuoden 2005 jälkeen kolme neljästä työpaikasta on syntynyt kasvuyrityksiin. Verrattaessa henkilöstön määrän muutosta kasvu- ja verrokkirytysten välillä, erot tuloksissa ovat selviä: Vertailujaksolla kasvuyritysten henkilöstömäärä kasvoi vuosittain keskimäärin 17–32 prosenttia, kun kasvuvauhti verrokkiryhmässä vaihteli -2:n ja +3:n välillä. Samalla vertailujaksolla kasvuyritysten keskimääräinen liikevaihdon kasvu oli 37 %, kun verrokkirytysten liikevaihdon kasvu oli välillä 0,5-15 %. (Elinkeinoelämän keskusliitto EK ja Ernst & Young 2006, 6-7)

2.2 Yrityksen kasvuvaihtoehdot

2.2.1 *Orgaaninen kasvu*

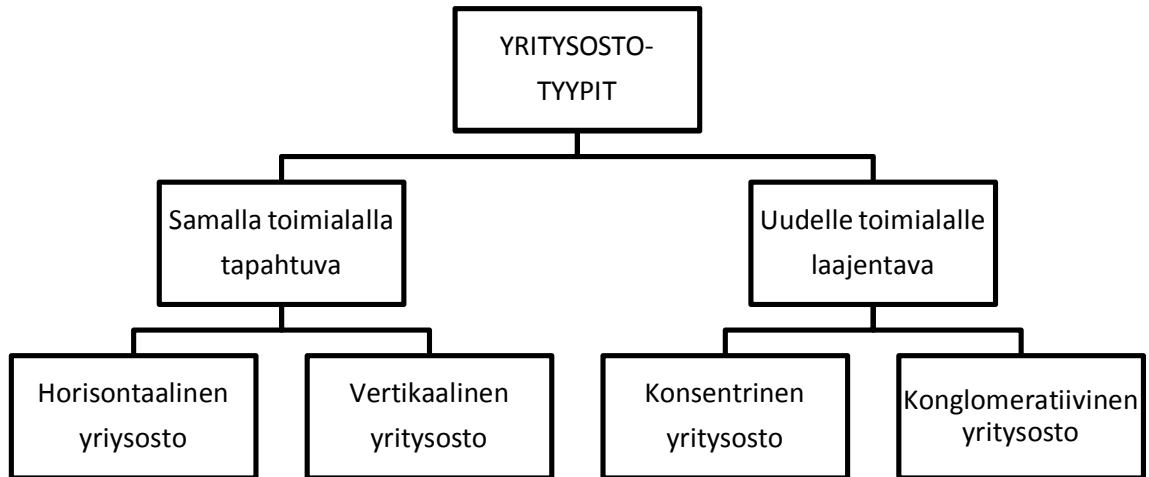
Yrityksellä on kaksi keskeistä tapaa kasvaa. Ensimmäinen vaihtoehto yritykselle on pyrkiä laajentamaan toimintaansa ja lisätä markkinaosuuttaan kehittämällä omaa toimintaansa. Tätä oman toiminnan kehittämistä kutsutaan orgaaniseksi kasvuksi. Orgaaninen kasvu rahoitetaan usein sisäisellä rahoituksella, sillä se ei yleensä vaadi merkittäviä investointeja. Investoinnit kasvuun voivat toki olla merkittäviä esimerkiksi tilanteessa, jossa investoidaan tuotantolaitokseen tai laajennetaan uusille markkinoille, jossa asiakas pohjan rakentaminen ja voimakkaat markkinointitoimenpiteet vaativat merkittäviä investointeja. (Laukkanen 2007, 19–21)

Orgaanista kasvua pidetään turvallisena tapana kasvaa, sillä yksittäisten investointien ollessa verraten pieniä, rahoitusriski on vähäinen. Orgaanisen kasvun heikkoutena on pidetty sitä, että kasvun saavuttaminen voi olla vaikeaa ja hidasta erityisesti paljon kilpailuilla toimialoilla. Lisäksi sen ongelmia on rajalliset mahdollisuudet kasvaa, sillä markkinoita nopeampi kasvu on haastavaa varsinkin useita vuosia peräkkäin. Tällöin kasvumahdollisuudet heikkenevät varsinkin kypsillä toimialoilla. (Laukkanen 2007, 20–22)

2.2.2 *Kasvu yritysostojen avulla*

Kasvulla yritysostojen avulla tarkoitetaan liiketoiminnan tai markkina-alueen kasvattamista ostamalla toinen yritys. Yritysosto on aina yrityksen strateginen päätös. Ostaja on yleensä kooltaan suurempi yritys, mutta myös pienempi yritys voi ostaa suuremman. Yritysostot luokitellaan luonteensa mukaan saman toimialan sisällä joko horisontaali-

seksi tai vertikaaliseksi yritysostoksi. Mikäli yritysosto kohdistuu toiselle toimialalle, käytetään termejä konsentrinen- ja konglomeratiivinen yritysosto. (Tenhunen – Werner 2000, 13)



Kuvio 1: Yritysostotyypit (Tenhunen – Werner 2000)

Samalla toimialalla tehty yritysosto on horisontaalinen, kun ostettava yritys toimii samalla toimialalla ja samassa jalostus- ja jakeluketjun vaiheessa. Tällöin kyse on esimerkiksi kilpailijan osto. Vertikaalisella yritysostolla tarkoitetaan yritysostoa, jossa ostetaan samalla toimialalla, mutta eri jalostus- tai jakeluketjun portaalla toimiva yritys. Yritysosto on vertikaalinen esimerkiksi ostettaessa toimittaja, alihankkija tai asiakas. (Tenhunen – Werner 2000, 13–14)

Konsentrisessa yritysostossa yritykset toimivat eri toimialoilla, mutta niillä on jotain yhteistä, jota yrityskaupalla voidaan hyödyntää. Esimerkiksi kyse voi olla samankaltaiset markkinat, markkinointi- ja jakelukanavat tai tutkimus- ja kehitystoiminta. Konglomeratiivisessa yritysostossa ostetaan kokonaan uudella toimialalla ja markkinoilla toimiva yritys. Tällä pyritään esimerkiksi hajauttamaan tuoteportfoliota tai laajentamaan toimintaa. (Tenhunen – Werner 2000, 13)

Kasvuyritysten yritysostot, joissa haetaan markkinaosuutta ja nopeaa kasvua, yritysostot kohdistuvat pääasiassa samalle toimialalle ja ovat luonteeltaan horisontaalisia. Tällöin kyse on kilpailijan ostamisesta. Myös muut yritysostotyypit ovat yleisiä, sillä kasvustra-

tegiaan liittyy usein yrityskokonaisuuden rakentaminen, joka voi koostua eri toimialojen yrityksistä tai esimerkiksi jakeluketjun rakentamisesta.

2.2.3 *Orgaanisen ja yritysostoilla kasvamisen vertailua*

Yritys investoi kasvuun kehittämällä ja laajentamalla omaa toimintaansa tai ostamalla uusia yrityksiä. Investoinnin onnistuminen riippuu siitä, miten se vaikuttaa investoinnin tehneen yrityksen arvoon pitkällä aikavälillä. Yritysostojen etua suhteessa orgaaniseen kasvuun on perusteltu saavutettavan kasvun ja arvonluonnin nopeudella: niiden avulla yritykselle on mahdollista kasvaa ja luoda arvoa orgaanista kasvua nopeammin. Esimerkiksi laajennettaessa toimintaa uusille markkina-alueille, yritysoston kautta tapahtuva markkinoille jalkautuminen on huomattavasti nopeampaa silloin voidaan heti hyödyntää paikallisosaamista ja valmiita asiakkuuksia. Myös kapasiteetin laajennus, teknologian tai jakelukanavan osto ovat saavutettavissa yritysoston avulla nopeasti. (Beamish – Boeh 2007, 50)

Orgaaninen kasvu on puolestaan merkittävästi riskittömämpää kuin kasvu yritysostojen avulla. Tätä mieltä ovat myös Leppiniemi ja Puttonen (2002), joiden mukaan yritysostot ovat kaikkein riskisimpiä investointeja. Sen vuoksi investointipäätös tulee tehdä sen perusteella minkälaiset tuottomahdollisuudet yritysostolla on suhteessa siihen liittyviin riskeihin. Esimerkiksi kypsillä toimialoilla tai tilanteessa, jossa yritykseltä puuttuu keskeistä osaamista, yritysosto voi olla parempi vaihtoehto riskeistä huolimatta. Lisäksi tulee huomioida, että joissain tapauksissa yritysostoilla voidaan myös hallita riskiä, sillä laajentamalla varallisuusportfoliota yritysostojen avulla, voidaan hajauttaa liiketoiminta- tai maantieteellistä riskiä. (Beamish – Boeh 2007, 46; Carey – Aiello – Watkins – Eccles – Rappaport 2001, 60)

Yritysoston menestys riippuu keskeisimmin hinnasta, joka ostetusta yrityksestä on maksettu. Yritysostojen tutkimuksessa on havaittu, että mitä tutumpia ostettavan yrityksen markkinat ovat ostajalle, sitä varmemmin yritysosto on onnistunut. Kuitenkin yritykset tarvitsevat erityyppisiä kasvustrategioita erilaisiin strategisiin tavoitteisiin ja tilanteisiin. Täten yrityksen tapa kasvaa riippuu aina kokonaistilanteesta, jonka osatekijöitä ovat yrityksen oma ja -toimialan tilanne, rahoitusmarkkinat ja kasvuvaihe. Täten vertailtaessa kumpi kasvutapa on toistaan parempi, tulee huomioida, että eri tilanteisiin ja toimialoihin sopii erilainen kasvustrategia. On aloja, joilla tulorahoituksella kyetään voimakkaaseen kasvuun. Kaikilla aloilla se ei ole mahdollista ilman merkittäviä investointeja, joihin tulorahoitus ei riitä. Kasvu yritysostoilla on kuitenkin aina nopeampaa kuin or-

gaaninen kasvu. Se tukee kasvuyrityksen tavoitteita luoda arvoa ja kasvattaa liiketoimintaa voimakkaasti. (Tenhunen – Werner 2000, 12–13).

2.3 Yrityksen rahoituspäätös ja siihen vaikuttavat tekijät

Yrityksen rahoituskysymykset voidaan jakaa kahteen osaan taseen mukaisesti. Taseen vastaavaa puolen eli sijoitettujen pääomien allokointi liittyy omaisuuden tuottoon; miten saada maksimaalinen tuotto sijoitetuille varoille. Vastattavaa puolen rakentuminen liittyy rahoituksen kustannuksiin ja pääomarakenteen määrittämiseen; miten saada rahoitusta mahdollisimman edukkaasti ja miten tehdä jako oman ja vieraan pääoman välillä niin, että oman pääoman tuotto maksimoituu. Seuraavaksi käydään läpi yrityksen taseen rakentuminen eri pääomalajeista, jonka jälkeen esitellään kolme keskeistä teoriaa yrityksen rahoituspäätöksestä. (Leppiniemi – Puttonen 2002, 17)

2.3.1 Yrityksen pääoman taseäkökulma

Yrityksen pääoma koostuu omasta pääomasta, vieraasta pääomasta ja näiden yhdistelmästä, jota kutsutaan välirahoitukseksi. Pääomalajit erottaa toisistaan viimekädessä sijoituksen suhde riskiin, mikä käy ilmi sijoituksen asemasta sijoitusten välisessä maksunsaantijärjestyksessä. Maksun saantijärjestyksessä on kyse siitä, missä järjestyksessä yhtiöön tehdyille sijoituksille voidaan maksaa tuottoa, palauttaa sijoitettua pääomaa tai jakaa voittoa.

Alla käsitellään vain omaa ja vierasta pääomaa, koska välirahoitusinstrumentit eivät ole varsinaisia pääoman muotoja, vaan nimensä mukaisesti sopimusperusteisia rahoituskeinoja, jotka luetaan taseessa joko omaan tai vieraaseen pääomaan. Tutkielmassa käsitellään välirahoitusta keinona rahoittaa yritysosto. Siitä tarkemmin kappaleessa 3.2.3. (Leppiniemi 2000, 66 ja 90; Mähönen – Villa 2006, 19)

Yrityksen oma pääoma voidaan jakaa sisäiseen ja ulkoiseen omaan pääomaan. Sisäisellä omalla pääomalla tarkoitetaan liiketoiminnasta voittona saatua kassavirtaa eli jakamattomia tulorahoitusta. Ulkoisella omalla pääomalla tarkoitetaan yrityksen omistajien yritykseen sijoittamia pääomia eli osakkeita myymällä hankittua pääomaa. (Leppiniemi – Puttonen 2002, 101)

Oman pääoman ehtoïsille sijoituksille on tunnusomaista niiden takasijaisuus. Sen takia se on sijoitusmuotona riskisijoitus. Oman pääoman likvidisyys verrattuna vieraan pääomanehtoiseen rahoitukseen on huono, sillä se voidaan maksaa takaisin vasta vieraan pääoman velkojille kuuluvien pääomien jälkeen. Yhtäältä, osake antaa omistajalleen määräosaisen omistusoikeuden yrityksen varallisuuteen, sen tuottamaan voittoon ja äänivallan yhtiökokouksessa. Tämän vuoksi osakkailla on paras kannustin järjestää yhtiön toiminta tehokkaaksi. (Mähönen – Villa 2006, 47–48)

Osakeyhtiöissä omistuksen perusyksikkö on osake. Yhtiön osakepääomaan sijoitettaessa saa omistusosuuden yrityksestä. Oman pääomanehtoiselle sijoitukselle ei yleensä määrätä takaisinmaksuaikaa, ajankohtaa tai käyttötarkoitusta. Sille ei myöskään voi asettaa vakuutta tuoton maksamisesta; tuottoa voidaan maksaa vain, jos yhtiö on tuottanut voittoa. (Airaksinen – Jauhiainen 1997, 295)

Sijoitetulla omalla pääomalla tarkoitetaan yrityksen omistajien yritykseen sijoittamia varoja. Sijoitettu oma pääoma voi olla käteistä rahaa tai sijoitettua omaisuutta eli apportiomaisuutta. Yritys voi kerätä pääomaa joko yrityksen nykyisiltä tai uusilta omistajilta, kuten uusilta osakkailta, pääomasijoittajilta ja bisnesenkeleiltä. Sijoitettua omaa pääomaa käytetään erityisesti kasvuyrityksissä tai yritysoston rahoituksessa. (Mähönen – Villa 2006, 49)

Kertyneet voittovarot ovat yrityksen tekemien investointien tulorahoituksesta syntyneitä varoja, joita ei ole jaettu osakkeenomistajille osinkoina. Ne kuuluvat vapaaseen omaan pääomaan, joten niiden jakamista ei ole rajoitettu. Kertyneet voittovarot muodostavat yrityksen keskeisen rahoituksen lähteen, mutta niiden rajallisuuden vuoksi ne ovat usein yksinään riittämättömiä kasvun ja yritysostojen rahoittamiseen. (Lynch, 2000, 350–351; Mähönen – Villa 2006, 51)

Vieraan pääoman ehtoista eli velkarahoitusta on yritykselle lainatut varat, jotka perustuvat sopimukseen, ovat kiinteämääräisiä, ovat yleensä annettu määräajaksi ja joilla on takaisinmaksuvelvollisuus. Takaisinmaksuvelvollisuutta ei ole sidottu yhtiön voitollisuuteen tai maksuvalmiuteen vaan korot (korvaus pääoman käytöstä) ja pääoman takaisinmaksu on velkaehdoissa sovitulla tavalla riippumatta yhtiön menestyksestä. Vieraan pääomanehtoiselle rahoitukselle on tunnusomaista niiden etusijaisuus; ne ovat konkurssitilanteessa tai yhtiötä purettaessa maksettava ennen muiden vastuiden suorittamista. Velan tunnusmerkkejä ovat myös sen kontrollioikeuksien puuttuminen ja maksurajoitteiden puuttuminen sekä velkojien lähtökohtainen samansijainen maksuasema. (Mähönen – Villa 2006, 9-10 ja 73)

Velkojilla ei siis ole määräysvaltaa yhtiössä, eivätkä he siten lähtökohtaisesti voi vaikuttaa yhtiön liiketoimintaan. Velkojen suojaamiseksi on kuitenkin mahdollista sopia tietyistä ehdoista sijoitettaessa vierasta pääomaa. Tähän voidaan käyttää esimerkiksi vakuuksia tai sopimusehtoja eli kovenantteja. Laiton varojen jako ilman velkojen suostumusta on kielletty. (OYL 12:5, 15:1 ja 3 sekä 12:6)

Vieras pääoma jaetaan taseessa lyhyt- ja pitkäaikaiseen vieraaseen pääomaan. Pitkäaikaiseen vieraaseen pääomaan kuuluu yleensä joukkovelkakirjalainat, lainat rahoituslaitoksilta, vaihtovelkakirjalainat, saadut ennakot ja eläkelainat. Lyhyeen vieraaseen pääomaan kuuluu, ostovelat, rahoitusvekselit ja siirtovelat. Selvää jakoa lyhyeen ja vieraaseen pääomaan ei voi tehdä, sillä velan tyypillä ei ole suoraa merkitystä jakoon, vaan jako määräytyy velan erääntymisen perusteella; yli vuoden päästä erääntyvä velka on pitkäaikaista ja alle vuoden lyhytaikaista. (Mähönen – Villa 2006, 73–75)

2.3.2 *Pecking Order -teoria*

S. C. Myers esitti vuonna 1984 Pecking Order -teorian, jonka mukaan kohdeyritykset suosivat säännönmukaisesti yhtiön sisäistä rahoitusta ja käyttävät oman pääoman ehtoista rahoitusta ainoastaan jos ei ole muuta mahdollisuutta. Teorian mukaan oman ja vieraan pääoman suhteen määrää osingonjakopolitiikka ja sisäisen tulorahoituksen riittävyys. Myersin mukaan:

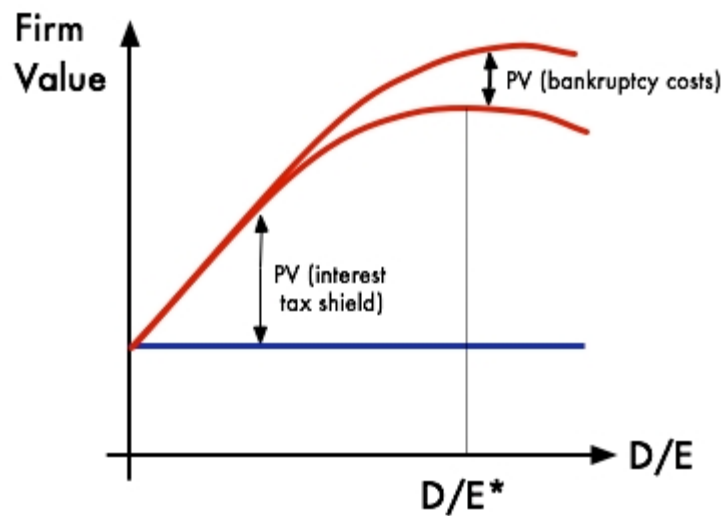
- Yritykset pitävät ensisijaisena rahoituksen lähteenä sisäistä tulorahoitusta ja osakkeenomistajille jakamatta jääviä voittoja
- Yritykset mukauttavat tarvittaessa investointinsa kulloiseenkin osingonjakoon välttääkseen muutoksia osingonjakopolitiikassaan.
- Jäykkä osingonjakopolitiikka yhdistettynä ennakoimattomiin vaihteluihin kannattavuudessa ja investoinneissa pitkällä aikavälillä aiheuttaa sen, että tulovirta joskus kattaa kaikki pääoman kustannukset ja joskus ei. Jos se kattaa, yritys maksaa pois velkansa tai sijoittaa likvideihin arvopapereihin. Jos ei, käytetään kassavaroja tai myydään arvopapereita ennemmin kuin vähennetään maksettavaa osinkoa.
- Mikäli yritys tarvitsee ulkopuolista rahoitusta, laskee se liikkeelle rahoituskustannukseltaan edullisimpia arvopapereita. Listaamattomien yritysten kohdalla tämä tarkoittaa seniorilainan, eli maksunsaantijärjestyksessä ensimmäisenä olevaa pääomaa, hankintaa pankista.

Teorian mukaan rationaalisesti toimiva johto aloittaa rahoitustarpeen täyttämisen vie-raan pääomanehtoisella rahoituksella, jonka jälkeen turvaututaan välirahoitukseen (Mezzanine). Vasta viimeiseksi haetaan oman pääoman ehtoista rahoitusta. Yrityksille ei ole määritelty kiinteää velan ja oman pääoman suhdetta, vaan osingonjakopolitiikka määrää käytännössä ensisijaisesti myös velanottoa. Täten yrityksen velkaantumisaste heijastaa sen ulkopuolisen rahoituksen tarvetta. Tämä on yhtenäinen seikka sen kanssa, että voitolliset yritykset ovat yleensä vähemmän velkaantuneita; ne eivät yksinkertaisesti tarvitse ulkopuolista rahoitusta. Pecking Order -teoria ei huomioi velan korkojen vähennyskelpoisuuden vaikutusta rahoitusrakennepäätöksiin, vaan velkaantumisaste kasvaa sitä mukaan kun sisäinen tulovirta vähennettynä jaettavilla osingoilla ei riitä kattamaan yrityksen päättämiä investointeja. (Myers – Majluf 1984, 188)

Myers ja Majluf (1984) jatkoivat Pecking Order -teorian soveltamista käytäntöön esittä-mällä, että informaationsymmetrian vuoksi markkinat eivät kykene arvioimaan kohde-yhtiön projektien arvoa, jolloin sen liikkeelle laskemat osakkeet ovat systemaattisesti aliarvostettuja. Tällöin oman pääoman ehtoisen rahoituksen kustannukset nousevat ja osa projektien nykyarvosta kohdentuisi alihintaisen osakeannin kautta sijoittajille. (Myers – Majluf 1984, 187–189)

2.3.3 Trade Off -teoria

Rajanin ja Zingalesin vuonna 1995 esittämä Trade Off -teoria tarjoaa Pecking Order -teorialle vaihtoehtoisen tavan selittää yritysten rahoituspäätöstä. Sen mukaan yritys te-kee päätöksen siitä, miten paljon velkaa ja miten paljon omaa pääomaa kannattaa käyt-tää optimoidakseen tuottojen ja kulujen suhteen.



Kuvio 2: Trade Off -teoria (Rajan – Zingales 1995)

Yllä olevassa kuviossa kuvataan Trade Off -teorian mukaista velkaantumisen vaikutusta yrityksen arvoon. Tilanteessa, jossa yrityksellä ei ole lainkaan velkaa yrityksen arvoa kuvaa sininen viiva. Kasvatettaessa velan määrää yrityksen arvo kasvaa, sillä lisääntyneestä pääomasta saatava verohyöty parantaa tuottoa omalle pääomalle. Kun velkaisuus nousee liian korkeaksi yrityksen arvo alkaa laskea, sillä konkurssikustannukset nostavat pääoman kustannusta yrityksen kokonaisarvoa heikentäväksi. Täten Trade Off -teorian mukaan yrityksen velkaantumisaste tulee asettumaan tasolle, jossa velkaantumisesta koituvat hyödyt ja haitat ovat tasapainossa.

Trade Off -teorian mukaan velkaantumisaste riippuu neljästä seikasta:

1. Suuret yritykset ovat velkaantuneempia kuin pienet
2. Vakuuskelpoinen omaisuus lisää mahdollisuuksia nostaa velkaantuneisuutta
3. Kannattavuuskehitys korreloi käänteisesti velkaantumisen kanssa
4. Markkinahinnan ja kirja-arvon suhde korreloi positiivisesti velkaantumisasteeseen

Agenttikustannukset nostavat kaikkien sopimusten hintaa. Sen vuoksi sisäisen rahoituksen käyttö on etusijalla ulkoiseen nähden. Agenttikustannusten suuruuteen vaikuttaa rahoittajan mahdollisuus kontrolloida ja arvioida yrityksen suoriutumista. Johdon toimien kontrollointi toisaalta heikentää joustavuutta ja rajoittaa parhaiden käytäntöjen toteuttamista, joka toisaalta heikentää suoriutumista. Epävarma tilanne tai johdon mahdol-

lisuus vaikuttaa etuihinsa sijoittajien kustannuksella luonnollisesti lisäävät agenttikustannuksia. (Rajan – Zingales 1995, 1440)

Huomioitavaa on, että listaamattomien yritysten kohdalla korostuu henkilökohtaiset suhteet rahoittajiin, sillä toisin kuin listatuilla yrityksillä, listaamattomien jatkuva ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus on huomattavasti vähäisempää. Sen vuoksi rahoituksen saanti voi olla jopa edullisempää, koska agenttikustannusten osuus rahoituksen kustannuksesta on minimaalinen tilanteessa, jossa luottamuksellinen pankkisuhde on kestänyt pitkään ja osapuolet tuntevat toisensa hyvin.. (Lauriala 2008, 92–95)

2.3.4 *Market Timing -teoria*

Market Timing -teoria on Bakerin ja Wurglerin vuonna 2002 julkaisema kahdelle yllä esitetylle teorialle vaihtoehtoinen esitys siitä miten yritys tekee rahoituspäätöksen oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen välillä. Market Timing -teorian mukaan yritys tekee rahoituspäätöksen velan ja omanpääoman suhteen sen mukaan kumpi pääomalaji on hetkellä, jolloin rahoitusta tarvitaan, enemmän väärin hinnoiteltu eli alihintainen.

Market Timing -teorian mukaan yritykselle ei ole väliä rahoittaako se investointejaan omalla vai vieraalla pääomalla – tärkeää on se kumpaa on markkinoilta saatavissa edullisempaan hintaan. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että silloin kun yrityksen osake hinnoitellaan korkeaksi suhteessa sen kirja-arvoon, yritykset järjestävät osakeanteja. Tilanteessa, jossa osakkeiden arvostustaso on alhainen yritykset ostavat omia osakkeitaan takaisin. Sama pätee yrityksen velanottoon: silloin kuin velkamarkkinat ovat suotuiset yritykset velkaantuvat. Tilanteessa, jossa velkaraha on kallista, yritykset välttävät sen hankintaa.

Baker ja Wurgler tukevat teoriaansa empiirisillä tutkimuksilla siitä, miten paljon rahoitustapaan on vaikuttanut osake- ja velkamarkkinoiden hyvät ajat. Tutkimus tukee sitä, että osakkeiden kehittymiselle suotuisina aikoina velkaisuus vähenee ja velkamarkkinoiden ollessa suotuisat velkaisuus kasvaa. Täten Baker ja Wurgler eivät näe yritykselle optimaalista pääomarakennetta, vaan esittävät, että yrityksen pääomarakenne muodostuu ajan kuluessa sen mukaan, miten yritys on onnistunut ajoittamaan rahoituksen hankinnan markkinoilla. Heidän tulostensa mukaan yritysten velkaisuus riippuu siis pitkälti yritysten markkina-arvojen muutoksista.

Bakerin ja Wurgler käsittelevät tutkimuksessaan ainoastaan listattuja yrityksiä, mutta sen tulokset ovat käyttökelpoisia myös listaamattomien yritysten rahoituspäätöksen tueksi: Vaikka listaamattomien yritysten osakkeita ei noteerata pörssissä, on niilläkin markkina-arvo, jonka suhde yrityksen kirja-arvoon muuttuu markkinatilanteen mukaan. Samoin lainamarkkinoiden kehitys vaikuttaa velkarahan kustannuksiin myös listaamattomissa yrityksissä. Eron listattujen ja listaamattomien yritysten välille tekee kuitenkin se, että listaamattomia yrityksiä ei noteerata päivittäin, joten muutokset ovat hitaampia. Toisaalta listaamattomat yritykset ovat kokoluokaltaan yleensä pienempiä, joten niiden rahoitukseen vaikuttaa enemmän niiden operatiiviset seikat, kuten yrityksen aikaisempi suoriutuminen ja liiketoiminnan kannattavuus, kuin osakemarkkinoiden suotuisuus.

2.4 Listaamattoman kasvuyrityksen erityispiirteet rahoituksessa

Kasvuyrityksen tavoitteet hallittu voimakas kasvu ja arvonluonti vaikuttavat rahoituksen tarkasteluun listaamattomassa kasvuyrityksessä. Sanalla ”voimakas” asetetaan entistä enemmän vaatimuksia rahoitukselle, sillä rahoitustarve ja kasvun voimakkuus korreloivat toistensa kanssa. Arvonluontivaatimus puolestaan edellyttää, että valitaan rahoitusratkaisut, jotka tukevat arvonluontia ja mahdollistavat sen kannattavan kasvun kautta. Lisäksi listaamattoman yrityksen erityispiirteenä on resurssien niukkuus. Sen vuoksi erityistä huomiota tulee kiinnittää rahoitukselliseen joustavuuteen. Listaamattomuus tarkoittaa, että yritys on tehnyt päätöksen olla hankkimatta omaa pääomaa listautumalla pörssiin. Syitä pysyä yksityisessä omistuksessa on monia, esimerkiksi yritys voi olla kooltaan niin pieni, ettei sillä ole mahdollisuuksia listautua. Tilanteissa, joissa vetoisilla yrityksellä on mahdollisuus valita listautuako vai ei, monet yritykset päättävät olla listautumatta. Tähän on esitetty kaksi keskeistä syytä: Omistaja-yrittäjän vapauden menetyt yrityksen päätöksenteossa (mahdolliset mielipide erot sijoittaja-omistajien kanssa). Toiseksi, listatuissa yrityksissä corporate governance -säädökset ovat standardoituja ja sitovia, joten ne rajoittavat yrityksen toimintaa ja lisäävät byrokratiaa. (Bood – Kopalan – Thakor 2006, 825)

2.4.1 Arvonluonti, hallittu kasvu ja rahoituksellinen joustavuus

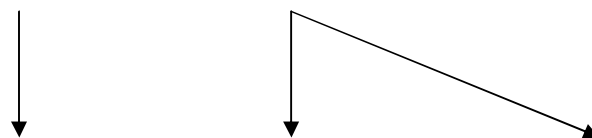
Seuraavaksi käsitellään listaamattoman kasvuyrityksen tavoitteita ja rahoitusresurssien niukkuutta, mitkä vaikuttavat listaamattoman kasvuyrityksen rahoituspäätökseen: Arvonluonti kasvuyrityksen tavoitteena ohjaa koko yrityksen toimintaa. Huomioitavaa on, että arvonluonti kasvattamalla liiketoimintaa yritysostoin vaatii listaamattomissa yrityk-

sissä lähes poikkeuksetta ulkoista rahoitusta, sillä sisäinen rahoitus ei riitä rahoittamaan tehtäviä yritysostoinvestointeja. Rahoituskapasiteettia halutaan kasvattaa, sillä suuri määrä pääomaa tuottaa enemmän kassavirtaa kuin pieni. Lisäksi velan määrää lisättäessä saadaan parannettua oman pääoman tuottoa vipuvaikutuksen avulla. Toisaalta pitää muistaa, että velan määrää lisättäessä myös riskit lisääntyvät. (Leppiniemi, 2000, 142–144)

Hallitulla kasvulla tarkoitetaan liikevaihdon kasvua, joka on suhteessa yrityksen kestävään rahoitusrakenteeseen ja kannattavuuteen. Jos yritys ei kykene kasvamaan hallitusti, sen riskit kasvavat merkittävästi. Esimerkiksi konkurssin yleisin syy on hallitsematon ja liian nopea kasvu. Tämä yhdistettynä voimakkaaseen velkaantumiseen saattaa aiheuttaa kohtalokkaan vakavaraisuuden heikkenemisen. Yritysostoissa on vaarana, että molemmat vaihtoehdot toteutuvat. Tämä johtuu erityisesti siitä, että yritysostot vaativat yleensä huomattavia pääomia, jolloin ostavan yrityksen sisäiset rahoituslähteet ovat riittämättömiä, ja toisaalta, yritysoston vasta tulevaisuudessa realisoituviin tuottoihin sisältyy riski. (Niskanen – Niskanen, 2007, 328)

Van Home on teoksessaan *Financial Management and Policy* (1998) muodostanut hallitun kasvun mallin, joka on käyttökelpoinen välinen määrittäessä yrityksen rahoitustarvetta eri skenaarioissa. Mallissa esitetään, millä tasolla tiettyjen tunnuslukujen tulee olla eri kasvutavoitteilla. Toisin sanoen mallista näkee mitkä seikat vaikuttavat kasvun hallintaan, ja mikä merkitys rahoituksella on kasvun hallinnassa. Seuraavasta, yrityksen hallitun kasvun kaavasta huomataan, että yritysostoilla kasvavissa yrityksissä kasvun hallitseminen vaatii rahoituksen sovittamista yrityksen muihin tavoitteisiin. Muussa tapauksessa yritys ei kykene rahoittamaan toimintaansa riittävästi tavoitteisiinsa nähden:

Rahan käyttö = Rahan lähteet



Sitoutuvan pääoman kasvu = Pidätettyjen voittovarojen kasvu + Vieraan pääoman kasvu

$$\Delta S \left(\frac{A}{S} \right) = b \left(\frac{NP}{S} \right) (S_0 + \Delta S) + \left[b \left(\frac{NP}{S} \right) (S_0 + \Delta S) \right] (D/E)$$

ΔS = myynnin muutos

S_0 = päätyneen tilikauden myynti (tunnetaan)

$\frac{A}{S}$ = sitoutuneen pääoman suhde myyntiin

$\frac{NP}{S}$ = voittoprosentti

$\frac{D}{E}$ = velkaantumisaste

$1 - b$ = voitosta jaettavien osinkojen osuus

Malli on hyvä työkalu kasvun hallinnan mallintamiseen, sillä sen avulla yritys voi nähdä kasvutavoitteidensa realistisuuden ja sen, ovatko eri yrityksen tavoitteet mahdollisia suhteessa toisiinsa (esimerkiksi onko tietty kasvu mahdollista tietyllä nettotulostasolla ja velkaantumisasteella). Mallista voidaan ratkaista mikä tahansa muuttujan kun muut tekijät ovat tiedossa. Täten eri vaihtoehtoja mallintamalla voidaan ratkaista, mistä muuttujista yritys haluaa joustaa ja miten paljon. Alla olevassa kaaviossa havainnollistetaan rahoitustarvetta eri skenaarioissa:

SGR	NP/S	A/S	D/E	b
2,0 %	0,90 %	2,570	-0,580	0,163
5,0 %	2,30 %	1,060	0,020	0,397
9,2 %	4,00 %	0,600	0,800	0,700
15,0 %	6,20 %	0,386	1,795	1,087
30,0 %	11,00 %	0,218	3,945	1,923

Taulukko: Hallitun kasvun mallin hyväksikäyttö

Kuviossa muuttuvina tekijöinä ovat myynnin kasvu (SGR), nettotulos (NP/S), sitoutuvan pääoman suhde myyntiin (A/S), velkaantumisaste (D/E) sekä jaetun osingon suhde tilikauden tulokseen (b). Kuvioista nähdään, että esimerkiksi kasvuyrityksen tilanteessa, jonka kasvutavoitteeksi on määritelty 30 % vuodessa ja omavaraisuusaste halutaan pitää yli 20 %:ssa (velan suhde omaan pääomaan tässä on 3,945), tavoitellulla kasvulla nettotuloksen tulee olla 11 %, pääoman kierron 4,6 (1/0,218) ja oman pääoman lisäys (osakeanti) 1,923 kertaa nettotulos, jotta kyseinen kasvu on mahdollista rahoittaa. Mitä tahansa muuttujaa vaihtamalla voidaan arvioida rahoitustarvetta. Esimerkiksi lisäämällä omaa pääomaa tai parantamalla nettotulosta, saadaan velkaisuusastetta alennettua. (Van Horne 1998, 751)

Listaamattoman kasvuyrityksen erityispiirre on jatkuva niukkuus pääomasta. Sen vuoksi sen tulee kiinnittää huomiota rahoituksellisen joustavuuden turvaamiseen. Yrityksen rahoituksellinen joustavuus tarkoittaa sitä, että yrityksessä on riittävästi omaa pääomaa suhteessa vieraaseen pääomaan ja riittävästi likviditeettiä. Rahoituksellinen joustavuus vähentää yrityksen rahoitusriskiä, mutta on myös kilpailuetu. Tällöin rahoituksen hankkiminen ei ole ongelma, vaan yrityksellä on mahdollisuus lähteä mukaan nopeaa päätöksentekoa vaativiin investointeihin tai projekteihin esimerkiksi silloin kun kilpailijoilla ei ole siihen mahdollisuutta. Rahoituksellisella joustavuudella kuvataan myös vahvaa pääomarakennetta, joka antaa suojaa kannattavuuden nopeaa heikkenemistä tai markkinatilanteen muutoksia vastaan. (Virtanen 1996, 15–16)

2.4.2 Erityispiirteiden vaikutukset kasvuyrityksen pääomarakenteeseen

Pääomarakenteella tarkoitetaan yrityksen rahoituksen muodostumista oman ja vieraan pääoman ehtoisestä rahoituksesta ja niiden suhteesta. Rahoituksen tutkimuksessa on selvitetty pääomarakenteen optimaalista painotusta monin eri teorioin. Se on painottunut selvittämään listattujen yritysten optimaalista pääomarakennetta, jolloin tavoitteena on pyrkimys pääomarakenteeseen, joka maksimoi osakkeen markkina-arvon. Pääoman optimaalista rakennetta on tarkasteltu esimerkiksi seuraamalla keskimääräisen kustannuksen käyttäytymistä, kun vieraan pääoman osuutta lisätään. Perinteisen teorian mukaan jos pääoman kokonaiskustannukset nousevat velan määrää lisättäessä, on optimaalinen taso jo ylitetty. Yhdysvaltalaiset tutkijat Franco Modigliani ja Merton Miller esittivät jo vuonna 1958 teorian, joka on ristiriidassa yllä mainitun kanssa. Heidän mukaansa pääomarakenteella ei ole vaikutusta osakkeen markkina-arvoon. Pääomarakenteella ei ole vaikutusta, koska yrityksen velkaisuutta kasvatettaessa oman pääoman tuottoasteen (ROE) kasvu kompensoituu oman pääoman sijoittajien korkeampaan tuottovaatimukseen yrityksen riskin kasvaessa. Teoria perustui oletukseen täydellisistä ja kitkatomista pääomamarkkinoista. Empiiristen tutkimusten mukaan pääomarakenne kuitenkin vaikuttaa yrityksen markkina arvoon esimerkiksi verohyötyjen, agenttikustannusten ja konkurssikustannusten takia. (Brealey – Myers 2003, 465–468)

Listaamattomien yritysten tutkimuksessa on esitetty, että yrityksen tavoitteelliselle pääomarakenteelle ei ole olemassa yleispätevää kaavaa, vaan se tulee räätälöidä tapauskohtaisesti yrityksen kokoon, taserakenteeseen, kannattavuuteen ja sen toimialaan sopivaksi. Lisäksi suhdannevaihteluiden merkityksen huomioiminen on tärkeää. Myös yrityksen kasvuvaihe, tulevat investoinnit ja yrityksen muut tavoitteet tulee huomioida. Tä-

män vuoksi yrityksen tulee tapauskohtaisesti päättää mikä on sen tilanteeseen sopiva pääomarakenne. Lisäksi on muistettava, että tässä tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan rahoitusta liiketoiminnan hallitun kasvun ja omistaja-arvon luomisen mahdollistajana. Omistaja-arvon maksimoinnin lisäksi kasvua tavoittelevissa yrityksissä lähtökoh- tana voitaneen täten pitää pääomarakenteen suunnittelua niin, että mahdollistetaan yri- tykselle sellainen rahoituksellinen joustavuus, joilla kyetään turvaamaan yrityksen reaa- liprosessin häiriötön toiminta. (Brealey – Myers 2003, 465; Virtanen 1996, 15)

3 VIITEKEHYS YRITYSOSTON RAHOITUKSEEN LISTAAMATTOMASSA KASVUYRITYKSESSÄ

Luvussa kaksi käsittelimme yritysostoilla kasvavan listaamattoman kasvuyrityksen tavoitteiden ja rahoitusresurssien niukkuuden vaikutusta rahoitukseen. Tässä kappaleessa muodostetaan aikaisempaan kirjallisuuteen, tutkimukseen ja Suomen lainsäädäntöön pohjautuva viitekehys yritysostojen rahoitukseen listaamattomille kasvuyrityksille. Viitekehys huomioi myös kasvuyrityksen tavoitteet ja rahoitusresurssien niukkuuden. Niiden pohjalta muodostuu tarve huomioida tavoitteellisen pääomarakenteen merkitys, joka muodostaa perustan käytettäville rahoituskeinoille.

3.1 Yritystoston rahoituksen lähteet ja rahoittajat

Yritys voi rahoittaa kasvuaan omilla varoillaan tai käyttämällä rahoittajia. Kuten aikaisemmin on käynyt ilmi, yritysostot ovat yleensä niin merkittäviä investointeja listaamattomille yrityksille, että niiden sisäiset rahoituslähteet eivät ole riittäviä. Yrityksen rahoituslähteet jaetaan tulorahoitukseen ja yritykseen tehtäviin sijoituksiin. Sisäisiin rahoituslähteisiin kuuluvat ostavan tai ostettavan yrityksen omat varat. Ulkoisia rahoituslähteitä eli pääoman sijoituksia on sekä oman että vieraan pääoman ehtoiset sijoitukset. Tällöin kyseessä ovat rahoittajat. Rahoittajia voivat olla yrityksen avainhenkilöt, pääomasijoittajat, bisnesenkelit, pankit, eläkeyhtiöt ja erityisluottolaitokset. Ne ovat jaoteltu alla niiden tarjoamien keinojen mukaan. (Mähönen – Villa 2006, 45)

3.1.1 Ostavan ja ostettavan yrityksen omat varat

Ostajan tai ostettavan yrityksen omilla varoilla tarkoitetaan osapuolten liiketoiminnasta kertyneitä voittovaroja, joita ei ole jaettu osakkeenomistajille. Ne ovat yrityksen sisäisiä rahoituslähteitä, ja kuuluvat taseessa yrityksen vapaaseen omaan pääomaan. Sisäiset rahoituslähteet muodostavat yrityksen tärkeimmän ja yleisimmän rahoituksen lähteen. Omia varoja voidaan käyttää myös niin kutsuttuna Vendor Note:na tekemällä järjestely niin, että myyjä lainoittaa tai sijoittaa ostavaan yritykseen osan kauppahintana saamistaan varoista (kts. kohta 3.2.4). (Lynch 2000, 350)

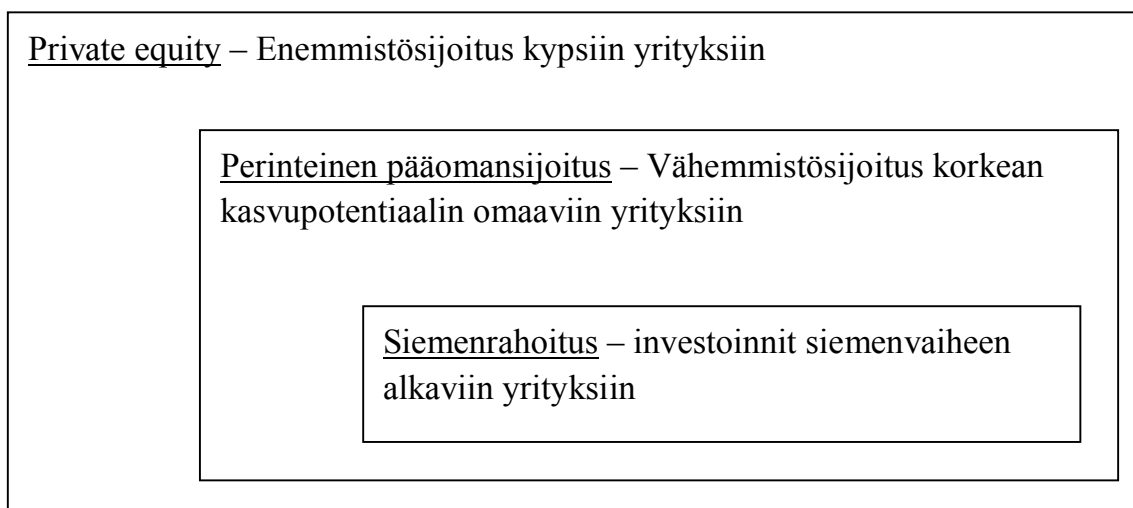
Sisäisten rahoituslähteiden käyttö yritysostoissa on turvallista yritykselle. Sen etuna on myös, että ne saadaan tarvittaessa käyttöön ilman pitkiä ja kalliita rahoitus- tai muita neuvotteluja ulkopuolisten kanssa. Ne eivät myöskään sido yrityksen toimintaa, eikä

niiden käytöstä synny eturistiriitoja velkojiin, mikäli yrityksen kassavarat ovat riittävät. Yrityksellä on tällöin myös paremmat mahdollisuudet riskinottoon. Tämä on kilpailuetu esimerkiksi silloin kun yritys tuntee toimialansa erittäin hyvin, ja pystyy tekemään investointipäätöksen nopeasti ilman riippuvuutta ulkopuolisista tahoista. (Lynch 2000, 350–351)

3.1.2 Yrityksen omistajat, pääomasijoittajat ja bisnesenkelit

Yrityksen avainhenkilöt voivat osallistua yritysoston rahoitukseen siinä missä kuka tahansa oman- tai vieraan pääomanehtoinen sijoittaja. Vaikka he eivät yleensä ole merkittäviä rahoittajia kokonaisuuden kannalta, heidän pääomapanoksensa on tärkeä, sillä se saattaa motivoida heitä ansaitsemaan panoksensa takaisin ja sitouttaa heidät yrityksen toiminnan kehittämiseen. Lisäksi avainhenkilöillä on usein vahva oman alansa liiketoiminta ja toimialatuntemus, joka on välttämätöntä yrityksen menestyksen kannalta.

Pääomasijoittaminen on riskisijoitustoimintaa, joissa rahoitetaan oman pääoman ehtoisella pääomalla tai välirahoituksella julkisesti noteeraamattomia yrityksiä. Pääomasijoittajat jaetaan kolmeen tyyppiin sen mukaan minkälaisiin yrityksiin ne sijoittavat:



Kuvio 3: Pääomasijoittamisen muodot (Suomen Pääomasijoitus yhdistys ry 2009)

Perinteinen pääomasijoittaminen on vähemmistöosuuksien hankkimista korkean kasvupotentiaalin omaaviin yrityksiin. Tällöin tuottoa haetaan potentiaalisen yrityksen toiminnan voimakkaasta kasvattamisesta ja irtautumisesta eli exitistä. Sijoituskohteiden kokoluokka liikevaihdolla mitattuna on yleensä joitain miljoonia euroja. Siemenrahoitus

eli Venture Capital -sijoittaminen on sijoittamista alkaviin tai vasta perustettuihin yrityksiin. Private Equity -sijoittaminen on yleensä enemmistö-sijoitusten tekemistä kasvuvaiheeltaan kypsiin yrityksiin, joiden kokoluokka liikevaihdolla mitattuna on kymmeniä miljoonia tai enemmän. (Suomen pääomasijoitus yhdistys ry 2009)

Tämän tutkielman kannalta mielenkiintoisimmat pääomasijoittamisen muodot ovat perinteinen sekä Private Equity -sijoittaminen. Siemenrahoittajia ei käsitellä tässä tutkielmassa, sillä niiden sijoituskohteet ovat yleensä aloittavia yrityksiä, jotka eivät kasva yritysostoin.

Saadakseen pääomasijoittajan rahoittamaan yritystä, sen tulee edustaa toimialansa parhaimmista ja sillä tulee olla kilpailijoitaan suurempi kasvupotentiaali. Pääomasijoittaja on väliaikainen omistaja. Se pyrkii irtautumaan yrityksestä suunnitelman mukaan muutamien kuukausien kuluessa, mutta aika voi olla pidempikin toimialasta ja tilanteesta riippuen. Pääomasijoittajia toimii Suomessa noin viisikymmentä. Pääomasijoitusyhtiöt voidaan jakaa julkisrahoitteisiin-, yksityisiin-, alueellisiin-, pankkisidonnaisiin- ja suuryrityssidonnaisiin pääomasijoittajiin. (Suomen pankkiyhdistys 2009; Suomen pääomasijoitus yhdistys ry 2009)

Yritysostotilanteissa pääomasijoittajan panos on yleensä merkittävä onnistuneen lopputuloksen kannalta, koska pääomasijoittaja pyrkii rahoituksen lisäksi kasvattamaan yrityksen arvoa sitoutumalla sen kehittämiseen. Pääomasijoittaja haluaa yleensä vähemmistöosuuden yrityksestä ja hallituspaikan kyetäkseen vaikuttamaan yrityksessä. Se auttaa myös strategian kehittämisessä, operatiivisessa johtamisessa ja rahoituksen järjestämisessä sekä tarjoaa kontaktiverkostonsa yrityksen käytettäväksi. (Suomen pääomasijoitus yhdistys ry 2009)

Bisnesenkelit ovat heitä edustavan yhdistyksen mukaan ”yksityisiä pääomasijoittajia, jotka sijoittavat pääasiassa oman pääoman ehtoisesti kasvuyrityksiin.” Bisnesenkelin tunnuspiirre on myös, että hänellä on itsellä yleensä yrittäjätausta ja vahva liiketoimintaosaaminen. Bisnesenkeli eroaa pääomasijoittajista myös siten, että bisnesenkeli sijoittaa omia varojaan, kun taas pääomasijoittaja saa rahoituksensa pääomasijoitusrahastoista. Bisnesenkelin yksittäinen sijoittaa myös pienempiin yrityksiin. Sen keskimääräinen sijoitus on 10 000 € - 150 000 €. (Suomen Bisnesenkelit ry 2009)

3.1.3 Liikepankit

Suomalaiset liikepankit tarjoavat yrityksille vieraan pääoman ehtoista pankkilainaa. Pankkilainat ovat Suomen rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyyden vuoksi edelleen merkittävin ulkoinen rahoitusvaihtoehto listaamattomille yrityksille. Suomen pankin (2009) tilastojen mukaan 92 % yritysten ulkoisten rahoituslähteiden nettomuutoksesta tapahtuu pankkilainojen kautta.

Pankkilainarahoituksen edellytys on usein riittävien vakuuksien olemassaolo. Vakuus voi olla sidottu yrityksen kiinteään omaisuuteen tai yrityksen liiketoimintaan. Kovenanit eli sopimusvakuudet ovat erityisiä vakuuksia, joita käsitellään kappaleessa 3.2.7. Täysin vakuudettomia lainoja on vain 6,5 % pankkilainakannasta. (Niskanen – Niskanen 2007, 336; Suomen Pankki 2009)

Pankkilainojen käyttö yritysostotilanteissa on perinteinen tapa rahoittaa yritysosto. Se soveltuu erinomaisesti yritysostojen lyhyen- ja pitkän aikavälin rahoitukseen ja yrityksen perustoiminnan osarahoitukseen. Pankkilainat ovat edullisia ja vaivattomia hankkia, erityisesti pankkien kanssa pitkiä yhteistyösuhteita omaaville yrityksille. Pankkirahoituksen ongelmaksi muodostuu yleensä vakuuksien riittämättömyys. Se myös sitoo yritystä rahoituslaitoksen intresseihin, mikäli pankki on yrityksen pääasiallinen rahoittaja ja sen neuvotteluvoima on suuri. Lisäksi liian voimakas velkaantuminen lisää yrityksen riskejä huomattavasti. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009; Tenhunen – Werner 2000, 91)

3.1.4 Välirahoituksen tarjoajat

Välirahoitus on tärkeä osa yritysostoilla kasvavien yritysten rahoitusta. Välirahoituksen merkitys on kasvanut viime aikoina merkittävästi, sillä lainarahoituksen kustannus on noussut. Kustannukseltaan oman ja vieraan pääoman rahoituksen väliin sijoittuvaa tarjoavat siihen erikoistuneet tahot. Niiden asetettu tuottotavoite on noin 10 % -yksikköä euriborin päälle. Välirahoitukseen erikoistuneita tahoja ovat Suomessa pääasiassa eläkeyhtiöt sekä nk. Mezzanine-rahastot. Välirahoittajien kilpailijoita ovat liikepankit tai muut sijoittajat, jotka tarjoavat rahoitusta vastaavalla tuottovaatimuksella. Esimerkiksi pääomalainaa tai muuta subordinoitua lainaa voi saada liikepankeista samaan tai edullisempaan hintaan. (Koski – Sillanpää, 7:3a; Lauriala 2008, 284)

3.1.5 Erityisluottolaitokset

Erityisluottolaitokset ovat Suomen valtion omistamia rahoittajia, joiden tehtävänä on rahoittaa hankkeita, joissa yksityinen rahoittaja ei halua kantaa koko riskiä. Täten ne täydentävät rahoitusmarkkinoita ja monipuolistavat yritysten rahoitusmahdollisuuksia. Erityisluottolaitokset tarjoavat pääasiassa vieraan pääoman ehtoista rahoitusta, mutta harjoittavat myös pääomasijoitustoimintaa. Keskeisimmät erityisluottolaitokset Suomessa ovat Finnvera tytäryhtiöineen, Sitra ja Tekes. (Niskanen – Niskanen 2007, 338)

Finnvera Oyj tarjoaa yrityksille takauksia, lainoja sekä harjoittaa pääomasijoittamista ja viennin rahoitusta. Teknologian ja innovaatioiden kehittämiskeskus, Tekes on yritysten lisäksi myös julkishallinnon, kuten yliopistojen suurten tutkimus- ja tuotekehitysprojektien rahoittaja. Lisäksi Tekes tarjoaa asiantuntijapalveluita erityisesti teknologin alalle. Suomen itsenäisyyden juhlarahaston, Sitran, keskeinen tehtävä on edistää suomalaisen teollisuuden kilpailukyvyn kehittämistä. (Finnvera 2009; Sitra 2009; Tekes 2009)

Erityisluottolaitokset ovat varteenotettava täydennysrahoittaja strategisissa yritysostoissa. Ne toimivat kuitenkin ainoastaan osarahoittajina, joten yritysoston ensisijainen rahoitus tulee tulla yksityisiltä markkinoilta. Sitra ja Tekes ovat keskittyneet tiettyihin toimialoihin, mutta Finnveran tarjoamat mahdollisuudet ovat toimialasta riippumattomia (pois lukien maa- ja metsätalous sekä perustajaurakointi). Esimerkiksi Finnveran tarjoaman pääomalainan käyttö osana yritysoston rahoitusta laajentaa rahoituskapasiteettia, sillä se voidaan myöntää ilman vakuuksia ja rinnastaa omaksi pääomaksi. Finnvera tarjoaa myös takauksia yrityksen vieraan pääoman ehtoisiin lainoihin. Tämä tuo joustavuutta pääomarakenteeseen ja vähentää kovenanttien käytön tarvetta. Erityisluottolaitosten luotto- tai takauspäätös perustuu aina yritystutkimukseen. Tämän takia hyväksytty luottopäätös antaa positiivisen signaalin yrityksestä myös muille rahoittajille. (Finnvera 2009)

3.2 Yritysoston rahoituskeinot

Seuraavaksi käsitellään yritysoston rahoituksen keinoja. Ne ovat jaoteltu niin, että ensin luetellaan yrityksen sisäiset ja lähipiirin rahoitusmahdollisuudet, jonka jälkeen luetellaan keinoja, joita käytetään riippuen ostotilanteesta ja tavoitellusta lopputulevasta. Näihin keinoihin voi liittyä myös ulkopuolisen rahoittajan (pääomasijoittaja, bisnesenkeli, liikepankki tai erityisluottolaitos) mukanaolo.

Yrityksen sisäiset ja lähipiirin rahoituskeinot ovat tärkeitä voimakkaasti kasvavissa yrityksissä. Myös avoin keskustelu ostettavan yrityksen kanssa on tärkeää, sillä sisäisillä rahoituskeinoilla saadaan kasvatettua rahoituskapasiteettia merkittävästi tilanteissa, joissa ulkoisen rahoituksen saanti on hankalaa. Sisäisiin ja lähipiirin rahoitusmahdollisuuksiin lukeutuu tärkeänä osana ostettavan yrityksen rahoitusmahdollisuudet: se, miten paljon ostettavasta yrityksestä voidaan irrottaa rahaa ostohinnan maksuun esimerkiksi liiketoimintaan kuulumattomien varallisuuserien myynnillä. (Tenhunen – Werner 2000, 93–95)

3.2.1 Omaan pääomaan tehtävät lisäsijoitukset

Perustajien tai johdon lisäsijoitukset ovat peruslähtökohta, kun yritys alkaa investoimaan kasvuun. Menetelmä on yksinkertainen, mutta usein yksistään riittämätön keino varsinkin suurissa yritysostoissa. Tämä onkin usein peruslähtökohta yritysoston toteutukselle, joka luo pohjan kokonaisrahoitukselle.

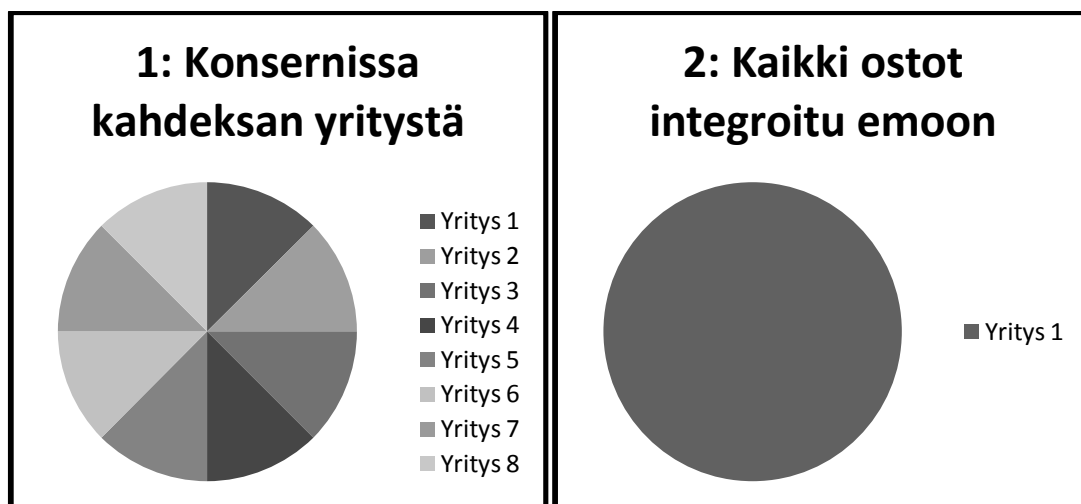
Lisäsijoitukset tarkoittavat käytännössä yleensä oman pääoman ehtoisen rahoituspohjan rakentamista yritykselle. Se voidaan toteuttaa esimerkiksi korottamalla ostavan yrityksen osakepääomaa. Pääoma maksetaan yleensä käteisellä. Tällöin yrityksen omavaraisuusaste kasvaa ja yritys saa kassavaroja, joilla se voi maksaa tarvittavan kauppahinnan. Yritysosto voidaan toteuttaa myös perustamalla kokonaan uusi yhtiö ja sijoittaa sinne tarvittava alkupääoma. Tällöin aloittavalle yhtiölle voidaan luoda rahoitusstrategia vapaasti, kun yhtiöllä ole sen ydinliiketoimintaan tarpeettomia varoja tai vastuita. Myös omistuksen- ja äänivallan jaon suunnittelu helpottuu. Kummassakin yllämainitussa tavassa saadaan käyttöön oman pääoman ehtoiset- tai välirahoitusinstrumentit. Ne ovat perusedellytys yritysoston onnistumisen ja vieraan pääoman saamisen kannalta. Korotettaessa osakepääomaa tai sijoitettaessa varoja perustettavaan yhtiön voidaan samalla laajentaa osakas pohjaa ottamalla mukaan pääomasijoittajia tai bisnesenkeleitä. Myös yrityksen avain- tai muita tärkeitä henkilöitä voidaan sitouttaa yrityksen kehittämiseen. (Tenhunen – Werner 2000, 90–91 ja 144–145)

Perustajien tai johdon lisäsijoitukset voivat olla myös vieraanpääoman ehtoista rahoitusta yritykselle. Tämä saattaa monissa tapauksissa olla omistajien kannalta verotuksellisesti edullisempaa ja joustavampaa, sillä velkana sijoitetut varat on mahdollista nostaa velan takaisinmaksuna ilman veroseuraamuksia. Tähän tarvitaan kuitenkin muiden rahoittajien suostumus. (Tenhunen – Werner 2000, 144–145)

3.2.2 Velan sijoittaminen ostetun yrityksen taseeseen

Liikepankkien myöntämä pitkäaikainen velka on mahdollista kohdistaa ostettavalle yritykselle. Tällöin voidaan käyttää sen yritysvarallisuutta ja liiketoimintaa velkojen vakuutena. Näin vapautetaan ostavan yrityksen varoja ja saadaan joustavuutta rahoitusrakenteeseen. Ostettava yritys ei saa kuitenkaan lainata varoja omien osakkeidensa ostamiseen. Velan sijoittaminen ostetun yrityksen taseeseen on yrityksen rahoituksen kannalta myös järkevää riskienhajauttamista. Tällöin emoyhtiön velkaisuus vähenee, ja emoyhtiön rahoitusriski pienenee, koska se ei joudu konkurssitilanteessa maksamaan tytäryhtiön velkoja. (Tenhunen – Werner 2000, 98–99)

Asia on hyvin mielenkiintoinen, sillä sijoitettaessa velkaa tytäryhtiöiden taseisiin yrityksen rahoitusriskiä voidaan vähentää merkittävästi, sillä tällöin pankki kantaa suuremman osan rahoitusriskistä kuin samalla omavaraisuusasteella toimiva yritys, joka ei ole kapseloinut velkoja erillisiin yrityksiin.



Kuvio 4: Rahoitusvastuiden jakaantuminen konsernissa

Jos yritys on merkittävästi velkaantunut, päärahoittaja kantaa merkittävän riskin, mikäli yritys on jakanut velkansa kahdeksaan tytäryritykseen. Oletetaan, että konsernin omavaraisuusaste on 30 %, siinä on kahdeksan samankokoista tulosityksikköä, joiden kaikkien tase on samankokoinen. Jos tässä tilanteessa kaksi tulosityksikköä ajautuu rahoitusvaikeuksiin ja lopettavaa toimintansa, yritys menettää tilanteessa yksi 7,5 % nettovarallisuudestaan ($2 \cdot 12,5 \% \cdot 0,3$). Tilanteessa kaksi, jossa riskiä ei ole hajautettu, yritys menettää 25 % nettovarallisuudestaan ($2 \cdot 12,5 \%$). Tämä johtuu siitä, että maksunsaantijärjestyksessä ensimmäisenä olevat velkojat saavat sijoittamansa määrän ensisijassa takaisin,

koska ne ovat emoyhtiön velkojia. Tilanteessa yksi sen sijaan osakeyhtiömuotoiset tu-
losyksiköt ajetaan konkurssiin, jolloin konserni menettää 30 %:n oman pääoman osuu-
den ja rahoittajat menettävät rahoittamansa 70 %:n osuuden kummassakin tytäryhtiössä.
Tällöin konsernin emoyhtiö ei ole velkasuhteessa velkoihin ja tappiot rajautuvat koko-
naisuudessa 7,5 %:iin.

3.2.3 Väli-rahoitus

Väli-rahoitus on verraten uusi rahoituksen muoto, jossa on sekä oman- että vieraan pää-
oman tunnusmerkkejä. Väli-rahoituksessa yrityksellä on mahdollisuus saada vieraan
pääoman ehtoista rahoitusta yleensä vakuudetta, joustavin ehdoin ja edullisesti tarjoa-
malla rahoittajalle mahdollisuutta vaihtaa osan pääomasta omaksi pääomaksi yrityksen
menestyessä. Tämä mahdollistaa suuriinkin hankkeisiin lähtemisen tilanteissa, joissa
vakuudet eivät ole riittäviä tai pankkirahoitusta ei muuten saada. Toinen yritykselle etu
on kassavirtavaateiden sopimismahdollisuus: ne voidaan sopia hyvin vähäisiksi tai jäl-
kipainotteiseksi. Useissa tapauksissa käytetään korkojen pääomittamista (pay-in-kind).
Rahoittajalle väli-rahoitus tarjoaa velkarahoitusta parempaa tuottoa ja toisaalta mahdolli-
suuden osallisuuteen yrityksen menestyksestä. Väli-rahoitus rakennetaan yleensä
huonommalla etuoikeudella olevana lainana eli subordinoituna lainana, johon liitetään
arvonnousuelementti eli nk. ”equity kicker”. (Lauriala 2008, 284)

Väli-rahoitusinstrumentit sijoittuvat etuoikeusjärjestyksessä (mikä kuvaa myös riskin ja
tuotto-odotuksen suhdetta) velkarahoituksen ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen
väliin. Väli-rahoitusinstrumentteja ovat etuosake, pääomalaina, optiolaina ja vaihtovel-
kakirjalain. (Koski – Sillanpää, 7:3a)

3.2.3.1 Etuosakkeet

Etuosake eli äänivallaton osake on yleensä perinteisen oman pääoman luonteinen rahoi-
tusinstrumentti. Tällöin se on yhtiön sidottua omaa pääomaa ja parantaa omavaraisuut-
ta. Etuosake voi olla myös vierasta pääomaa, sillä laajan sopimusvapauden vuoksi sen
tuottamat oikeudet voidaan määrittää varsin vapaasti. Etuosakkeen tyypillisiä ominai-
suuksia ovat rajoitettu äänioikeus ja erityinen taloudellinen etuus, joka on yleensä oike-
us suurempaan osinkoon tai osinkoetuoikeus. Etuosakkeeseen liittyviä etuja ei ole mää-
ritelty laissa vaan niistä ja etuosakkeen äänioikeudesta sovitaan yhtiöjärjestyksessä. Etu
ei kuitenkaan voi olla oikeus hankkia tai käyttää yhtiön tuotteita tai palveluja. Etuosake

voidaan määrätä joko jako-osattomaksi tai jako-osaiseksi. Tällöin sille maksettava tuotto perustuu joko ennalta määräytyksi tai yrityksen menestykseen perustuvaksi. (Airaksinen – Jauhiainen 1997, 339 ja 350–351; Leppiniemi 2000, 93)

Etuosaketta käytetään yritysostotilanteissa usein, sillä sen avulla saadaan lisättyä oman pääoman ehtoista rahoituskapasiteettia ilman, että joudutaan luovuttamaan äänivaltaa. Jako-osaisesta etuosakkeesta ei aiheudu myöskään kiinteitä kustannuksia vaan sen tuotto perustuu osinko-oikeuteen; toisin sanoen tuotto maksetaan vasta osingonmaksun yhteydessä. Tämän takia etuosakkeen käyttö ei heikennä yrityksen kassavirtaa silloin, kun tulosta ei ole vielä syntynyt. Etuosakkeen käyttö on hyödyllistä myös oman pääoman sijoittajan kannalta, sillä erityisen taloudellisen edun suuruudella ei ole asetettu rajoituksia. Yhdysvalloissa pääomasijoittajat käyttävätkin etuosaketta yleisesti lähtiessään rahoittamaan yritysostoja. Tapaa on perusteltu äänivallan säilyttämisen lisäksi keinoksi jakaa taloudellisia etuja ja riskiä. (Koski – Sillanpää, 7:3; Lauriala 2004, 119; Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry 2009).

3.2.3.2 *Pääomalainat*

Pääomalaina on välirahoitusinstrumentti, joka luetaan Suomen osakeyhtiölain mukaan yhtiön omaksi pääomaksi. Verrattuna perinteiseen omaan pääomaan, pääomalainalla on rajoitettu oikeus pääoman palautukseen ja koron maksuun. (Airaksinen – Jauhiainen 1997, 360)

Pääomalainan tunnusmerkkejä ovat osakeyhtiölain 5:1 §:n mukaan:

- Pääomalainan maksujärjestys on kaikkia muita velkoja huonompi
- Pääoma saadaan palauttaa vain mikäli sidotulle omalle pääomalle ja muille jakokelvottomille erille jää täysi kate
- Korkoa tai muuta hyvitystä saadaan maksaa vain, jos maksettava määrä voidaan käyttää voitonjakoon (voitto-osuusehto)
- Pääoma merkitään taseeseen omaan pääomaan erillisenä eränä

Sijoittajan kannalta pääomalaina on riskisijoitus, sillä se voidaan maksaa vain, jos yhtiöllä on vapaata omaa pääomaa. Lisäksi sen maksujärjestys on vasta tavallisten velkojen jälkeen. Tämän vuoksi pääomalainalle maksettu korko on tavanomaista velkaa korkeampi. Pääomalaina voidaan antaa myös vaihtovelkakirjalainana, jolloin lainanantaja saa mahdollisuuden hyötyä osakkeen arvonnoususta. Tällöin lainanantajalla syntyy mahdol-

lisuus puuttua yhtiön toimintaan ja hallintoon. Tässä tilanteessa pääomallainan korko (tuottovaatimus) on yleensä tavallisen lainan korkoa alhaisempi. (Leppiniemi 2000, 76–78)

Pääomallaina on tehokas rahoituskeino yritysostotilanteissa, sillä se parantaa yrityksen rahoitusrakennetta ja vähentää velkarahoitukseen liittyvää riskiä. Se on myös turvallinen vaihtoehto ostavalle yritykselle, sillä pääomallainalle ei tarvitse maksaa korkoa ennen kuin voitonjakokelpoisia varoja on riittävästi. Toisaalta pääomallainalle on mahdollista määrätä maksimituotto, jolloin sen aiheuttama kustannus maksimikustannus on aina tiedossa, tai sille voidaan asettaa voitto-osuusehto (esimerkiksi osuus tilikauden tuloksesta tai liikevaihdosta). Pääomallainan korkokustannus on verovähennyskelpoinen. (OYL 5:1 § 1 ja 2 mom.)

3.2.3.3 Optiolainat

Optiolainalla tarkoitetaan sellaista velkasitoumusta, jossa velkojalla on oikeus ennalta määritellyin ehdoin merkitä yhtiön osakkeita. Optiolaina koostuu velkakirjasta ja optiosta. Optio-oikeuden käyttö alentaa yrityksen rahoituskustannuksia, koska velkakirjalle maksettava korko on optio-oikeuden ansiosta huomattavasti tavanomaista lainakustannusta alhaisempi. Optio-osuudella voidaan myös kompensoida vakuuksien puutetta. (Leppiniemi 2000, 91–92)

Optiolainaa käytetään yritysostoissa osana kauppahinnan maksua tai osana ostettavaan yritykseen sijoitettavana pääomana. Sitä käytettäessä laaditaan optiosopimus, joka sisältää ehdot esimerkiksi merkintähinnasta, voimassaoloajasta ja merkintäoikeuksista. Se on kassanhallinnan kannalta suotuisa keino, sillä sen korko on optio-oikeuden takia alhainen ja se maksetaan takaisin yleensä yhtenä eränä laina-ajan päättyessä. Merkintäajasta ja maksuajankohdasta voidaan sopia vapaasti. Optiolaina on maksettava takaisin, vaikka siihen liittyvät oikeudet merkitä osakkeita käytettäisiinkin. Optiolainalla voidaan myös sitouttaa ostetun yrityksen avainhenkilöitä, sillä sen avulla voidaan luoda kannustin tuntuvasta bonuksesta, mikäli ostettu yritys menestyy ja saavuttaa tavoitteensa tulevaisuudessa. (Airaksinen – Jauhiainen 1997, 409; Leppiniemi 2000, 91–92)

3.2.3.4 *Vaihtovelkakirjalainat*

Vaihtovelkakirjalaina on velkakirjalaina, joka voidaan muuttaa velallisyhtiön osakkeiksi. Se muistuttaa läheisesti optiolainaa, joten niitä kumpaakin koskevat normit sisältyvät samoihin säännöksiin. Lainaa liikkeelle laskettaessa on määrättävä lainaehdoista, kuten lainan määrästä, laina-ajasta ja vaihtosuhteesta. Vaihdoissa osa voi olla rahaa ja osa osakkeita. Esimerkiksi 5 000 euron nimellisarvoisella lainalla voi saada 2 000 euroa rahaa ja 3000 euron arvosta yhtiön osakkeita. Vaihtosuhte ei saa alittaa osakkeiden nimellis- tai taseen vasta-arvoa. Lainalle tulee maksaa korkoa, mutta se on usein hyvin matala osakkeiden arvonnousupotentiaalini vuoksi. Vaihtovelkakirjalaina on yleensä yhdellä kerralla laina-ajan päättyessä takaisinmaksettava laina. (Koski – Sillanpää, 7:9; OYL 4:1.1 ja OYL 4:1.2)

Vaihtovelkakirjalainaa käytetään yritysostotilanteissa oman pääoman sijoittajien hankkimiseen, sillä se on rahoituskustannuksiltaan edullinen, ja sen toteuttaminen on helppoa. Se ei rasita kasvavan yrityksen kassavirtaa, sillä korkokulu on maltillinen ja lainapääoma tulee palauttaa vasta laina-ajan lopussa. Pääomaa ei sopimuksesta riippuen tarvitse välttämättä palauttaa lainkaan, jos velka nimensä mukaisesti vaihdetaan ostavan tai ostetun yhtiön osakkeisiin. Vaihtovelkakirjalaina on sijoittajalle turvallinen instrumentti, sillä sijoittajalla on oikeus olla lunastamatta yhtiön osakkeita, mikäli hän ei koe sitä kannattavaksi, vaan hänellä mahdollisuus vaatia vaihtovelkakirjan lunastamista käyvästä hinnasta. Näin käy myös, mikäli ostettu yritys sulautetaan tai jaetaan uudelleen. (Leppiniemi 2000, 91–94)

3.2.4 *Osakevaihto tai omilla osakkeilla maksaminen*

Yritysoston maksaminen omilla osakkeilla tarkoittaa kauppahinnan maksua ostavan yrityksen osakkeilla. Tällöin käteisen sijaan myyjä saa vastineeksi ostavan yrityksen osakkeita. Omilla osakkeilla maksamisessa säästetään käteisvaroja, joten se on käyttökelpoinen tapa tilanteessa, jossa yrityksen voimakas kasvu on heikentänyt sen kannattavuutta ja maksuvalmiutta. (OYL 52 f §)

Osakevaihtoa säädellään OYL:n 52 f §:ssä. Sen mukaan osakevaihdolla tarkoitetaan järjestelyä, jossa osakeyhtiö hankkii toisen yhtiön osakkeita niin paljon, että ne tuottavat yli puolet toisen yhtiön äänimäärästä. Vastikkeena annettavien osakkeiden tulle olla liikkeelle laskettavia uusia osakkeita. Vastikkeena saa antaa myös rahaa, mutta niiden osuus saa olla vain 10 prosenttia kauppahinnasta.

Osakevaihdon etu osakkeilla maksamiseen verrattuna on se, että sitä ei pidetä verotuksessa luovutuksena. Täten myyjä saa osakevaihtotilanteessa veroedun siihen asti kunnes se myy osakkeensa. Siltä osin, kuin osa kauppahinnasta maksetaan rahana, pidetään vaihtoa verotettavana osakkeiden luovutuksena. (OYL 52 f §)

3.2.5 Käyttöomaisuuden myynti

Yritystoston yhteydessä tai välittömästi sen jälkeen ostavalla yrityksellä on mahdollisuus yksinkertaistaa ostetun yrityksen rakennetta ja pienentää tasetta esimerkiksi myymällä yrityksen käyttö- tai vaihto-omaisuutta, jos ne eivät sovellu ostavan yrityksen tavoitteisiin. Nämä ”ylimääräiset” omaisuuserät voivat olla esimerkiksi tietyn maantieteellisen alueen tulosityksikkö, toisella toimialalla oleva tytäryritys tai liiketoimintaan kuulumatonta omaisuutta, kuten kiinteistöjä tai muita sijoituksia. Tämä on usein tarpeellista, sillä monissa yrityksissä on osia tai yksiköitä, joita ostava yritys ei halua pitää tai joita se ei voi hyödyntää ydinliiketoiminnassaan. Omaisuuden myynti myös vapauttaa rahoitusvaroja käytettäväksi sinne missä niitä halutaan käyttää. Tämä ostetun yrityksen varojen käyttö on merkittävä osa yritystoston rahoitussuunnittelua. (Tenhunen – Werner 2000, 88–89)

Käyttöomaisuuden myynti on pääasiassa yritykselle veronalaista tuloa. Poikkeuksena vuonna 2005 lakiin tullut muutos, joka koskee käyttöomaisuuden luovuttamisen verovapautta, mikäli luovutettava omaisuuserä täyttää tietyt kriteerit. Mähönen ja Villa ovat tiivistäneet verovapaan luovutuksen ehdot kommentaarissaan Osakeyhtiölaki II (2006) seuraavasti:

”Omaisuuden tulee olla käyttöomaisuutta. Käyttöomaisuutta ovat EVL 12 §:n mukaan elinkeinossa pysyvään käyttöön tarkoitetut hyödykkeet, kuten esimerkiksi maa-alueet, arvopaperit, rakennukset, koneet ja kalusto. Käyttöomaisuuden kriteeriksi on asetettu, että hyödykkeen tulee palvella ensisijaisesti käyttöarvolla verovelvollisen elinkeinotoimintaa. Osakkeet kuuluvat käyttöomaisuuteen esimerkiksi silloin, kun niiden omistamisen tarkoituksena on lisätä tai muuten edistää yrityksen suoritteiden menekkiä.

Tyypillisiä käyttöomaisuusosakkeita ovat esimerkiksi tytäryhtiöosakkeet ja omistusyhteisyritysten osakkeet. Käyttöomaisuutena voidaan pitää

myös niin sanottuja strategisia osakeomistuksia. Tällaisia voivat olla esimerkiksi samalla alalla tai lähialalla toimivan yhtiön osakkeet. Käyttöomaisuusosakkeille on tyypillistä, että ne on hankittu pitkäaikaiseen omistukseen ja niiden omistamisella tavoitellaan ensisijaisesti muita tarkoituksia kuin osinkotuottoja tai lyhyen aikavälin arvonnousuja.”

Verovapauden edellytyksenä on vähintään 10 %:n omistusosuus luovutettavan yhtiön osakepääomasta. Lisäksi yli 10 %:n omistuksen tulee olla kestänyt yhtäjaksoisesti yli vuoden ajan. Omistusosuus lasketaan verovelvolliskohtaisesti.

Muuhun kuin käyttöomaisuuteen kuuluvien osakkeiden luovutusvoitot ovat edelleen veronalaisia. Vastaavasti niihin liittyvät luovutustappiot ovat vähennyskelpoisia. Veronalaisia ovat siten sijoitus-, vaihto- ja rahoitusomaisuuteen kuuluvien osakkeiden luovutusvoitot. Jos yhteisön omistamat osakkeet eivät kuulu elinkeinotoiminnan tulolähteesseen, luovutukseen ei sovelleta verovapaussäännöstä. Osakeluovutusten verovapauden ulkopuolelle on EVL 6.1 §: 1 kohdassa rajattu pääomasijoitustoimintaa harjoittavat yhtiöt.

3.2.6 Vendor Note ja Earn Out

Yritystoston rahoituksessa voidaan käyttää myös ostettavan yrityksen omia varoja. Tällöin tehdään nk. Vendor Note -kauppa, jossa myyjä rahoittaa osan kaupasta. Kauppa voidaan rahoittaa myöntämällä maksuaikaa, edellyttämällä myyjän lainoittavan ostavaa yritystä tai hankkimalla omia osakkeita ennen kauppaa. Erikoistapauksessa voidaan käyttää Earn Out -keinoa, jossa lopullinen kauppahinta sidotaan tulevaisuuden suoriutumiseen.

Maksuajan myöntäminen kauppahinnalle on yksinkertainen ja hyvin yleinen tapa erityisesti tilanteissa, joissa voimakas kasvu syö kassavaroja. Osa kauppahinnasta maksetaan heti ja loput esimerkiksi tasaerin kolmen vuoden kuluessa tai bullettina tietyn ajan kuluessa.

Ostaja voi edellyttää, että myyjä rahoittaa ostavan yrityksen toimintaa tietyn ajanjakson yritystoston toteutumisen jälkeen. Rahoitus voi olla omaa pääomaa, jolloin lopputulos on sama kuin osakevaihdoilla tai maksettaessa kauppa omilla osakkeilla, sillä tällöin myyjällä säilyy oman pääoman sijoittajan riski ja mahdollisuus tuottoon riippuen ostavan yrityksen suoriutumisesta. Sijoitettaessa vierasta pääomaa, sijoitus voi olla seniori- tai

juniorilainaa, jolle maksetaan sovittu korko. Tällöin myyjällä ei ole residuaaliriskiä ja hän saa tasaisen tuoton sijoitukselleen. Myyjän myöntämä laina on yleensä vakuudeton ja sen saanti on helppoa, sillä myyjä haluaa lähtökohtaisesti toteuttaa kaupan ja toisaalta myyjä saa kaupassa varoja, joita se voi lainata tuntemansa yrityksen oston rahoittamiseen. Myyjän rahoitus on käyttökelpoinen tilanteissa, joissa velkarahan saanti on hankalaa tai kallista.

3.2.7 Kovenanttien käyttö

Kovenanttien eli sopimusvakuuksien käyttäminen on hyvin käyttökelpoinen rahoituskeino. Ne ovat velallisen toimintaa sääteleviä ja rajoittavia sopimusehtoja. Kovenantit jaetaan tavallisesti kieltäviin ja vahvistaviin kovenantteihin: Kieltävät kovenantit estävät yritystä esimerkiksi myymästä omaisuuttaan tai jakamasta varojaan. Yleisin kieltävä kovenantti Niskasen ja Niskasen (2000) mukaan on omaisuuden panttauskielto. Vahvistavat kovenantit taas määrittelevät raja-arvoja yrityksen tunnusluville. Ne voivat olla esimerkiksi tietyn omavaraisuusasteen tai kannattavuuden säilyttäminen. Mikäli tavoitteisiin ei päästä, velkoja voi vaatia reaalivakuuksia, kuten kiinteistökiinnityksen tai takauksen. Kovenanttien avulla voidaan myös hinnoitella velan kustannusta. Tällöin velasta maksettava premio muuttuu tunnusluvun ylittäessä tai alittaessa tietyn raja-arvon. Tämän vuoksi vahvistavia kovenantteja voidaan verrata liiketoiminnan käyttämistä vakuutena: kun yritys on toiminnallaan osoittanut kykenevänsä toimimaan tiettyjen ehtojen mukaan, se on neuvotteluvaltti rahoittajia kohtaan. (Kovenanttityöryhmä 1996, 47–48)

Kovenanttien käyttö sijoitettaessa velkaa ostetun yrityksen taseeseen on usein tarpeellista vieraan pääoman rahoittajien saamiseksi ja rahoituskustannusten alentamiseksi. Niillä voidaan myös korvata muita vakuuksia. Tämä parantaa yrityksen rahoitusmahdollisuuksia. Niskasen ja Niskasen (2007) mukaan selkeän strategian ja kasvu-uran omaavat yritykset ovat solmineet eniten lainasopimuksia, joihin on liitetty kovenanttiehtoja. (Niskanen – Niskanen 2007, 337–338)

3.3 Yritystoston rahoituksen mukauttaminen kasvuyrityksen erityispiirteiden kannalta

Yritystoston rahoituslähteet tulee valita ja käytettävien keinojen käyttö räätälöidä yrityksen tilanteeseen sopivaksi niin, että ne ovat sen rahoitussuunnittelun mukaisia ja että ne

tukevat yrityksen tavoitteita. Kasvuyrityksen tavoitteiden – arvonluonnin ja hallitun kasvun, on tärkeää pyrkiä turvaamaan rahoituksellinen joustavuus. Arvonluonti on kasvuyrityksen olemassaolon tarkoitus. Kuten aiemmin mainittiin, hallitsematon kasvu on yleisin syy konkurssiin. Rahoituksellisella joustavuudella taas mahdollistetaan nopea muutoksiin reagointi ja kilpailuedun säilyminen. Yritystoston rahoituksen mukauttamisessa tulee huomioida myös lyhyen aikavälin rahoitussuunnittelu. Tällöin on tärkeää sopeuttaa yritystoston rahoitus niin, että maksuvalmius taataan lyhyellä aikavälillä ja ostetun yrityksen liiketoiminta kyetään turvaamaan. (Aho, 1993, 337; Leppiniemi 2000, 142–144)

Rahoituksen mukauttaminen lähtee siitä, että arvioidaan ostetun yrityksen toiminnan vaikutus rahoitukseen yritystoston vaatimien pääomien ja sen tuottamien kassavirtojen pohjalta. Nämä ovat yleensä määriteltävissä, vaikkakin kassavirtojen arvioinnissa on olemassa epävarmuustekijöitä. Myös yrityksestä saatavat synergiaedut ovat tärkeitä rahoituksen sopeuttamistarpeeseen vaikuttavia tekijöitä, sillä niiden kustannussäästöinä saatu kassavaikutus toimii samalla tavoin kuin lisääntyneet kassavirrat. (Beamish – Boeh 2007, 49; Leppiniemi 2000 202–203)

Kun ostetun yrityksen kassavirrat ovat arvioitu, tulee selvittää onko ostetun yrityksen rakenteessa tehottomuuksia, joita muokkaamalla saadaan vapautettua varoja ydinliiketoimintaan. Tällöin tulee selvittää onko ostetun yrityksen eri yksiköt mahdollista pilkkoa tai myydä edelleen, tai onko tarpeellista realisoida käyttöomaisuutta, kuten kiinteistövarallisuutta. Näin on saatu selvitettyä yritystoston tarvittava rahoitusmäärä. Seuraavaksi tulee selvittää nykyinen rahoituspotentiaali ja tarvittavat täydennykset, jotta kyetään saavuttamaan tavoiteltu rahoitusrakenne ja muut tavoitteet sekä turvaamaan lyhyen aikavälin rahoitus. (Tenhunen – Werner 2000, 90–91 ja 144–145)

Yritystosto rahoitetaan strategian mukaisesti omalla ja vieraalla pääomalla. Oman pääoman ehtoinen rahoitus muodostaa yleensä perustan rahoitukselle. Tällöin rahoituksessa käytetään kertyneitä voittovaroja tai ulkoista omaa pääomaa eli sijoitettavaa omaa pääomaa. Mikäli ostetusta yrityksestä muodostetaan oma yksikkö, korotetaan sen osakepääomaa tai ostetaan osakkeet perustettavaan yhtiöön. Tässä oman pääomaehdoisessa rahoituksessa rahoittajina ovat yleensä ostava yritys, sen avainhenkilöt, pääomasijoittajat tai bisnesenkelit, yritystoston luonteen mukaan. Myös erityisluottolaitokset, kuten Finnvera, saattavat olla mukana. Käytettävät menetelmät riippuvat yritystoston luonteesta, tarvittavasta pääomasta, halutusta riskinotosta sekä omistuksen ja äänivallan halutusta jaosta: räätälöinti tulee tehdä tapauskohtaisesti. Esimerkiksi kasvustrategia, yrityksen kasvuvaihe, oston merkittävyys tai yrityksen toimiala vaikuttavat käytettäviin menetel-

miin ja niiden yhdistelmiin. Edelleen taustalla tulee muistaa ajatus tavoitteesta kasvaa hallitusti ja luoda omistaja-arvoa. (Finnvera 2009; Tenhunen – Werner 2000, 90–91 ja 144–145)

Rahoituksessa voidaan hyödyntää myös välirahoitusinstrumenttien luomia mahdollisuuksia: esimerkiksi jos ostettu yritys on nuori ja sen tuottama kassavirta on ostovaiheessa heikko, voidaan käyttää etuosaketta tai vaihtovelkakirjalainaa, sillä niiden avulla saadaan korotettua omaa pääomaa, ja voidaan jakaa äänivaltaa halutusti sekä jouduttaa osingon maksua tai pääoman palautusta. Näin tuetaan maksuvalmiuden ylläpitoa. Eri-lainen räätälöinti tarvitaan, jos ostetaan vahvaa kassavirtaa tuottava yritys, jonka kilpailukyky perustuu sen avainhenkilöiden ammattitaitoon. Tällöin voidaan käyttää kantaosakkeiden merkinnän lisäksi esimerkiksi avainhenkilöiden sijoittamaa pääomalainaa, jonka sijoitukselle maksettu korko on yritykselle verovähennyskelpoinen. Myös optiolainojen käyttö on oiva keino saada sitoutettua oman pääomanehtoisia rahoittajia, sillä sen avulla saadaan luotua insentiivi tuntuvasta bonuksesta, mikäli yritysosto osoittautuu kannattavaksi. (Lauriala 2008, 284–286)

Näin on saatu luotua oman pääoman ehtoinen perusrunko yritysoston rahoitukselle. Riittäväällä oman pääoman ehtoisella rahoituksella varmistetaan rahoituksellinen joustavuus ja luodaan edellytykset hallitulle kasvulle. Kun yrityksellä on riittävä oman pääomaehtoinen rahoitus, sillä on paremmat mahdollisuudet täydentää rahoituskapasiteettia vieraan pääoman ehtoisella rahoituksella ilman pelkoa rahoituskriisistä. Tällöin velkaraaha on myös edullisempaa. Erityisesti pääomasijoittajien tai erityisluottolaitosten saaminen rahoittajaksi on positiivinen signaali muille rahoittajille. (Lynch 2000, 350)

Vieraan pääoman käyttö yritysostoissa on hyvin yleistä. Joskus jopa valtaosa yritysostosta rahoitetaan vieraalla pääomalla. Tällöin käytetään nimitystä velkarahalla rahoitettu yritysosto (Leveraged Buyout, LBO). Velkaran käytön etuja ovat edullisuus ja verran helppo saatavuus erityisesti jos yrityksen vakuudet ovat kunnossa ja omavaraisuusaste on korkea. Velkaa käytetäänkin täydentämään perusrahoitusta ja kasvattamaan oman pääoman tuottoa (ns. vipuvaikutus). Suomessa vierasta pääomaa eli velkarahaa myöntävät pääasiassa pankit. Pankkilainojen käyttö onkin hyvin yleistä ja muodostaa tärkeän lähteen yritysostojen rahoituksessa. Myös erityisluottolaitokset, kuten valtion omistama Finnvera myöntää pitkä- ja lyhytaikaisia lainoja yritysostoihin, joita saa yleensä paremmin ehdoin tai vakuudetta. Korkeamman riskioton vuoksi Finnveran lainat ovat usein kalliimpia kuin vakuudelliset pankkilainat. Lisäksi Finnvera takaa myös muita pankkilainoja. (Easterwood – Seth – Singer 1989; Finnvera 2009; Lynch 2000, 351 ja 487)

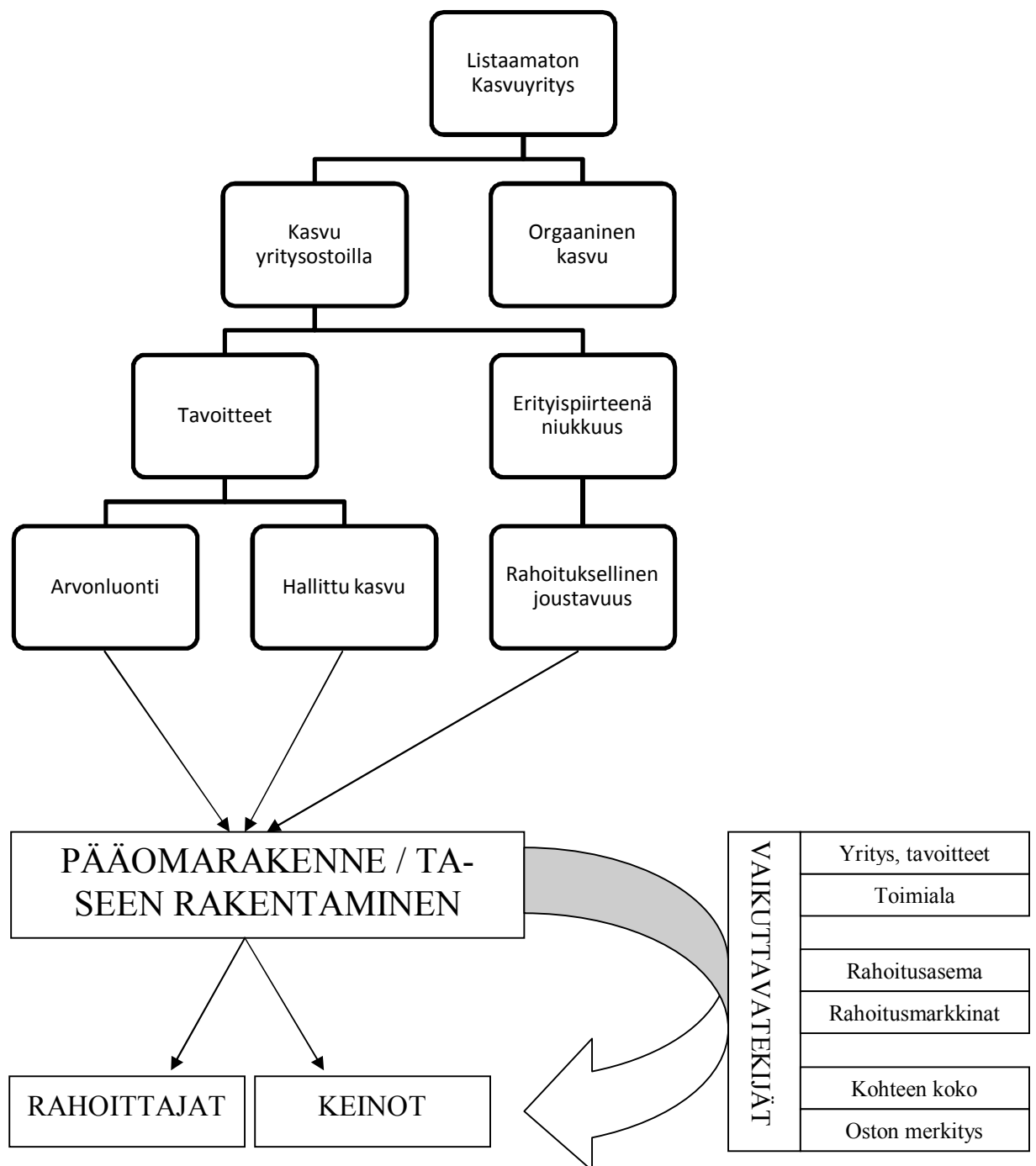
Velka kannattaa sijoittaa mahdollisuuksien mukaan ostetun yrityksen taseeseen, sillä silloin se ei rasita emoyhtiön tasetta. Tällöin tarvitaan vakuuksia lainojen saamiseksi. Vakuutena voidaan käyttää yritysvarallisuutta, yrityksen liiketoimintaa tai sopimusvakuuksia eli kovenantteja. Vakuuksien olemassaolo on tärkeää velkarahoituksen saamiseksi, sillä täysin vakuudettomia lainoja on vain 6,5 % pankkilainakannasta. (Niskanen – Niskanen 2007, 336)

Kovenantit eli sopimusvakuudet on jaettu kieltäviin ja vahvistaviin. Niiden käyttö yritysostoissa eroaa toisistaan: Kieltävillä kovenanteilla turvataan yleensä rahoittajan asemaa, mutta vahvistavilla kovenanteilla voidaan parantaa yrityksen neuvotteluasemaa, sekä lisätä saatavaa rahoitusmäärää ja alentaa rahoituskustannuksia, sillä niillä voidaan korvata reaalivakuuksia. (Kovenanttityöryhmä 1996, 47–48)

Mukauttaminen lyhyellä aikavälillä on mahdollista toteuttaa käyttämällä lyhytaikaista pankkilainaa. Se on hyvä keino maksaa kauppasumma, mikäli kassavarat eivät riitä. Myös ostetun tai ostavan yrityksen omistajat voivat edesauttaa rahoituksen mukauttamista myöntämällä maksuaikaa tai lainaa ostetulle yritykselle niin kauan kunnes se kykenee hoitamaan perusrahoituksensa kassavirralla. Myös kassahallinnassa käytetyt keinot, kuten ostovelkojen maksamisen lykkääminen tai myyntisaamisten nopeampi perintä ovat yritysostoprosessissa tärkeitä keinoja maksuvalmiuden ja tehokkaan kassankäytön varmistamiseksi. (Lynch 2000, 352)

3.4 Yhteenveto listaamattoman kasvuyrityksen rahoituksen taustatekijöistä

Seuraavaksi esitetään viitekehys yritysostojen rahoitukseen listaamattomissa kasvuyrityksissä. Viitekehyksessä kuvataan listaamattoman kasvuyrityksen rahoituksen taustatekijöitä, joista muodostuu ajattelumalli kasvuyrityksen kasvun rahoittamiseen. Se huomioi listaamattoman kasvuyrityksen tavoitteet ja rahoitusresurssien niukkuuden:



Kuvio 5: Viitekehys yritysostojen rahoitukseen listaamattomissa kasvuyrityksissä

Tutkimuskohteena on listaamaton kasvuyritys, jonka kasvuvaihtoehdoista tarkastellaan kasvua yritysostoilla. Yritysostoilla kasvamisessa, kuten kasvuyrityksillä yleensä, on tavoitteena voimakas ja hallittu kasvu. Toisaalta listaamattomat kasvuyritykset toimivat

niukoilla resursseilla, koska niiden kasvuinvestoinnit vaativat merkittäviä pääomia ja koska ne eivät saa tai niiden ei ole kannattavaa hakea rahoitusta listautumalla. Tämän vuoksi niiden tulee kiinnittää erityistä huomiota rahoituksellisen joustavuuden varmistamiseen kaikissa tilanteissa. Muuten toiminnan edellytykset voivat heiketä nopeasti esimerkiksi kassavarojen puutteeseen.

Näiden kolmen seikan – arvonluonnin, hallitun kasvun sekä rahoituksellisen joustavuuden turvaamisen – takia pääomarakenne ja se millä keinoin se rakennetaan oikeiden rahoittajien kanssa ovat keskeisimpiä seikkoja yrityksen menestyksen kannalta. Rahoittajien valinta ja kuhunkin yritysostotilanteisiin valittavat keinot määräytyvät tilannekohtaisesti eri tekijöiden, kuten toimialan tai yrityksen tilanteen mukaan. Lisäksi vaikuttavia tekijöitä ovat ostajan kassavarat, ostokohteen koko ja merkitys yritykselle sekä valitseva tilanne rahoitusmarkkinoilla.

Onnistuneilla yritysoston rahoitusratkaisulla parannetaan kasvuyrityksen mahdollisuuksia saavuttaa pitkän aikavälin tavoitteet kasvaa hallitusti, luoda omistaja-arvoa ja hyvinvointia. Tavoitteisiin pääsemiseksi rahoitus tulee sopeuttaa yrityksen rahoitussuunnitelmaan ja pääomarakennetavoitteeseen. Vaikka pitkän aikavälin tavoitteet ovat keskeisiä, on huomioitava myös lyhyen aikavälin rahoitussuunnittelun tärkeys, sillä mikäli siinä epäonnistutaan, on vaarana maksuvalmiuden vaarantuminen ja ääritapauksessa niin kutsuttu kassakonkurssi. Oikeat rahoitusratkaisut vähentävätkin yksittäisen epäonnistuneen yritysoston vaikutusta yrityskokonaisuuteen.

4 YRITYSOSTOJEN RAHOITUS KÄYTÄNNÖSSÄ

Tässä tutkielmassa kartoitetaan yritysostojen rahoitusta listaamattomissa kasvuyrityksissä. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää ketkä ovat tärkeimmät kasvun rahoittajat, ja mitä keinoja listaamattomat kasvuyritykset käyttävät rahoittaessaan kasvuaan yritysostoilla.

4.1 Teemahaastattelu ja sisällönanalyysi tutkimusmenetelmänä

Laadullisen tutkimuksen menetelmät ovat tärkeä osa liiketaloustieteen tutkimusta. Kauppatieteissä ja erityisesti laskentatoimessa laadullista tutkimusta on tehty pitkään. Liiketaloustieteellisen laadullisen tutkimuksen ja erityisesti laskentatoimen metodologiaa käsittelevän keskustelun pohjana on perinteisesti käytetty Neilimon ja Näsin (1980) tutkimusotteiden nelijakoa. Näitä metodologisia perusratkaisuja ovat käsiteanalyttinen, nomoteettinen, toiminta-analyttinen, ja päätöksentekometodologinen tutkimusote. Edellisten tutkimusotteiden rinnalle Kasanen, Lukka ja Siitonen (1993) ovat nostaneet vielä viidennen vaihtoehdon, joka on konstruktiiivinen tutkimusote. Tutkimusotevaihtoehtoja voidaan havainnollistaa kuviolla, jossa kutakin tutkimusotetta on arvioitu dimensioissa teoreettisuus-empiirisyys ja deskriptiivisyys-normatiivisuus:

	Teoreettinen	Empiirinen
Deskriptiivinen	Käsiteanalyttinen tutkimusote	Nomoteettinen tutkimusote Toiminta-analyttinen
Normatiivinen	Päätöksentekometodologinen tutkimusote	tutkimusote Konstruktiiivinen tutkimusote

Kuvio 6: Liiketaloustieteen tutkimusotteet (Kasanen, Lukka & Siitonen 1993)

Tutkimusotteen valintaan vaikuttaa se, miten tutkimus sijoittuu ulottuvuuksien välillä. On käytettävä menetelmiä, joiden avulla tutkimusongelma on parhaiten ratkaistavissa. Deskriptiivinen tutkimus on luonteeltaan selittävää ja kuvaavaa sekä pyrkii vastaamaan kysymyksiin miten ja miksi. Normatiivinen tutkimus on luonteeltaan ohjeita antavaa ja pyrkii antamaan vastauksen kysymykseen, miten pitäisi toimia. Teoreettinen tutkimus perustuu ajatteluun ja päättelyyn. Sen vastakohtana oleva empiirinen tutkimus puolestaan perustuu kentältä hankittavaan perusaineistoon. Tämän tutkielman metodologia on luonteeltaan toiminta-analyttinen tutkimus.

Toiminta-analyttinen tutkimusote on nomoteettisen tutkimusotteen tavoin empiriaan painottuva, pääosin kuvaamiseen pyrkivä tutkimusote. Se kuitenkin poikkeaa nomoteettisesta tutkimuksesta sekä taustafilosofian, tutkimusmetodin että tutkimusongelman suhteen. Äärimmillään toiminta-analyttinen tutkimusote on hyvin subjektiivista tulkintaa, jonka tarkoituksen on löytää ilmiössä syvällisiä syy- ja merkityssuhteita. (Neilimo & Näsi 1980, 34–35)

Haastattelututkimuksen keskeisinä piirteinä on, että tiedonkeruun lähteenä käytetään ihmisiä ja aineisto hankitaan laadullisten metodien avulla. Tutkimusmenetelmänä haastattelu on joustava ja sopii moniin erilaisiin tarkoituksiin. Laadullista tutkimusta tehdessä on tapana erottaa kolme haastattelutyyppeä niiden ohjailtavuuden mukaan: *Strukturoitu haastattelu* viittaa tavallisesti survey-haastatteluun, jossa tutkija määrää kysymykset ja niiden esittämisjärjestyksen sekä antaa yleensä myös vastausvaihtoehdot. *Puolistrukturoitu haastattelu*, jota kutsutaan myös teemahaastatteluksi, antaa haastateltavalle enemmän vapauksia. Tutkija määrää kysymykset, mutta haastateltava voi vastata niihin omin sanoin ja joskus jopa ehdottaa lisäkysymyksiä. Haastattelussa voidaan myös poiketa kysymysten järjestyksestä. Haastatteluteemat ja tarkentavat kysymykset mukailevat tutkielman ja siitä muodostetun teoreettisen viitekehyksen mukaista rakennetta. Teemahaastattelu muodostuu haastattelijan esittämistä kysymyksistä ja haastateltavan tarinoivista vastauksista. Se on likipitään yksinkertaisin inhimillisen vuorovaikutuksen muoto. Keskeisin haastattelua ohjaava instrumentti on haastattelurunko, jolla on kaksi keskeistä tehtävää. Ensiksi se antaa haastattelulle muodon ja varmistaa, että tutkija esittää tarvittavat kysymykset. Toiseksi se varmistaa, että haastattelu etenee mahdollisimman luontevasti. Hyvin organisoitu runko pyrkii tasapainottamaan edellä mainitut kaksi tehtävää. Hyvä haastattelurunko voidaan nähdä olevan pikemminkin haastattelijan muistin tuki kuin teoriaperusteinen kysymyslista. Teemahaastattelun tehokkuus perustuu siihen, että tutkija voi ohjata haastattelua ilman, että kontrolloi sitä tyystin. *Syvähaastattelu*, joka on syytä erottaa puolistrukturoidusta haastattelusta, pyrkii minimoimaan tutkijan vaikutuksen haastattelutilanteeseen. Puhtaimmillaan syvähaastattelu rakentuu siten, että tutki-

jalla on jokin yleinen mielenkiinnonaihe, josta he keskusteleivat haastateltavan kanssa. Haastateltava vastaa kysymyksiin omin sanoin ja viime kädessä määrittelee kysymykset sellaisiksi, että ne heijastavat hänen ajattelutapaansa. (Alasuutari, Koskinen & Peltonen 2005, 104–109)

Eräs haastateltavienvälinä on eliittihaastattelut. Eliitillä tarkoitetaan Marshallin ja Rossmannin (2006) mukaan ihmisiä, jotka on valittu haastatteluun heidän tutkimuksen kannalta relevantin asiantuntemuksensa vuoksi. Eliittihaastattelun etu on, että haastateltavilta voidaan saada arvokasta tietoa heidän yhteiskunnallisen, poliittisen, taloudellisen tai johtavan asemansa vuoksi. He hallitsevat useimmiten yleistä tietoa organisaatiosta tai sen suhteesta muihin organisaatioihin ja tuntevat sen lainsäädännöllisiä tai taloudellisia rakenteita, menneisyyttä ja tulevaisuudensuunnitelmia. Asiantuntijahaastattelun haittoihin kuuluu haastateltavien vaikea tavoitettavuus ja se, että haastattelija voi joutua muuttamaan suunniteltua kysymysrunkoa vastaajan toiveiden mukaan. Erityisesti Suomessa, jossa pieni eliitti on keskittynyt pääkaupunkiin, ongelma on suuri, sillä haastateltavien saaminen haastatteluun on vaikeaa. Lisäksi haastattelu on onnistuttava kerralla, koska asiantuntijoiden aika on rajallista. Tämän vuoksi etukäteisvalmistelut kuten kysymysten laatiminen, taustojen selvittäminen ja haastattelun harjoittelututun ihmisen kanssa on tehtävä huolella. (Marshall & Rossmann 2006, 113–114)

Tässä tutkielmassa empiirisen aineiston kerääminen teemahaastattelututkimuksena, jossa haastateltiin tutkimusaiheen kannalta keskeisiä henkilöitä. Haastateltavat ovat aihealueen asiantuntijoita ja yhtä lukuun ottamatta he toimivat kaikki merkittävässä johtoasemassa. Lisäksi kaikilla pääomasijoitusyhtiöiden edustajilla on kokemusta kasvuyrityksen johtoryhmätyöskentelystä. Näiden haastatteluja voidaan kutsua myös eliittihaastatteluiksi. Teemahaastatteluissa esitettiin useita strukturoidusta haastattelurungosta poikkeavia, tarkentavia kysymyksiä. Haastatteluaineisto tallennettiin, ja saatettiin kirjalliseen muotoon litteroimalla.

Hirsjärvi ja Hurme ovat listanneet haastattelututkimuksen etuja ja haittoja. Erityisesti tämän tutkielman kannalta merkittäviin etuihin kuuluu se, että haastattelulla voidaan tarkentaa ja selventää saatua tietoa, syventää niitä sekä on mahdollisuus tutkia myös vaikeaksi koettuja asioita. Haittoihin ja metodin ongelmiin kuuluu esimerkiksi se, että haastattelijalta vaaditaan taitoa, haastattelu ja tiedon purkaminen vievät aikaa, haastattelu voi sisältää monia virhelähteitä ja vapaamuotoisen haastatteluun avulla kerätyn aineiston analysointi, tulkinta ja raportointi voivat olla ongelmallisia. Näitä ongelmia on yritetty lieventää huolellisella tutustumisella metodikirjallisuuteen, varaamalla riittävästi aikaa haastattelujen tekemiseen ja purkamiseen, käyttämällä hyvätasoisista laitteistoa

haastattelujen tallentamiseen sekä analysoimalla aineistoa mahdollisimman johdonmukaisesti, analyttisesti ja perustellusti. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 35)

Haastatteluilla hankitun aineiston analyysiin ja tulkintaan käytetään sisällönanalyysiä. Sisällönanalyysi on menettelytapa, jossa analysoidaan dokumentteja järjestelmällisesti ja objektiivisesti. Dokumentilla tarkoitetaan esimerkiksi kirjoja, artikkeleita, haastatteluja, puheita, keskustelua ja raportteja, eli melkein mitä tahansa kirjalliseen muotoon saatettua aineistoa. Tutkittavasta ilmiöstä pyritään muodostamaan kuva tiivistetyssä ja yleisessä muodossa. (Tuomi & Sarajärvi 2002, 105)

Tuomi ja Sarajärvi tarkastelevat sisällönanalyysiä yhdysvaltalaisen laadullisen tutkimuksen pohjalta. He esittävät sisällönanalyysin Milesin ja Hubermanin teorian (1994) mukaan kolmivaiheiseksi prosessiksi, johon kuuluu aineiston redusointi eli pelkistäminen, klusterointi eli ryhmittely ja abstrahointi eli teoreettisten käsitteiden luominen. Käsitteitä yhdistelemällä saadaan vastaus tutkimustehtävään, ja johtopäätökset tehdään pohtimalla mitä asiat merkitsevät. Sisällönanalyysin etenemistä voidaan kuvata myös seuraavien vaiheiden kautta: haastattelujen litterointi, lukeminen, pelkistäminen, pelkistettyjen ilmausten listaaminen, samankaltaisuuksien tai erilaisuuksien etsiminen, ilmausten yhdisteleminen alaluokkiin, alaluokkien yhdistely yläluokiksi, yläluokkien yhdistäminen ja kokoavan käsitteen muodostus. Analyysiä voidaan jatkaa myös tuottamalla määrällisiä tuloksia sanallisesti kuvatusta aineistosta. (Tuomi & Sarajärvi 2002, 109–111)

Sisällön analyysin vaiheet tutkimuksessa (Miles & Huberman 1994):

1. Redusointi eli aineiston pelkistäminen
2. Klusterointi eli ryhmittely
3. Abstrahointi eli teoreettisten käsitteiden luominen

Tässä tutkielmassa tehtiin sisällönanalyysi haastattelujen pohjalta. Haastattelujen jälkeen aineisto litteroitiin. Litteroinnin jälkeen teksti redusointiin eli pelkistettiin muotoon, josta jätettiin tutkielman kannalta epäolennainen asia pois. Jäljelle jäi selkeä tekstirunko, johon jätettiin jäljelle ainoastaan tutkielman kannalta olennainen haastatteluaines. Tämän jälkeen teksti ryhmiteltiin osa-alueisiin. Pääjaottelu oli kolmivaiheinen: Taustatiedot, perustiedot, rahoittajiin liittyvät kysymykset sekä keinoihin liittyvät kysymykset. Taustatiedot sisältävät haastattelijoiden taustat, kokemuksen ja nykyisen työtehtävän. Perustietoihin luettiin yritysostoihin liittyvät yleiset motiivit, tavoitteet, niiden laatu ja tärkeys yrityksille. Rahoittajiin liittyvät kysymykset syventyivät olemassa oleviin ra-

hoittäjiin, niiden valintakriteereihin- ja prosessiin sekä vaikutusvaltaan yritysostoissa. Keinoihin liittyvissä kysymyksissä puolestaan keskityttiin käytettyihin keinoihin, niiden vertailuun ja toteutettuihin ratkaisuihin.

Viimeiseksi luotiin teoreettisia käsitteitä haastatteluaineistosta. Tulosten kirjoittamisessa kiinnitettiin huomiota erityisesti yhtäläisyyksiin ja eroavaisuuksiin ja etsittiin syitä vastauksille. Täten muodostui tuloksia, jotka olivat osaltaan yhdenmukaisia haastateltavien kesken, ja osaltaan eriäviä. Erojen analysointi ja syy-yhteyksien löytäminen on erittäin tärkeää tuloksien kannalta.

4.2 Tutkimuksen kulku ja taustatiedot haastateltavista

Tutkimus toteutettiin teemahaastatteluina, jossa tavoitteena oli saada haastateltaviksi ryhmä, jonka kokemus ja osaaminen yritysostoista ovat ensiluokkaista ja toisiaan täydentävää. Haastattelujen kohdejoukko on valittu tarkoituksenmukaisesti. Haastateltavien valinta toteutettiin valitsemalla haastateltavat vastaamisedellytysten ja aihealueen tuntemuksen perusteella. Haastateltavat valittiin kartoittamalla vaihtoehtoja eri osapuolista sekä keskustelulla tutkielman ohjaajan kanssa.

Haastateltavat jaettiin kolmeen ryhmään: kasvuyritykset, liikepankit sekä pääoma- ja muut sijoittajat. Kasvuyritysten edustajien haastattelu on keskeisen tärkeää, sillä niillä on kokemusta eri rahoittajien ja rahoituskeinojen valinnasta. Täten saadaan myös laajennettua teoriapohjaa, ja tuettua sitä käytännön esimerkein. Ongelmana kasvuyritysten kohdalla se, että ne edustavat vain yhtä tilannetta ja tapaa rahoittaa yritysosto. Tutkielman kannalta jopa kasvuyrittäjien haastattelua tärkeämpänä voidaan pitää vieraan pääoman ehtoista rahoitusta tarjoavien rahoittajien haastattelua, sillä heillä on kokemusta lähes kaikista rahoitusmahdollisuuksista, joita voidaan käyttää. Toisaalta, rahoittajien näkemykset ovat yksipuolisia. Vieraan pääoman tarjoajina heidän intressinsä on ensisijaisesti turvata yrityksen maksuvalmius. He eivät siis hyödy yrityksen kasvusta, paitsi kasvun vaatiman suuremman rahoitustarpeen osalta. Tärkeimpänä osana ovat pääomasijoitusyhtiöiden edustajien haastattelut, koska he edustavat kokonaisvaltaista näkemystä yritysten kasvustrategian toteuttamisesta ja yritysrahoituksesta. Pääomasijoittajat ovat oman pääoman sijoittajia. Täten heidän intressinsä ovat yhteneväiset kasvuyritysten kanssa. Lisäksi pääomasijoittajien edustajat ovat yritysrahoituksen ammattilaisia, joten heidän haastattelullaan saadaan tutkielmaan tarvittavaa syvyyttä.

Haastateltavien valinta onnistui erinomaisesti. Kontaktien kautta saatiin neljä Suomen johtavan pääomasijoitusyhtiön edustajaa, joista kolme oli yrityksensä toimitusjohtaja. Yksi haastateltavista oli Suomen maajohtaja. Heillä kaikilla on kokemusta kasvuyritysten johtoryhmätyöskentelystä joko toimitusjohtajana tai hallituksen jäsenenä. Liikepankeista haastateltiin Nordean yrityspankin luottojohtajaa. Lisäksi haastateltiin yhtä kasvuyrityksen toimitusjohtajaa sekä investointipankkiiria. Haastateltavia on kaiken kaikkiaan 7 henkilöä (Haastateltavat liite 1). Heidän yhteenlaskettu kokemuksensa on lähes 500 yritysostoa, arvoltaan useita miljardeja euroja. Täten haastattelua voidaan pitää eliittihaastatteluna, jossa haastateltavat edustavat alansa korkeinta asiantuntijuutta. Kyseinen määrä on tapaustutkimusaineistoja ajatellen ja tutkielman tutkimuskohde huomioon ottaen riittävän laaja. Tämä todettiin haastatteluissakin, sillä samat asiat nousivat useasti esiin eri henkilöitä haastatellessa.

4.3 Listaamattomien kasvuyritysten yritysostojen rahoitus Suomessa

4.3.1 Miksi kasvuyritykset toteuttavat yritysostoja?

Yritysostot ovat erittäin yleinen tapa kasvaa. Haastattelujen tuloksena havaittiin, että yritysostoihin liittyvistä riskeistä huolimatta niiden etu suhteessa orgaaniseen kasvuun on merkittävä. Kasvuyritysten olemassaolon tarkoitus nähtiin selkeänä: luoda arvoa kannattavan kasvun kautta. Keskeisimmiksi motivaatiotekijöiksi arvon luonnille yritysostojen kautta nostettiin markkinaosuuden tavoittelu ja kasvun nopeus. Markkinaosuuden tavoittelu liittyy erityisesti kypsiin toimialoihin, joilla kasvun hakeminen orgaanisesti on vaikeaa. Tällöin kilpailijoiden ostaminen on kannattavampaa kuin investoinnit oman toiminnan kehittämiseen ja laajentamiseen. Haastateltavat painottivat kasvun nopeuden tärkeyttä siksi, että yrityskoon kasvun luoman arvon lisäksi nopeasti kasvavien yritysten arvostustasot ovat korkeampia kuin hitaasti kasvavien:

“Yrityksen arvo kasvaa kun sen koko kasvaa. Mitä nopeampaa ja tasaisempaa kasvua yritys pystyy näyttämään, sen korkeampia kertoimia siitä maksetaan”

Kasvuyrityksen entinen hallituksen Puheenjohtaja

Toinen merkittävä seikka on se, että yrityksiä pyritään kasvattamaan pienistä yrityksistä keskisuuriksi, sillä niiden arvostuskertoimet ovat korkeampia kuin pienillä yrityksillä. Näiden tulosten valossa kasvun hakeminen sopii hyvin teoriaosuudessa esitettyyn arvo-
lähtöiseen ajatteluun kasvuyrityksissä. Yrityskoon kasvattaminen nähtiin tärkeänä sen-
kin vuoksi, että tällöin voidaan hyödyntää ”kokoarbitraasia”, joka tarkoittaa sitä, että
pienen kokoluokan yrityksistä maksetaan pienempiä käyttökatekertoimia kuin suurem-
mista yksiköistä. Tällöin ostamalla paljon pieniä ja integroimalla ne suureksi kokonai-
suudeksi saavutetaan arvonnousua tuottovaatimuksen laskemisen kautta. Tämän lisäksi
saavutetaan teoriaosuudessa esitettyjä etuja, kuten toiminnan tehostamista, synergia- ja
muita mittakaavaetuja.

*”Kun sä ostat pienen yrityksen, sä saat sen suhteessa edullisemmin, kun
jos se on ison osana. -- Sen lisäksi sä löydät usein synergiaetuja, eli pysty-
tään parantamaan suhtellista kannattavuutta.”*

Pääomasijoitusyhtiön Suomen Maajohtaja

Kokoarbitraasi, toiselta nimeltään käyttökatearbitraasi perustuu siihen, että potentiaali-
set ostajat näkevät suuremman kokoluokan yritykset vähempiriskisinä kuin pienet yri-
tykset, joissa jopa yhden ihmisen työpanos voi olla merkittävä osa yrityksen arvoa. Pk-
yrityksiin erikoistuneen pääomasijoitusyhtiön toimitusjohtajan mukaan korkeampi hinta
suhteessa kassavirtaan perustuu yrityksen koon tuomiin etuihin: Koottaessa pienistä
yrityksistä suuri yrityskokonaisuus yritykselle on mahdollista (ja varaa) palkata parempi
johto. Lisäksi liiketoimintariski hajautuu mahdollisten tulosityksiköiden mukaisesti, ja
yhtiöistä tulee tehokkaampia, solidimpia ja parempia.

Terminä käyttökatekerroin on varsin mielenkiintoinen, sillä se pitää sisällään vaatimuk-
sen yrityksen kannattavuudesta. Yrityksen kasvun tulee olla kannattavaa, sillä muuten
korkeakaan käyttökatekerroin ei auta saavuttamaan parasta mahdollista arvonnoususta,
jos kassavirtaa, jonka pohjana arvonnousu on, ei ole. Suomen ensimmäisen pääoma-
sijoituksen tehneen pääomasijoitusyhtiön hallituksen puheenjohtaja totesi osuvasti:

*”On olemassa kahdensortista kasvua. Kannattavaa ja kannattamatonta.
Tässä viimeksi mainitussa volyyymi kasvaa, mutta yrityksen elikkä equityn
arvo ei lisäännny.”*

Pääomasijoitusyhtiön hallituksen puheenjohtaja

Kommentissa tulee huomioida, että Suomelan mukaan heidän strategiansa on ostaa hyvää kassavirtaa tekeviä yrityksiä eli heidän arvonmäärityksensä on tuottolähtöistä sen sijaan, että he ostaisivat substanssia ja alkaisivat saneerata sitä. Ostamalla hyvää kassavirtaa tekeviä yrityksiä vähennetään kokonaisuuden riskiä, mutta toisaalta ne ovat kalliimpia kuin huonosti kannattavat yritykset. Kasvattamalla yrityskokonaisuutta ostamalla heikosti kannattavia yrityksiä, kokonaisuus on mahdollista saada kannattavaksi synergiaetujen ja paremman liikkeenjohdon ansiosta. Onnistuessaan tämä strategia on arvonluonnin kannalta erittäin hyvä asia, sillä kokoamalla iso kokonaisuus osaksi heikosti kannattavista yrityksistä päästään samaan lopputulokseen edullisemmin kuin jos olisi ostettu pelkästään korkeaa kassavirtaa tekeviä yrityksiä kalliimmalla.

Kasvavan yrityksen hinnoittelukerroin vaikuttaa yritykseen kahdella tavalla: RahoitukSELLISEsti se vaikuttaa oman pääoman ehtoisen rahoituksen hintaan, toisin sanoen siihen, miten paljon nykyiset omistajat dilutoituvat sijoitettaessa yritykseen tietty määrä lisää omaa pääomaa. Toisaalta vaikutus liittyy exit-vaiheeseen: Mikä on yrityksen arvo hetkellä, jolloin se myydään. Kasvuyrityksessä, joka rahoittaa kasvuaan oman pääoman ehtoisella rahoituksella, arvonluonti nykyisille omistajille vaatii sen, että yrityksen oman pääoman hinnoittelukerroin kasvaa (tuottovaatimus laskee) yrityksen kasvaessa. Muuten nykyiset omistajat dilutoituvat niin, että yrityskoon kasvusta huolimatta heidän osuutensa jää euromääräisesti vähäisemmäksi. Tässä oletuksena on, että yrityksen suhteellinen kannattavuus pysyy samana.

4.3.2 Rahoituksen merkitys yritysoston toteutuksessa

Rahoituksen merkitys yritysostojen toteuttamisessa suuri. Yritysosto on transaktio, jossa rahoitus on kaikki kaikessa ja johon sisäinen rahoitus riittää vain harvoin. Toisaalta, vaikka yrityksen ovat varat riittäisivätkin kasvun toteuttamiseen yritysostoilla, omistajien asettaman tuottovaatimuksen saavuttaminen voi olla ilman velkarahoitusta hyvin vaikeaa. Sen vuoksi rahoituksen oikea strukturointi, rahoittajien valinta ja pääomalajien hyödyntäminen yksi tärkeimmistä asioista kasvavan yrityksen strategiassa. Kuten kasvuyrityksen toimitusjohtaja asian totesi:

”Raha on yritysmaailman polttoaine. Esimerkiksi pk-yritykset kuten me, olemme täysin rahoittajien varassa.”

Kasvuyrityksen toimitusjohtaja

Hänen mukaansa rahoitus ei saa olla strategian keskeisin ajuri. Yritysosto lähtee aina liiketoiminnan tarkastelusta ja liiketoimintariskin arvioinnista. Vasta sen jälkeen yritys arvioi kuinka suuren rahoitusriskin se voi ottaa. Täten rahoituksen merkitys yrityksen kasvustrategian toteuttamisen kannalta on merkittävä, sillä se voi olla pullonkaula kasvulle:

”Hyvä strategia on se, että sä teet kannattavaa liiketoimintaa ja pyrit tarttumaan tilaisuuksiin. Ja sen pohjalta teet päätöksiä mitä rahoitusta sulla on mahdollisuus saada.”

Kasvuyrityksen toimitusjohtaja

Rahoituksen saanti ja hinta vaikuttaa siihen mitä investointeja yritys voi tehdä. Jos rahoitusta ei saada tai se on liian kallista voidaan kannattavakin yritysosto jättää toteuttamatta. Joissain tilanteissa kyse voi olla siitä, että yrityksen tuottovaatimukseen ei päästä, koska kyseiseen yritysostoon ei saada riittävästi velkavipua. Tällaisessa tilanteessa ostajan kannalta ainoa vaihtoehto tuottovaatimuksen saavuttamiseen on hinnan laskeminen. Tällöin lopputuloksena on usein kaupan kariutuminen. Rahoituksen merkitys kasvun toteutuksessa on siis merkittävä. Sen lisäksi, että se vaikuttaa yrityksen kasvumahdollisuuksiin, rahoitusmarkkinat ja rahoituksen saanti vaikuttavat merkittävästi myös yritysten hintoihin.

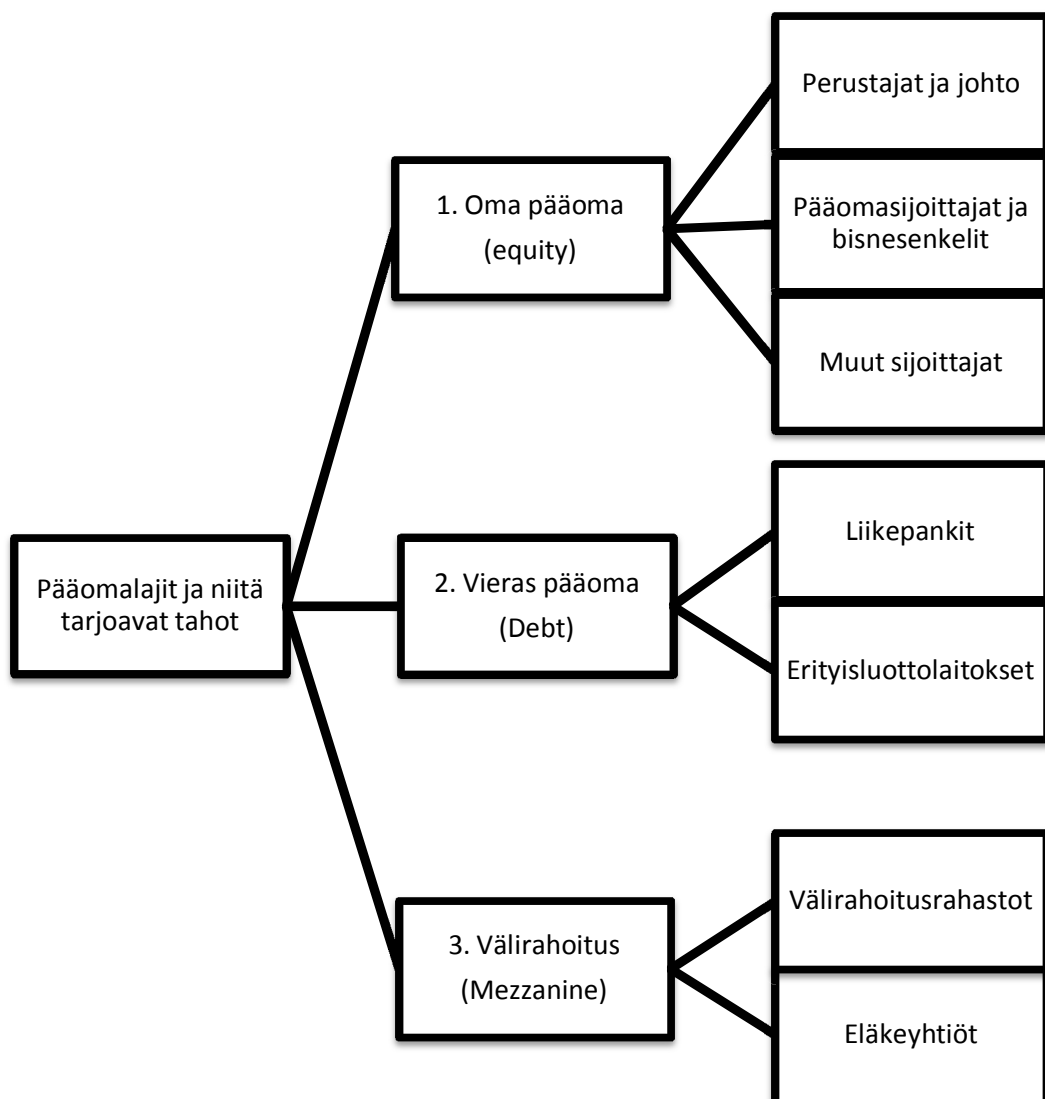
4.3.3 Rahoittajat

Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen keitä rahoittajia listaamattomat kasvuyritykset käyttävät yritysostojen toteuttamisessa ja miten saatiin erittäin kattavia tuloksia. Haastattelujen tuloksena muodostui hyvin selkeä kuva siitä, mitkä tekijät vaikuttavat rahoittajien valintaan, ketkä ovat keskeisessä osassa rahoittamassa kasvustrategiaa ja mikä merkitys eri rahoittajilla on kasvun toteuttamisen kannalta.

Listaanottomien kasvuyritysten rahoittajia ovat oman pääoman sijoittajien osalta yrityksen perustajat ja johto, pääomasijoittajat, bisnesenkelit tai muut sijoittajat. Vieraan pääoman sijoittajia ovat tavallisesti liikepankit. Väli-rahoitusta tarjoavat väli-rahoitukseen erikoistuneet rahastot eli mezzanine-rahastot sekä eläkeyhtiöt.

4.3.3.1 Pääomalajit ja niitä tarjoavat tahot

Haastattelussa saatiin kattavia tuloksia siitä, mitä miten rahoittajien tarjoama pääoma jakautuu rahoittajan mukaan. Rahoittajat ovat erikoistuneet tietyn ehtoisen pääoman tarjontaan. Tämä on hyvin ymmärrettävää, sillä eri tahojen kannattaa erikoistua siihen minkä parhaiten osaavat. Esimerkiksi liikepankit myyvät vieraan pääoman ehtoista rahaa yrityksille ja yksityishenkilöille. Täten niille on kehittynyt paras osaaminen sen tarjoamisesta. Seuraavassa kuviossa esitetään kasvuyritysten käyttämät rahoittajat ja pääomalajit, joiden tarjoamiseen ne ovat erikoistuneet:



Kuvio 7: Pääomalajit ja niitä tarjoavat tahot (rahoittajat)

Yritysostojen rahoitukseen käytetään omaa- ja vierasta pääomaa sekä välirahoitusta. Listaamattomat kasvuyritykset voivat hankkia omaa pääomaa nykyisiltä omistajiltaan ja johdolta, pääomasijoittajilta ja bisnesenkeleiltä sekä muilta oman pääoman sijoittajilta. Yrityksen nykyiset omistajat ja johto ovat peruslähtökohta rahoitustarpeen täyttämises- sä. Heidän mahdollisuutensa täyttää tarvittava rahoitustarve on kuitenkin pieni, sillä heillä ei yleensä ole mahdollista lisätä merkittävästi pääomia yritykseen. Sen sijaan pää-omasijoittajat ja bisnesenkelit ovat erittäin tärkeitä osapuolia tilanteissa, joissa tarvitaan pääomaa kasvun tueksi. Ne ovat myös yritykselle hyödyllinen rahoittajataho, sillä heil- lä on yleensä riittävästi varallisuutta täyttää kasvuyrityksen oman pääoma tarve. Lisäksi pääomasijoittajat tuovat yritykselle rahoituksellista lisäarvoa, sillä heillä on hyvät yh- teistyöverkostot muun rahoituksen hankintaan. Ongelmaksi pääomasijoittajien kohdalla voi tulla pääoman kustannus: pääomasijoittajat diskonttaavat yrityksen arvoa erittäin korkeilla prosenteilla, joten yrityksen nykyisten omistajien omistus dilutoituu yleensä huomattavasti pääomasijoittajan tullessa yritykseen mukaan.

Vierasta pääomaa tarjoavat pääasiassa liikepankit sekä erityisluottolaitokset (Suomessa käytännössä Finnvera, Tekes ja Sitra). Esimerkiksi Finnveraa käytetään tilanteissa, jois- sa rahoituksen saanti on vaikeaa esimerkiksi vakuuksien puuttuessa tai tilanteessa, jossa päärahoittaja ei pysty kantamaan rahoitusriskiä kokonaan. Tällöin Finnvera voi osallis- tua rahoitukseen tai tarjota vakuuksia. Finnveran mukaan ottaminen on kuitenkin nor- maalitilanteessa jälkimmäinen vaihtoehto, sillä sen myöntämät lainat ovat kustannuksil- taan kalliimpia kuin liikepankkien myöntämät lainat.

Välirahoitusta tarjoavat siihen erikoistuneet tahot, Suomessa eläkeyhtiöt sekä välirahoit- tusrahastot. Niiden merkitys rahoituksen kannalta on melko vähäinen, mutta se on kas- vanut velkarahan saannin vaikeutuessa. Välirahoituksen tarjoajat voivat räätälöidä ra- hoituksen hyvin joustavaksi ja vakuudettomaksi, joten niiden käyttäminen osan täyttä- miseen rahoitustarpeesta voi olla joissain tilanteissa yrityksille hyvinkin kannattavaa.

Rahoitus noudattaa Pecking Order -teoriaa siinä, että tilanteessa, jossa yrityksen sisäi- nen rahoitus ei riitä, yrittävät ne saada ensisijaisesti mahdollisimman paljon maksun- saantijärjestyksessä ensimmäisenä olevaa korollista velkaa (senior debt), koska se on yritykselle edullisinta rahaa:

”Ensin katsotaan miten iso fasiliteetti pankista on saatavissa ja sen jäl- keen katsotaan se gäppi”

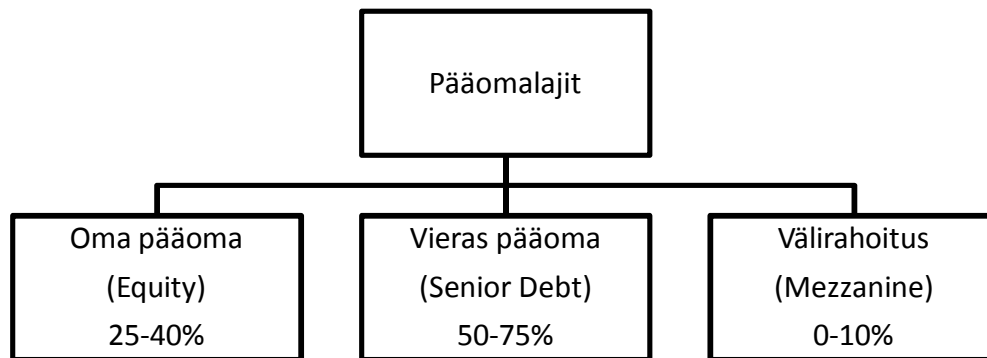
Investointipankin toimitusjohtaja

Korollisen seniorivelan tärkeyden takia sen tarjoajat ovat merkittävässä osassa kasvun rahoittamista. Yrityksillä onkin tavallisesti pienemmissä yrityksissä yksi ja isommissa kaksi tai kolme päärahoittajaa, joiden kanssa neuvotellaan kokonaisrahoitustruktuuri. Pecking Order -teoria on linjassa myös sen kanssa, että seuraavaksi yritykset yrittävät saada välirahoitusta tai muuta, omaa pääomaa edullisempaa, rahoitusta pääomatarpeen tyydyttämiseksi:

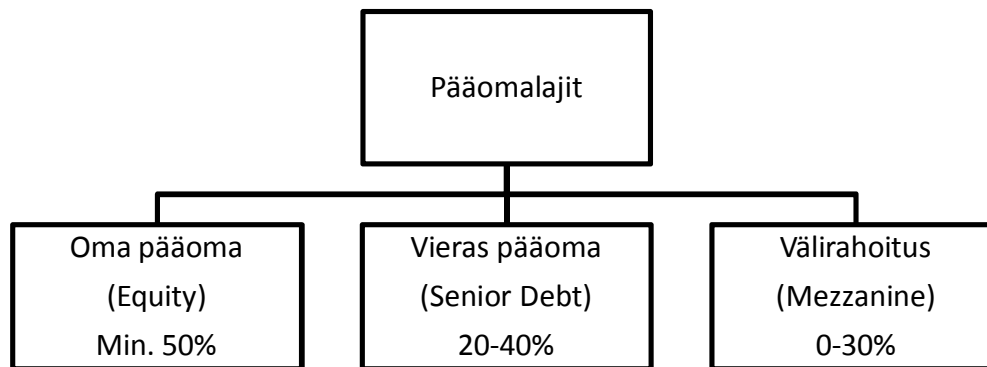
Yllättävänä tuloksena voitaneen pitää seniorirahoittajan määräysvaltaa kokonaisrahoituksesta päätettäessä. Yritysten sopiessa ehdoista päärahoittajan kanssa, päärahoittaja vaatii tietyistä ehdoista turvatakseen oman asemansa. Toisaalta, päärahoittajan merkitys yritykselle on niin suuri, että sen on suostuttava rahoittajan esityksiin. Yleisimpänä ehtona päärahoittaja esittää tietyn omavaraisuusasteen pitämistä. Tämä tarkoittaa sitä, että päärahoittaja määrää käytännössä tarvittavan oman pääoman määrän, sillä pankin vaatimus omavaraisuusasteelle on yleisesti ottaen (ja varsinkin nykytilanteessa) aina korkeampi kuin mitä yritys haluaisi:

Senior-päärahoittajan kanssa tehtävä sopimus on siis hyvin tärkeä, sillä sen vaikutusvalta on merkittävä. Omavaraisuusastevaatimuksen lisäksi se vaatii muidenkin kovenanttien täyttämistä, joiden puitteissa suostuu kasvua rahoittamaan. Kun yritys on neuvotellut mahdollisimman suuren määrän seniorilainaa, täytetään jäljellä oleva rahoitustarve omalla pääomalla ja välirahoituksella. Välirahoituksen käyttö riippuu yrityksen- ja rahoitusmarkkinoiden tilanteesta. Tilanteissa, joissa rahoituksen saanti hankalaa välirahoitus on käyttökelpoinen.

Täten yritysoston rahoitus lähtee siitä, että omistajat sijoittavat yritykseen tietyn rahamäärän ja yrittävät sen jälkeen hankkia mahdollisimman paljon, mahdollisimman edullista vierasta pääomaa. Yleensä tilanne on niin, että päävelkarahoittaja ei suostu antamaan niin paljoa velkaa, mitä yritys haluaisi. Täten yllättävänä tuloksena saatiin, että velan saanti riippuu pitkälti rahoittajasta, ei yrityksestä itsestään.



Kuvio 8: Yritystojen rahoitusrakenne ennen finanssikriisiä



Kuvio 9: Yritystojen rahoitusrakenne finanssikriisin jälkeen

Yllä olevista kuvioista näkyy tilanteen muuttuminen finanssikriisin aikana. Ennen finanssikriisiä equityn osuus oli noin kolmannes kokonaisrahoitustarpeesta. Nyt pankit vaativat yrityksiltä, että omaa pääomaa on vähintään puolet taseesta. Seniorilainalla katettiin jopa 70 % rahoitustarpeesta ennen finanssikriisiä, nykytilanteessa enää kolmannes tai korkeintaan puolet. Tämän vuoksi uusien investointien saaminen yhtä kannattavaksi kuin aikaisemmin on hyvin vaikeaa tilanteessa, jossa mahdollisuudet vipuvaikutuksesta saatavaan hyötyyn on tippunut voimakkaasti.

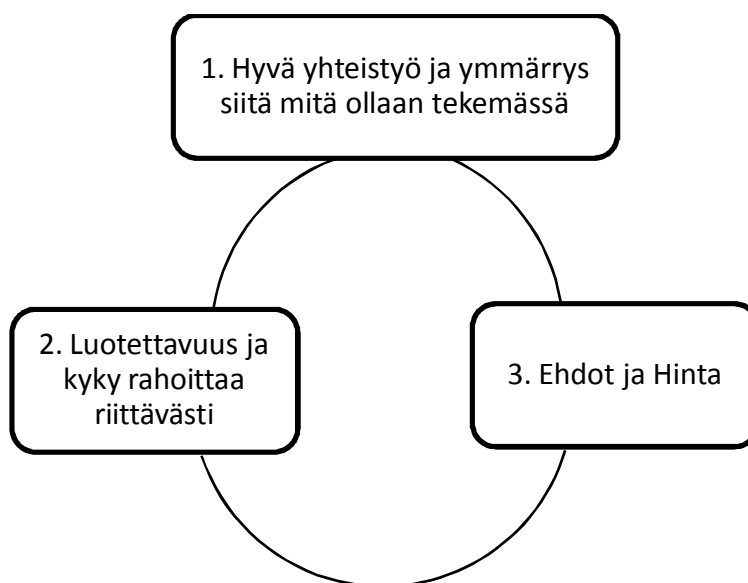
Välirahoitus rakennetaan niin, että sen tuottovaatimus asettuu seniorin ja oman pääoman kustannuksen väliin. Sen etuna, on että sen avulla voidaan rakentaa keinoja, jotka ovat ehdoiltaan hyvin joustavia ja sopivat monenlaisiin tilanteisiin. Välirahoitusta käytetään melko vähän. Sen rooli on täydentää rahoitusta, tilanteessa, jossa se muodostuu jäljellä olevista vaihtoehdoista edullisimmaksi tai muuten ehdoiltaan parhaaksi. Esimerkiksi tilanteessa, jossa pankki myöntää velkarahoitusta vain 50 % ja vaatii, että omaa pää-

omaa pitää olla 40 %, kannattaa ”puuttuva” 10 %:a täyttää välirahoituksella, jos muuta (edullisempaa) rahoitusta ei ole saatavilla.

Muuttunut tilanne pääoman saannin suhteen vaikuttaa yritysten rahoitusstrategioihin merkittävästi. Velkarahan saannin vähenemisen vuoksi yritysten tulee etsiä keinoja, joilla rahoituskapasiteettiä saadaan kasvatettua riittäväksi niin, että potentiaalsiin hankkeisiin on mahdollista osallistua. Keinoista keskustellaan lisää kappaleessa 4.3.4.

4.3.3.2 Rahoittajien valinta ja siihen vaikuttavat tekijät

Päävelkarahoittajan (päärahoittaja) merkityksen vuoksi oikean yhteistyökumppanin valinta nousee merkittäväksi tekijäksi yritysoston rahoittamisen onnistumiseksi. Haastattelujen tuloksina nousi esiin kolme keskeistä seikkaa, joita kasvuyritykset painottavat valitessaan yritysoston päärahoittajaa: Hyvä yhteistyö ja rahoittajan ymmärrys siitä mitä yrityksessä ollaan tekemässä, rahoittajan luotettavuus ja kyky rahoittaa riittävästi sekä rahoituksen hinta ja muut ehdot. Yritykset painottavat näitä ehtoja tilanteen mukaan. Esimerkiksi tällä hetkellä yritysten tärkein prioriteetti on rahoittajan luotettavuus ja kyky rahoittaa (rahoituksen saanti), kun muutama vuosi sitten yritykset preferoivat hintaa ja ehtoja, jolloin rahoittajan luotettavuuteen ja kykyyn rahoittaa pitkällä aikavälillä ei kiinnitetty huomiota.



Kuvio 10: Päärahoittajan valintaan vaikuttavat seikat

Päärahoittajan valinnassa tärkeänä seikkana pidetään hyvää, pitkään kestävästä yhteistyöstä ja ymmärrystä siitä, mitä yritys on tekemässä ja miten se aikoo kasvaa:

”Me oltiin kommunikoitu pankin kanssa yrityksen kasvustrategia -- Pankin kanssa oli sovittu et laitetaan omaa pääomaa jos omavaraisuus menee alle 35 %:n”

Kasvuyrityksen entinen hallituksen puheenjohtaja

Kommentti on linjassa muiden haastattelujen tulosten kanssa. Kasvustrategian kommunikointi ja suunnitelmien esittäminen päärahoittajalle on lähtökohta kilpailukykyisen päärahoittajan saamiseksi, sillä kilpailuttaminen on helpompaa jos on esittää rahoittajia houkutteleva strategia ja miten se aiotaan toteuttaa. Tärkeää on myös se, että rahoittaja ymmärtää mitä yritys on tekemässä: Mitä paremmin rahoittaja tuntee toimialan ja tehtävät investoinnit, sen luottavaisempi se on sen suhteen ja tätä kautta sitä enemmän ja edullisempaa rahaa se pystyy tarjoamaan yritykselle.

Suomessa yrityksillä on perinteisesti pitkät pankkisuhteet, joten osapuolten kommunikointi ja yhteistyön rakentaminen ovat hyvällä pohjalla. Pitkät yhteistyösuhteet vähentävät myös rahoitusriskiä, sillä tunnettu yhteistyökumppani on joustavampi rahoituksen ehdoissa ja haluaa hyvän yhteistyön jatkuvan heikoissakin tilanteissa. Lisäksi pitkät pankkisuhteet luovat kustannussäästöjä, sillä ne vähentävät byrokratiaa osapuolten välillä.

Päärahoittajan tulee olla luotettava. Monien kasvustrategioiden toteutus kestää vuosia, joten yrityksen tulee luottaa siihen, että rahoittaja sitoutuu rahoitukseen ja se kykenee tarjoamaan sitä suuriinkin hankkeisiin. Tällöin päärahoittaja tukee toteutettavaa strategiaa, ja on valmis rahoitukseen aina kun yrityskauppa saadaan sovittua. Lisäksi rahoitusriski pienenee, koska luotettava rahoittaja pystyy jatkamaan rahoitusta myös heikompiina aikoina.

”Pk-yrityksille on tärkeää pitkät pankkisuhteet, koska silloin saa rahoitusta huonoinakin aikoina. Esimerkiksi meille tarjottiin viime vuosina paljon islantilaista rahaa, joka oli halvempaa kuin mitä käytettiin. Jos me oltais lähdetty siihen kelkkaan ei varmasti oltais tässä nyt”

Kasvuyrityksen toimitusjohtaja

Investoinnit ja niihin sidotut rahoitussopimukset ovat vaikutusajaltaan usein vuosia, jopa vuosikymmenten mittaisia. Tämän vuoksi rahoittajan luotettavuus ja rahoituksen jatkuminen ovat erittäin tärkeitä. Esimerkkinä tilanteesta, jossa yritys on joutunut puolaan väärän rahoittajan valinnan seurauksena voidaan nähdä tälläkin hetkellä: nykyisessä tilanteessa, jotkut yritykset ovat ajautuneet vaikeuksiin päärahoittajan vaatiessa lainojen välitöntä takaisinmaksua omien rahoitusvaikeuksien seurauksena. Nämä tilanteet ovat seurausta pankkien välisestä kilpailusta viime vuosina, jolloin osa markkinoille tulleista pankeista tarjosi lainaa markkinahintoja edullisemmin ehdoin. Nyt osa näistä pankeista on joutunut irtisanomaan lainat, jolloin yritykset ovat joutuneet jälleenrahoittamaan lainojaan tilanteissa, joissa jälleenrahoitus on vaikeaa ja huomattavasti kalliimpaa kuin alkuperäistä rahoitussopimusta solmittaessa.

Kolmantena seikkana päärahoittajan valintaan vaikuttaa rahoituksen ehdot ja hinta. Lainan hinta on helppo kilpailuttaa sillä se kulminoituu lainan kuluihin, kuten marginaaliin sekä erilaisiin preemioihin, kuukausikuluihin ja muihin vastaaviin. Lisäksi tärkeänä seikkana nousi esiin rahoituksen ehdot. Niiden sovittaminen yrityksen tilanteeseen sopivaksi on merkittävä seikka. Tärkeimpinä pidettiin liikkumavapautta lainaehtojen suhteen. Tämä tarkoittaa esimerkiksi kovenanttitasojen asettamiseen: mitä joustavammat kovenantit sitä pienempi riski, että joudutaan neuvottelemaan lainat uudelleen. Toisaalta lainan jakaminen erilaisiin eriin esimerkiksi maturiteetin tai koronmaksun suhteen on tärkeää: osa laipaketista voidaan rakentaa lainoista, jotka ovat 10-vuoden bulletteja, joissa korot pääomitetaan, ja osa voi olla vaikka kuukausittain lyhennettävää lyhyempää lainaa.

Omavaraisuusvaatimuksen lisäksi seniorilainan saantiin vaikuttaa yrityksen toimialasta ja tilanteesta riippuva käyttökatekerroin. Pankit vaativat yrityksiltä kannattavuutta ja rahoittavat sen kassavirtaa. Tämä tarkoittaa sitä, että yritys ei välttämättä saakaan haluamaansa määrää seniorilainaa, jos sen toteutunut ja ennustettu kannattavuus ei ole riittävä. Käyttökatekertoimet olivat parhaimmillaan jopa kahdeksan kertaa käyttökate ennen vuotta 2008. Nyt elämme tilanteessa, jossa kertoimet ovat 2-3. Tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi 10 %:n käyttökateen saavuttava yritys saa nykytilanteessa kokonaisrahoitustarpeestaan vain kolmanneksen seniorilainana, jos sen hinta on kuusi kertaa käyttökate.

Huomionarvoista on, että tällä hetkellä rahoittajan valintakriteereistä kohta kaksi, luotettavuus ja kyky rahoitukseen, on noussut merkittävimmäksi kriteeriksi, sillä yritysten suurin ongelma tällä hetkellä on velkarahan saaminen. Tämän ehdon keskeisyys kertoo poikkeuksellisesta tilanteesta lainarahoituksen suhteen.

”Tällä hetkellä seniorin saaminen on lähes mahdotonta. Sen vuoksi kriteerinä tällä hetkellä se, keneltä sitä fyrkkaa saa”

Kasvuyrityksen toimitusjohtaja

Poikkeuksellinen tilanne on lyhyellä aikavälillä vaikuttanut yrityskauppoihin vähentämällä niiden määrää, koska pyyntihinnat eivät ole samalla tasolla sen kanssa mitä ostajat ovat valmiita maksamaan. Tämä korostaa rahoituksen saannin vaikutusta yrityskauppojen hintoihin. Lyhyen aikavälin vaikeaa tilannetta on alettu korjata myös keinovalikoimaa kasvattamalla. Lainarahoittajat eivät suostu rahoittamaan yritysostoja, koska riski suhteessa rahoittajan saamaan tuottoon ja maksuhäiriöriskiin on suuri. Tällöin vaihtoehtoiset rahoittajat nousevat tärkeiksi. Oman pääoman ehtoisilla rahoittajilla on paremmat mahdollisuudet saavuttaa lisääntyneiden riskien vaatima potentiaalinen tuotto, joten niiden tarjoamia keinovalikoimia on alettu ottaa käyttöön. Niistä lisää kappaleessa 4.3.4. Toisaalta vierasta tai omaa pääomaa kauppahinnan maksamiseksi on yhä useammin alkanut tarjota myyjä. Myyjien osuus kaupan rahoittamiseksi on nousemassa merkittävään osaan, sillä heillä on intressi saada kauppa toteutetuksi ja sen sijaan, että myisivät edullisemmin tai jättäisivät kaupan toteuttamatta heidän kannattaa rahoittaa osa kauppahinnasta esimerkiksi myöntämällä kaupalle maksuaikaa.

4.3.4 Keinot

Yritysostojen rahoitukseen on olemassa suuri valikoima eri keinoja, sillä Suomen laaja sopimusvapaus mahdollistaa monipuolisten rahoitusinstrumenttien rakentamisen yritysostojen rahoitusratkaisuiksi. Empiiriset havainnot tukevat teoriaosuudessa esitettyjä keinoja, mutta poikkeavia havaintoja tehtiin. Keskeisimmät keinot on esitetty seuraavissa kappaleissa.

Käytännössä yrityksen pääomatarve täytetään perin yksinkertaisin keinoin. Yritysostojen rahoituskeinot listaamattomissa yrityksissä halutaan pitää mahdollisimman yksinkertaisina, sillä tarpeeton asioiden monimutkaistaminen vie resursseja ja aikaa, joka on pois muusta ajankäytöstä. Yksinkertaisuus, kustannustehokkuus ja keinojen sopivuus kyseiseen tilanteeseen, nousivat tärkeimmiksi seikoiksi kasvun rahoittamisessa. Täten yleisin keino on kanavoida rahoitus emoyhtiön kautta, tehdä käteiskauppa ja jälleenrahoittaa ostettavan yrityksen velat. Toisaalta mielenkiintoiseksi asian tekee nykyinen

markkinatilanne: velkarahoituksen saanti on hankaloitunut merkittävästi, joten vaihtoehtoisiin keinojen merkitys on kasvanut.

Käyttöomaisuuden myyntiä tai velan sijoittamista tytäryhtiön taseeseen ei käsitellä kapapaletasolla sillä empiiriset havainnot eivät olleet linjassa teorian kanssa niiden merkityksestä rahoituskeinona. Käyttöomaisuuden myyntiä kaupan yhteydessä ei koettu rahoituskeinoksi, sillä kohdeyritystä analysoitaessa ”tarpeettomat” osat jätetään pois laskuista. Ne ovat siis kaupan kohteesta erillisiä, jotka myydään ennen kauppaa pois tai jätetään sen ulkopuolelle. Täten ne jäävät oston ja rahoitustarpeen ulkopuolelle. Haastateltavat näkivät käyttöomaisuuden, kuten kiinteistöt enemmän konsernipoliittisesta näkökulmasta: riippuen konsernin politiikasta, eri varallisuuserät voidaan omistaa itse tai vuokrata, riippuen päätetyistä käytännöistä. Jos politiikan mukaan tiettyjä ”ylimääräisiä” erä ei haluta omistaa, niitä ei myöskään osteta.

Velan sijoittamista tytäryhtiöihin ei koettu rahoituksellisesti merkittäväksi. Velan sijoittaminen koettiin riskienhallintana tilanteessa, jossa riski halutaan kapseloida esimerkiksi tulosityksikköön. Rahoituksellista merkittävyyttä sillä ei kuitenkaan ole, koska rahoittajat tarkastelevat rahoitettavaa yritystä ja sen pääomarakennetta konsernitasolla. Tällöin kaikki tytäryhtiöiden velat huomioidaan konsernin velkarasitusta ja pääomarakennetta laskettaessa. Mielenkiintoisena havaintona saatiin myös tytäryhtiöiden velkaannuttamisen kyseenalaistaminen. Eräs haastateltavista näki sen jopa epärehellisenä toimintana, joka saattaa heikentää rahoittajien ja sijoittajien luottamusta yritystä kohtaan.

”Meidän menestys perustuu siihen, että me uskalletaan ottaa kaikissa yritysostoissa ja investoinneissa emoyhtiövastuu. Me lähdetään siitä, että me vastataan aina sitoumuksista, myös huonoina aikoina.”

Kasvuyrityksen toimitusjohtaja

4.3.4.1 Pääperiaatteet keinojen valinnassa

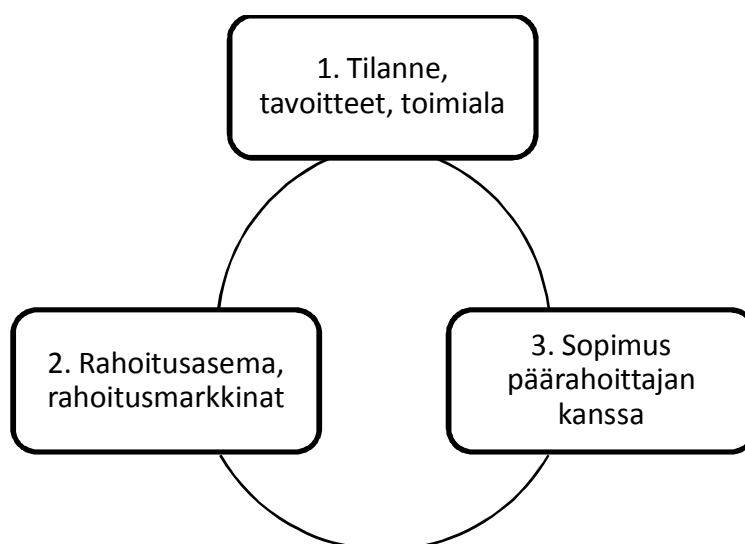
Monipuolisista mahdollisuuksista huolimatta käytännön rahoituskeinot osoittautuivat hyvin yksinkertaisiksi. Käytetyt rahoitusinstrumentit ovat yksinkertaisia, sillä täten niiden kustannus muodostuu mahdollisimman edulliseksi. Ainoa, missä monimutkaisempia rahoitusinstrumentteja sovelletaan on välirahoitus, jonka osuus kokonaisrahoituksesta on vain 0-20 %. Huomattavaa on, että eri keinoja käytettäessä myös rahoittajien lu-

kumäärä kasvaa, sillä eri rahoittajat ovat erikoistuneet tiettyjen pääomalajien ja sitä kautta ratkaisujen tarjontaan.

”Rahoituslähteiden lukumäärän kasvattaminen hankkeissa komplisoi rahoituksen hallintoa erittäin paljon. Silloin joutuu tyydyttämään useiden rahoittajien tarpeita. Se työllistää ja vaikeuttaa muutosten tekoa.”

Pääomasijoitusyhtiön hallituksen puheenjohtaja

Yksinkertaisuus on siis tärkeää. Sen vuoksi yritykset pyrkivät siihen, että niillä on vain yksi päärahoittaja, joka tarjoaa senior-lainaa. Pk-yrityksissä tämä on yleensä mahdollista, sillä lainamäärät ovat niin pieniä, että pankit voivat antaa koko rahoituksen itse eikä syndikointiin tarvitse lähteä.



Kuvio 11: Yritysostojen keinojen valintaan vaikuttavat tekijät

Yksinkertaisuuden lisäksi keinojen valintaan vaikuttavat yrityskohtaiset tekijät, jotka on lueteltu yllä olevassa kuviossa. Yrityksen toimiala, sen tilanne ja tavoitteet vaikuttavat yrityksen mahdollisuuksiin valita tiettyjä keinoja. Esimerkiksi pienen yrityksen voi olla mahdotonta käyttää osakkeilla maksamista keinona. Toisaalta yrityksen oma tilanne ja tavoitteet vaikuttavat siihen kuinka ison rahoitusriskin se voi kantaa.

Yrityksen rahoitusasema ja rahoitusmarkkinoiden tila vaikuttavat rahoituksen saantiin. Huonossa rahoitusasemassa oleva yritys joutuu turvautumaan pääasiassa oman pääoman

ehtoiseen rahoitukseen tai Vendor Noteen. Tilanne on sama, jos rahoitusmarkkinoilta ei saa rahoitusta.

Sopimus päärahoittajan kanssa vaikuttaa valittavissa oleviin keinoihin. Se voi rajoittaa muiden rahoittajien käyttöä, jolloin välirahoituksen käyttäminen ei ole välttämättä mahdollista. Lisäksi se voi vaikuttaa osakkeiden luovutusmahdollisuuksiin ja tätä kautta uusien osakeannin käyttöön tai osakkeilla maksamiseen. Lisäksi päärahoittaja vaatii aina kovenanttien asettamista.

4.3.4.2 Peruslähtökohtana seniorilaina ja käteinen

Edellisessä kappaleessa tuotiin esiin pyrkimys yksinkertaisiin ratkaisuihin. Tätä tukee yksinkertaisten keinojen käyttö silloin kun se on mahdollista. Käteisen käyttäminen kauppahinnan maksamiseen ja seniorilainoitus on kaikkein yleisin keino rahoittaa yritysosto. Tämän keinojen yleisyys selittyy sen yksinkertaisuudella ja kustannustehokkuudella.

Seniorilaina on kaikkein edullisin rahoitusmuoto. Lisäksi se on yksinkertainen ja perustuu kahden osapuolen vahvaan luottamukseen ja yhteistyöhön. Kappaleesta 4.3.2.3 muistamme, että luottamus toiseen osapuoleen on rahoittajan valintaan vaikuttava tärkeä seikka. Sama pätee rahoitettavan valintaa rahoittajan näkökulmasta. Käytettäessä seniorilainaa rahoitukseen ja käteistä kauppahinnan maksamiseen toteutetaan yrityskauppa hyvin yksinkertaisella struktuurilla. Tällöin aika ei kulu hallinnollisten asioiden käsittelyyn ja asioiden järjestelyyn vaan käytettävä aika voidaan käyttää operatiivisiin toimiin.

Käytettäessä mainittua seniorilaina-käteinen -keinoa ostettavat yritykset ostetaan yleensä kokonaan emoyhtiön taseeseen ja ostettavan yrityksen velat jälleenerahoitetaan. Tässä kuviossa seniorirahoittaja on tärkeässä asemassa ja osapuolten yhteistyö on hyvin tiivistä. Suunnitelmien kommunikointi ja molemminpuolinen ymmärrys siitä mitä ollaan tekemässä on avainasemassa tämän keinojen onnistumiseksi.

Käytettäessä tätä keinoa päärahoittajan valta on verraten suuri, koska se päättää kuinka paljon seniorilainaa yritys saa ja toisaalta sen, mihin tasoon omavaraisuuskovenanti asetetaan. Tämä lähtökohta rajoittaa tietyn kokoluokan yritysostoja, jolloin hyvät kaupat saattavat jäädä toteuttamatta. Tällöin vaihtoehtoiset keinot ovat tärkeitä.

4.3.4.3 Omaan pääoman tehtävät lisäsijoitukset

Osakeannin käyttäminen yritysoston rahoituskeinona on yleinen tapa. Siten yritys saa lisää omaa pääomaa, joka parantaessaan omavaraisuusastetta parantaa mahdollisuuksia saada lisää vierasta pääomaa. Täten saadaan kasvatettua kokonaisrahoituskapasiteettia ja tätä kautta parannettua mahdollisuuksia lähteä suurempiin hankkeisiin. Lisäksi, mitä parempi yrityksen omavaraisuusaste on, sen vähemmän se on riippuvainen päärahoittajasta. Tämä voi olla tärkeää tietyissä tilanteissa, sillä se lisää liikkumavapautta ja nopeuttaa päätöksentekoa hyvän tilaisuuden tullessa.

Listamattomissa yrityksissä omaan pääomaan tehtävät lisäsijoitukset voidaan toteuttaa järjestämällä suunnattu osakeanti. Osakeanti suunnataan yleensä ostavan yrityksen omistajille, uusille sijoittajille tai ostettavan yrityksen johdolle. Suunnattaessa osakeanti nykyisille omistajille parannetaan omavaraisuusastetta. Tällöin kyse on siitä, että päärahoittajan kanssa sovittu omavaraisuuskovenanti uhkaa rikkoutua toteutettavan kaupan seurauksena. Jos ollaan ostamassa erittäin suurta yritystä, voidaan osakeanti suunnata myös toiselle sijoittajalle (oman pääoman ehtoinen rahoittaja) tai niin, että nykyiset omistajat sijoittavat itse lisää. Tällöin kyse on siitä, että ilman osakeantia kassavarat eivät riitä tai että omavaraisuusaste tippuisi liian alhaiselle tasolle. Suunnattaessa osakeanti ostettavan yrityksen johdolle saadaan mainittujen etujen lisäksi sitoutettua yrityksen tulevia avainhenkilöitä.

Järjestettäessä osakeanti nykyisten osakkeenomistajien omistus dilutoituu, mikäli osakeanti suunnataan yrityksen ulkopuolelle. Haastateltavat olivat lähes yksimielisiä siitä, että uuden osakkeenomistajan ottaminen mukaan voi olla yritykselle erittäin kannattavaa, mikäli uusi omistaja tuo yritykseen muutakin kuin pelkkiä euroja tai dollareita: Usein ulkopuolisella sijoittajalla on täydentävää osaamista, jolloin yritys saa lisää osaamista omistaja-arvon kasvattamiseen ja yrityksen menestyksekkäämpään johtamiseen. Tärkeää on lisäksi se, mihin hintaan uusi omistaja saa uusia osakkeita. Se riippuu osapuolien neuvottelun lisäksi markkinatilanteesta. Esimerkiksi pääomasijoittajat käyttävät erittäin korkeita diskonttauskorkoja sijoittaessaan uusiin yrityksiin. Toisaalta, oman pääoman ehtoinen sijoitus voi olla erittäin kannattava silloin kun yritys on hyvässä kunnossa ja selkeällä kasvu-uralla. Tällöin yhä useampi sijoittaja on kiinnostunut tulemaan mukaan rakentamaan yritystä yritysostoin. Täten osakeanti on järjestettävissä paremmin ehdoin nykyisten omistajien kannalta.

4.3.4.4 VÄLIRAHOITUSINSTRUMENTTIEN KÄYTTÖ

Välirahoitusinstrumenttien käyttö yritysostojen rahoituksena kuuluu keinovalikoimaan yleensä vain suuremmissa transaktioissa – kaupoissa joissa rahoitustarve on joitain miljoonia tai enemmän. Tämä johtuu siitä, että välirahoituksen rakentaminen on usein monimutkaista, ja toisaalta siitä, että suurin osa kaupoista saadaan toteutettua ilman niiden käyttöä. Välirahoitukseen lopullista hintaa ei myöskään voida täydellisesti arvioida, sillä siihen sisältyy yleensä mahdollisuus osuuteen yrityksen menestyksestä. Tällöin välirahoituksen kustannus voi nousta jopa oman pääoman kustannuksen tasolle, vaikka väli-pääoman tarjoajan riskitaso on huomattavasti alhaisempi (=maksunsaantijärjestyksessä ennen omaa pääomaa).

Välirahoituksen käyttö on siis lähtökohtaisesti edullisempaa kuin oma pääoma mutta kalliimpaa kuin velkaraha. Sen käyttämisen hyöty yrityskaupan rahoitukseen on siinä, että sen ehdot voidaan sopia hyvin joustavasti. Esimerkiksi kassavirtavaateet voidaan sovittaa takapainotteisiksi tai vaihtoehtoisesti luoda voitto-osuusehto, jolloin koron kustannus saadaan pienemmäksi. Tämä on käytännöllinen tapa esimerkiksi tilanteessa, jossa yrityksen kassavarat ovat vähäiset tai kassavirtojen ennustettavuus epävarmaa. Välirahoituksen käyttö yritysostojen rahoituskeinona on lisääntynyt jonkin verran finanssi-kriisin ansiosta, ja sillä pyritään korvaamaan usein seniorilainaa, jota on nykyään vaikeampi saada.

4.3.4.5 OSAKEVAIHTO TAI OMILLA OSAKKEILLA MAKSAMINEN

Kauppahinnan maksamiseen voidaan käyttää omia osakkeita tai osakevaihtoa. Nämä voidaan laskea myös tehtävän kaupan rahoituskeinoiksi, sillä tarkoittaa käytännössä maksuaikaa yritysostolle. Haastattelujen tuloksena selvisi, että omilla osakkeilla maksaminen on hyvin yleinen ja suosittu tapa rahoittaa yritysosto. Keinon suosiota perusteltiin ensisijaisesti sillä, että siten voidaan sitouttaa ostettavan yrityksen johtoa tilanteessa, jossa myyjä on yrittäjätaustainen tai myyvän yrityksen johdolla on merkittävä omistus ostettavassa yrityksessä. Sitouttaminen varmistetaan Lock-Up -sopimuksella, joka estää myyjää myymästä saamiaan osakkeita sovittuna aikana, esimerkiksi kolmen vuoden kuluessa kaupasta. Toinen syy osakkeiden käyttämiseen kauppahinnan maksuna on, ettei sen käyttö rasita kassaa. Toisin kuin teoriaosuudessa esitettiin, se ei kuitenkaan ole kovinkaan merkittävä seikka sille miksi omaa osaketta käytetään. Kolmas, ja varsin mielenkiintoinen tulos oli se, että ostajat suosivat omilla osakkeilla maksamista myös sen takia, että täten niillä on mahdollisuus tehdä edullinen kauppa, mikäli ne kykenevät

perustelemaan oman osakkeensa hinnan korkeaksi. Käyttämällä tätä ”oman taseen paisuttamista” yrityskaupan todellinen kustannus muodostuu pienemmäksi. Tulos on kuitenkin ristiriitainen, sillä erään haastateltavan mukaan osakevaihtotilanteessa kaupan molemmilla osapuolilla on taipumus yrityksensä arvon ”paisuttamiseen”. Täten osakevaihto voi osoittautua jopa kalliimmaksi ratkaisuksi:

"Yleensä kun sä maksat käteisellä sä saat sen halvemmalla. Jos käytetään osakevaihtoa, molemmat pullistaa tasettaan. Osakevaihto sen takia hankala. -- Käteisellä hinta on yleensä merkittävästi alempi."

Investointipankin Partner

Tämä on erittäin mielenkiintoinen seikka. Osakevaihdon käyttäminen yritysoston rahoituskeinona perustuu teorian mukaan siihen, että näin pystytään toteuttamaan kauppaja, joita muuten ei kyettäisi toteuttaa esimerkiksi heikon likviditeetin vuoksi. Sen lisäksi tulee kuitenkin huomioida, että osakkeilla tehtävän kaupan kannattavuus riippuu siitä, kumpi osapuolista – myyjä vai ostaja – hinnoittelee osakkeensa ”paremmin”. Mikäli myyjä tai ostaja ei pysty perustelemaan osakkeensa hinnoittelua, kaupan toteuttaminen hankaloituu ja saattaa jopa vaarantua. Mikäli ostajan osakkeen oikeasta arvosta ei päästä yhteisymmärrykseen, on turvaututtava käteiskauppaan. Myyjän osakkeen hinnoittelun kohdalla ratkaisu voi olla parempi, sillä mikäli kauppahinnasta ei päästä sopuun, voidaan kauppahinnan määrittämiseen käyttää Earn Out:ia, josta lisää seuraavassa kappaleessa.

Osakevaihto on muilta osin sama asia kuin osakkeilla vaihtaminen, mutta tällöin käteistä saa olla maksimissaan 10 %. Tämä on verotustekninen seikka ja perustuu siihen, että myyjälle ei realisoidu myyntivoittovero osakevaihdossa ehtojen täytyessä. Täten osakevaihto saattaa tietyissä tapauksissa olla erittäin hyvä keino rahoittaa yritysosto. Pitää muistaa, että aina kun myyjän hyötyä saadaan parannettua, osa hyödystä allokoituu ostajalle. Esimerkiksi juuri verokustannuksen laskeminen tai muu hyöty tarkoittaa käytännössä alempaa kauppahintaa, joka koituu myös ostajan eduksi.

4.3.4.6 Vendor Note

Vendor Note eli myyjän käyttäminen kaupan rahoittajana on yleinen tapa rahoittaa yritysosto: kaikilla haastatelluilla oli kokemusta sen käytöstä. Vendor Note koettiin erittäin käyttökelpoiseksi keinoksi paikata muuta rahoitusvajetta. Erityisesti nykyisessä markki-

natilanteessa, jossa rahoitusmarkkinoilta saatava rahoitus on vaikeaa, myyjän tarjoama rahoitus voi olla ratkaiseva tekijä yritysostonrahoituksen kokoamiseksi ja tätä kautta kauppojen toteuttamiseksi.

Vendor Note toteutetaan yleensä vieraan pääoman ehtoisena vakuudettomana juniori- tai seniorilainana. Myös pääomalainana myöntäminen on yleistä. Vendor Note on hyvin joustava ja räätälöitävissä oleva rahoituskeino: se voidaan sopia korottomana osamaksusopimuksena tai se voidaan sopia kerralla takaisin maksettavana bullet-lainana. Mikäli yritysosto on merkittävä, voidaan Vendor Note järjestely sopia niin, että myyjä sijoittaa omaa pääomaa ostettavaan yritykseen ja saaduille osakkeille asetetaan määräaikainen myyntikielto tai sidotaan myyntioikeus tiettyjen ehtojen toteutumiseen (Lock-Up - sopimus). Tällä sitoutetaan myyjä työskentelemään yrityksen menestyksen eteen ja tuetaan yrityksen kasvustrategiaa.

4.3.4.7 Earn Out

Earn Out tarkoittaa lopullisen kauppahinnan määräytymistä yrityksen tulevaisuuden suoriutumisen perusteella. Se osoittautui erittäin paljon käytetyksi keinoksi rahoittaa yritysostoa, vaikkakin haastateltavat kokivat sen ensisijaisesti tapana hallita yrityskaupan riskiä. Kaikki olivat kuitenkin sitä mieltä, että ostajalla on Earn Out:issa myös rahoituksellinen intressi, sillä tässä tavassa jätetään aina merkittävä osa maksettavaksi vasta tulevaisuudessa.

Earn Out on erittäin käytetty keino erityisesti tällä hetkellä, kun ostajien ja myyjien näkemykset oikeasta hintatasosta poikkeavat. Tällöin ostajan on turvallisempaa suostua tiettyyn hintatasoon, mikäli se sidotaan yrityksen suoriutumiseen. Mikäli myyjä esittää laskelmia, joista ostaja on eri mieltä, voidaan lopullinen kauppahinta sopia riippumaan tulevasta suoriutumisesta. Tällöin ostaja saa käytännössä korotonta maksuaikaa osalle kauppahintaa. Yleensä Earn Out lasketaan 2-4 vuoden ajalta.

Earn Out on siis merkittävä rahoituskeino yritysostoissa: Se antaa yritykselle maksuaikaa, joka riippuu yritysoston onnistumisesta. Lisäksi sen käytöllä vähennetään rahoitusriskiä, sillä maksettava määrä on suhteessa yrityksen suoriutumiseen ja toteutuneisiin kassavirtoihin. Tällöin yrityksellä on varaa suorittaa kauppahinta vaikka yritys ei olisi suoriutunut suunnitelmien mukaan.

4.3.4.8 Kovenanttien käyttö

Teoriassa esitetty rahoituskeino, joka jakoi eniten mielipiteitä oli kovenanttien käyttö yritysostojen rahoituskeinona. Se ei lähtökohtaisesti saanut tukea haastateltavien keskuudessa, mutta osa haastateltavista näki niiden käytössä rahoituksellista hyötyä.

Teorian mukaan niillä voi korvata reaalivakuuksia ja tätä kautta kasvattaa rahoituskapasiteettia, mutta todellisuudessa näin ei ole. Haastateltavat olivat lähes yksimielisiä siitä, että kovenantit eli sopimusvakuudet ovat pankin riskienhallintakeino eikä yrityskaupan rahoituskeino. Pankit siis vaativat kovenanttien käyttöä kaikissa tapauksissa, eikä niiden lisääminen mahdollista velkavivun kasvattamista.

Kovenanttien vaikutuksesta lainarahan hintaan saatiin erilaisia havaintoja. Osa haastateltavista näki kovenanttien käytön hyvänä seikkana, sillä tiukentamalla niitä saatetaan saada lainaa edullisemmalla kustannuksella. Mikäli taas tarvitaan joustavuutta lainaehdotuksiin, voidaan kovenanteissa joustaa korvausta vastaan. Tämä on hyvin mielenkiintoinen seikka, joka korostaa luottamusta osapuolten välillä: Heikosti kannattavilla yrityksillä tai yrityksillä, joihin pankit eivät luota ei ole mahdollisuutta vaikuttaa kovenanttiansa tasoon, vaan pankit vaativat tiettyjä kovenanttitasoja hallitakseen rahoitusriskiään. Pankit kiinnittävät tähän erittäin paljon huomiota, sillä riskiä pääoman menetyksestä ei voida hinnoitella rahoituksen kustannuksiin.

”Jos on heikomman pään case, niin ei me sitä voida hinnalla kompensoida”

Liikepankin luottojohtaja

Tilanne on toinen yrityksillä, joihin rahoittajat luottavat: Ne saavat rahoitusta joustavammin ehdoin. Jos ne haluavat joustaa kovenanteissa, voidaan niiden kohdalla korvausta vastaan luopua tietyistä kovenanteista. Tämä on käyttökelpoista esimerkiksi isoissa investoinneissa, joissa omavaraisuusaste tai kannattavuus tippuu ison investoinnin seurauksena.

4.4 Listaamattomien kasvuyritysten rahoituksen tulevaisuus Suomessa

Yritysten rahoitus on muuttunut merkittävästi vuodesta 2008 alkaen. Muutos on vaikuttanut rahoituksen saantiin, sen hintaan ja tätä kautta yritysten mahdollisuuksiin kasvaa ja luoda arvoa. Vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen tarjonta on supistunut voimakkaasti. Tämä on vähentänyt mahdollisuuksia saada tarvittava rahoitusmäärä yritysostojen toteuttamiseen.

Rahoituksen heikon saannin vuoksi yritysten hinnat ovat laskeneet ja tulevat laskemaan edelleen niin kauan kuin rahoitusta on vaikea saada, sillä riskitasoon nähden riittävän tuottovaatimuksen saavuttaminen vähäisellä velkavivulla on hyvin haastavaa. Myös kaupankäyntivolyymi on laskenut voimakkaasti: Rahoituksen saannin väheneminen on saanut aikaan tilanteen, jossa myyjät odottavat saavansa korkeamman hinnan kuin ostajat ovat valmiita maksamaan. Erityisesti suorat käteiskaupat ovat vähentyneet likviditeetin ollessa niukkaa. Tilanne muuttuu vasta, kun myyjät alentavat hintojaan tai velkarahoitusta on paremmin saatavilla.

Kuilu kysynnän ja tarjonnan välillä on vähentänyt myös oman pääoman ehtoisen rahoituksen saantia. Tarjontaa toki olisi, mutta sen kustannus on noussut niin paljon, että omistajat eivät halua dilutoitua ehdoin, joita heille tarjotaan. Tämä johtuu siitä, että yritysten hintojen laskuhan tarkoittaa samaa kuin se, että diskonttauskorot, joilla niitä hinnoitellaan ovat nousseet. Täten yritysten oman pääoman ehtoisen rahoituksen hintakin on noussut.

Listaamattomien kasvuyritysten rahoituksen, erityisesti seniorilainan, saanti pysyy heikkona myös lähitulevaisuudessa. Seniorilainan heikon saannin ja hinnan vuoksi yritysten tulee alkaa etsiä keinoja vähentää riippuvuutta liikepankeista rahoittajina. Esimerkiksi muiden vieraan pääoman ehtoisten rahoitusinstrumenttien hinta on suhteellisesti laskenut, joten niiden hyödyntäminen tullee kasvamaan tulevaisuudessa.

Mainitun tilanteen vuoksi kasvuyritykset ovat pakotettuja muuttamaan rahoitusstrategioitaan. Saadakseen liikepankin mukaan päärahoittajaksi oman pääoman osuuden tulee nykyisessä tilanteessa olla vähintään puolet taseesta. Sen vuoksi yritysten tulee tehdä ratkaisuja, joilla saadaan omaa pääomaa yritykseen ehdoilla, jotka ovat nykyisten omistajien kannalta hyväksyttäviä. Keinovalikoimasta käyttöön tulee ottaa osakkeilla tehtävät kaupat, osakevaihdot ja myyjän käyttäminen oston rahoittajana (nk. Vendor Note)

sekä Earn Out -ratkaisut, mitkä ovat jo nyt yleistyneet merkittävästi. Myös välirahoituksen osuus kokonaisrahoitusstruktuurista on kasvanut.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

5.1 Listaamattomien kasvuyritysten yritysostojen rahoituksen taustatekijät

Kasvuyritys on yritys, jota ohjaa tietoinen pyrkimys kasvaa ja luoda arvoa. Sen vuoksi sen tärkeimmät tavoitteet ovat kannattava kasvu ja omistaja-arvon luominen. Lisäksi kasvuyrityksillä on merkittävä yhteiskunnallinen rooli veronmaksajana sekä työllistäjänä, sillä kolme neljästä uudesta työpaikasta syntyy kasvuyrityksiin.

Yritysostot ovat vaihtoehto orgaaniselle kasvulle yrityksen pyrkiessä kasvattamaan liiketoimintaansa ja luomaan arvoa omistajilleen. Sen etuja suhteessa orgaaniseen kasvuun ovat mahdollisuus nopeaan ja voimakkaaseen kasvuun. Yritysostoilla kasvamiseen liittyy aina merkittäviä riskejä, jotka toteutuessaan aiheuttavat yritysoston epäonnistumisen ja kasvuyrityksen tavoitteiden saavuttamatta jäämisen. Yksi keskeisistä yritysostojen onnistumiseen vaikuttavista tekijöistä on rahoitus. Sen merkitys yritysoston ja tätä kautta yrityksen kasvun onnistumisen kannalta on erittäin suuri. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää ketkä ovat tärkeimmät kasvun rahoittajat, ja mitä keinoja listaamattomat kasvuyritykset käyttävät rahoittaessaan kasvuaan yritysostoilla.

Yrityksen rahoituskysymykset voidaan jakaa kahteen osaan taseen mukaisesti. Taseen vastaavaa puolen eli sijoitettujen pääomien allokointi liittyy siihen, miten saada maksimaalinen tuotto sijoitetuille varoille. Vastattavaa puolen rakentaminen taas liittyy siihen, miten saada rahoitusta mahdollisimman edukkaasti ja miten tehdä jako oman ja vieraan pääoman suhteen. Tässä on kyse yrityksen rahoituspäätöksestä.

Yrityksen rahoituspäätöstä taustoitettiin kolmen tunnetun teorian avulla. Yritysrahoituksen tutkimuksesta johdetut teorialat sopivat myös listaamattomiin kasvuyrityksiin, mutta kasvuyrityksen rahoituspäätöstä tutkittaessa tulee huomioida niiden tavoitteet sekä niukkuus rahoituskapasiteetissa. Täten yritysostojen rahoitus tulee suunnitella, niin että tavoitteet voidaan saavuttaa ja tätä kautta rahoituksen osalta varmistaa yrityksen tavoitteiden toteutumisen parhaat edellytykset: Tavoitteista arvonluontiin pyrkiminen tukee kasvuhakuista strategiaa ja on yrityksen olemassaolon tarkoitus. Toinen tavoite, hallittu kasvu, on tärkeä, sillä hallitsematon kasvu on pääsyy yritysten konkurssiin. Lisäksi, niukkuudessa toimivien yritysten tulee pyrkiä rahoitukselliseen joustavuuteen, koska sen avulla mahdollistetaan nopea muutoksiin reagointi ja kilpailuedun säilyminen.

Onnistuneilla yritysoston rahoitusratkaisuilla parannetaan kasvuyrityksen mahdollisuuksia saavuttaa pitkän aikavälin tavoitteensa kasvaa hallitusti, luoda omistaja-arvoa ja hyvinvointia. Tavoitteisiin pääsemiseksi rahoitus tulee sopeuttaa yrityksen toimialaan, tilanteeseen ja olemassa oleviin rahoitusmarkkinoihin sopivaksi, sillä parhaiden rahoittajien käyttäminen ja oikeat rahoitusratkaisut vähentävät merkittävästi yksittäisen epäonnistuneen yritysoston vaikutusta yrityskokonaisuuteen.

5.2 Yritysostojen rahoittajat ja käytettävät keinot käytännössä

Tutkimus toteutettiin teemahaastatteluna, johon haastateltavat valittiin tarkan valikoinnin jälkeen. Haastateltaviksi valittiin henkilöitä, joilla on asiantuntijuus ja kokemus yritysostoista ja niiden rahoittamisesta. Täten valinnat kohdistuivat Suomen keskeisimpien pääomasijoitusyhtiöiden toimitusjohtajiin sekä kasvuyritysten ja pankkien johtohenkilöihin. Näin saatiin haastateltaviksi joukko, jolta voitiin olettaa saatavan kattavia, ja erittäin hyviä vastauksia siihen mitä rahoittajia ja keinoja kasvuyrityksillä on rahoittaessaan kasvuaan yritysostoilla.

Haastatteluissa havaittiin, että yritysostot ovat erittäin yleinen tapa kasvaa. Sen tavoite on luoda arvoa kannattavan kasvun kautta nopeammin kuin orgaanisen kasvun avulla olisi mahdollista. Lisäksi tietyillä kypsillä toimialoilla se on ainoa vaihtoehto hakea kasvua. Arvonluonti perustuu kasvun lisäksi siihen, että kasvatettaessa yrityskokonaisuuden kokoluokkaa, yrityksen arvostuskerroin kasvaa. Tätä kutsutaan koko- eli käyttökatearbitraasiksi. Se perustuu siihen, että suuri yritys nähdään vähäriskisempänä suhteessa pieniin yrityksiin. Vähäriskisyyttä perustellaan esimerkiksi sillä, että suuremmilla yrityksillä on mahdollisuus palkata parempi johto, niillä on hajautuneempi liiketoimintariski sekä tehokkaammat toimintamallit esimerkiksi tietojärjestelmien ja toimintaprosessien paremmuuden vuoksi.

Listaamattomien kasvuyritysten rahoittajia ovat Suomessa oman pääoman ehtoisen rahoituksen osalta yrityksen perustajat ja johto, pääomasijoittajat, bisnesenkelit ja muut sijoittajat. Vierasta pääomaa tarjoaa pääasiallisesti liikepankit sekä Finnvera Oyj. Väli- rahoituksen tarjontaan ovat erikoistuneet välirahoitusrahastot sekä eläkeyhtiöt.

Mielenkiintoinen seikka tutkielman kannalta on se, miten teoriaosuudessa esitetyt teoriat toteutuvat käytännössä listaamattomien kasvuyritysten rahoitukseen: Rahoittajien käytön valinta ja pääomalajien käyttäminen noudattaa Pecking Order -teoriaa, sillä lähtökohtaisesti yritys pyrkii rahoittamaan investointinsa sisäisellä rahoituksella. Se ei kui-

tenkaan riittää yritysostoihin, joten ulkoisen rahoituksen käyttö on pakollista. Tällöin yritykset käyttävät ensisijassa velkaa (seniorista junioriin), sen jälkeen välirahoitusta ja vasta viime kädessä oman pääoman ehtoista rahoitusta. Tässä poikkeuksena on kuitenkin yllä mainittu rajoite vieraan velan saamisessa: Rahoittajan valta. Rahoittajan valta määrätä rahoitettavan minimiomavaraisuusaste estää yrityksiä saamasta velkarahaa määrää, jonka yritykset haluaisivat. Tämä on mielenkiintoista, sillä se voi vaikuttaa yritysten kasvustrategioihin ja heikentää mahdollisuuksia ostaa potentiaalisia kohteita, mikäli ne ovat liian suuria tai mikäli pankki ei näe niitä hyvinä kohteina. Tässä tulee muistaa intressien erilaisuus pankin ja yrityksen välillä: pankille on samantekevää onko investointi huippuluokka vai ei; sille riittää hyväkin investointi.

Myös Market Timing -teoria saa tukea listaamattomien yritysten rahoituspäätösten teossa, sillä markkinoiden vaikutukset rahoituspäätöksiin ovat hyvin yleisiä. Esimerkiksi ennen finanssikriisiä velkaraha oli erittäin edullista, joten sitä käytettiin hyvin paljon yritysostojen rahoituksessa. Nyt puolestaan tilanne on muuttunut finanssikriisin seurauksena. Tällä hetkellä ollaan tilanteessa, jossa pankkirahoituksen saanti on vaikeutunut voimakkaasti ja sen hinta noussut merkittävästi. Sen vuoksi yritykset ovat alkaneet etsiä uusia keinoja täyttääkseen rahoitustarpeensa. Market Timing -teoriaa tukee myös kaupanhinnan maksaminen omilla osakkeilla tilanteissa, jossa yritys kokee osakkeidensa hinnoitellun korkeammaksi kuin osakkeiden joita ollaan ostamassa.

Rahoituksen merkitys yritysostoilla kasvaville yrityksille oli erittäin suuri. Yritysostoilla kasvavat kasvuyritykset ovat hyvin riippuvaisia päärahoittajastaan, joten niiden valta sanella ja ottaa kantaa strategiaan on merkittävä. Tämä on mielenkiintoinen havainto, sillä se edellyttää erittäin vahvaa ja luottamuksellista yhteistyötä osapuolien välillä. Tämä ero on suuri myös verrattaessa listattuihin yrityksiin, jotka pyrkivät riippumattomuuteen rahoituksessaan. Riippumattomuus on varmasti tavoitteena myös listaamattomissa yrityksissä, mutta sen saavuttaminen on vaikeaa. Täten niiden tulee sopeutua tilanteeseen ja löytää yritykselle parhaiten sopiva päärahoittaja. Erityistä huomiota tulee kiinnittää hyvään yhteistyöhön, sillä mitä paremmin velkarahoittaja tuntee yrityksen, sitä suurempia rahoitusmääriä se tarjoaa yritykselle käytettäväksi yritysostoihin. Sen vuoksi kasvuyritysten tulisi pyrkiä rakentamaan pitkiä suhteita muutamaa keskeiseen rahoittajaan.

Rahoitus ei kuitenkaan saa olla strategian keskeisin ajuri. Yritysten tulisi tarkastella yritysostoa aina liiketoiminnan kannalta ja arvioimalla liiketoimintariskiä. Näin ei kuitenkaan käytännössä aina ole. Tämä ilmenee siinä, että yritysten tekemät yritysostot ja investoinnit ja tätä kautta yritysten markkinahinnat, muuttuvat rahoitusmarkkinoiden

kehityksen mukaisesti. Toisin sanoen se, saavuttaako yritys tietyllä investoinnilla tuotovaatimuksensa riippuu siitä, kuinka paljon siihen on saatavissa velkarahoitusta. Oma-varaisuusastevaatimus ja pankin valta on korostunut erityisesti viimeisen vuoden aikana, sillä epävarmuus markkinoilla sekä omaisuusarvojen merkittävät alentumiset ovat muuttaneet yritysrahoituksen kenttää. Nykyään pankit vaativat vähintään 50 % omavaraisuuden, kun ennen finanssikriisiä omavaraisuusaste saattoi olla vain 25 %. Tämä ja yllämainittu pankkien suuri vaikutusvalta ovat luoneet painetta saada rahoitusta muualta, jotta rahoituskapasiteettia saataisiin kasvatettua niin, että potentiaalisiiin hankkeisiin olisi mahdollisuus lähteä. Toisaalta, nykyinen tilanne tervehdyttää yritysostokenttää, sillä se pakottaa yritykset yhä kriittisempiin yritysanalyysiin ja ostettujen yritysten liiketoiminnan kehittämiseen. Täten nykyinen tilanne voi jopa parantaa niiden yritysten kilpailukykyä, jotka uskaltavat ja kykenevät yritysostoihin ja ovat pakotettuja arvontuontiin kehittämällä ostettujen yritysten liiketoimintaa.

Pankin merkittävyyden vuoksi yrityksille on tärkeää valita oikea päärahoittaja yhteistyökumppanikseen. Yritykset valitsevat päärahoittajakseen tahon, jolla on hyvä ymmärrys siitä mitä yrityksessä ollaan tekemässä. Tämä tarkoittaa sitä, että mitä paremmin rahoittaja tuntee rahoitettavan yrityksen toimialan ja investointikohteet, sitä enemmän ja edullisemmin se pystyy tarjoamaan rahoitusta. Toiseksi päärahoittajan tulee olla luotettava ja sillä tulee olla kyky rahoittaa riittävästi. Monien kasvustrategioiden toteutus kestää vuosia, joten yrityksen tulee luottaa siihen, että rahoittaja sitoutuu rahoitukseen ja se kykenee tarjoamaan sitä suuriinkin hankkeisiin. Vaikka rahoittaja tarjoaisi kuinka edullista lainaa hyvilläkin ehdoilla, yritys ei voi suostua yhteistyöhön ellei se voi luottaa rahoittajaan ja sen kykyyn tarjota rahoitusta. Kolmanneksi päärahoittajan valintaan vaikuttaa rahoituksen ehdot ja hinta. Tämä on helppoitien kilpailutettavat seikka, sillä kuluja on helppo vertailla. Ehtojen vertailu ja punnitseminen on haastavampaa ja siihen vaikuttaa myös yrityksen tilanne. Tärkeimpiä ehtoja, joita yritykset vertailevat, ovat lainan joustavuuteen liittyvät seikat, kuten korkojen- ja pääoman takaisinmaksuehdot sekä kovenantit.

Keinoja yritysostojen käyttämiseen on lukuisia, mutta niiden valintaa ja käyttöä ohjaa vaatimus yksinkertaisuudesta. Tarpeeton asioiden monimutkaistaminen vie aikaa ja resursseja muista töistä, joten keinojen tulee olla yksinkertaisia ja helppoja toteuttaa. Lähtökohtaisesti rahoitus kanavoidaan aina emoyrityksen kautta. Yleisin keino on hankkia seniorilainaa niin paljon kuin mahdollista ja tehdä käteiskauppa ostettavasta yrityksestä. Nyt tämä vaihtoehto on kuitenkin murrostilassa, sillä seniorilainan saanti on hankaloitunut. Ensimmäisenä vaihtoehtona pääomatarve täytetään, sisäisen rahoituksen ja seniorilainan ollessa riittämätöntä, hankkimalla omaa pääomaa osakeannilla. Väli- rahoitusta

hyödynnetään teoriassa ennen osakeantia, mutta koska pankki vaatii tietyn omavaraisuusasteen, on yleistä, että osakeantipäätös tehdään sen mukaan kuinka paljon seniorilainaa on saatu rahoittajilta.

Yrityksostoja voidaan rahoittaa myös toteuttamalla osakevaihto tai maksaa kauppahinta omilla osakkeilla, jolloin myyjästä tulee ostavan yrityksen osakkeenomistaja. Tällöin myyjä osallistuu yrityksoston rahoitukseen oman pääoman ehtoisena rahoittajana. Myyjän rahoittaessa yrityksostoa hankkimalla sen osakkeita, myöntämällä kauppasummalle maksuaikaa tai lainatessa yritykselle rahaa, kutsutaan toimenpidettä Vendor Noteksi. Vendor Note on erityisesti nykyisessä tilanteessa ratkaisu monen yrityskaupan rahoitukseen. Se on lisäksi hyvin yksinkertainen toteuttaa ja se on yritykselle vakuudeton. Lisäksi se vähentää yrityksoston liittyvää riskiä, sillä rahoittajana toimii yrityksen myyjä – taho, joka tuntee ostetun yrityksen parhaiten. Vendor Note voidaan toteuttaa myös Earn Out -menetelmänä, jossa kauppahinnan maksu jaksotetaan tuleville vuosille. Sen etuna on myös se, että sen kustannus määräytyy yrityksen suoriutumisen perusteella, joten jos yritysosto epäonnistuu, myös Earn Out -rahoituksen kustannus laskee. Sen sijaan osakkeilla maksamista ei koettu rahoituksellisesti merkittävänä esimerkiksi teoriaosuudessa esitetyssä tilanteessa, jossa yrityksellä on vähäiset kassavarat. Sen sijaan haastateltavat näkivät osakkeilla maksamisen keinona sitouttaa yritystensä myyjiä, mikäli heistä tulee yrityskaupan jälkeen ostaneen yrityksen avainhenkilöitä.

Kovenanttien käyttö yrityksostonrahoituskeinona jakoi eniten mielipiteitä. Niiden rahoituksellinen ominaisuus perustuu siihen, että niiden avulla voidaan korvata reaalivakuuksia ja tätä kautta vapauttaa rahoituskapasiteettia. Jotkut eivät näe niiden hyötyä rahoituksellisena, mikä johtuu siitä, että perinteisesti pankki on vaatinut tietyt tasot, joihin yritykset ovat suostuneet. Nykyisessä tilanteessa kovenanteillakin voidaan käydä kauppaa ja vapauttaa rahoituspotentiaalia maksamalla siitä, että kovenanttitasoja helpotetaan. Tämä on keino, jota ei ole riittävästi huomioitu yritysrahoituksessa. Joissain tilanteissa yrityksoston vuoksi esimerkiksi omavaraisuusaste tippuu erittäin alhaiseksi. Tällöin neuvottelemalla omavaraisuuskovenantti alemmaksi ja maksamalla siitä riskipreemio, yritys pystyy toteuttamaan kaupan.

Yrityksostojen rahoitus tulee pysymään haastavana myös tulevaisuudessa, vieraan pääoman heikko saanti on vaikeuttanut arvoa luovan kasvustrategian toteuttamista yritysostoilla. Tämä pakottaa yritykset luomaan arvoa tekemällä hyviä yrityksostoja ja kehittämään ostettujen yritysten liiketoimintaa. Tämä kehitys tervehdyttää yritysostokenttää ja luo paremmat olosuhteet tulevaisuuden kasvulle, kun rahoitusmarkkinoiden tilanne helpottuu. Tulevaisuudessa oman pääoman ehtoisten rahoittajien merkitys korostuu. Käy-

tettävät keinot pyritään edelleen pitämään mahdollisimman yksinkertaisina ja kustannustehokkaina. Erityisesti myyjän käyttäminen yritysoston rahoitukseen sekä vakuudettoman rahoituksen hankkiminen esimerkiksi välirahoituksen keinoin tulevat olemaan merkittäviä keinoja rahoittaa yritysostoja tulevaisuudessa.

5.3 Tutkimuksen onnistumisen arviointi

Tässä tutkielmassa, jossa tutkimusmetodi on teemahaastattelu, tulee tutkimuksen onnistumisen arvioinnissa huomio kiinnittää haastatteluaineiston keruun laatuun sekä haastatteluaineiston pätevyyteen ja luotettavuuteen. Ensiksi mainitussa on kyse siitä, miten hyvin tehty tutkimus on onnistuttu toteuttamaan, toisin sanoen miten hyvin haastatteluaineisto vastaa sitä mitä sen tulisi vastata. Haastatteluaineiston luotettavuudessa taas on kyse lopputuloksesta, toisin sanoen tulosten validiteetista ja reliabiliteetista. Haastatteluaineiston luotettavuus vaatii sen, että haastatteluaineiston keruu on onnistunut ja aineisto on laadukasta. (Hirsijärvi – Hurme 2008, 189)

Haastatteluaineiston keruun laatuun voidaan vaikuttaa kolmella tavalla: on varmistuttava siitä, että ennakkovalmistelut on tehty hyvin. Tämä tarkoittaa hyvän haastattelurungon laatimista sekä sen miettimistä, miten teemoja voidaan syventää ja mitä vaihtoehtoisia ja tarkentavia kysymyksiä voidaan esittää. Lisäksi haastattelurunko on hyvä lähettää etukäteen haastateltaville, jotta he ehtivät valmistautua kysymyksiin. Toinen vaihe haastatteluaineiston keruun laadun parantamisessa on haastatteluvaiheen aikana tehdyt toimenpiteet. Tällöin laatua voi parantaa varmistamalla että tekninen välineistö on kunnossa ja että haastattelurunko jaetaan haastateltaville. Tallentimen toimintaa tulee tarkkailla ja varmistua, että se toimii koko ajan. Haastattelurungosta voi tarkistaa haastattelun päätyttyä, että kaikki kysymykset tuli esitettyä. Kolmanneksi haastattelun laatua parantaa se, että se litteroidaan mahdollisimman nopeasti haastattelun jälkeen, jotta tapahtumat olisivat mahdollisimman tuoreessa muistissa. (Hirsijärvi – Hurme 2008, 184)

Tässä tutkielmassa haastatteluaineiston keruun laatu on erinomainen. Kaikkiin kolmeen laatuun vaikuttavaan seikkaan kiinnitettiin erityistä huomiota. Teemahaastattelurunko laadittiin huolellisesti aiheeseen sopivaksi. Siinä kysyttiin täsmällisiä kysymyksiä tutkielman kannalta merkityksellisistä asioista. Lisäksi mietittiin etukäteen kohtia, joissa voidaan esittää syventäviä kysymyksiä. Haastattelurunko lähetettiin haastateltaville etukäteen, joten myös haastateltavat ehtivät valmistautua haastatteluihin hyvin. Osalla haastateltavista oli jopa havainnollistavia materiaaleja mukana haastattelutilaisuudessa. Tekniset laitteet toimivat hyvin ja litterointi onnistui moitteettomasti.

Haastatteluaineistoa eli tutkimustuloksia arvioidaan perinteisesti arvioimalla niiden validiteettia eli pätevyyttä ja reliabiliteettia eli luotettavuutta. Ne ovat molemmat peräisin kvantitatiivisen tutkimuksen arvioinnista. Onkin esitetty, että validiteetti ja reliabiliteetti sopivat melko huonosti kvalitatiiviseen tutkimukseen. Niiden mielekkyys laadullisessa tutkimuksessa on kyseenalaistettu, perustuen siihen, että niillä on selkeää merkitystä vain kokeellisessa tutkimuksessa, kvantitatiivisessa sisällönanalyysissä tai indekseillä tehtävissä asennemittauksissa. Laadullisessa tutkimuksessa on tärkeää, että reliabiliuden ja validiuden käsitteet perustuvat ajatukselle siitä, että tutkimuksessa päästään kärsiksi todellisuuteen ja objektiiviseen totuuteen. Täten haastattelijasta tai haastattelutilanteesta johtuva subjektiivisuus tulisi saada eliminoitua mahdollisimman hyvin. (Hirsijärvi – Hurme 2008, 184–185)

Validiteetilla eli pätevyydellä arvioidaan sitä, koskeeko tutkimus ja sen tulokset sitä, mitä sen on oletettu koskevan. Kvantitatiivisen tutkimustraditiossa erotetaan perinteisesti kaksi päätyyppiä: tutkimusasetelma- ja mittausvalidius. Tutkimusasetelmavalidiudessa voidaan erottaa neljä eri muotoa: tilastollisen validiuden, rakennevalidiuden, sisäisen validiuden ja ulkoisen validiuden. Tilastollinen validius liittyy tilastollisiin manipulaatioihin, joten se ei ole relevantti laadullisessa tutkimuksessa. Rakennevalidius tarkoittaa sitä, koskeeko tutkimus sitä, mitä sen on oletettu koskevan. Toisin sanoen käytetäänkö tutkimuksessa käsitteitä, jotka heijastavat tutkituksi aiottua ilmiötä. Sisäinen validius koskee sitä, onko tietty tekijä saanut aikaan toisen (esimerkiksi x saanut aikaan y), eikä sitä ole aiheuttanut mikään kolmas tekijä. Ulkoinen validius tarkoittaa tutkimustulosten yleistettävyyttä erilaisiin tilanteisiin ja henkilöihin. Toinen perinteinen validiteetin päätyyppi, mittausvalidius, voi olla esimerkiksi ennustevalidius, joka tarkoittaa sitä, että yhdestä tutkimuskerrasta voidaan ennustaa myöhempien tutkimuskertojen tulos. (Hirsijärvi – Hurme 2008, 186–187)

Tässä tutkielmassa validiteettia arvioidaan tutkimusasetelmavalidiuden valossa: Tutkimusasetelmavalidiuden ensimmäisen muoto, rakennevalidius, saavutettiin tutkimuksessa hyvin. Tämä ilmenee siitä, että tutkimuksen käsitteistö on peräisin yritysrahoituksen kirjallisuudesta sekä yleisesti käytetyistä terminologiasta. Lisäksi, haastattelutilanteissa haastateltavien käyttämät termit analysoitiin ja niihin pyydettiin tarkennuksia. Täten saatiin selville mitä kyseinen termi tarkoittaa. Yleisimmät tarkennusta vaatineet termit liittyivät pääomasijoittajien käyttämään ammattisanastoon. Sisäinen validius varmistettiin tarkentavilla kysymyksillä, jotta jonkin asian aiheuttaja saatiin varmasti selville. Esimerkiksi syy siihen, miksi seniorilainaa ei käytetä enää niin paljon kuin ennen finanssikriisiä varmistettiin kysymällä asiaa useaan kertaan ja eri haastateltavilta. Täten

varmistuttiin siitä, että sen käytön vähentyminen on seurausta pankkien vaatimuksesta oman pääoman määrän tasosta taseessa. Ulkoista validiteettia ei saavutettu täysin, sillä saatuja tuloksia ei voida yleistää kaikkiin tilanteisiin, vaan käytettävät rahoittajat ja keinot tulee sovittaa yrityksen tilanteen ja toimialan mukaan (kts. viitekehys sivulla 43). Tämä tarkoittaa yritykselle sopivimpien rahoittajien valintaa, ja oikeiden keinojen löytämistä yrityksen kulloiseenkin tilanteeseen sopivaksi.

Reliabiliteetilla eli luotettavuudella viitataan siihen, saadaanko tutkimus toistettaessa sama tulos joka kerta. Laadullisessa tutkimuksessa tulee kuitenkin huomioida ihmiselle ajassa tapahtuva muutos, joten tästä tutkimustuloksiin kohdistuvasta määritelmästä on luovuttava. Toinen tapa määritellä reliaabelius on, että tulos on reliaabeli, jos kaksi arvioitsijaa päätyy samaan tulokseen. Jos ajatellaan, että tietty subjektiivisuus ja haastattelijan historialliset kokemukset vaikuttavat hänen tulkintaansa haastateltavien vastauksista, voidaan pitää epätodennäköisenä, että kaksi arvioijaa ymmärtäisi haastateltavan sanoman täysin samalla tavalla. Näitä eroja ei kuitenkaan tule pitää laadullisen tutkimuksen heikkoutena, vaan muuttuneiden tilanteiden seurauksena. Mainittujen seikkojen vuoksi perinteiden reliaabeliuden määrittämistapoihin tulee suhtautua varaukselle. Hirsijärvi ja Hurme (2008) tarjoavat perinteisen reliabiliteetin käsitteen tilalle aineiston laadun tarkkailua. Reliaabelius koskee tällöin haastateltavien antamien vastauksien sijaan tutkijan toimintaa eli sitä, miten luotettavaa tutkijan analyysi materiaalista on. Tällöin keskeiseksi tekijäksi tutkimuksen onnistumisen arvioinnissa nousee se miten hyvin tulokset heijastavat tutkittavien ajatusmaailmaan sekä sitä, miten hyvin tutkija kykenee muodostamaan haastattelutuloksista johtopäätöksiä ja syy-seuraussuhteita. Tässä tulee kuitenkin muistaa, että haastattelujen tulos on aina jossain määrin seurausta haastattelijan ja haastateltavan yhteistoiminnasta. (Hirsijärvi – Hurme 2008, 186, 188–189)

Tämän tutkielman reliabiliteettia voidaan pitää hyvänä. Vaikka Hirsijärvi ja Hurme esittävät, että haastattelututkimuksen tulosten ei tarvitse olla monistettavia, voidaan tämän haastattelututkimuksen tuloksia pitää kasvuyritysten rahoittajien osalta erittäin tarkkoina, sillä haastateltavat edustavat kaikkia yrityskaupan osapuolia, ja toisaalta haastateluissa päästiin saturaatioon käytettävien rahoittajien suhteen; toisin sanoen eri rahoittajatahot tulivat esiin useaan kertaan. Samoin keinojen osalta eri haastateltavat toistivat samoja keinoja. Tässä on kuitenkin enemmän hajontaa, sillä keinovalikoiman käyttö ja eri keinojen yhdisteleminen eri tilanteissa vaihtelee merkittävästi. Täten rahoittajien valinnan osalta se, että tutkimus toistettaessa saisi eri tuloksia vaatisi muutoksia lainsäädäntöön tai muita merkittäviä muutoksia toimintaympäristöön. Toki eri rahoittajien merkitys ja käytettävät rahoittajat muuttuu esimerkiksi juuri talouden suhdanteiden muuttuessa, kuten tuloksista käy ilmi, mutta käytettävissä olevat rahoittajat pysyivät

samoina. Keinojen osalta tuloksissa olisi enemmän hajontaa, sillä keinojen käyttö riippuu monista muuttujista, kuten kappaleessa 3.4 esitettiin.

Mainittujen seikkojen lisäksi tätä tutkielmaa voidaan pitää erittäin onnistuneena, sillä haastattelujen tuloksena saatiin erittäin laadukasta tietoa listaamattomien kasvuyritysten rahoitusjärjestelyistä ja -struktuurista, sillä tämän kokoluokan kaupoista ei ole saatavissa tilastotietoa. Tuloksissa esitettyjä lukuja, kuten käytettävän pääoman struktuurin muuttuminen ennen ja jälkeen finanssikriisin, voidaan pitää luotettavina, sillä haastateltavilla on kokemus tuhansien yrityskauppojen rahoituksesta ja niiden markkinoiden tilanteita noudattavista rahoitusrakenteista.

5.4 Mahdollisia jatkotutkimusaiheita

Tässä tutkielmassa tutkittiin listaamattomien kasvuyritysten yritysostojen rahoitusta. Pääkysymys oli mitä rahoittajia on käytettävissä ja millä keinoin yritysostoja rahoitetaan. Aiheeseen liittyviä mahdollisia jatkotutkimusaiheita on useita: Esimerkiksi rahoittajien merkittävä vaikutusvalta listaamattoman kasvuyrityksen rahoituspäätökseen herättää mielenkiinnon aiheen jatkotutkimukselle; mielenkiintoista olisi tutkia millaisia vaikutuksia päärahoittajalla on investointipäätöksenteossa ja jopa investointien valinnassa? Vaikutusvalta voi olla välillistä eli rajoitettujen resurssien vuoksi tehtyjä vaihtoehtoisia valintoja tai suoraa vaikuttamista ottamalla kantaa siihen mihin hankkeisiin rahoitusta tarjotaan.

Lisäksi mielenkiintoisia jatkotutkimusaiheita ovat rahoituksen merkitys yritysostojen onnistumiseen tai se, minkälaisia rahoituskeinoja käyttäneet yritykset ovat menestyneet parhaiten kasvustrategiansa toteuttamisessa. Myös keinojen tarkempi analysointi ja mallintaminen sen suhteen, minkäläisiin tilanteisiin eri keinot sopivat parhaiten olisi mielenkiintoinen aihe jatkotutkimukselle.

LÄHTEET

- Airaksinen, M. – Jauhiainen, J. (1997) *Osaakeyhtiölaki*, WSOY, Porvoo
- Alasuutari, P. – Koskinen, I. – Peltonen, T. (2005) *Laadulliset menetelmät kauppatieteissä*, Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä
- Aho, T. (1993) *Yrityksen tilinpäätösanalyysi*, Otatieto Oy, Espoo
- Baker, M. – Wurgler, J. (2002) *Market Timing and Capital Structure*, The Journal of Finance, vol. LVII, No. 1, Blackwell Publishing Limited
- Beamish, P. W. – Boeh, K. K. (2007) *Mergers and Acquisitions*, The Ivey Casebook Series, USA
- Brealey, R. A. – Myers, S. C. (2003) *Principles of corporate finance 7th edition*, The McGraw-Hill Companies Inc. New York, USA
- Carey, D. – Aiello, R. J. – Watkins, M. D. – Eccles, R. G. – Rappaport, A. (2001) *Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions*, Harvard Business School Publishing Corporation, USA
- Elinkeinoelämän keskusliitto EK ja Ernst & Young (2006) *Kasvun ajurit 2, Kasvuyrittäjyyden jatkuvuus Suomessa*, Elinkeinoelämän keskusliitto EK, Helsinki
- Esterwood, J. C. – Seth, A. – Singer, R. F. (1989) *The impact of leveraged buyouts on Strategic Direction*, California Management Review, vol. 32, No. 1, USA
- Finnvera (2009) www.finnvera.fi, Haettu 23.3.2009
- Guo, S. – Hotchkiss, E. S. – Song, W. (2008) *Do buyouts still create value?*, National Bureau of Economic Research Inc. NBER working papers: 14187
- Hirsjärvi, S. – Hurme, H. (2008) *Tutkimushaastattelu: teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Gaudeamus Helsinki University Press, Helsinki
- Huberman, A. B. – Miles, M. B. (1994) *Qualitative data analysis: an expanded sourcebook*, Sage, Thousand Oaks, California
- Kasanen, E. – Lukka, K. – Siitonen, A. (1993) *The Constructive Approach in Management Accounting Research*, The Journal of Management Accounting Research, Fall. 243-264
- Kiholm Smith, J. – Smith, R. L. (2000) *Entrepreneurial finance*, John Wiley & Sons Inc., USA
- Koski, P. – Sillanpää, M. J. (jatkuvatäydenteinen) *Yhtiöoikeus*, WSOY, Porvoo

- Kovenanttityöryhmä (1996) *Kovenantit osana pk-yritystenrahoitusta*, Kauppa- ja teollisuusministeriön työryhmä- ja toimikuntaraportteja 20/1996
- Laukkanen, M. (2007) *Kasvuyritys*, Talentum Oy, Helsinki
- Lauriala, J. (2004) *Pääomasijoittaminen*, Edita Publishing Oy, Helsinki
- Lauriala, J. (2008) *Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet*, WSOY, Juva
- Leppiniemi, J. (2000) *Rahoitus*, WSOY, Vantaa
- Leppiniemi, J. – Puttonen, V. (2002) *Yrityksen rahoitus*, WSOY, Porvoo
- Lynch, R. (2000) *Corporate Strategy 2nd edition*, Financial Times Prentice Halls, United Kingdom
- Marshall, C. – Rossman G. B. (2006) *Designing qualitative research*, Sage, Thousand Oaks, California, USA
- Mähönen, J. – Villa, S. (2006) *Osakeyhtiölaki II*, WSOY, Porvoo
- Modigliani, F. – Miller, M. (1958): *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, vol 48.
- Myers, S.C. – Majluf, N. (1984) *Corporate Financing an Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, 13 s. 187-221
- Neilimo, K. – Näsi, J. (1980) *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen taloustiede. Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitoksen julkaisu, Sarja A 2. Tampereen yliopisto.
- Niskanen, J. – Niskanen, M. (2007) *Yritysrahoitus*, Edita Publishing Oy, Helsinki
- Osakeyhtiölaki 1978/734 ja 1995/1773
- Rajan, R. G. – Zingales, L. (1995) *What Do We Know About Capital Structure Choice, Some Evidence from International Data*, Journal of Finance, Vol. 50, No. 5, 1421–60
- Sitra (2009) www.sitra.fi, Haettu 12.3.2009
- Suomen Pankki (2009) www.bof.fi, Haettu 2.3.2009
- Suomen Pankkiyhdistys (2009) www.pankkiyhdistys.fi, Haettu 2.4.2009
- Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry (2009) www.fvca.fi, Haettu 2.4.2009
- Suomen Yrittäjät (2009) www.yrittajat.fi, Haettu 15.12.2008
- Tekes (2009) www.tekes.fi, Haettu 21.2.2009

- Tenhunen, L. – Werner, R. (2000) *Yrityskaupan käsikirja*, Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä
- Van Horne, J. (1998) *Financial Management and Policy*, Prentice Hall Inc. A Simon & Schuster Company, Upper Saddle River, New Jersey, USA
- Virtanen, M. (1996) *Entrepreneurial finance and venture capital advantage*, Helsinki School of Economics and Business Administration, Helsinki

HAASTATTELUT

3i Nordic, Suomen maajohtaja Erkki Nikoskelainen.

16.4.2009. Kesto 38 min.

Finantec Advisors Oy, Toimitusjohtaja ja Partner Jari Lauriala.

24.4.2009. Kesto 72 min.

Finnvera Oyj, Liiketoimintapäällikkö Unto Väkeväinen 7.5.2009 (sähköpostihaastattelu)

Finnvera Oyj, Sirpa Saarelainen 8.5.2009 (sähköpostihaastattelu)

Finnvera Oyj, Sakari Salo 6.5.2009 (sähköpostihaastattelu)

Holiday Club Resorts Oy, Toimitusjohtaja Vesa Tengman.

23.4.2009. Kesto 74 min.

Intera Equity Partners, Toimitusjohtaja ja Partner Tuomas Lang.

15.4.2009. Kesto 56 min.

MB Rahastot, Hallituksen puheenjohtaja ja Partner Juhani Suomela.

22.4.2009. Kesto 70 min.

Nordea Oyj, Yrityspankin I Luottojohtaja Tarmo Vihinen.

22.4.2009. Kesto 48 min.

Pohjola Capital Partners, Toimitusjohtaja Juha Peltola.

17.4.2009. Kesto 56 min.

LIITTEET

LIITE 1 TEEMAHAASTATTELURUNKO

(Pääomasijoittajat, kasvuyritykset, rahoittajat)

Taustatekijät

Miten kauan olette työskennellyt nykyisessä tehtävässä / alalla?

Miksi yritysostoja toteutetaan?

Miten suhtaudutte yritysostojen riskiin?

Kasvuyrityksen erityispiirteet (vain kasvuyritysten edustajat)

Mitkä ovat kasvuyrityksen keskeiset motiivit / tavoitteet?

Onko yrityksillä laadittu kasvustrategia? Millainen?

Yleistä

Mitkä ovat keskeiset rahoittajan ja rahoituskeinojen valintaan vaikuttavat tekijät yritysjohdon näkökulmasta?

Mitä rahoittajia olette käyttäneet?

Miten nykyinen markkinatilanne on vaikuttanut näkemyksesi mukaan yritysostoihin / yritysostoihin kasvustrategiana? Miten näet tulevaisuuden?

Millaisella rahoitusstruktuurilla kasvustrategiaa toteutetaan / toteutettiin ennen v. 2008 pk-yritysten rahoituksessa? (equity / senior / mezzanine suhteet)

Yritysostojen rahoitus (esimerkkien valossa)

Mitä keinoja olette käyttäneet ja miksi?

- Miten kauppahinnan maksu toteutettiin? Käteinen, osakkeet, osakevaihto tai muu? Miksi?
- Myytiinkö käyttöomaisuutta ennen tai jälkeen kaupan? Miksi?
- Muokattiinko taserakennetta ennen tai jälkeen kaupan? Miksi?
- Tehtiinkö muita yritysjärjestelyjä, kuten perustettiin uusi yritys tms.? Miksi?
- Käytettiin nk. instrumentointia tai muuta optimointia ts. mukautettiin rahoituksen kassavirtavaateet investoinnin kassavirtavaateisiin? Miten? Mitä hyötyä tästä oli yritykselle tai rahoittajalle?
- Käytettiinkö välirahoitusta? Miksi? Miksi ei?
- Käytettiinkö kovenantteja? Miksi? Miksi ei?

LIITE 2 SÄHKÖPOSTIHAASTATTELURUNKO
(Finnveran edustajat)

Taustatekijät

Miten kauan olette työskennellyt nykyisessä tehtävässä / alalla?

Miksi rahoitatte yritysostoilla kasvavia yrityksiä?

Miten suhtaudutte yritysostojen riskiin?

Yleistä

Mitkä ovat keskeiset rahoitettavan kasvuyrityksen valintaan vaikuttavat tekijät rahoittajan näkökulmasta?

Onko omistuspohjalla vaikutusta? Millaisia?

Mitä rahoittajia on yleensä mukana rahoittamassa kasvustrategiaa (sekä opo että vpo)?

Miten nykyinen markkinatilanne on vaikuttanut näkemyksesi mukaan yritysostoihin / yritysostoihin kasvustrategiana? Miten näet tulevaisuuden?

Millaisella rahoitusstruktuurilla kasvustrategiaa toteutetaan / toteutettiin ennen v. 2008? (equity, senior/mezzanine suhteet)

Mitä keinoja Finnvera tarjoaa? Miten paljon niitä käytetään? Miksi? Missä tilanteissa esimerkiksi?

Mitä hyötyä Finnverasta on? Edullisempi? Joustavampi? Korvaa vakuuksia? Takaa? Tukimahdollisuudet?

Yritysostojen rahoitus (esimerkkien valossa)

Mitä keinoja olette käyttäneet ja miksi? Vaatiiko päärahoittaja jotain alla olevista aina?

- Miten kauppahinnan maksu toteutettiin? Käteinen, osakkeet, osakevaihto tai muu? Miksi?
- Käytettiinkö välirahoitusta? Miksi? Ketkä tarjosivat?
- Käytettiinkö kovenantteja? Miksi? Kuka vaati?

Lisäksi litteroitua haastatteluaineistoa 23 sivua