



Tuure Möttönen

VENTURE CAPITAL -RAHASTOJEN EXIT-MENETELMÄT

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Huhtikuu 2021

SISÄLLYS

| | |
|--|-----------|
| KUVIOT | 3 |
| 1 JOHDANTO..... | 4 |
| 2 VENTURE CAPITAL -RAHOITUS | 7 |
| 2.1 Venture capital -yhtiön toimintaperiaate..... | 7 |
| 2.2 Venture capital -sijoituksen elinkaari | 10 |
| 2.3 Informaatioasymmetria | 12 |
| 2.4 Osakassopimus | 13 |
| 2.5 Venture capital -yhtiön mainearvo..... | 15 |
| 3 EXIT..... | 17 |
| 3.1 Exit-ajankohdan valinta | 18 |
| 3.2 Pörssilistautuminen..... | 20 |
| 3.3 Yrityskauppa | 23 |
| 3.4 Myynti toiselle sijoittajalle | 24 |
| 3.5 Takaisinosto | 25 |
| 3.6 Alaskirjaaminen | 26 |
| 4 JOHTOPÄÄTÖKSET..... | 28 |
| LÄHTEET | 31 |

KUVIOT

Kuvio 1. VC-sijoituksen kolme vaihetta (mukaillen Pajarinen, Rouvinen & Ylhäinen. 2016, s. 10). 8

Kuvio 2. VC-sijoituksen kesto (mukaillen Cumming & MacIntosh, 2001). 19

TAULUKOT

Taulukko 1. VC-sijoituksen vaiheet (mukaillen Sahlman, 1990). 11

1 JOHDANTO

Vuonna 2003 kanadalainen Derrick Rossi valmistui tohtoriksi Helsingin yliopiston lääketieteen tiedekunnasta. Hänen väitöskirjansa käsitteli solubiologiaa; sitä, miten solujen jakautumista eli solusykliä voitaisiin säädellä. Stanfordin ja Harvardin professuurit sisältävä tutkijanura oli saanut alkusysäyksensä. Seuraavan vuosikymmenen aikana Rossi yhdessä tutkijakollegoidensa kanssa kehitti kantasolututkimusta ja perusti Yhdysvaltoihin tätä tutkimusta kaupallistavan yrityksen vuonna 2010. (Rajamäki, 2020; Rossi, 2002.)

Noubar Afeyan, venture capital -sijoitusyhtiö Flagship Venturesin osakas, toimitusjohtaja sekä itsekin biotekniikan tohtori, kiinnostui Rossin ja hänen kollegoidensa osaamisesta ja tarjosi tuoreelle yhtiölle rahoitusta sekä omaa asiantuntemustaan (Huang, 2012). Moderna-niminen yhtiö oli juuri toteuttanut ensimmäisen rahoituskierroksensa, jonka perusteella yrityksen kokonaisarvoksi määrittyi 10,5 miljoonaa dollaria.

Kahdeksan vuoden työn ja yhteensä yli 2,7 miljardia dollaria keränneiden rahoituskierrosten jälkeen joulukuussa 2018 Moderna Therapeutics listautui Nasdaq-pörssiin 7,5 miljardin dollarin arvostuksella. Flagship Ventures omisti listautumishetkellä 19,5 % yhtiöstä. Marraskuussa 2020 Moderna ilmoitti kehittäneensä Covid-19-virusta vastaan rokotteen, jota oli 25.2.2021 mennessä jaettu USA:ssa yli 32 miljoonaa rokoteannosta. (Business Wire, 2020; Business Wire, 2021; Glasner, 2020.)

Tämä kandidaatintyö käsittelee venture capital -rahoituksen (jäljempänä VC) käyttämiä sijoituksista irtautumis- eli exit-menetelmiä eli tapoja, joilla Flagship Venturesin tapainen VC-sijoittaja poistuu kohdeyrityksiinsä tekemistä sijoituksistaan. Samalla käydään läpi muuttujia, jotka vaikuttavat niin investointikohteen kuin venture capital -sijoittajan päätöksiin exit-menetelmästä. Aihetta lähestytään kahden tutkimuskysymyksen kautta: mitä exit-menetelmiä VC-sijoittajat käyttävät ja miten informaation epätasapaino vaikuttaa eri exit-menetelmien valintaan. Tämä työ antaa lukijalle pohjan VC-rahoituksen maailmaan ja niihin tekijöihin, jotka vaikuttavat VC-sijoittamiseen.

Tutkielman aihetta pohjustetaan aluksi luvussa kaksi käymällä läpi VC-markkinoiden yleisiä ominaisuuksia sekä VC-sijoittamisen pääpiirteistä rakennetta ja siinä toimivia osapuolia. Näiden jälkeen selvitetään, minkälainen elinkaari näillä sijoituksilla yleisesti on. Tutkielmaa on lähestytty globaalista näkökulmasta, mutta lukijan on syytä tiedostaa, että VC-markkinat ja sitä kautta myös suurin osa tutkimuksesta on painottunut voimakkaasti Yhdysvaltoihin.

Tutkielma pohtii myös informaatioasymmetrian vaikutusta niin VC-sijoituksiin kuin toteutuneisiin exit-menetelmiin, joita käsitellään erikseen toisessa luvussa omana aiheenaan ja lisäksi lyhyesti jokaisen exit-menetelmän kohdalla luvussa kolme. Epätasapaino tiedon määrässä on laajalti tunnistettu erääksi rahoituksen ydinhaasteista ja se vaikuttaa sijoitushetkellä muun muassa osakassopimuksen sisältöön, investointikohteen ja sijoittajan välisen valtasuhteen muodostumiseen sekä tutkielman pääaiheeseen, exit-hetkeen. Informaatioasymmetriaa pidetään lisäksi yleisesti syynä VC-sijoittamisen olemassaololle.

Toisessa luvussa käydään läpi myös sijoittajan ja kohdeyrityksen välisen osakassopimuksen yleistä sisältöä ja sen vaikutusta näiden osapuolten väliseen toimintaan ja lopulliseen exitiin. Osakassopimuksen tavoite on ratkaista mahdolliset sijoitussuhteen aikana syntyvät kiistat. Käytännössä osakassopimuksessa päätetään siitä, millä osapuolella on viime kädessä valta päättää kohdeyrityksen tulevaisuudesta. Luvussa avataan lisäksi sitä, minkälainen vaikutus VC-sijoituksissa on maineella, ja miten mainearvon tavoittelulla voi olla vaikutusta myös exit-päätöksiin.

Luku kolme alkaa ensin optimaalisen exit-ajankohdan valintaan liittyvän teorian avaamisella. Tämä ajankohta valikoituu teoriatasolla VC-sijoittajan kohdeyritykseen tekemien toimenpiteiden tuomien lisäarvojen ja niistä koituvien lisäkustannusten vertailun perusteella. Samalla huomiota saa suhdannevaihteluiden vaikutus exit-ajankohdan valikoitumiseen. Tämän jälkeen tutkielmassa listataan viisi eri exit-menetelmää ja edellä mainitun informaatioasymmetrian vaikutus niihin. VC-rahoitukseen liittyvä tutkimus on perinteisesti asettanut eri exit-menetelmät paremmuusjärjestykseen perustuen niiden synnyttämään potentiaaliseen tuottoon.

Pörssilistautumisesta, joka Moderna-esimerkissäkin valikoitui VC-sijoituksen exit-menetelmäksi, on muodostunut kiistatta sijoittajien silmissä tavoitelluin irtautumistapa. Sitä voi pitää exit-menetelmien kultastandardina, joihin muita menetelmiä verrataan, ja jonka nähdään vaikuttavan myös muiden menetelmien valintaan ja toteutukseen. Exit-menetelmiä vertailevissa tutkimuksissa huomio keskittyy varsin usein etenkin pörssilistautumisen vertailuun yrityskauppoihin (mergers and acquisitions, lyhyesti M&A) nähden. Vaikka pörssilistautumisella on tutkimusten perusteella huomattava etu tuottopotentiaalin suhteen, on nykyisen vuosituhannen trendinä ollut kuitenkin varsinkin yrityskaupoilla toteutetut irtautumiset ja nykyisellään ne ovatkin monilla maantieteellisillä alueilla lukumääräisesti yleisin toteutunut irtautumistapa.

VC-rahoituksen exit-menetelmiä vertaileva tutkimus usein sivuuttaa muut exit-menetelmät, mutta tässä tutkielmassa käytetään hetki myös niiden analysoimiseen. Toiselle sijoittajalle myyminen (secondary sale tai secondary buyout) tehdään usein VC-sijoittajan ja toisen pääomarahoitajan kesken, mutta toisinaan ostajana voi olla myös yrityskauppaa vastaava osapuoli. Neljäntenä exit-menetelmänä käsitellään erityisesti kehittyvillä markkinoilla suosiotaan kasvattava kohdeyrityksen alkuperäisen yrittäjän toteuttama osakkeiden takaisinosto. Irtautumiskeinoista viimeisen huomion tutkielmassa saa sijoituksen toteaminen epäonnistuneeksi, joka johtaa sen alaskirjaukseen.

2 VENTURE CAPITAL -RAHOITUS

VC-sijoitusyhtiö toimii yhtenä rahoituksen välittäjästä. Yhtiötä pyörittävät vastuunalaiset yhtiökumppanit, jotka keräävät rahoitusta lähinnä instituutionaalisilta sijoittajilta, kuten sijoitusrahastoilta tai eläkesijoitusyhtiöiltä, ja sijoittavat nämä varat aktiivisesti hoidettuun kohdeyhtiöistä koostuvaan portfolioonsa (Sahlman, 1990). Rahastot perustetaan kommandiittiyhtiönä (limited partnership), joissa VC-yhtiö ja sen osakkaat ovat vastuunalaisina ja rahastoon sijoittajat äänettöminä yhtiömiehinä (Andersin, 2021, s. 18).

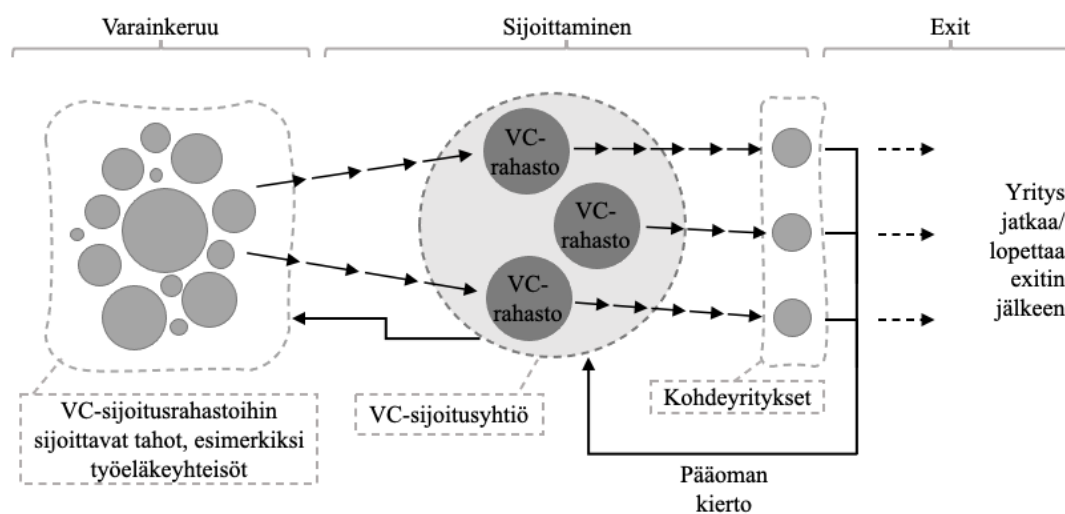
VC-rahoitus on verrattain nuori rahoituksen osa-alue. Sen syntyhetki voidaan ajoittaa vuoteen 1946, kun Harvard Business Schoolin professori Georges Doriot perusti American Research & Development Corporationin (ARC). ARC:n tarkoituksena oli sijoittaa nuoriin paikallisiin yrityshankkeisiin sekä antaa niille ammattitaitoista tukea ja ohjata näin kohdeyrityksiä parempaan menestykseen. (Lerner & Nanda, 2020.) Seuraavan puolen vuosisadan aikana yhdysvaltalaisesta VC-rahoitusmarkkinasta kehittyi USA:n teknologisen innovaation kulmakivi, jolla on tuettu lukuisia nykyisiä yhdysvaltalaisia suuryrityksiä niiden alkuvaiheissa.

VC-yhtiöt hakeutuvat toimintaympäristöön, jossa niillä on rahoituskohteiden valikoimisessa ja valvonnassa suhteellinen etu muihin sijoittajiin nähden (Amit, Brander & Zott, 1998). Tämä tarkoittaa yrityksiä ja toimialoja, joissa informaation monimutkaisuus on huomattavaa, kuten korkean teknologian ala (Cumming & Johan, 2010; Sahlman, 1990). Näissä oloissa aktiivisesti sijoituksiaan tukeva VC-sijoittaja pystyy hyödyntämään omaa alakohtaista asiantuntijuuttaan sekä verkostojaan ja löytää näin tuottopotentiaalia yrityksistä, jotka monet muut sijoittajat sivuuttavat. Monimutkaisuus liittyy VC-sijoittajan silmissä suureen tuottopotentiaaliin, mutta samalla myös suureen riskiin, jota asiantuntemuksella voidaan lieventää.

2.1 Venture capital -yhtiön toimintaperiaate

Kuvio 1 esittää VC-sijoittamisen kolme vaihetta sekä pääoman kierron. Ensimmäisessä vaiheessa VC-sijoitusyhtiö kerää varoja perustamalleen rahastolle. VC-yhtiöllä voi olla samanaikaisesti useampia yksittäisiä VC-rahastoja, joista osa on

varainkeruu-vaiheessa ja osa ei. Rahastoihin kerätty varallisuus sijoitetaan toisessa vaiheessa kohdeyrityksiin, jotka valikoituvat VC-yhtiön osakkaiden tekemän liiketoiminnan huolellisen läpikäynnin eli due diligence -analyysin sekä rahastolle määriteltyjen sääntöjen ja sopimusten perusteella. Kolmannessa vaiheessa kohdeyrityksiin tehty panostus joko realisoituu joko onnistuneen myynnin tai yritystoiminnan alaskirjauksen kautta ja mahdolliset tuotot palautetaan sijoitusyhtiöön ja VC-yhtiön palkkioiden ja hallinnointikustannusten vähentämisen jälkeen edelleen rahastoihin sijoittaneille.



Kuvio 1. VC-sijoituksen kolme vaihetta (mukaillen Pajarinen, Rouvinen & Ylhäinen. 2016, s. 10).

Varainkeruu-vaihe ei ole ainoastaan VC-sijoitusyhtiön toteuttamaa rahastonsa markkinointia potentiaalisille sijoittajille, vaan VC-rahastojen suuren tuottovaihtelun takia niihin sijoittavan tulee myös itse olla aktiivinen sijoituspäätöstä tehdessään. Varainkeruun hetkellä rahaston tulevista kohdeyrityksistä ei ole vielä varmuutta, joten rahastonhoitaja tukeutuu varainkeruuvaiheessa pitkälti omaan uskottavuuteensa sekä maineeseensa saadakseen sijoittajat vakuutettua ja investoimaan rahastoon (Pajarinen ym., 2016, s. 11).

Institutionaalisille sijoittajille VC-sijoittaminen on osa suurempaa sijoitusten hajauttamisstrategiaa; VC-rahastoon sijoittavat instituutiot allokoivat hyvin pienen osan kokonaissijoituksistaan näihin korkean riskin VC-rahastoihin ja vaativat tämän riskisyyden johdosta sijoituksilleen tyypillisesti huomattavaa 25–35 %:n vuosituottoa

(Zider, 1998). Barnesin ja Menziesin (2005) tutkimuksessa arvio suuren instituutiosijoittajan VC-sijoituksiin allokoituista varoista liikkuu 2–6 %:ssa tämän hallinnoimasta kokonaisvarallisuudesta.

VC-rahastoon sijoittavat eivät toimita kaikkea sovittua pääomaa kerralla. Kun varainkeruu on toteutettu, rahastoihin sijoittavat lupautuvat toimittamaan pääomaa rahastoihin joko ennalta sovituksessa aikataulussa tai VC-osakkaiden pyynnöstä (Metrick & Yasuda, 2011, s. 21). Tällä jaksottaisella sijoittamisella pääoman antaja pystyy säilyttämään jonkin verran valtaa sekä tarvittaessa kieltäytymään sijoittamasta lisää varoja mielestään huonoihin projekteihin. VC-rahasto toteuttaa jaksottaista sijoittamista vastaavasta syystä kohdeyrityksiin nähden (Sahlman, 1990).

Varainkeruu jatkuu, kunnes tavoiteltu varallisuus on kerätty, jonka jälkeen rahasto keskittyy pääoman sijoittamiseen. Tavanomaisella rahastolla varainkeruu- ja sijoitusvaiheet kestävät viisi vuotta (Metrick & Yasuda, 2011, s. 21), jonka jälkeen se keskittyy sijoituskohteidensa aktiiviseen tukemiseen ja valmistele sijoitustensa lopullista tavoitetta, tuottoisaa exitiä. Rahastojen lopullinen ikä on rajattu yleensä kymmeneen vuoteen, joka asettaa VC-sijoituksista irtautumiselle selkeän takarajan (Sahlman, 1990).

VC-yhtiöt ovat kooltaan pieniä 5–15 henkilöä työllistäviä yhtiöitä, joita hallinnoi osakkaat tukenaan joukko avustajia ja muuta tukihenkilöstöä (Sahlman, 1990). Tuntemus muun muassa rahoituskohteen alasta ja paikallisesta markkinasta tuo kohdeyritykselle elintärkeää tukea kasvun aikana. Asiantuntemus näkyy myös useimpien VC-osakkaiden taustoissa: Zarutskien (2010) mukaan vuosien 1980 ja 1998 välisenä aikana ensimmäistä rahastoaan keränneiden yhtiöiden osakkaista 58 %:lla oli kaupallisen alan korkeakoulututkinto ja 39 %:lla tekninen koulutus. Lisäksi 44 %:lla oli aikaisempaa taustaa VC-sijoittamisesta.

Investointikohteiden toiminnan seuraaminen ja tukeminen vastaa yli 50 %:ia sijoittajan ajankäytöstä (Gorman & Sahlman, 1989). Tämä korostaa, että pelkästään oikean kohdeyrityksen löytäminen ei ole sijoittajien mukaan riittävää, vaan yrityksen toimintaa on tuettava ja ohjattava kannattavampaan suuntaan, ja tähän työhön VC-yhtiössä ollaan valmiita käyttämään suuri osa resursseista. Tässä aktiivisuudessa on

nähtävissä kuitenkin maantieteellisiä eroja. Esimerkiksi Schwienbacher (2008) tunnistaa, kuinka eurooppalaiset VC-sijoittajat ovat amerikkalaisia sijoittajia vähemmän aktiivisia kohdeyritysten tukemisessa. Tämä voi johtua esimerkiksi siitä, että eurooppalaiset pääomamarkkinat eivät tarjoa yhtä merkittäviä tuottoja VC-sijoituksille, jolloin vastaavaa kannustinta aktiiviseen tukemiseen ei ole.

VC-rahasto ei ole useinkaan ainoa kohdeyritykseen sijoittanut rahoittaja. VC-sijoittajat lyöttäytyvät usein yhteen ja sijoittavat ryhmänä kohdeyrityksiin. Vuosien 1980 ja 2005 välillä 70 % amerikkalaisista VC-rahoitusta saaneista kohdeyrityksistä keräsivät sitä vähintään kahden eri VC-rahaston kautta (Tian, 2012). Yhteistoiminnalla VC-rahastot kykenevät hyödyntämään muun muassa osakkaiden laajempaa osaamista sekä monipuolisempia verkostoja. Valinta sijoittaa yhdessä muiden VC-sijoittajien kesken on samalla valinta erikoistumisen ja sijoitusten hajauttamisen välillä ja tässä näkyy etenkin USA:n ja Euroopan VC-ympäristöjen ero: USA:ssa tällaiset VC-rahastojen yhteissijoitukset ovat selvästi eurooppalaisten VC-rahastojen yhteissijoitustoimia yleisempää (Schwienbacher, 2008).

2.2 Venture capital -sijoituksen elinkaari

VC-sijoituksen elinkaaren voi jakaa lukemattomilla eri tavoilla eikä monikaan sijoitus tottele juuri tiettyä kaavaa. Yleisesti VC-sijoituksen vaiheet voidaan jakaa esimerkiksi Taulukon 1 tapaan. Tämä jako vertailee kohdeyrityksen toiminnan tasoa tai VC-rahoituksen tarkoitusta. Jokaisen vaiheen voi nähdä VC-sijoittajan näkökulmasta myös välietappina, jolloin kohdeyrityksen potentiaalia arvioidaan. Mikäli usko toiminnan jatkuvuudesta löytyy, edetään sijoituksissa taulukon kuvaamille seuraaville VC-sijoituksen vaiheille.

Erittäin alkuvaiheessa olevan ja usein vasta omaa ideaansa kehittelevän yrityksen rahoittamista kutsutaan siemenrahoitukseksi. Toiminta on vielä hyvin pientä ja keskittyy ideoista johdettujen prototyyppien kehitykseen. Seuraavaksi edetään valtaväestölle kenties tutumpaan startup-vaiheeseen, jossa potentiaalisimpia prototyyppisiä testataan yksityiskohtaisemmin. Prototyyppien avulla aloitetaan myös alustavaa markkinatutkimusta.

Mikäli tutkimuksen perusteella syntyy luottamusta toiminnan jatkamiseen, edetään sijoituksessa kohdeyrityksen tuotannon käynnistämiseen, laajentamiseen ja mahdollisesti kannattavuuteen. Viimeistään sen jälkeen VC-sijoittajan huomio alkaa siirtymään exit-potentiaalin realisoimiseen. Tässä vaiheessa lopullinen exit-menetelmä ei kuitenkaan ole välttämättä vielä selvä, mutta neuvottelut esimerkiksi yrityskaupoista voivat olla jo käynnissä. Menetelmän valinnan ja lopullisen exitin välissä voidaan vielä käyttää erilaisia välirahoitusmenetelmiä, jotta kohdeyrityksen kasvutahti kyetään ylläpitämään. Lopulta VC-sijoittaja toteuttaa irtautumisen sijoituksesta.

Taulukko 1. VC-sijoituksen vaiheet (mukaillen Sahlman, 1990).

| VC-sijoituksen vaihe | Yrityksen toiminnan taso tai rahoituksen tarkoitus |
|---|---|
| Siemenrahoitus | Yritysidean konseptointi, mahdollisen prototyypin kehitys |
| Startup | Tuotekehitys, prototyypin testaus, markkinatutkimus |
| 1. vaihe – varhainen kehitys | Alkuvaiheen tuotannon aloittaminen, mikäli markkinatutkimus tarjoaa luottamusta jatkaa |
| 2. vaihe – laajentuminen | Riittävä asiakaskunta, jotta yritys kykenee tunnistamaan ja hyödyntämään markkinapenetraatioon liittyviä muuttujia. Tarve lisärahoitukselle tuotannontekijöitä varten. |
| 3. vaihe – kannattava, ei vielä huomattavia rahavirtoja | Myynnin kasvu, riittävät myyntikatteet lievittävät suurimman osan investointiriskistä. Lisärahoituksella toimintojen laajentamista ja tuotteen kehittämistä. Velkarahoitus mahdollista, mikäli yrityksellä riittävät takaukset. |
| 4. vaihe – nopea kasvu kohti exitiä | Kasvu vaatii edelleen lisärahoitusta, mutta toiminta on muuten vakaata. Vaikka exit on jo nähtävissä, sen menetelmä on vielä epäselvä. |
| Välirahoitusvaihe | Exit-menetelmä ja -ajankohta kenties jo tiedossa, mutta kasvun ylläpitäminen vaatii vielä välirahoitusmenetelmiä. Osa alkuvaiheen rahoittajista tai yrityksen johdosta saattavat jo myydä osuuksiaan. |
| Exit | Yhtiön osakkeiden ja osuuksien likviditeetti kasvaa merkittävästi esimerkiksi listautumisen takia. Yrityksen osittainen tai täysi myynti voi olla rahaa, osakkeita tai velkaa vastaan. |

Nämä taulukon vaiheet toimivat VC-rahastojen yhtenä potentiaalisena erikoistumistapana. Esimerkiksi VC-sijoittaja, jolla on kykyä auttaa kohdeyritystä erityisesti yritysidean konseptointivaiheessa, voi erikoistua nimenomaisesti siemenrahoitusvaiheen sijoittajaksi. Taulukko 1 katsoo VC-sijoittamista sillä oletuksella, että kohdeyrityksestä on mahdollista tehdä tuottoisa irtautuminen. Tämä ei usein kuitenkaan ole mahdollista, vaan sijoituksesta voidaan joutua luopumaan myös kesken sen kehittämisen ilman merkittävää tuottoa esimerkiksi sijoituksen alaskirjaamisella. Tähän paneudutaan yksityiskohtaisemmin luvussa kolme.

2.3 Informaatioasymmetria

Yksi finanssimarkkinoiden rakenteellisista ominaisuuksista on ostajien ja myyjien välinen informaatioasymmetria. Rahoitusta hakevalla yrittäjällä on sisäpiiritietoa omasta toiminnastaan, jota rahoittajalla puolestaan ei ole. Toisaalta rahoituskohteen todellisten ominaisuuksien varmentaminen saattaa olla rahoittajalle huomattavan kallista tai jopa mahdotonta. Yrittäjän tulisi kyetä viestimään ulkopuoliselle rahoittajalle projektinsa laadusta, mutta ei siihen rahoittajalta löytyvän tiedon puutteesta johtuen kykene riittävän hyvin. Informaatioasymmetriaa on pidetty yhtenä syynä rahoituksen välittäjien, kuten VC-yhtiön, olemassaololle (Leland & Pyle, 1977).

VC-yhtiöllä on rahoittajan kanssa tehdyn sopimuksen kautta intressi hoitaa kohdeyritystä rahoittajan kannalta kannattavaan suuntaan ja sen lisäksi asiantuntemuksensa avulla kyky ymmärtää sijoituskohteiden monimutkaisia tuotteita. Rahoituksen kohteet erottavatkin VC-sijoittajan ja perinteisen rahoittajan, sillä VC-sijoittaja investoi pääasiassa monimutkaisiin korkean teknologian yrityksiin (Cumming & MacIntosh, 2003b) ja toimii rahoittajan ja kohdeyrityksen välissä molempien osapuolten eduksi.

Due diligence -työllä VC-sijoittajat pyrkivät kaventamaan erityisesti nuoriin yrityksiin liittyvää tulevaisuuden epävarmuutta. Sisäpiirin tietoon käsiksi pääseminen on nähty avaimena VC-sijoitusten tuottojen parantamiselle (Cumming & Zambelli, 2017). Due diligence -työssä seulan läpi käyvät lukuisat kohdeyrityksen toimintaan vaikuttavat muuttujat lähtien johdon omasta kyvykkyydestä ja edeten markkinan ominaisuuksiin,

kilpailijoihin, yrityksen ja yhteiskunnan taloudellisiin ennustuksiin sekä rahoituksellisiin riskeihin.

Due diligence antaa kohdeyritysten arvioinnin lisäksi myös tarvittavaa tietopohjaa lopullisten sijoituskohteiden toiminnan tukemista varten ja lieventää yrityksen perustajien ja sijoittajien välistä informaation epätasapainoa. Tämä epätasapainon lieventymisen määrä on suorassa yhteydessä sijoittajan kykyyn ymmärtää kohdeyrityksen toimintaa ja sen kohtaamaa kilpailuympäristöä. Due diligence tuottaa myös sijoittajalle kehikon, jonka perusteella tämä voi määrittellä kohdeyrityksen arvon. VC-sijoittajan näkökulmasta tämä arvonmääritysprosessi voi olla muista sijoittajista poikkeava, sillä kohdeyritysten olemus eroaa monista muista sijoituskohteista sen nuoren iän ja tuotteen monimutkaisuuden takia (Manigart, Wright, Robbie, Desbrières & Waele, 1997).

VC-yhtiön tapainen sisäpiirin sijoittaja voi tuoda mukanaan myös ongelmia. Mikäli VC-sijoittaja on ainoa tulevaisuuden lisärahoituksen lähde, mutta potentiaalista tuottoa on jakamassa myös muita tahoja kuten yrittäjä itse, VC-sijoittaja saattaa kokea kantavansa suhteettoman suuren määrän taloudellisesta riskistä ja sen takia päätyy ali-investoimaan. Sisäpiirin rahoittajan vahva asema rahoituksen tarjoajana voi myös antaa hänelle huomattavan neuvotteluaseman lisärahoituskierröksille, jolloin yrittäjä ei välttämättä halua hyödyntää VC-rahoitusta lainkaan. (Admati & Pfleiderer, 1994.)

Informaatioasymmetria on olennainen tekijä myös VC-yhtiön ja sen rahastoihin sijoittaneiden tahojen välillä, sillä VC-yhtiö kykenee aktiivisena sijoittajana parempaan investointikohteiden toiminnan monitorointiin ja ohjaamiseen. VC-yhtiön ja sen rahastoihin sijoittavien osapuolten väliset sijoittajasopimukset pyrkivät ratkaisemaan tästä kehkeytyviä ongelmia muun muassa rajaamalla rahaston ikää, rahoituskohteita ja niiden myyntiä, lisäämällä lisärahoitukseen liittyviä ehtoja sekä liittämällä haluttua toimintaa tukevia kompensatiojärjestelmiä (Sahlman, 1990).

2.4 Osakassopimus

Osakassopimus määrittelee sijoittajan ja sijoituskohteen väliset ehdot. VC-sijoittaja pyrkii sopimuksella turvaamaan oman asemansa rahoituksen sekä asiantuntemuksen

antajana ja hyötymään maksimaalisesti mahdollisesta kasvun tuomasta tuotosta. Onnistunut sopimus takaa myös riittävän kannustimen jokaiselle osapuolelle maksimoida yrityksen tuotto (Hellmann, 1998). Kohdeyritysten nuoresta luonteesta ja suuresta kasvutavoitteesta johtuen huomio on erityisesti VC-sijoittajan kannalta exit-tuoton maksimoimisessa.

Osakassopimuksen välitön vaikutus liittyy yrityksessä käytettävän vallan määrään. VC-sijoittaja haluaa turvata oman sijoituksensa ja saattaa sen takia haluta vaikuttaa esimerkiksi yrityksen johtohenkilöstöön. Yrityksen perustaja haluaa olla osallisena yritysideaansa kehittämisessä ja saada omalle vaivalleen ja yrityksen kehitysvaiheessa ottamalleen riskille vastinetta. Yrityksen toimintaan vaikuttavien päätösten tulee kasvattaa sekä sijoittajien että yrittäjien henkilökohtaisia nettohyötyjä, koska muuten heillä ei ole kannustinta hyväksyä päätöksiä eikä siten osakassopimusta (Hellmann, 1998).

Osakassopimus määrittelee myös sijoituksen määrän ja ajoituksen. Usein sijoitukset toteutetaan jaksotettuina ja niiden koko kasvaa jokaisen uuden rahoituskierroksen myötä. Yksittäisen sijoituksen summa pyritään asettamaan sellaiseksi, että kohdeyritys kykenee sen turvin pääsemään kehitystyössään seuraavalle rahoituskierrokselle saakka. (Sahlman, 1990.) Jaksottaminen tuo VC-sijoittajalle suojaa siltä varalta, että kohdeyrityksen kehitys ei olisikaan toivottua, jolloin rahoittaminen voidaan pysäyttää.

Sopimuksessa sovitaan samalla VC-sijoittajan vastaanottamien osakkeiden ominaisuuksista. USA:ssa VC-sijoittaja saa usein etuoikeutettuja osakkeita, joilla hän varmistaa paremman aseman muun muassa mahdollisessa konkurssitilanteessa sekä varmistaa etuaseman mahdollisiin osinkoihin; Euroopassa tämä on huomattavasti harvinaisempaa (Schwienbacher, 2008). Sopimus antaa VC-sijoittajalle lisäksi usein myyntioptioita ja toisinaan, joskin harvemmin, yrittäjälle osto-optioita (Sahlman, 1990). Kohdeyrityksen listautuessa julkisen kaupankäynnin kohteeksi muuttuvat etuoikeutetut osakkeet automaattisesti tavallisiksi osakkeiksi (Hellmann, 2006).

VC-sijoittaja saa osakasopimuksessa yleensä myös rekisteröintioikeuden eli toisin sanoen voi vaatia osakkeiden listaamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Tämä vaatii usein myös oikeuden osallistua pörssilistautumiseen, mikäli yritys tai muut sen

omistajat päättävät sellaisen toteuttaa. (Sahlman, 1990.) Näiden lisäksi VC-sijoittaja saa yleensä veto-oikeuksia, joilla tämä kykenee estämään muiden omistajien omistusosuuksien myynnin (Cumming, 2008). Näin vältetään tilanteet, joissa yrityksen hallintaa päätyisi VC-sijoittajan näkökulmasta epäsuosiolliselle omistajalle. Lisäksi VC-sijoittaja pystyy toisten omistajien osuuksien myyntiin liittyvien veto-oikeuksiensa avulla sitouttamaan kohdeyrityksen muut omistajat ja erityisesti yrittäjän kohdeyrityksen toimintaan.

Sopimuksessa voidaan päättää myös myötämyyntivelvollisuuksista ja -oikeuksista (Sahlman, 1990). Myötämyyntivelvollisuus pakottaa jokaisen omistajan myymään osakkeensa, mikäli osakkeenomistajien enemmistö haluaa myydä omansa. Näin esimerkiksi mahdollisen yrityskaupan hetkellä uusi potentiaalinen ostaja saa koko yrityksen omistuksen ilman jäljelle jääviä vähemmistöomistajia. Myötämyyntioikeus antaa jokaiselle osakkeenomistajalle oikeuden myydä osuutensa samoin ehdoin ulkopuoliselle, jolloin vähemmistöosakkaan ei tarvitse pelätä joutuvansa jäämään vasten tahtoaan uuden enemmistöomistajan omistamaan yritykseen. VC-sijoittajien kokemus ja korkea osaamistaso vähentää heidän haluaan vaatia sopimukseen asemaansa turvaavia lausekkeitä (Bengtsson & Sensoy, 2011). Tämä perustuu sijoittajien luottamukseen oman osaamisen riskiä vähentävästä vaikutuksesta.

2.5 Venture capital -yhtiön maine-arvo

Sijoitusyhtiön maine on nähty merkittäväksi vaikuttimeksi sen varainkeruulle ja yleisesti tulevaisuuden menestykselle. Esimerkiksi Chevalier ja Ellison (1997) osoittavat, että historiallisella menestyksellä on selvä vaikutus pääomasijoittajan varainkeruuseen. Tämä näkyy erityisesti nuorten vastaperustettujen VC-yhtiöiden kohdalla, jotka toteuttavat onnistuneen pörssi-listaamalla suoritetun irtautumisen kohdeyrityksistään keskimäärin meritoituneempia VC-yhtiöitä aiemmin. Syyksi tälle on esitetty tarvetta kehittää VC-rahastoihin investoivien institutionaalisten sijoittajien silmissä uskottavaa ja kannattavaa VC-sijoitustoimintaa. (Gompers, 1996.) Maineen vaikutus korostuu VC-rahastojen lyhyen eliniän takia. Koska rahastojen ikä on usein rajattu kymmeneen vuoteen, on yksittäisen kohdeyrityksen omistusaikakin vain muutamia vuosia. Rahastojen rajatun toiminta-ajan takia tarve kerätä varoja uutta rahastoa varten toistuu tasaisen lyhyellä syklillä.

VC-yhtiön maine vaikuttaa myös sen kohdeyritysten maineeseen. Arvostetun VC-yhtiön on helpompaa löytää kohdeyrityksilleen osaavaa henkilöstöä, ja tavarantoimittajien sekä asiakkaiden on helpompaa luottaa maineikkaan VC-sijoittajan tukeman yrityksen toimintaan (Black & Gilson, 1998). VC-sijoittajan on siis tärkeää viestiä omasta maineestaan myös kohdeyrityksen suuntaan ja osoittaa, että hyvämaineiselle yrittäjälle on eduksi tehdä osakassopimus juuri hänen kanssaan. Koska maineikkaasta kohdeyrityksestä saa yleisesti myös paremman exit-tuoton, kasvattaa se VC-sijoittajan omaa mainetta lisää ja auttaa niin varainkeruu-vaiheessa kuin entistä potentiaalisempien kohdeyritysten saavuttamisessa.

Hyvämaineisella VC-yhtiöllä on edullinen asema kohdeyrityksen kanssa käytävää osakassopimusneuvottelua varten. Hsun (2004) tutkimuksen perusteella kohdeyrityksen yrittäjä on valmis antamaan 10–14 % suuremman osuuden yrityksestään VC-sijoittajalle, joka tämän aiempien sijoitusten historiallisen menestyksen perusteella on paremmin kykenevä tuottamaan yritykselle sekä samalla yrittäjälle itselleen suuremman exit-arvon. Hyvän maineen ja korkeiden irtautumistuottojen välinen suhde on tunnistettu useassa tutkimuksessa. Esimerkiksi amerikkalaisten VC-yhtiöiden hyvällä maineella ja listautumisista saaduilla tuottoprosenteilla on nähty selkeä yhteys (Nahata, 2008). Kohdeyrityksen näkökulmasta maineikkaan VC-yhtiön saaminen oman toiminnan tueksi saattaa vaikuttaa vähämaineikkaampaa VC-yhtiötä paremmin sen tulevaisuuden kehitykseen ja mahdollisen exitin tuottoihin. Tämä sama yhteys on tunnistettu myös Taiwanin VC-markkinoilla (Shu, Yeh, Chiu & Ho, 2011).

3 EXIT

VC-sijoittajan lopullinen tavoite on aikaansaada rahastoihinsa sijoittaneille moniin muihin sijoitusmuotoihin verrattuna korkeampaa tuottoa. VC-sijoitusten osalta tämä potentiaalinen tuotto realisoituu sijoituskohteiden myyntihetkellä. Tässä tutkielmassa keskitytään viiteen eri exit-menetelmään: pörssilistautumiseen, yrityskauppaan, toiselle sijoittajalle myyntiin, yrittäjälle takaisinmyynti sekä alaskirjaukseen.

Exit-menetelmät tarjoavat toisistaan poikkeavia tuotto-odotuksia ja niiden välillä päättämiseen vaikuttaa yrityksen sisäisten tekijöiden lisäksi myös markkinatilanne sekä markkinan tarjoamat myyntimahdollisuudet. Aihetta käsittelevissä tutkimuksissa suurimman huomion ovat saaneet pörssilistautuminen sekä yrityskaupat, ja monet keskittyvät juuri näiden kahden exit-menetelmän vertailuun. Kehittyvillä markkinoilla, kuten esimerkiksi Kiinassa, tapahtuva VC-rahoituksen kehittyminen ja siellä tunnistetut eroavuudet erityisesti amerikkalaiseen VC-markkinaan verrattuna ovat nostaneet viimeaikaisissa tutkimuksissa kuitenkin esiin myös muita vaihtoehtoisia exit-menetelmiä. Merkittävin selittävä tekijä näille maantieteellisille eroille vaikuttaisi olevan pääomamarkkinoiden tarjoaman pääoman määrä.

Myös eri exit-menetelmien valikoitumisessa ja suosiossa on nähtävissä maantieteellisiä eroavuuksia. Esimerkiksi vuosina 1992–1995 saksalaiset VC-sijoittajat irtautuivat sijoituksistaan pääasiassa takaisinmyynnillä tai yrityskaupalla listautumisen ollessa marginaalisempi vaihtoehto; amerikkalaisten VC-sijoittajien exit-menetelmissä pörssilistautumiset olivat selvästi saksalaista VC-markkinaa suositumpaa (Black & Gilson, 1998). Maantieteelliset erot ovat säilyneet näiden kahden alueen osalta myös vuosituhannen vaihteen jälkeen, joskin USA:ssa yrityskauppojen suhteellinen määrä on nostanut ne jo lukumääräisesti pörssilistautumisten rinnalle (Schwienbacher, 2008).

Amerikkalaisen ja saksalaisen VC-markkinan exit-menetelmien erot voidaan selittää ennen kaikkea pääomamarkkinoiden rakenteellisilla eroilla. USA:ssa osakemarkkinoiden suurempi koko tarjoaa muita markkinoita paremman mahdollisuuden ja kannustimen listautumisille. Kannattavaa ja dynaamista

rahoitusmarkkinaa voidaankin pitää tärkeimpänä ajurina VC-sijoituksille (Black & Gilson, 1998).

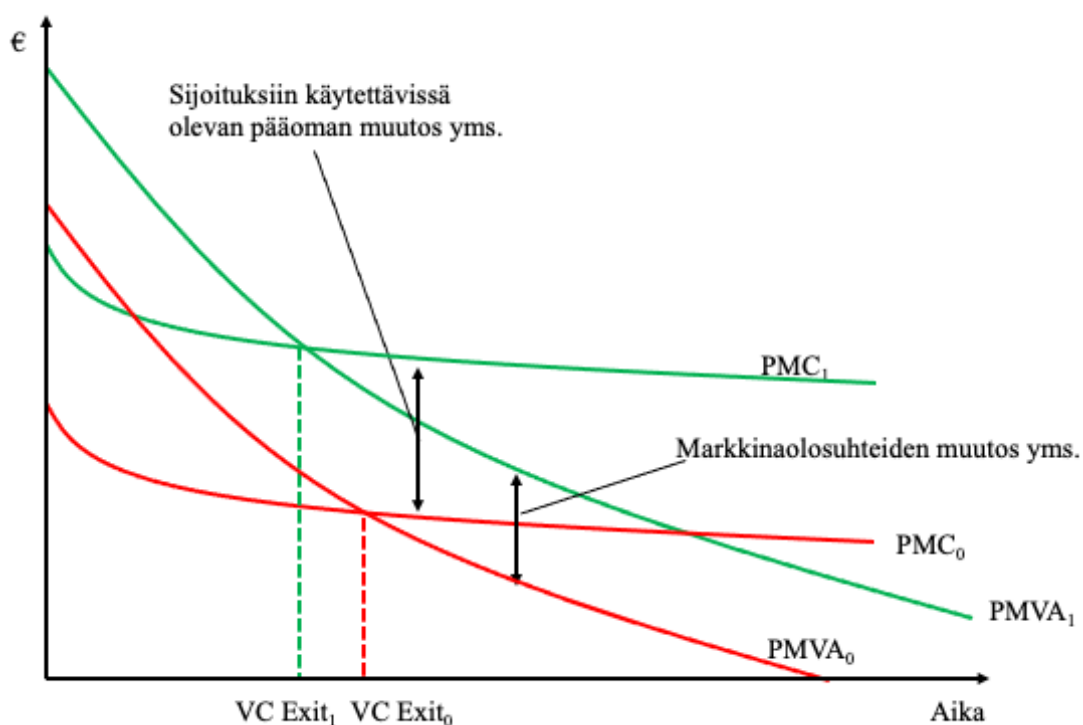
Exit sopii myös VC-yhtiön osaamisen arviointiin, sillä hyvä exit-tuotto signaloi ulkopuoliselle sijoittajalle VC-yhtiön laadusta ja kyvykkyyden viestiminen on avaintekijä onnistuneen lisärahoituksen keräämisessä (Schwienbacher, 2012). Koska uusien rahastojen potentiaaliset sijoittajat voivat usein olla aikaisemmista rahastoista tuttuja, on VC-yhtiölle sen oman toiminnan jatkuvuuden kannalta tärkeää ylläpitää hyvä suhde olemassa oleviin sijoittajiinsa. Tämä kannustaa yhtiöiden osakkaat etsimään parhaita mahdollisia sijoituskohteita ja tukemaan niitä parhaan osaamisensa mukaan.

Exit-prosessissa on syytä erottaa myös VC-sijoittajan ja yrittäjän mahdollisesti eriävät investointihorisontit, jotka näkyvät heidän eriävien likviditeettivaatimustensa kautta. Yrittäjä näkee usein yrityksensä pitkäaikaisena sijoituksena ja on valmis olemaan oman omistuksensa osalta kiinni yrityksessä kauan ja kestävästi omistuksensa matalamman likviditeetin, kun taas VC-sijoittajan tavoitteena on rahaston rajatun eliniän takia irtautua sijoituksesta muutamassa vuodessa ja suosii siksi korkeampaa osakkeiden likviditeettiä (Bayar & Chemmanur, 2011). Tämä ristiriita pyritään ratkaisemaan osakassopimuksessa määritetyillä ehdoilla joilla toinen osapuoli, usein VC-sijoittaja, saa valta-aseman exit-menettelyn sekä -ajankohdan päätöksestä.

3.1 Exit-ajankohdan valinta

Exit-ajankohtaa ovat tutkineet muun muassa Cumming ja MacIntosh (2001), jotka vertailevat VC-sijoittajan ennakoitua raja-arvonlisäyksen (projected marginal value added, PMVA) ja hänen ennakoitua rajakustannuksen (projected marginal cost, PMC) suhdetta (Kuvio 2). Sijoituksen alkuhetkellä PMVA eli VC-sijoittajan toimien vaikutus kohdeyrityksen arvoon on korkea. Silloin sijoittaja tekee usein merkittävimmät toimensa, kuten muutokset kohdeyrityksen johtoportaan. VC-sijoittaja voi sijoituksen alkuvaiheessa tutustuttaa kohdeyrityksen myös omille ulkopuolisille asiantuntijoilleen ja muulle verkostolleen. Sijoituksen edetessä sijoittajan toimien vaikutus kohdeyrityksen arvoon laskee.

Sijoituksen edetessä myös VC-sijoittajan ennakoitujen rajakustannukset laskevat, sillä sijoituksen ensimmäiset toimet vaativat VC-sijoittajalta usein suurimmat ponnistukset. Ajan kuluessa PMC:n laskutahti hidastuu suhteessa PMVA:n laskutahtiin, koska VC-sijoittajan kokemat kustannukset sisältävät pääasiassa kiinteitä kuluja (Cumming & MacIntosh, 2001). VC-sijoittaja pyrkii ajoittamaan exit-hetken kohtaan, jossa PMVA kohtaa PMC:n. Maksimoidakseen työllään aikaansaaman tuoton.



Kuvio 2. VC-sijoituksen kesto (mukaillen Cumming & MacIntosh, 2001).

VC-sijoituksen exit-hetki voi muuttua, mikäli kohdeyrityksessä tai markkinoilla tapahtuu muutoksia. Jos esimerkiksi kohdeyrityksen yrittäjä osoittautuu yhteistyöhaluttomaksi, VC-sijoittajan rajakustannus nousee ja tuo exit-hetkeä lähemmäksi (VC Exit₁). Tämä kuvastaa sitä, kuinka VC-sijoittajan on arvioitava niin sijoituksen sisäisten tekijöiden kehitystä kuin ulkopuolisen maailman muutoksia etsiessään optimaalisinta exit-hetkeä.

VC-sijoittajan exit-päätökseen ja sen ajoittamiseen vaikuttaa myös yleinen markkinatilanne. Metrick ja Yasuda (2011, s. 101) toteavat kannattavan exit-markkinan olevan merkittävin VC-sijoitusten ajuri. VC-yhtiö on haluttomampi

sijoittamaan kohdeyritykseen, mikäli se ei ennen sijoitussuhteen aloittamista pysty riittävän selkeästi tunnistamaan kannattavia keinoja irtautua sijoituksesta.

VC-sijoittajien toteuttamien exit-hetkien ajoitustrendeissä on nähty viitteitä VC-sijoittajien kyvystä pystyä tunnistamaan erityisesti markkinoiden suhdanteiden huippupisteitä. Amerikkalaisten VC-sijoittajien toteuttamat pörssilistautumiset ja yrityskaupat sisältävät selviä kuumia sekä kylmiä ajanjaksoja, ja niiden lukumäärä on perinteisesti noussut etenkin silloin, kun pääomamarkkinat lähtevät esimerkiksi yleisindekseillä kuten NASDAQ-indeksillä mitattuna kohti keskipitkän ajan huippujaan (Ball, Chiu & Smith, 2011). VC-sijoittajilla siis näyttäisi olevan taipumusta hyödyntää kuumentuvan pääomamarkkinan tarjoamia suurempia exit-tuottoja. McKenzie ja Janeway (2011) tukevat tätä osoittamalla, että korkean markkinasuhdanteen aikana toteutetut VC-rahoitusta saaneiden yhtiöiden pörssilistaukset ovat tuottaneet 69 %:n vuosituoton ja vastaavasti matalan suhdanteen aikana toteutetut listautumis-exitit ovat tuottaneet vain seitsemän prosentin vuosituoton.

Tilanteessa, jossa markkinoilla olevan pääoman määrä on erityisen rajallista, VC-sijoittajat valikoivat keskimäärin varhaisemman vaiheen sijoituksia siirtääkseen niistä muodostuvia exit-hetkiä vastaavasti myöhempään ajankohtaan (Cumming, Fleming & Schwienbacher, 2005). Tätä likviditeettiriskiä kutsutaan VC-sijoittajan näkökulmasta exit-riskiksi, koska sijoituksista irtautuminen on heikon pääoman saatavuuden aikana kannattamattomampaa. Tämä riski korostuu entisestään VC-rahastojen yleisesti lukitun kymmenen vuoden iän johdosta, joka rajoittaa mahdollisen exit-hetken verrattain lyhyelle aikajänteelle.

3.2 Pörssilistautuminen

Pörssilistautuminen on yksi yrityksen rahoitusmuodoista, jossa yrityksen osakkeet asetetaan julkisen kaupankäynnin kohteiksi. Listautuminen tapahtuu niin kutsutulla ensimarkkinalla, jossa yritys ja sen omistajat tarjoavat omistustaan ulkopuolisten sijoittajien ulottuville. Lopputuloksena osakkeiden uudet omistajat saavat oikeuden yrityksen tulevaisuuden potentiaaliin tuottoihin ja yritys sekä sen vanhat omistajat keräävät pääomaa. Tällä pääoman keräämisellä on suoria ja epäsuoria tavoitteita.

Suorat tavoitteet liittyvät itse yritystoiminnan rahoittamiseen, kun taas epäsuorat tavoitteet liittyvät yrityksen saamaan suurempaan huomioon, uskottavuuteen ja korkeampaan markkina-arvoon suhteessa muihin rahoitusvaihtoehtoihin (Brau, Francis & Kohers, 2003). VC-sijoittajan fokus on erityisesti suorissa tavoitteissa ja irtautumisvaiheen tuotoissa.

Black ja Gilson (1998) esittävät, että tehokas VC-markkina vaatii rinnalleen myös tehokkaan osakemarkkinan. Tällaisena on pidetty erityisesti yhdysvaltalaisista VC-sijoitusympäristöä, jossa osakemarkkinan rooli on korostetumpi verrattuna esimerkiksi pankkikeskeisempään saksalaiseen sijoitusympäristöön (Black, 1990). Amerikkalaisten VC-sijoittajien mahdollisuus hyödyntää paikallisten pääomamarkkinoiden kokoa ja osakemarkkinoilla liikkuvan pääoman suurta määrää voidaan nähdä huomattavana etuna, mihin muualla maailmassa ei kyetä täysin vastaamaan.

VC-sijoitusten exit-menetelmistä listautumista pidetään yleisesti suurimman tuotto-odotuksen vaihtoehtona. Esimerkiksi Gompers (1995) mainitsee listautumisen tuoneen lähes kuudenkymmenen prosentin keskimääräisen vuosituoton, kun yrityskauppa tarjosi vastaavasti keskimäärin vain 15,4 %. Gompersin tutkimuksen perusteella pörssilistautumiseen päätyneitä, ja näin myös korkeinta tuottopotentiaalia sisältäneiden kohdeyritysten kehitystä rahoitettiin VC-sijoituksilla muihin exit-menetelmiin päätyneitä kohdeyrityksiä enemmän. Lisäksi Bravin ja Gompersin (1997) USA:ssa vuosien 1972–1992 välillä toteutettujen pörssilistautusten analyysi osoittaa, että VC-sijoitusta saaneet kohdeyritykset kykenevät saamaan listautumalla korkeampaa tuottoa verrattuna pörssilistauksiin, joiden taustalla ei ollut VC-rahoitusta.

On kuitenkin väärin vetää suoraa johtopäätöstä siihen, että VC-sijoituksen tavoitteena tulisi olla automaattisesti vain kohdeyrityksen listaaminen pörssiin. Exit-menetelmien arvioinnissa olennaisia päätökseen vaikuttavia muuttujia ovat muun muassa yrityksen sisäisten ominaisuuksien yhteensopivuus pörssin omiin sääntöihin ja pörssiyhtiöille asetettuihin säädöksiin sekä yrityksen kyky toimia pörssiyrityksenä. Sen lisäksi huomioitavia ovat pörssisijoittajien näkemykset yrityksestä, sen markkinasta ja niiden tulevaisuuden potentiaalista.

Pörssilistautumisen yhteydessä yhtiön vanhat suuromistajat, VC-rahasto mukaan lukien, sitoutuvat usein olemaan myymättä listautumisen jälkeen omistamia yrityksen osakkeita. Luovutusrajoituksella pyritään viestimään eli signaloimaan listautumisen ja listautuvan yrityksen laadusta rajoittamalla osakkeiden laajamittaista myyntiä välittömästi listautumisen jälkeen, ja estämään näin omistajia hyödyntämästä sisäpiiritietoa (Courteau, 1995). Joissakin pörsseissä luovutusrajoitus määrätään pörssin säännöissä, mutta useimmiten se muodostuu listautuvan yrityksen ja listautumisen pääjärjestäjän välillä laaditussa sopimuksessa (Bessler & Kurth, 2007). Yleisesti luovutusrajoituksen kesto on 180 päivää (Brav & Gompers, 2015).

Vaikka listautumisen jälkeen VC-sijoittajilla voi olla jo selvä näkemys tulevasta lopullisesta exit-ajankohdasta, täytyy niiden työskennellä luovutusrajoituksen aikana edelleen aktiivisesti saadakseen exit-hetkellä hyvän tuoton sijoitukselleen. Listautumisen hinnoittelulla voi olla lisäksi vaikutusta siihen, miten VC-sijoittaja kykenee lopullisen irtautumisensa tekemään. Jos ulkopuoliset sijoittajat eivät erota ylihinnittelusta johtuvaa suurta osakemyyntiä VC-sijoittajan exit-strategiaan liittyvästä myynnistä tulee listautumishinnan olla riittävän matala, jotta ulkopuolinen sijoittaja yltää vähintään normaaliin tuottoon (Lin & Smith, 1998). Muussa tapauksessa VC-sijoittajan toteuttama exit voi herättää epäilyksen osakkeen ylihinnasta ja mahdollisesta sisäpiirin tietoon liittyvästä myynnistä.

Listautuminen sisältää usein suurimman osakkeen ostajan ja myyjän välisen informaation epätasapainon (Cumming & MacIntosh, 2003b). Listautuvan yrityksen vanhoilla omistajilla on vahvempi tuntemus omasta toiminnastaan ja markkinatilanteesta kuin listautumisesta osakkeita ostavalla ulkopuolisella sijoittajalla. Myytävän yhtiön ollessa korkean teknologian yritys tämä epätasapaino korostuu entisestään yhtiön arvon ollessa huomattavilta osin sen vaikeasti hinnoiteltavissa aineettomassa omaisuudessa ja tietotaidossa (Noe & Rebello, 1996). Vähäisempi informaatioasymmetria osakkeen ostajan ja myyjän välillä johtaa myös todennäköisempään listautumiseen (Chemmanur, He, He & Nandy, 2018).

3.3 Yrityskauppa

Yrityskaupassa ulkopuolinen yritys hankkii kaikki kohdeyrityksen osakkeet ja kohdeyrityksestä tulee osa ulkopuolista ostajaa. Yrityskauppa on ostajan näkökulmasta yksi nopeimmista tavoista kasvaa, päästä uusille markkinoille, hankkia uutta teknologiaa ja hyödyntää innovaatioiden luomaa vanhoja toimintatapoja korvaavaa teknologiaa eli markkinadisruptiota (Pisoni & Onetti, 2018). Yrityskauppa voi syntyä myös strategisesta päätöksestä, jolla ostaja pyrkii ostamaan potentiaalisen kilpailijan pois markkinoilta ja myyjä välttämään kilpailua itseään suurempaa yritystä vastaan (Hellmann, 2000). Samalla kohdeyritys voi päästä nauttimaan suuremmat resurssit omaavan uuden omistajan tuomista eduista (Bayar & Chemmanur, 2011).

Valinta erityisesti listautumisen ja yrityskaupan välillä voi koitua yrittäjän ja VC-sijoittajan kiistan aiheeksi. Yrityskauppa on usein aiemmin saavutettavissa kuin yritykselle suuremmat vaatimukset asettava pörssilistautuminen ja siksi VC-sijoittaja saattaa haluta tavoitella tätä aikaisempaa irtautumista. Toisaalta yrittäjä voi haluta pidättäytyä myymästä osuuttaan listautumisen tuoman suuremman tuoton toivossa. (Hellmann, 2000.)

Yrittäjällä voi olla myös halu säilyttää oma asemansa yrityksen sisällä ja voi pelätä uuden omistajan tekevän yrittäjän asemaa heikentäviä muutoksia (Bayar & Chemmanur, 2011). Osakassopimuksessa usein määritellyt rekisteröintioikeudet sekä myötämyyntioikeudet ja -velvollisuudet kirjataankin erityisesti yrityskauppaa varten (Sahlman, 1990). Ostaja saa lupauksen koko yrityksen omistuksen lunastamisesta eikä vähemmistöosakkaan tarvitse pelätä joutuvansa heikkoon asemaan uuden omistajan rinnalla.

Yrityskauppojen määrä suhteessa pörssilistautumisiin on kasvanut VC-markkinoilla 2000-luvun aikana merkittävästi. Tälle trendille on ehdotettu useita eri syitä. Osa tutkimuksista kokee, että vuosituhannen jälkeen täytäntöön tulleet pörssiyrityksiä koskevat aiempaa tiukemmat vaatimukset, kuten Yhdysvalloissa vuonna 2002 ratifioitu Sarbanes-Oxley Act, olisivat osaltaan heikentäneet pörssilistautumisen houkuttelevuutta (Bayar & Chemmanur, 2011). Vaihtoehtoisena syynä yrityskauppojen suosion kasvulle on nähty myös yrityskauppojen tuomien

rinnakkaistuotannon etujen kasvussa (Gao, Ritter & Zhu, 2013). On myös mahdollista, että VC-rahoitettujen yritysten toiminnot ovat entisestään monimutkaistuneet teknologisen kehityksen johdosta ja heikentäneet näin pörssilistautumisiin osallistuvien ulkopuolisten sijoittajien kykyä arvioida kohdeyritysten toimintaa.

Listautumiseen verrattuna informaatioasymmetrian määrä yrityskaupan ostajan ja myyjän välillä on pienempi, sillä yrityskaupan ostajaosapuolella on etenkin omasta alastaan julkista pääomamarkkinaa parempi ymmärrys (Bayar & Chemmanur, 2011; Chemmanur ym., 2018). Toisaalta yrityskaupassa ostajalla saattaa olla myös listautumistilannetta parempi neuvotteluasema, jota hyödyntämällä he voivat saada yrityksestä tarkempaa tietoa yrityksen nettonykyarvon laskentaa varten (Bayar & Chemmanur, 2011).

Yrityskauppa on todennäköisempi vaihtoehto etenkin niiden kohdeyritysten osalta, joiden alalla on paljon informaatioasymmetriaa. Tämä näkyy esimerkiksi siinä, kuinka moni markkina-analyytikko seuraa kyseistä alaa. (Chemmanur ym., 2018.) Markkina-analyytikoiden vähyydelle voi olla syytä esimerkiksi alan pieni koko. Vähäinen alaa koskeva analyysi johtaa vähäisempään tiedon määrään alan yrityksiä kohtaan haasteista ja potentiaalisesta tulevaisuuden kehityksestä, eikä ulkopuolisella pörssisijoittajalla ole näin välttämättä saatavilla riittävästi tietoa kunnollista sijoituspäätöstä varten.

3.4 Myynti toiselle sijoittajalle

VC-sijoittaja voi tunnistaa exit-mahdollisuuden strategiselle ostajalle tai toiselle pääomasijoittajalle myymisessä (secondary sale tai secondary buyout). Strategisena ostajana toimii käytännössä vastaava ostaja kuin yrityskaupoissa, mutta tämän ostokohteen on yrityskauppatilanteesta poiketen vain VC-rahaston osakkeet ja muut osakkaat säilyttävät omat omistusosuutensa ennallaan (Cumming & MacIntosh, 2003a). Strategisen ostajan tavoitteena voi olla pääsy ostokohteen teknologiaan ja tämä saattaa tavoitella myöhemmin kokonaista yrityskauppaa. Cummingin ja MacIntoshin mukaan strategisen ostajan preferenssi on kuitenkin lähes aina täysi yrityskauppa. Tätä tavoitetta voi edesauttaa sijoittajasopimuksen myötämyyntivelvollisuudet (Sahlman, 1990).

VC-sijoittaja etsii tilaisuuksia myydä kohdeyritys toiselle sijoittajalle erityisesti silloin, mikäli pääomamarkkina ei ole otollinen pörssilistautumisen kautta toteutettavalle exitille (Wang, 2012). Tämä tulkinta on linjassa sen kanssa, miten VC-rahoitettujen kohdeyritysten pörssilistautumistahti vaikuttaisi korreloivan positiivisesti markkinaolosuhteiden kehityksen kanssa (Ball ym. 2011). Myynnin todennäköisyys kasvaa myös, mikäli velkamarkkina on matalan korkotason johdosta suotuisa ja ostaja pystyy lainaamaan edullisemmin kauppaa varten (Wang, 2012).

Ainoa VC-sijoittajan kannalta tunnistettava hyöty toiselle sijoittajalle myynnissä on Wangin (2012) perusteella vain, mikäli myynnillä helpotetaan sijoittajan omaa pääoman tarvetta. Tämä pääoman tarve voi syntyä esimerkiksi silloin, jos rahaston toiminta-aika alkaa lähestyä loppuaan ja VC-sijoittajan on päästävä eroon rahaston kohdeyrityksistä. Toiselle sijoittajalle myyminen voi olla myös looginen ratkaisu, mikäli myyjän osaaminen rajoittuu alkuvaiheen yritysten kehitykseen ja ostajalla on parempi kyky edetä seuraaville kohdeyrityksen kehitysvaiheille.

Toiselle sijoittajalle myynnissä ostajan ja myyjän välinen informaatioasymmetria on saman tasoinen yrityskaupan kanssa, sillä ostajaosapuoli on molemmissa usein sama ja kykenee vastaavaan markkina-analyysiin sekä kohdeyrityksen toimintojen due diligence -selvitykseen. Olennainen ero yrityskauppoihin nähden on kuitenkin myynnin jälkeinen lopputilanne, jossa kohdeyrityksen alkuperäinen yrittäjä säilyy edelleen osakkaana. Samalla yrittäjän ja VC-sijoittajan tiet usein erkanevat ja yrittäjän tulee perustaa sijoittajasuhde uuden sijoittajan kanssa (Cumming & MacIntosh, 2003b).

3.5 Takaisinosto

Takaisinostotilanteessa yritys ostaa omia osakkeitaan pois sijoittajilta. Venture capital -rahoituksessa tämä on yleistynyt exit-mekanismi erityisesti kehittyvillä markkinoilla; esimerkiksi Kiinassa takaisinostot ovat yleisin tapa irtautua VC-sijoituksesta (Wang & Wang, 2017). Takaisinostot ovat olleet yleisiä myös Saksassa. Vuonna 1995 saksalaiset VC-rahastot irtautuivat yhteensä 264 kohdeyrityksestä, joista 166 toteutui takaisinostoilla (Black & Gilson, 1998).

Takaisinosto on yleensä sovittu ennakkoon yrittäjän ja osakkeet ostaneen sijoittajan kanssa niin, että yrittäjä toteuttaa takaisinoston, mikäli tietyt kriteerit täyttyvät osakkeen arvon ja ajankohdan suhteen (Cumming & MacIntosh, 2003b; Wang & Wang, 2017). Sopimuksessa määritellään usein myös ostajan maksama hinta, joka johdetaan yrityksen kirjanpitoarvosta eikä näin välttämättä sisällä yrityksen tulevaisuuden potentiaalin tuomaa lisäarvoa (Sahlman, 1990).

VC-sijoittaja ei kuitenkaan yleensä myy koko omistustaan pois, vaan signaloi mukana pysymisellään kohdeyrityksessä yhä olevasta laadusta (Schwienbacher, 2012). Takaisinoston voi vaihtoehtoisesti nähdä sijoittajan tarjoamana lainana kohdeyritykselle. Jotta tämä exit-menetelmä olisi VC-sijoittajan näkökulmasta tuottava tai ylipäättään mahdollinen, vaatii se yrittäjältä riittävästi pääomaa joko suoraan oman pääoman ehtoisesti tai välillisesti vieraana pääomana eli lainana.

Takaisinoston hetkellä informaation epätasapaino on exit-menetelmistä pienin, sillä sekä VC-sijoittajalla että osakkeet ostavalla yrittäjällä on pääsy kaikkeen yrityksen sisäiseen tietoon (Cumming & MacIntosh, 2003b). Tietoon käsiksi pääseminen on kuitenkin vain osa kauppahetkellä tarvittavaa ostajan kyvykkyyttä, sillä tätä tietoa pitäisi kyetä myös tulkitsemaan. Yrityskauppatilanteeseen verraten yrittäjällä on sisäpiiriläisenä parempi tiedon saatavuus, mutta mahdollisesti heikompi osaaminen tämän tiedon analysointiin sekä laajempaan markkinatilanteen ja tulevaisuuden kehityksen vertailuun.

3.6 Alaskirjaaminen

Sijoituksen alaskirjaamisella VC-sijoittaja lakkauttaa sijoitussuhteen toteuttamatta toiselle taholle myyntiä eli käytännössä toteaa sijoituksen arvottomaksi. Exit-menetelmiä koskeva tutkimus käsittelee vain harvoin sijoitusten alaskirjauksia. Tämä johtunee ennen kaikkea menetelmään liittyvän datan puutteesta, sillä VC-sijoittajat eivät juurikaan mainosta julkisesti omia epäonnistuneita sijoituksiaan. Cumming (2008) osoittaa, että jos osakassopimus määrittää VC-sijoittajalle heikon valta-aseman kohdeyrityksen toimintaan, kasvaa sijoituksen alaskirjaamisen todennäköisyys. Mikäli VC-sijoittaja ei kykene suorittamaan haluamiaan muutoksia yrityksen toiminnassa, ei

yrittäjien kehityskään välttämättä toteudu sijoittajan toivomalla tavalla ja näin tämä olisi herkempi myös luopumaan sijoituksesta alaskirjaamalla.

Cummingin ja MacIntoshin (2003b) toteuttaman vertailun perusteella vuosien 1992 ja 1995 välisenä aikana alaskirjaukset olivat lukumäärällisesti amerikkalaisen VC-markkinan yleisin ja kanadalaisen VC-markkinan kolmanneksi yleisin exit-menetelmä. Yksi syy tämänlaiselle alueiden väliselle erolle voi selittyä esimerkiksi amerikkalaisen exit-markkinan suuremmilla tuottopotentiaaleilla erityisesti pörssilistautumisten ja yrityskauppojen suhteen. Toiselle sijoittajalle myyminen tai takaisinosto näin eivät tarjoaisi amerikkalaiselle VC-sijoittajalle tuottavampiin vaihtoehtoihin verrattuna riittävän suurta tuottoa ja alaskirjaaminen saatettaisiin nähdä pienemmän vaivan ratkaisuna.

Alaskirjaamisen päätös lankeaa yleensä VC-sijoittajan harteille, koska yrittäjät eivät VC-sijoituksissa useinkaan päättä vapaaehtoisesti oman yrityksen toiminnan lopettamisesta (Schwienbacher, 2012). Informaation epätasapainoa alaskirjaamisessa ei suoranaisesti kuitenkaan ole, sillä niin VC-sijoittajalla kuin yrittäjällä on kaikki tarjolla oleva tieto saatavillaan. Osapuolten näkökantojen eroavuus liittyy lähinnä tästä tiedosta pääteltävissä olevan kohdeyrityksen potentiaalin määrään. Eroavuutta voi löytyä myös osapuolten investointihorisonteissa, sillä VC-rahaston toiminta on rajattu yleisesti kymmeneen vuoteen. Yrittäjällä tällaista tarkasti rajattua investoinnin takarajaa ei yleensä ole.

4 JOHTOPÄÄTÖKSET

Venture capital -rahoitusta on pidetty yhtenä merkittävimmistä syistä amerikkalaisten korkean teknologian suuryritysten kehittymiselle. VC-sijoitusten tarjoama tuki niin taloudellisesti kuin erityisesti asiantuntemuksen osalta voidaan nähdä elintärkeänä apuna erityisesti aloilla, joilla informaation epätasapaino heikentää mahdollisuuksia muille vaihtoehtoisille ja etenkin perinteisemmille rahoitusmuodoille. VC-sijoittajien oma osaaminen on tässä yhtälössä korostetussa roolissa, sillä heidän tehtävänä on ohjata VC-rahastoihin investoineiden institutionaalisten sijoittajien pääomia parhaiten tuottaviin kohdeyrityksiin monimutkaisilla ja merkittävää asiantuntemusta vaativilla aloilla. Näiden investointien tuotot muodostuvat kohdeyrityksien omistusosuuksien myyntihetkellä eli exiteissä.

On tunnistettu, että varsinkin jo aiemmin hyvätuottoisia rahastoja hoitaneet VC-yhtiöt onnistuvat toistamiseen luomaan kohdeyrityksiin sijoittamalla huomattavaa tuottoa. Sen voi nähdä esimerkiksi näiden jo lopetettuihin rahastoihin investoineiden sijoittajien haluna tarjota uutta pääomaa VC-yhtiön seuraaviin rahastoihin. Näissä rahastojen varainkeruuvaiheissa VC-yhtiön olennaisin omaisuus on sen osakkaiden osaamisesta ja erityisesti aiemmista menestymisistä muodostuva mainearvo. Viestimällä omasta osaamisestaan VC-yhtiö pääsee käsiksi myös yhä parempiin ja yhä korkeampia tuottopotentiaaleja sisältäviin kohdeyrityksiin, joista saatu korkeampi tuottavuus kehittää mainearvoa lisää. Tällä voidaan olevan selvää vaikutusta siihen, miksi juuri VC-sijoitusyhtiöiden terävin kärki kykenee tuottamaan toistuvasti hyvää tuottoa rahastoon sijoittaneille.

Exit-päätökseen vaikuttaa VC-sijoittajan ja kohdeyrityksen keskenään tekemänsä osakassopimus. Siinä osapuolet päättävät toimintatavoista yhteistyön eri tilanteissa ja tavoitteena on välttää mahdollisista eroavista intresseistä johtuvia konflikteja. Sopimuksessa otetaan kantaa myös mahdolliseen exit-päätökseen ja -menetelmään. Viimekädessä osakassopimuksessa ratkeavat kohdeyrityksen omistajien keskinäiset valtasuhteet.

VC-sijoittaja ei elä kohdeyrityksensä kanssa kuitenkaan kuplassa, vaan sen tulee seurata kohdeyrityksen lisäksi myös ulkopuolista maailmaa ja sen kehitystä. Exit-

ajankohdan valinta on taiteilua sijoitukseen tehtävien parannusten tuoman rajahyödyn ja niistä koituvien rajakustannusten välillä. Optimaalisimmassa tilanteessa VC-sijoittaja pystyy ulkomaailmaa ja erityisesti markkinatilannetta analysoiden löytämään ajankohdan, jolloin tämän kohdeyritykselle toteuttamien toimien tarjoama lisäarvo on samansuuruinen niistä koituville lisäkustannuksille, ja irtautumaan sijoituksesta. Tämänlaista toimintaa on myös tunnistettu VC-sijoitusten exit-markkinoilla, sillä esimerkiksi pörssilistaamisten ja yrityskauppojen volyyymi seuraa pääomamarkkinoiden kasvusuhdanteita.

Informaatioasymmetria ei ole läsnä pelkästään VC-yhtiön sijoituspäätöksessä, vaan sillä on vaikutusta myös niistä irtautumisissa. Se, kuinka hyvin potentiaalinen ostaja kykenee ymmärtämään kohdeyrityksen toimintaa, tulevaisuutta ja markkinaa, vaikuttaa merkittäväällä tavalla valikoituun exit-menetelmään. Monimutkaisia tuotteita kehittävien ostokohteiden tarkempi analysoiminen voi vaatia huomattavia resursseja, joita esimerkiksi osakemarkkinoille osallistuvalla yksityissijoittajalla ei välttämättä ole. Informaatioasymmetria voi näin johtaa exit-menetelmistä erityisesti due diligence-työhön paremmin kykeneviä ostajia suosiviin vaihtoehtoihin: yrityskauppoihin, toiselle sijoittajalle myyntiin tai takaisinostoihin.

Merkittävä syy erityisesti amerikkalaisen VC-sijoittamisen erityiselle menestykselle on nähty sen osakemarkkinoiden suuressa koossa. VC-sijoitusten exit-menetelmistä juuri pörssilistautuminen on etenkin perinteisesti tarjonnut selvästi korkeinta keskimääräistä tuottoa. Exit-menetelmien trendi on kuitenkin mielenkiintoisesti siirtynyt 2000-luvun aikana yrityskauppoihin, ja pörssilistautumiset näyttäisivät olevan päätymässä lukumäärällisesti toissijaiseen rooliin. Tämä kehitys on erityisen hyvin nähtävissä juuri amerikkalaisessa VC-rahoituksessa, sillä monilla muilla maantieteellisillä aloilla yrityskauppojen asema lukumäärällisesti yleisempänä exit-menetelmänä on jo entuudestaan ollut selvä.

VC-rahoituksen seuraava merkittävä luku vaikuttaisi liittyvän kehittyvillä markkinoilla kuten Kiinassa toteutettaviin sijoituksiin. Näillä alueilla pörssilistautumisten tai yrityskauppojen sijasta tärkeimmäksi exit-menetelmäksi on noussut yrittäjien toteuttamat VC-sijoitusten takaisinostot. Tämä johtunee siitä, että kehittyvillä markkinoilla pääomamarkkinat vielä hakevat omaa lopullista muotoaan.

Samalla näillä alueilla varallisuus jakaantuu epätasaisemmin, jolloin yrityksiä omistavilla tahoilla voi olla tavanomaista parempi kyky toteuttaa takaisinostoja suhteessa muihin exit-vaihtoehtoihin.

On kuitenkin muistettava, että jokainen VC-sijoitus ei johda osuuksien myyntiin, vaan sijoituksen lakkauttaminen alaskirjauksella on todellinen ja hyvin yleinen vaihtoehto. Epäonnistumisten määrä on samalla huomattava mutta suuressa mittakaavassa kuitenkin yllättävänkin pieni. Tämä kuvaa toisaalta VC-sijoittamisen riskisyyttä, mutta osoittaa kuitenkin VC-sijoittajien kykyä löytää jo ennen osakassopimuksen allekirjoittamista tuotto-odotukseltaan potentiaalisimmat kohdeyritykset. VC-sijoittamiselle on näin nähtävissä selkeä tarve monimutkaisempien kohdeyritysten kehittämisen alkuvaiheissa.

LÄHTEET

- Admati, A. R. & Pfleiderer, P. (1994). Robust financial contracting and the role of venture capitalists. *The Journal of Finance*, 49(2), 371–402. doi:10.2307/2329157
- Amit, R., Brander, J. & Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441–466. doi:10.1016/S0883-9026(97)00061-X
- Andersin, J. (2021). *Venture capital -sijoitukset – käsikirja rahoituskierroksille*. Helsinki: Helsingin Kamari Oy.
- Ball, E., Chiu, H. H. & Smith, R. (2011). Can VCs time the market? An analysis of exit choice for venture-backed firms. *Review of Financial Studies*, 24(9), 3105–3138. doi:10.1093/rfs/hhr042
- Barnes, S. & Menzies, V. (2005). Investment into venture capital funds in Europe: An exploratory study. *Venture Capital*, 7(3), 209–226. doi:10.1080/13691060500258919
- Bayar, O. & Chemmanur, T. J. (2011). IPOs versus acquisitions and the valuation premium puzzle: A theory of exit choice by entrepreneurs and venture capitalists. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 46(6), 1755–1793. doi:10.1017/S0022109011000408
- Bengtsson, O. & Sensoy, B. A. (2011). Investor abilities and financial contracting: Evidence from venture capital. *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 477–502. doi:10.1016/j.jfi.2011.02.001
- Bessler, W. & Kurth, A. (2007). Agency problems and the performance of venture-backed IPOs in Germany: Exit strategies, lock-up periods, and bank ownership. *The European Journal of Finance*, 13(1), 29–63. doi:10.1080/13518470600763661
- Black, B. S. (1990). Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review*, 89(3), 520–608. doi:10.2139/ssrn.366820
- Black, B. S. & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243–277. doi:10.1016/s0304-405x(97)00045-7
- Brau, J. C., Francis, B. & Kohers, N. (2003). The choice of IPO versus takeover: Empirical evidence. *The Journal of Business*, 76(4), 583–612. doi:10.1086/377032
- Brav, A. & Gompers, P. A. (1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *Journal of Finance*, 52(5), 1791–1821. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb02742.x

- Brav, A. & Gompers, P. A. (2015). The role of lockups in initial public offerings. *The Review of Financial Studies*, 16(1), 1–29. doi:10.1093/rfs/16.1.0001
- Business Wire. (16.11.2020). Moderna's covid-19 vaccine candidate meets its primary efficacy endpoint in the first interim analysis of the phase 3 cove study. *Business Wire*. Haettu osoitteesta <https://www.businesswire.com/news/home/20201116005608/en/>
- Business Wire. (25.2.2021). Moderna reports fourth quarter and fiscal year 2020 financial results and provides business updates. *Business Wire*. Haettu osoitteesta <https://www.businesswire.com/news/home/20210225005514/en/>
- Chemmanur, T. J., He, J., He, S. & Nandy, D. (2018). Product market characteristics and the choice between IPOs and acquisitions. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 53(2), 681–721. doi:10.1017/s0022109017001107
- Chevalier, J. & Ellison, G. (1997). Risk taking by mutual funds as a response to incentives. *Journal of Political Economy*, 105(6), 1167–1200. doi:10.3386/w5234
- Courteau, L. (1995). Under-diversification and retention commitments in IPOs. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 30(4), 487–517. doi:10.2307/2331274
- Cumming, D. J. (2008). Contracts and exits in venture capital finance. *The Review of Financial Studies*, 21(5), 1947–1982. doi:10.1093/rfs/hhn072
- Cumming, D. J. & Johan, S. (2010). Venture capital investment duration. *Journal of Small Business Management*, 48(2), 228–257. doi:10.1111/j.1540-627X.2010.00293.x
- Cumming, D. J. & MacIntosh, J. G. (2001). Venture capital investment duration in Canada and the United States. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(4), 445–463. doi:10.1016/S1042-444X(01)00034-2
- Cumming, D. J. & MacIntosh, J. G. (2003a). A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, 27(3), 511–548. doi:10.1016/S0378-4266(02)00389-8
- Cumming, D. J. & MacIntosh, J. G. (2003b). Venture-capital exits in Canada and the United States. *The University of Toronto Law Journal*, 53(2), 101–199. doi:10.2307/3650880
- Cumming, D. J. & Zambelli, S. (2017). Due diligence and investee performance. *European Financial Management*, 23(2), 211–253. doi:10.1111/eufm.12100
- Cumming, D. J., Fleming, G. & Schwiendbacher, A. (2005). Liquidity risk and venture capital finance. *Financial Management*, 34(4), 77–105. doi:10.1111/j.1755-053x.2005.tb00119.x

- Gao, X., Ritter, J. R. & Zhu, Z. (2013). Where have all the IPOs gone? *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 48(6), 1663–1692. doi:10.1017/S0022109014000015
- Glasner, J. (16.11.2020). With flagship behind it, Moderna quickly scaled from startup to world-changing biotech. *Crunchbase News*. Haettu osoitteesta <https://news.crunchbase.com/news/with-flagship-behind-it-moderna-quickly-scaled-from-startup-to-world-changing-biotech/>
- Gompers, P. A. (1995). Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *Journal of Finance*, 50(5), 1461–1489. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05185.x
- Gompers, P. A. (1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics*, 42(1), 133–156. doi:10.1016/0304-405X(96)00874-4
- Gorman, M. & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231–248. doi:10.1016/0883-9026(89)90014-1
- Hellmann, T. (1998). The allocation of control rights in venture capital contracts. *RAND Journal of Economics*, 29(1), 57–76. doi:10.2307/2555816
- Hellmann, T. (2000). Venture capitalists: The coaches of Silicon Valley. Teoksessa Lee, C-M., Miller W. F., Hancock, M. G. & Rowen, H. S. (toim.), *The Silicon Valley edge: A habitat for innovation and entrepreneurship*, 276–294. Stanford, California: Stanford University Press.
- Hellmann, T. (2006). IPOs, acquisitions, and the use of convertible securities in venture capital. *Journal of Financial Economics*, 81(3), 649–679. doi:10.1016/j.jfineco.2005.06.007
- Hsu, D. H. (2004). What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *Journal of Finance*, 59(4), 1805–1844. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00680.x
- Huang, G. (06.12.2012). Moderna, \$40M in tow, hopes to reinvent biotech with “make your own drug”. *Xconomy*. Haettu osoitteesta https://xconomy.com/boston/2012/12/06/moderna-40m-in-tow-hopes-to-reinvent-biotech-with-new-protein-drugs/?single_page=true
- Leland, H. E. & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371–387. doi:10.2307/2326770
- Lerner, J. & Nanda, R. (2020). Venture capital's role in financing innovation: What we know and how much we still need to learn. *Journal of Economic Perspectives*, 34(3), 237–261. doi:10.1257/jep.34.3.237
- Lin, T. H. & Smith, R. L. (1998). Insider reputation and selling decisions: The unwinding of venture capital investments during equity IPOs. *Journal of Corporate Finance*, 4(3), 241–263. doi:10.1016/S0929-1199(98)00005-4

- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P. & Waele, K. (1997). Venture capitalists' appraisal of investment projects: An empirical European study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21, 29–43. doi:10.1177/104225879702100403
- McKenzie, M. D. & Janeway, W. H. (2011). Venture capital funds and the public equity market. *Accounting & Finance*, 51(3), 764–786. doi:10.1111/j.1467-629X.2010.00373.x
- Metrick, A. & Yasuda, A. (2011). *Venture capital and the finance of innovation* (2. painos). Hoboken, New Jersey: Wiley & Sons.
- Nahata, R. (2008). Venture capital reputation and investment performance. *Journal of Financial Economics*, 90(2), 127–151. doi:10.1016/j.jfineco.2007.11.008
- Noe, T. H. & Rebello, M. J. (1996). Asymmetric information, managerial opportunism, financing, and payout policies. *Journal of Finance*, 51(2), 637–660. doi:10.1111/j.1540-6261.1996.tb02697.x
- Pajarinen, M., Rouvinen, P. & Ylhäinen, I. (2016). *Kasvun nälkä – pääomasijoitetut yritykset muutosagentteina*. Taloustieto.
- Pisoni, A. & Onetti, A. (2018). When startups exit: Comparing strategies in Europe and the USA. *Journal of Business Strategy*, 39(3), 26–33. doi:10.1108/JBS-02-2017-0022
- Rajamäki, T. (13.12.2020). ”Toivon, etteivät suomalaiset opiskelijat nyt vetoa tähän” – Koronarokotetta valmistavan Modernan perustaja aloitti uransa Helsingissä ja kulki opinnoissaan oikopolkua. *Helsingin Sanomat*. Haettu osoitteesta <https://www.hs.fi/kotimaa/art-2000007679130.html>
- Rossi, D. (2002). *Functional analysis of cell cycle regulators Lkb1 and Mat1 in genetically engineered mice* (Väitöskirjatutkimus, Helsingin yliopisto). Haettu osoitteesta <https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/20457/function.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473–521. doi:10.1016/0304-405X(90)90065-8
- Schwienbacher, A. (2008). Venture capital investment practices in Europe and the United States. *Financial Markets and Portfolio Management*, 22(3), 195–217. doi:10.1007/s11408-008-0080-z
- Schwienbacher, A. (2012). Venture capital exits. Teoksessa Cumming, D (toim.), *Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies*, (s. 387-405). Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons. doi:10.1002/9781118266908.ch18

- Shu, P., Yeh, Y., Chiu, S. & Ho, F. (2011). The reputation effect of venture capital. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 36(4), 533-554. doi:10.1007/s11156-010-0188-x
- Tian, X. (2012). The Role of Venture capital syndication in value creation for entrepreneurial firms. *Review of Finance*, 16(1), 245-283. doi:10.1093/rof/rfr019
- Wang, L. & Wang, S. (2017). Buybacks as an efficient strategy for venture capital in emerging markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 43, 107-123. doi:10.1016/j.pacfin.2017.03.002
- Wang, Y. (2012). Secondary buyouts: Why buy and at what price? *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1306-1325. doi:10.1016/j.jcorpfin.2012.09.002
- Zarutskie, R. (2010). The role of top management team human capital in venture capital markets: Evidence from first-time funds. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 155-172. doi:10.1016/j.jbusvent.2008.05.008
- Zider, B. (1998). How venture capital works. *Harvard Business Review*, 76(6), s. 131–139.